

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة ابن خلدون - تيارت -

ميدان: العلوم الإقتصادية، التجارية و علوم التسيير

شعبة: ادارة مالية



كلية: العلوم الإقتصادية، التجارية و علوم التسيير

قسم: علوم تسيير

## مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر

من إعداد الطالبتين:

- نهمار إكرام
- نوار أسماء

تحت عنوان:

### دور المالية السلوكية في تحليل الأزمات المالية

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا  
مشرفا و مقرر  
مناقشا

أستاذ محاضر ب - جامعة ابن خلدون تيارت -  
أستاذ محاضر أ - جامعة ابن خلدون تيارت -  
أستاذ محاضر أ - جامعة ابن خلدون تيارت -

ضالع دليلة  
عزيرو راشدة  
بلخير فريد

السنة الجامعية: 2023/2022

## شكر وتقدير:

قال الرسول صلى الله عليه و سلم: "من لم يشكر الناس لم يشكر الله، و من أسدى إليكم معروفا فكافئوه، فإن لم تستطيعوا فادعوا له".

لله الفضل من قبل ومن بعد على ما أنعم وسهل وأرشد، فله الحمد والشكر كله والصلاة والسلام على رسوله الأمين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين.

فإنه يسعدنا ان نتقدم بكل معاني الشكر والإحترام والتقدير إلى الأستاذة المشرفة " راشدة عزيزو " التي كان لها الفضل الكبير في تجسيد هذا العمل، وجزاها الله على نصائحها وتوجيهاتها القيمة التي لم تبخل علينا بها، وعلى الوقت الذي أتاحته لنا سواء لإبداء النصح او التوجيه أو التصحيح. كما نتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بقبول مناقشة هذه المذكرة.

وأخيرا، نشكر من علمنا حرفا او رمزا أو حكمة مند نشأتنا إلى اليوم.

## إهداء:

اللهم كما أنعمت فزد و كما زدت فبارك و كما باركت فتمم و كما أتممت  
فثبت الحمد لله على توفيقه لي و أن بلغني لهذه اللحظة الغالية و النجاح  
الكبير.

أهدي فرحتي و سعادتي في هذا اليوم الجميل إلى أمي و أبي مصدر عزتي  
و فخري من رافقني منذ أول خطوة في مسيرتي التعليمية.  
"أسماء"



## إهداء:

إلى من قال في شأنهما الله عز وجل:

"وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا ..."

و إحصانا لهما ، و تقديرا لما قدماه لي .

حفظهما الله ، وأطال في عمرهما ، و رزقنا رضاهما ...

إلى أخي عبد الله، و أختي أسماء ، أنار الله دربهما و وفقهما.

"إكرام"



# الفهرس:

الرقم	العنوان
/	شكر و تقدير
/	إهداء
/	إهداء
/	الفهرس
/	قائمة الجداول
/	قائمة الأشكال
أ	مقدمة
<p><b>الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لنظريتي كفاءة الأسواق المالية و المالية السلوكية و الأزمات المالية</b></p>	
8	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية
8	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها
10	المطلب الثاني: مفهوم كفاءة الأسواق المالية شروطها وفرضياتها
13	المطلب الثالث: مستويات كفاءة الأسواق أنواعها نظرياتها وأهم الانتقادات الموجهة لها
18	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لنظرية المالية السلوكية
18	المطلب الأول: نشأة المالية السلوكية: ومفهومها

20	المطلب الثاني: فرضيات المالية السلوكية ودعائنها
22	المطلب الثالث: الانتقادات الموجهة لنظرية المالية السلوكية
24	المبحث الثالث: أساسيات حول الأزمات المالية
24	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية أسبابها وأنواعها
27	المطلب الثاني: أهم الأزمات المالية
33	المطلب الثالث: قنوات انتشار الأزمات المالية
<b>الفصل الثاني: الأزمات المالية بين الكفاءة و المالية السلوكية</b>	
39	المبحث الأول: أساسيات حول الأزمة المالية العالمية 2008
39	المطلب الأول: نشأة أزمة 2008 أسبابها ومراحلها
44	المطلب الثاني: آثار الأزمة المالية العالمية 2008
50	المطلب الثالث: خطط الإنقاذ لمعالجة الازمة المالية العالمية 2008
52	المبحث الثاني: التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق المالية
52	المطلب الأول: التحيزات السلوكية والتشوهات الملاحظة في الأسواق المالية وتفسيرها
59	المطلب الثاني: تفسير ظاهرة الفقاعات وفق منظور المالية السلوكية
62	المطلب الثالث: تحليل الازمات بين نظرية كفاءة الأسواق المالية ونظرية المالية السلوكية
65	خاتمة
69	قائمة المصادر والمراجع

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
41	إجمالي الضرائب في الو.م.أ لمدة (2001-2009) الوحدة مليار دولار	1-2
44	معدلات التضخم في العالم (2005-2009)	2-2
45	النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي لبعض مناطق الدول النامية (2008-2009)	3-2
47	نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول مجموعة العشرين أثناء انعقاد قمتها	4-2
49	تراجع القيمة السوقية للمصارف الامريكية (مليارات الدولارات)	5-2
50	اهم الإجراءات التي قامت بها الدول لمعالجة الازمة المالية العالمية	6-2
53	اهم تصنيفات التحيزات السلوكية	7-2
56	التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق رأس المال	8-2
58	تفسير التشوهات وفق المالية السلوكية	9-2
61	تشكل الفقاعة من منظور المالية السلوكية	10-2

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
33	قنوات انتشار الأزمات المالية	1-1
42	معدل ملكية العقار في أمريكا.	1-2
60	تمثيل الفقاعات المالية	2-2



**حقائق:**

تعتبر الأسواق المالية بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة، وعليه اصبح موضوع الأسواق المالية من الموضوعات المهمة، والتي جلبت اهتمام كل الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث اعتبرت جزءا مهما من النظام الاقتصادي ككل وأداة تمويلية هامة، وسعت إلى تحقيق الترابط بين المتعاملين الاقتصاديين، وساهمت في نقل الارصدة من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز و تفعيل الاستثمار وخلق طاقات انتاجية متعددة .

لكن ليست كل أسواق المال تنجح في تحقيق هذه الغاية، حيث أنها تتطلب وجود موارد مالية مستمرة التدفق وكافية، وهذا ما يمكن أن نلمسه من دراسة مستوى كفاءة الاسواق المالية التي تعد من أهم الموضوعات في السوق المالي، حيث تتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار اوراق المالية، وتعتمد على مقدار الثقة التي يضعها المستثمر في المعلومات المتاحة والمنشورة، كما أثارت هذه الفكرة خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الاسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار أوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة. وتقتض هذه النظرية أن جميع هؤلاء الافراد يتصرفون برشادة، تتجلى من جهة في قدرتهم على بناء توقعات عقلانية وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم من جهة أخرى، واعتمدت نظرية الكفاءة على فهم الاسواق المالية باستخدام نماذج تعد المشاركين في الأسواق عقلاء، ولكن هذا الفهم التقليدي لم يستطع تفسير العديد من الظواهر الغير اعتيادية، كظهور الفقاعات والأزمات المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي خاصة أزمة الرهن العقاري سنة 2008 بالولايات المتحدة الامريكية، والتي اندرجت ضمن سلسلة من الازمات المالية التي ميزت النظام الرأسمالي.

كل هذا أدى إلى ظهور جدل كبير في الاوساط الاكاديمية والذي انطلق من التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق، خاصة عند اثبات وجود عدد كبير من التشوهات و الانحرافات الظاهرة.

لقد اثار هذا الجدل وجهة نظر اساسية لبروز نظرية علم المالية السلوكية التي اعتبرت بدورها مكملة لنظرية الكفاءة، وسعت لتقديم تفسيرات الحالات الغير عادية التي تتعرض لها الأسواق من تشوهات ولاعقلانية وفقاعات المضاربة وتوالي الازمات، بغية الوصول إلى نمذجة واقعية للسلوك البشري الذي اعتبر الركيزة الأساسية التي يقوم عليها علم المالية السلوكية في تفسير الظواهر و التصرفات داخل السوق المالي، بالاعتماد على الجوانب التطبيقية و النفسية المتضمنة قرارات الافراد.

مما سبق يمكننا طرح الإشكالية الأساسية التالية: كيف فسرت المالية السلوكية الازمات المالية ؟

وانطلاقاً من هذه الإشكالية يمكننا طرح التساؤلات الفرعية:

- ماهي الفرضيات التي تقوم عليها نظرية كفاءة الأسواق المالية؟
- ماهي دعائم المالية السلوكية؟
- ما أسباب حدوث الازمات رغم كفاءة الأسواق المالية؟

### فرضيات الدراسة

بناءً على الأسئلة الفرعية يمكننا صياغة الفرضيات التالية:

- لعل من أهم أسباب حدوث وتوالي الازمات رغم كفاءة الأسواق المالية عدم تطابق فرضياتها المتمثلة في العقلانية و عملية التحكيم مع الواقع.
- تعتبر نظرية المالية السلوكية مكملة لنظرية كفاءة الاسواق المالية.

### أهداف الدراسة

نسعى من وراء هذه الدراسة للوصول إلى الأهداف التالية:

- التطرق لمفهوم نظرية كفاءة الأسواق المالية وفرضياتها ومستوياتها، إضافة إلى أهم نظرياتها.
- التطرق إلى الجانب النظري للمالية السلوكية وفرضياتها الأساسية، وأهم دعائمها، مع تبيان العوامل السلوكية المؤثرة على عملية اتخاذ القرار الاستثماري.
- التركيز على الازمة العالمية 2008، باعتبارها أخطر الازمات، واعتبارها تشوهات اثرت على الاسواق المالية.
- معرفة أسباب توالي و تكرار الازمات رغم كفاءة الأسواق المالية، ومحاولة تفسيرها في ضوء نظرية المالية السلوكية.

### أهمية الدراسة

هناك العديد من النقاط التي تبرز أهمية هذه الدراسة، ولعل أهمها انها تعالج موضوع نظرية المالية السلوكية، وقدرتها على تفسير الازمات المالية و الفقاعات، و مدى عجز نظرية كفاءة الأسواق المالية عن تفسيرها.

كما تتجلى أهمية هذا البحث في تسليط الضوء على المالية السلوكية الجزئية المهمة بدراسة التحيزات وسلوك المستثمرين عند اتخاذ القرار الاستثماري، والمالية السلوكية الكلية المهمة بتفسير التشوهات في أسواق رأس المال.

## أسباب اختيار الموضوع

تتمثل اهم أسباب اختيار الموضوع فيما يلي:

### أسباب موضوعية

- الاطلاع المسبق على بعض المقالات في الموضوع التي أعطت نظرة عامة شجعت على اختيار الموضوع كمذكرة للتخرج.
- اثناء المكتبة الجامعية بموضوع حديث في مجال الأسواق المالية، باعتبار هذه الاخيرة من المعايير الأساسية للتطور الاقتصادي.
- التعمق في نظرية المالية السلوكية والتعرف على مدى معالجتها لمختلف التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية.

### أسباب ذاتية

- الميول الشخصي لدراسة نظرية حديثة، وهي نظرية المالية السلوكية.
- رغبتنا في التطرق لاهم المواضيع المتعلقة بسلوكيات الافراد و المستثمرين في الأسواق المالية.

### حدود الدراسة

تناولنا في هذه الدراسة الازمة المالية العالمية 2008، والتي كان لها تأثير كبير على الأسواق المالية.

### منهج الدراسة

من اجل معالجة الإشكالية المطروحة للنقاش واختبار صحة الفرضيات، قمنا باتباع المنهج الوصفي والتحليلي، باعتباره منجها مناسباً للدراسة، فالمنهج الوصفي عند التطرق إلى المفاهيم النظرية الخاصة بموضوع الدراسة، والمنهج التحليلي في دراستنا التطبيقية من خلال التطرق لاسباب الازمات المالية ما بين الكفاءة و المالية السلوكية.

### الدراسات السابقة

من اهم الدراسات المتطرق لها، والتي تناولت موضوع هذه الدراسة:

• **دراسة صفية صديقي**، " طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010 " ، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011، 2012.

هدفت الدراسة لتسليط الضوء على احدث نظرية في مجال علوم المالية، وهي نظرية المالية السلوكية التي جاءت نتيجة التشكيك في نظرية الكفاءة، والتي تمثلت ابرز فرضياتها في الرشادة والعقلانية للمستثمرين، حيث تقوم المالية السلوكية على دراسة السلوك الحقيقي للأفراد بغية الوصول إلى تفسيرات لمختلف التشوهات الملاحظة في السوق المالي باستخدام مبدأ علم النفس، إضافة إلى ذلك، قامت الباحثة بإجراء مقارنة بين المنهج التقليدي القائم على العائد و المخاطرة، والمنهج السلوكي القائم على تحليل سلوكيات المستثمرين.

وقد أظهرت نتائج الدراسة، انه بالرغم من الأدلة الكثيرة على نظرية الكفاءة، الا ان السوق المالي يشهد العديد من التشوهات التي لا يمكن تفسيرها، من بينها التشوهات الموسمية، إضافة إلى ان عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية، انما هو قرار تشوبه الكثير من الأخطاء الادراكية و السلوكيات غير العقلانية، كالأفراط في الثقة، التقليد....الخ.

• **دراسة مريم سحنون**، "السلوك المالي للمستثمرين واثره على كفاءة الأسواق المالية، محاولة لدراسة العوائد في السوق المحافظ المالية الأوروبية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان، 2015، 2016.

هدفت الدراسة إلى تحليل وتفسير عوائد الأصول المالية، ومعرفة مدى تأثير السلوك المالي للمستثمرين على كفاءة السوق المالي بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول المالية الذي يتوافق مع فرضية الكفاءة، غير ان هذا النموذج يستخدم بيئا كمعلمة كافية لتفسير سلوك العوائد، بينما وجدت معالم أخرى لها قوة تفسيرية لا يمكن اهمالها فبعد عجز كل من EMH وCAPM عن تفسير العديد من الوضعيات في السوق التي هي عبارة عن حالات شاذة ناتجة عن سلوكيات غير رشيدة للمستثمرين، كان لابد من تطوير نموذج التسعير، من اجل استدراك القصور قامت الباحثة باللجوء إلى نموذج العوامل الثلاثة، العوامل الأربعة والعوامل الستة، بغية معرفة النموذج الأكثر ملائمة لتفسير وضعيات السوق المالي، حيث خصت الدراسة سوق المحافظ المالية الأوروبية المتميز بغياب الكفاءة في صيغتها الضعيفة.

وقد أظهرت نتائج الدراسة، أن فرضية كفاءة الأسواق مبنية على وصف السوق المالي كما يجب ان يكون في افضل حالاته، وهذا الوضع ليس بمستحيل، بل ممكن جدا ان يتحقق، وفي معظم الحالات يترجم سلوك العوائد بسلوكيات غير عقلانية للمستثمرين.

• دراسة عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، "الخلفية النظرية المالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق راس المال"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الإدارة، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر 2017.

هدفت الدراسة لتبيان الانحرافات الظاهرة في السوق المالي التي فشلت النماذج التقليدية في تفسيرها، وكذا معرفة مدى قدرة نظرية المالية السلوكية في فهم ما يحدث في السوق المالي، بالاعتماد على وجود تحيزات سلوكية تؤثر على السلوك الاستثماري، وتدفع بالمستثمرين إلى اتخاذ قرارات لا تتسم بالرشد و العقلانية.

وقد أظهرت نتائج الدراسة، ان نظرية المالية السلوكية قدمت عدة تفسيرات منطقية للانحرافات في التسعير، الا انه لا توجد نظرية موحدة حقيقية للمالية السلوكية، وان كلا النظريتين لا يخلوان من القصور، باعتبار كل منهما مكمل للآخرى.

- تختلف دراستنا الحالية عن هذه الدراسات، بتناولها لموضوع نظرية المالية السلوكية و تفسيرها للازمة المالية العالمية 2008 .

### صعوبات الدراسة

نقص المراجع بالنسبة لموضوع نظرية المالية السلوكية، خاصة باللغة العربية.

### هيكل الدراسة

ولانجاز هذا البحث قمنا بتقسيمه إلى فصلين رئيسيين، تتضمنهم مقدمة تشمل الابعاد الأساسية لموضوع البحث واشكاليته، وتعقبهم خاتمة تتضمن النتائج النظرية و التحليلية للبحث، وتتمثل هذه الفصول فيما يلي:

- **الفصل الأول:** الاطار المفاهيمي لنظريتي كفاءة الأسواق المالية و المالية السلوكية والأزمات المالية، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية، أما في المبحث الثاني إلى الاطار المفاهيمي لنظرية المالية السلوكية، أما في المبحث الثالث إلى أساسيات حول الأزمات المالية.

- **الفصل الثاني:** الازمات المالية بين الكفاءة و المالية السلوكية، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى أساسيات حول الازمة المالية 2008 ، وفي المبحث الثاني التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق المالية.



# الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي لنظريتي كفاءة الأسواق  
المالية و المالية السلوكية و الأزمات المالية

## تمهيد

أولت الدراسات أهمية كبيرة للأسواق المالية نظرا لأهمية الدور الذي تلعبه في الوصل بين مجموع التدفقات المالية ومدى قدرتها على توظيف رؤوس الأموال، لتحقيق الرفاهية الإقتصادية من خلال وجود سوق يتسم بالكفاءة، كما تميزت بكثرة التقلبات و التحركات في أوضاعها، فلا تكاد تستقر فيها الأسعار مما أدى إلى ظهور المالية السلوكية التي كانت بمثابة الإنفتاح الفكري، أي أنه من أجل إيجاد حل لأي مشكلة مالية لا بد من التأكد من حالة الأفراد المنتمين للإقتصاد و تصرفاتهم إذا كانت عقلانية أو غير عقلانية.

كما تشرح طريقة تفكير المستثمرين و العوامل المؤثرة على قراراتهم، و تحاول تقديم تفسيرات للعديد من الأزمات التي تميزت بسرعة إنتشارها و تباين أسباب حدوثها، التي أدت إلى تراجع الإقتصاد العالمي و إفلاس العديد من المؤسسات الإقتصادية ابتداءا بأزمة الكساد العظيم و أزمة الديون العالمية وصولا لازمة الفقاعات.

و على هذا الأساس سنتطرق في هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالاتي:

- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية.
- المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للمالية السلوكية.
- المبحث الثالث: أساسيات حول الأزمات المالية.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

تعمل الأسواق المالية على تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد، ولقيام بدورها لا بد أن تتوفر على شرط أساسي وهو الكفاءة، والتي يجب ان تتمتع بقدر عال من المرونة وتسمح بتحقيق استجابة فعالة وسريعة في أسعار الاوراق المالية، لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الأسواق المالية وأهميتها، وكذا مفهوم كفاءة الأسواق المالية، شروطها وفرضياتها، إضافة إلى مستويات كفاءة الأسواق، أنواعها، نظرياتها، واهم الانتقادات الموجهة لها.

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها

وفي هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم الأسواق المالية وأهميتها:

**أولاً: مفهوم الأسواق المالية:** للسوق المالي تعاريف متعددة، تداولتها المؤلفات المختلفة للباحثين، في مجال العلوم الاقتصادية والمالية وتخصصات متفرعة عنها، ومن بين أبرز التعاريف نذكر ما يلي:

السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي تتم فيه. ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة أو بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه.<sup>1</sup>

كما تعرف الأسواق المالية بأنها: الآلية التي يتاجر بها بالموجودات المالية أو المطلوبات المالية وبشكل متكرر، فقد لا يكون هناك مكان مادي للسوق، وإنما صفقات تنفذ عبر وسائل متعددة منها: الهاتف، الإنترنت. ويمكن القول بأن الأسواق المالية تمثل مفهوماً واسعاً وشاملاً لعدد كبير من الاسواق المالية ومنها النقدية والأوراق المالية وتبادل العملات الأجنبية وغيرها كثير.<sup>2</sup>

وتعرف أيضاً: بأنها سوق تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها، إذ يجتمع فيها المتعاملون بالأوراق المالية في أوقات محددة، وتحكم هذا السوق مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تحكم وتنظم سلوك المتعاملين وطرائق التبادل القانوني. ويقوم فيها مجموعة من الوسطاء بتنفيذ أوامر البيع والشراء من عملائهم.

<sup>1</sup> - وليد صافي، أنس البكري، 'الأسواق المالية والدولية'، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص 16.

<sup>2</sup> - سرمد كوكب جميل، 'المدخل إلى الأسواق المالية'، دار الأكاديميون الأردن للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2018، ص 12.

وتعلن بداخلها أسعار الأوراق المالية بنظام الزيادة التي تتم على مرأى جميع الحاضرين، وتزود الأسواق المالية بأحدث الأجهزة والوسائل الإلكترونية في مجمل الاتصالات السريعة.<sup>1</sup>

**ثانياً: أهمية الأسواق المالية** ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها كالآتي:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة لا بد من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالباً ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.
- تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.<sup>2</sup>
- تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في رأس المال الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات، بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال الممثل في تحويل أوراق مالية إلى نقود حاضرة والعكس في سهولة ويسر.
- الحفاظ على المدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار الشرعية.
- تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة.
- تحقيق صالح البائع والمشتري بالحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية.<sup>3</sup>
- تسهيل المدفوعات: بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة "الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والمقبولات" وما شابه، والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية المختلفة.
- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: وهذا من خلال الأساليب التالية: التأمين، التنوع، التحوط.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>- عباس كاظم الدعي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 119.

<sup>2</sup>-رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعترف للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2005، ص 12.

<sup>3</sup>-أدهم إبراهيم جلال الدين، "الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2014، ص 32.

<sup>4</sup>- صلاح الدين شريط، "مبادئ الأسواق المالية"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 21.

## المطلب الثاني: مفهوم كفاءة الأسواق المالية، شروطها وفرضياتها

يوصف الأداء الجيد لسوق مالي في أغلب الأحيان بعبارة الأسواق المالية الكفؤة، هذا المصطلح الذي شاع استخدامه لتحليل قدرة السوق المالي على الإدارة الجيدة لتكاليفها وحسن استخدام مواردها، سنحاول من خلال هذا المطلب تسليط الضوء عليه من خلال تعريف كفاءة الأسواق المالية، وأهم شروطها وفرضياتها.

**أولاً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية :** تعددت تعاريف ومفاهيم كفاءة الأسواق المالية، ومن أبرز التعاريف نذكر ما يلي:

تعني كفاءة السوق الكامل للمعلومات أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز، ويقصد بالانعكاس الكامل أن المشاركين في السوق يستجيبون بسرعة للمعلومات الجيدة ويقومون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، وبذلك يتعذر على أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية، وعليه يكون السعر المعلن عليه هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناء على المعلومات المستلمة، ويكون هذا السعر دالاً لحالة التوازن في السوق كون أن عموم المشاركين لا يحتاجون إلى فقدان وقت كبير للبحث عن المعلومات والوصول إليها، كما أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محددة بسعر الورقة المالية.<sup>1</sup>

إن سوق المال الكفء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، مما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق. وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية. هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية.<sup>2</sup>

يتصف السوق الكفء باستجابة أسعار أوراق المالية على النحو السريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق، مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي معلومات تاريخية والمعلومات الجارية هي معلومات معلنة

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار البازوري للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 38.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 101.

للعامة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات، وتتسم سوق الأوراق المالية بالتنافسية أي تحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب.<sup>1</sup>

**ثانيا: شروط تحقيق الكفاءة:** لكي يكون السوق كفوئا لا بد من أن تتحقق فيه الشروط التالية:

**1- المنافسة الكاملة:** وهذا ما يستوجب وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين مع وجود:

حرية البيع والشراء بالكميات التي يرغبون فيها وبذلك لتقليل فرص الاحتكار، وهذا الشرط يجعل الأسعار في السوق المالية خاضعة لعوامل الطلب والعرض.

**2- توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم بيعها وشراؤها:** وفي الحقيقة فإن هذا الشرط هو نتيجة لتوفير الشرط الأول وبتوفر السيولة تتحقق الفرص أمام البائعين والمشتريين لبيع أو شراء الأسهم بالتكلفة وبالوقت وبالسرعة المناسبة، كما تتحقق الاستمرارية في الأسعار التي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي تخفف من أخطار نشوء المضاربات.

**3- توفير وسائل وقنوات اتصال يستطيع المتعاملين بواسطتها:**<sup>2</sup>

- الحصول على أفق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي والنشر في الصحف.

- الحصول على معلومات دقيقة وحديثة حول سعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه وعن مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.

- الاطلاع على نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق والتي عادت ما تذاع عبر وسائل الاتصال المرئية والمقروءة.

- تتاح المعلومات المتاحة للأفراد وتبعاً لذلك فإن توقعاتهم تكون مماثلة أيضا.

- لا توجد أي قيود على التعامل وذلك على النحو التالي:

<sup>1</sup> بن أمير بن حاسين وأخرون، "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية"، دراسة حالة بورصة السعودية عمان تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2 2012 ص 236.

<sup>2</sup> - صلاح الدين شريط، "مبادئ الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 159.

- لا توجد تكاليف للتعاملات ولا توجد ضرائب.<sup>1</sup>

- يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأوراق المالية.

- عدم وجود قيود تشريعية على التحول أو الخروج من السوق.

**4- تمتع السوق بعنصر الشفافية:** وبقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة والصفات متاحة لجميع المتعاملين على قدر المساواة. وفي نفس الوقت بتوفر البيانات المالية المنشورة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية والتقارير المالية المفضلة والتي تصدر خلال العام.

**5- هيئة أو لجنة تعرف باسم هيئة إدارة السوق:** وتتركز مهمتها في ضبط السوق والمتعاملين فيه، وتتعين أن تكون تلك الهيئة محايدة ومكونة من مجموعة من الخبراء، وتستمد سلطاتها من النظم الهادفة لإشاعة جو الأمان والاستقرار للمستثمرين.<sup>2</sup>

**ثالثا: فرضيات نظرية كفاءة الأسواق المالية :** لقد استندت نظرية كفاءة الأسواق المالية على فرضيتين أساسيتين وهما:

**1- العقلانية:** نظرية كفاءة الأسواق تفترض عقلانية المتعاملين سواء على مستوى سلوكياتهم أو على توقعاتهم، حيث إن كل المتعاملين يسعون إلى تعظيم منفعتهم بطريقة عقلانية، وتشير فرضية عقلانية المستثمرين إلى فرضيتين هما:<sup>3</sup>

**الأولى:** إن الأعوان الاقتصاديين يتصرفون وفق المعلومات الواردة إلى السوق، فإذا كانت المعلومات الواردة إلى السوق حول أصل ما حسنة فإن المتعاملين يقبلون على شراء هذا الأصل، أما إذا كان العكس فإن ذلك يدفع بالمتعاملين إلى اتخاذ قرار بيع هذا الأصل.

**الثانية:** إن المستثمرين يبحثون من خلال شراء وبيع الأصول المالية عن تعظيم أرباحهم، وتقليل الخطر الناتج عن عمليات الشراء أو البيع.

<sup>1</sup> - عاطف وليد أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول للإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2008، ص 151.

<sup>2</sup> - محب خلة توفيق، "الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2011، ص- ص 171 172.

<sup>3</sup> - مريم سحنون، عباسة رشاش، "محاولة لدراسة سلوك عوائد المحافظ الأوروبية وفقا لنظرية كفاءة الأسواق المالية"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 4، جوان، 2016، ص 24.

**2- التحكيم او المراجعة:** لقد كان "روس" هو أول من طرح مفهوم التحكيم عام 1976 ويعرفه كلا من "روبرت مورتن" و "زفي بودي" بكونه: "الشراء ثم البيع الفوري لأصول متماثلة بهدف الاستفادة من فارق السعر بين العمليتين".

فوظيفة المحكمين هي العمل على تصحيح السعر عند انحرافه مؤقتا عن قيمته الحقيقية، ولشرح كيفية حدوث العملية نعطي مثالا بورقة مالية لها بديل أمثل أي ورقة مالية أخرى بنفس مستوى الخطر النظامي، يفترض أن يكون لكلا الورقتين نفس السعر عند التوازن، وفي الحالة العكسية تكون هناك إمكانية تحقيق ربح دون تحمل أي خطر من خلال القيام بعمليتين متزامنتين: بيع الورقة الأعلى وشراء الورقة الأقل ثمنا، فإذا نهج جميع المستثمرين "العقلانيين" هذا السلوك فستؤدي كثرة الطلب على الورقة الأقل سعرا إلى ارتفاع ثمنها، في حين أن كثرة المعروض من الورقة الأعلى سعرا ستؤدي إلى انخفاض ثمنها، وبالتالي سيعمل سلوك المحكمين على تساوي سعر كلتا الورقتين، بحيث كلما كانت هذه العملية أسرع كان السوق أكثر كفاءة.<sup>1</sup>

**المطلب الثالث:** مستويات كفاءة الأسواق، أنواعها، نظرياتها، وأهم الانتقادات الموجهة لها

في هذا المطلب سنتطرق إلى مستويات كفاءة الأسواق المالية، أنواعها، نظرياتها إضافة إلى أهم الانتقادات الموجهة لها:

**أولا: مستويات كفاءة الأسواق:** المالية إن النظريات المالية تقسم الأوراق المالية إلى ثلاثة مستويات كفاءة:

**1- المستوى الضعيف:** وفقا لهذا المستوى فإن كل المعلومات المحتواة في الحركة السابقة هي منعكسة تماما في أسعار الأسهم الحالية، أي أن المعلومات التاريخية قد أحدثت أثرها على أسعار الأوراق المالية وانتهت، وهذا يعني أن المعلومات عن ارتفاعات أو انخفاضات الأسعار خلال الأيام الثلاثة الماضية مثلا لا يعني أن هذه الحركات ستكرر في المستقبل أو في الوقت الحاضر، وهذا يترتب عليه أن من يقوم بتحليل الماضي بهدف الاستفادة من العوائد غير العادية فإنه يضيع وقته.<sup>2</sup>

**2- المستوى شبه القوي:** يفترض الشكل متوسط القوة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي، بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء

<sup>1</sup> - صافية صديقي، "طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة من 2007 إلى 2010"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص- ص 14، 15.

<sup>2</sup> - عدنان النعيمي وآخرون، "الإدارة المالية النظرية والتطبيق"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص 224.

كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها، وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية، وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق، وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلاً على الكفاءة، وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي.<sup>1</sup>

**3- المستوى القوي:** بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعمامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة للعمامة إضافة إلى المعلومات التي يحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أية أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وقد ثبتت صحة هذا الفرض الضعيف لكفاءة الأسواق تحظى بتأييد قوي، وهذا يعني أن حركة أسعار الأسهم في السوق هي حركة عشوائية طالما أن المعلومات ترد إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم وقد تكون سارة أو غير ذلك.<sup>2</sup>

**ثانياً: أنواع كفاءة الأسواق المالية:** يوجد نوعين من كفاءة الأسواق المالية والمتمثلة فيما يلي:

**1- الكفاءة الكاملة:** ويقصد بالكفاءة الكاملة أن السوق المالي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، أي حدوث استجابة فورية لسعر السهم نتيجة تلك المعلومات التي قد تكون معلومات سارة أو غير سارة، هذا بالطبع تحمل في طياته عدم وجود فاصل زمني بين حصول المستثمر أو آخر عن تلك المعلومات ومنه لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره.<sup>3</sup>

وعليه تحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالي بتوفر مجموعة من الشروط أهمها:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي وآخرون، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2002، ص- ص 128، 129.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2004، ص 188.

<sup>3</sup> - مونية سلطان، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني"، دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 76.

- وجود عدد كبير من المستثمرين مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.<sup>1</sup>
- 2- **الكفاءة الاقتصادية:** ويعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، ولكن السوق الكفاء هو الذي يحقق تخصيص كفاء للموارد المتاحة بما يؤدي إلى توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية مما يعني أن للسوق الكفاء دورين:<sup>2</sup>
- **الدور المباشر:** حيث عندما يشتري المستثمرون أسهم منشأة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية مما يمكن المنشأة من بيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب وبالتالي زيادة حصيلة الأسهم وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية.
- **الدور غير المباشر:** فإقبال المستثمرين على شراء أسهم المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين مما يمكن المنشأة من الحصول على مزيد من الأموال بتكلفة منخفضة.

ثالثاً: نظريات كفاءة الأسواق المالية: وفيما يلي عرض لأهم نظريات كفاءة السوق :

- 1- **نظرية المحفظة :** يعود مفهوم المحفظة إلى بداية عقد الخمسينيات، تحديداً عام 1952، عندما قدم ماركويتز مساهمته الرائدة في نظرية المحفظة، فقد استند في نظريته على عدة فروض فيما يتعلق بسلوك المستثمر، وجوهر هذه الفروض هو المنفعة الحدية للاستثمار التي في ضوءها تم صياغة نظرية المحفظة، حيث تصف هذه النظرية المستثمر بالرشد والعقلانية عند المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة أمامه، وقد اعتمد ماركويتز في بناء نموذج على الفرضيات الأساسية الآتية:

يمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية.

- يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني، وبالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى على الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- فارس ناصيف البشير، غسان سالم الطالب، "مبادئ مالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، ص- ص 252،253.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص- ص 187،186.

<sup>3</sup>- نعمان محصول، نور الدين محرز، "تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد

02، جوان 2018، ص- ص 57،59.

2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية : يسمى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بنموذج بيتا السهم، ويعود الفضل في تحديد هذا النموذج إلى "شارب" Sharp وذلك عام 1964، وقد حاز بسبب جهوده في صياغة هذا النموذج على جائزة نوبل، حيث قدم شارب هذا النموذج على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركويتز عام 1952 ثم طور النموذج من قبل ليدر عام 1965 وموسين عام 1966، ثم من قبل بلاك عام 1972 ليكون نموذجا مرجعيا لتقييم الاستثمارات وتخمين العائد المتوقع منها.<sup>1</sup>

يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على فرضيات متعددة:<sup>2</sup>

- جميع المستثمرين يتمتعون بالكفاءة والاختيار يعتمد على شخصية كل مستثمر والمخاطر المستعد لقبولها في ضوء منحنى السواء.
- يستطيع المستثمر الدخول إلى السوق بأي مبلغ، مهما كان العائد المتحقق أو مصدره.

3- نموذج التسعير المرجح : تم تصميم نموذج التسعير المرجح من طرف روس 1976 Ross بديلا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، يقوم على عدة فرضيات من أجل تكوين محفظة المراجعة، حيث يقترح هذا النموذج وجود عدة عوامل اقتصادية تؤثر على عوائد الأصول المالية، وتنقسم هذه العوامل إلى قسمين، قسم يضم عددا من العوامل المؤثرة على جميع الأصول دون تمييز، وعوامل تؤثر على أصل مالي أو مجموعة خاصة متجانسة من الأصول المالية، وتستجيب عوائد الأصول المالية لتلك العوامل بالارتفاع أو الانخفاض، ويعتبر هذا الاقتراح الفرضية الأساسية والقاعدية لنموذج التسعير المرجح.<sup>3</sup>

رابعا: الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق المالية سنوضح فيما يلي أهم الانتقادات التي تعرضت لها نظرية كفاءة الأسواق المالية:

واجهت فرضيات ونظريات المالية التقليدية انتقادات عديدة، عند وضعها موضع التطبيق، فقد أثبتت التجارب العملية في السوق، أن المراجعة تحمل العديد من المخاطر وإن عملية تصحيح اختلال التسعير في السوق، قد تكون مكلفة ونذكر منها: مخاطر الضوضاء، فتجار الضوضاء هم مستثمرون غير مطلعين،

<sup>1</sup> - تكواست رانيا، "نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capm"، مجلة اقتصاد المال و الأعمال، المجلد 4، العدد 01، افريل 2020، ص 166.

<sup>2</sup> - محمد اليفي، حمزة بلعالم، "تقييم السياسات الاستثمارية للمصارف الاسلامية من منظور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للفترة 2009-2017"، مجلة دراسات في المالية الاسلامية والتنمية، المجلد 02، العدد 04، 2021، ص 95.

<sup>3</sup> - بدروني عيسى، حمزة غربي، "دراسة مقارنة لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تفسير عوائد الأسهم في بورصة الجزائر"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 14، العدد 01، 2020، ص 305.

يتاجرون على أساس الإشاعات والضوضاء، ولا يجيدون التعامل مع المعلومات المتوفرة في السوق، وعندما تظهر حالة اختلال التسعير في السوق، يسعى المراجحون العقلانيون إلى استغلالها من خلال شراء أو بيع الأسهم المقدمة بأعلى أو أدنى من قيمتها، على عكس تجار الضوضاء الذين يصبجون أكثر تشاؤماً أو تفاؤلاً، ويبالغون في شراء أو بيع الأسهم المقيمة بأعلى أو أدنى من قيمتها، فيزيدون من حالة اختلال التسعير على المدى القصير.

وفقاً لـ Zeynep Copre 2015، فإن نظرية المحفظة، نموذج تسعير الأصول الراسمالية، نموذج التسعير المرجح وفرضية كفاءة السوق تقوم على الافتراضان الرئيسيان هما: العقلانية والكفاءة، لكن عند إدارة الاموال من طرف المستثمرين، فانهم غالباً ما يكونون متوترين ويتصرفون بشكل غير عقلائي، وبالتالي فان نظريات التمويل التقليدية لا تتناسب مع العالم الحديث لصنع القرار المعقد.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - راشدة عزير، مداخلة "الفكر المالي من المنهج التقليدي إلى المنهج السلوكي"، الملتقى الدولي حول المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، يومي 25/24 ماي 2022، ص- ص 7.6.

## المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لنظرية المالية السلوكية

تعتبر المالية السلوكية اتجاها جديدا في علم المالية، ظهرت استجابة للصعوبات التي واجهت النموذج التقليدي، معتمدة في أساسها على تفسير سلوكيات المتعاملين في السوق المالي.

وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى نشأة المالية السلوكية، مفهومها، وكذا فرضياتها ودعائمها، إضافة إلى أهم الانتقادات الموجهة لها.

### المطلب الأول: نشأة المالية السلوكية: ومفهومها

وفي هذا المطلب سنتطرق إلى نشأة نظرية المالية السلوكية وتعريفها:

**أولاً: نشأة نظرية المالية السلوكية :** إن الاستثمار لا يمثل عملية ناتجة عن قرار يتسم بالعقلانية التامة، تستند على تحليل الأمور الأساسية فقط كالمعدلات، الأرباح، أو تطورات السوق، لهذا فالمحللون الماليون يقرون بوجود عوامل غير عقلانية تؤثر على العملية الاستثمارية، مثل الإفراط في الثقة، المحاكاة والتقليد، التصورات الخاطئة، وغيرها من العوامل الأخرى غير العقلانية، مما يؤثر في النهاية على تشكل الأسعار في السوق المالي.<sup>1</sup>

تشير بعض الدراسات التجريبية إلى وجود قوى محركية قصيرة الأجل، بمعنى أن الأسهم ذات الأداء المتدني تميل لتحقيق أداء متدن خلال فترة تتراوح بين ثلاثة إلى اثني عشر شهرا، وان الأسهم ذات الأداء الجيد والمميز تميل لتحقيق أداء مميز خلال فترة مماثلة.

وكذلك تشير بعض الأبحاث إلى وجود اتجاهات في الأجل الطويل بمعنى أن الأسهم التي تحقق أدنى العوائد خلال فترة خمس سنوات تميل إلى تحقيق أداء يفوق أداء مجمل السوق خلال السنوات الخمس التالية والعكس بالعكس.

استجابة لمثل هذه الملاحظات، . ظهر اتجاه جديد يعمل على المزج بين العلوم السلوكية والعلوم المالية أطلق عليها تسمية "المالية السلوكية"، حيث تشير الكثير من الأدلة التي يقدمها علم النفس أن الأفراد لا يتصرفون بشكل عقلاني ورشيد في العديد من جوانب حياتهم، لهذا يرى البعض بأنه علينا أن لا نتوقع من الأفراد أن يتصرفوا بشكل عقلاني فيما يتعلق بالاستثمار.

<sup>1</sup> - بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، "نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية"، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 03، العدد 01، مارس 2017، ص 91.

إضافة إلى ذلك، تبين العديد من الدراسات النفسية أن الأفراد يفرطون في العادة في الثقة بقدراتهم مقارنة بقدرات الآخرين وان لدى هؤلاء إسناد متحيز لحالات الفشل والنجاح، حيث نجدهم حين الفشل يشتمون الحظ العاثر، أو حين النجاح يقولون إنما حصلو عليه بجهدهم وذكائهم وإنما اوتيته عن علم، لذلك لا يرى بعض الباحثين بأن الثقة المفرطة بالذات و الاسناد المتحيز يجعلان سوق الاسهم يتبع نموذج الثبات النسبي على المدى القصير والانقلاب على المدى البعيد، وعلى ذلك يمكن القول بأن سوق الاسهم تعكس السلوك غير الرشيد ولكن القابل للتوقع لبني البشر.<sup>1</sup>

**ثانيا: مفهوم الماية السلوكية:** تعددت مفاهيم وتعريف المالية السلوكية، نذكر منها ما يلي:

المالية السلوكية هي مدخل جديد يدرس السلوك غير العقلاني للمستثمرين ومتخذي القرار، وان المالية السلوكية تجمع بين السلوك الفردي وظواهر السوق، ويستخدم المعرفة لكل من علم النفس والمالية إذ يساعد هذا المجال في تحديد التحيزات السلوكية للمستثمرين ومتخذي القرار ويوفر استراتيجيات لغرض التقليل من آثارها، وقد أجريت العديد من الدراسات من أجل توضيح مفهوم المالية السلوكية والتي تعتمد بشكل أساسي على السلوك غير العقلاني للأفراد عند الاستثمار واتخاذ القرارات.<sup>2</sup>

حسب "Meir Statman" فان المالية السلوكية هي اطار يؤيد بعض اجزاء المالية التقليدية ويستبدل الاجزاء الاخرى، إذ إن مجال المالية السلوكية يوفر العديد من البيانات الشاملة لتوضيح الاداء الاستثماري، وبذلك فهي تصف سلوك المستثمرين والمديرين في الاسواق المالية والراسمالية، وتصف ايضا السلوك الاكثر فعالية للمستثمرين والمديرين.<sup>3</sup>

وعليه فالمالية السلوكية يمكن أن تعرف بأنها ميدان من المالية، يقترح شرح التشوهات والحالات الشاذة بسوق الاسهم باستخدام التحيزات النفسية المعروفة بدلا من تجاهلها باعتبارها نتائج تتحقق بالصدفة وتتوافق مع نظريات كفاءة السوق، وهي تفترض أن المستثمرين الأفراد ومخرجات السوق تتأثر بهيكل المعلومات

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة، "أساسيات الإدارة المالية"، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص45.

<sup>2</sup> - مريم أمير جبار، "مدخل المالية السلوكية لإدارة رأس المال العامل دراسة تحليلية لعينة من متخذي القرار في الشركات العراقية المدرجة في السوق المالي"، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، 2022، ص 19.

<sup>3</sup> - موسى بن منصور، سهام مانع، "مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية"، دفاثر البحوث العلمية، مخبر الدراسات والبحوث في التنمية الريفية، العدد 11، ديسمبر 2017، ص 184.

والخصائص المتنوعة للمشاركين في السوق، فهي منظور علمي واسع للمالية يتضمن علم النفس وعلم الاجتماع ويهتم بفهم وتفسير كيفية تفاعل المتداولين العقلان وغير العقلان.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: فرضيات المالية السلوكية ودعائهما

تقوم المالية السلوكية على فرضيات تختلف عن الفرضيات السابقة لكفاءة الأسواق المالية، كما تركز على مبادئ ودعائم أساسية، سنتطرق في هذا المطلب إلى معرفة أهم الفرضيات التي جاءت بها هذه النظرية، إضافة إلى دعائهما.

**أولاً: فرضيات المالية السلوكية:** جاءت المالية السلوكية لدراسة ما يشوب عملية اتخاذ القرار من سلوكيات غير عقلانية، وهي تقوم على فرضيتين أساسيتين هما:

**1- عدم تمتع المستثمرين بالعقلانية:** تسعى نظرية المالية السلوكية إلى تفسير وشرح التشوهات الملحوظة في الأسواق المالية و التي تعبر عن الوضعيات التي يلاحظ فيها خرق لنظرية الكفاءة، وذلك على أساس دراسة السلوك البشري للأفراد المتعاملين فيه، وملاحظة درجة الترابط المعقد بينهم، مما يبرز نوعاً من اللاعقلانية في تصرفات هؤلاء الأفراد من خلال تعاملهم مع المعلومات الواردة للسوق.

هذه الخصائص الديناميكية الجماعية للأسواق المالية لم يتم معالجتها من طرف النظرية المالية التقليدية، حيث اعتبرت نظرية الكفاءة أن جميع المستثمرين يتمتعون بالعقلانية و الرشادة. وبذلك جاءت النظرية المالية السلوكية لتوضح التفاعل القائم بين فئتين في الأسواق المالية، فئة المستثمرين العقلانيين، وفئة المستثمرين غير العقلانيين، هذه الأخيرة يمكن تعريفها بأنها ذلك النوع من المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية، من خلال استخدامهم لنماذج خاطئة واتباع استراتيجيات غير رشيدة، ولا يتعاملون بطريقة جيدة مع المعلومات المتوفرة في السوق.<sup>2</sup>

**2- محدودية التحكيم :** تنص المالية التقليدية على أن المستثمرين العقلانيين يصحون دائماً حالات التسعير الخاطئ للأوراق المالية الناجم عن سلوك المستثمرين غير العقلانيين والتي تتسم بالعشوائية، وبالتالي فإن آلية المراجعة تلعب دوراً هاماً في إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي، غير أن النظرية المالية السلوكية ترى بأن سلوك جميع المستثمرين غير عقلاني ومنتظم، يتجلى ذلك في التحيزات السلوكية التي

<sup>1</sup> - ميثم ربيع هادي، علي أحمد فارس، "من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية التحول الجذري، دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية"، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص 09.

<sup>2</sup> - بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، "نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 93,92 .

تنتاب المستثمر عند اتخاذ القرارات، مما يؤدي إلى صعوبة إرجاع السعر إلى قيمته الحقيقية. وبالتالي عدم فعالية المراجعة في التسعير العادل، ويشير (2000) Shleifer أن عملية المراجعة محفوفة بالمخاطر تجعلها محدودة الأثر على غرار خطر السيولة والخطر المتعلق بتجار الضوضاء، فضلا عن وجود تكاليف عالية مرتبطة بعملية تنفيذ المراجعة تجعلها عملية غير مرغوب فيها من قبل المتعاملين.<sup>1</sup>

**ثانيا: دعائم المالية السلوكية :** لقد استندت المالية السلوكية على دعائمتين أساسيتين نلخصهما فيما يلي:

**1 - علم النفس الإدراكي:** هو أحد فروع علم النفس، يتعلق بفهم العمليات العقلية الداخلية للفكر ويبحث في مجموعة متنوعة من الموضوعات، بما في ذلك الذاكرة والانتباه والإدراك وتمثيل المعرفة والتفكير والإبداع وحل المشكلات والتعلم والشعور واتخاذ القرار والحكم واللغة. وجرى تأسيس هذا المجال النفسي من قبل Ulric Neisser عام 1967 إذ يركز على كيفية سيطرة الفكر البشري على السلوك، أي هو الدراسة العلمية للإدراك، أو العمليات العقلية التي يعتقد أنها تقود السلوك البشري وهو تطور حديث نسبيا في تاريخ البحث النسبي.

يشعر العديد من علماء المالية السلوكية الحديثة أن جذور مجال المالية السلوكية ترجع إلى علم النفس الإدراكي، إذ يساعد علم النفس على شرح العمليات الذهنية لدى الأشخاص عند تعاملهم مع غيرهم أو مع البيئة المحيطة بهم، إذ تعد سلوكيات الأفراد وحالاتهم المزاجية من العوامل التي تشكل تفضيلاتهم الاستثمارية من وجهة نظر المالية السلوكية.<sup>2</sup>

**2- علم الاجتماع:** يقدم هذا العلم دراسة نظامية للسلوك الاجتماعي البشري وسلوك الجماعات، ويركز على تأثير العلاقات الاجتماعية على مواقف وسلوكيات الأفراد. وتمثل التحيزات الاجتماعية ميولا ممتدة عميقا داخل الأفراد تحاول مطابقة وجهات النظر السائدة لدى الجماعة، ولعل سلوك القطيع من أشهر التحيزات المرتبطة بعلم الاجتماع والذي يعني تصرف المستثمرين بنفس الأسلوب، مما ينتج عن هذا التصرف ظهور فقاعات الأسواق.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - عبد الرحمن بن سانية وآخرون، "الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر 2017، ص- ص 22، 23.

<sup>2</sup> - مريم أمير جبار، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>3</sup> - ميثم ربيع الهادي، علي أحمد فارس، "من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية، التحول الجذري، دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية"، مرجع سبق ذكره ، ص 12.

### المطلب الثالث: الانتقادات الموجهة لنظرية المالية السلوكية:

على الرغم من أن علم المال السلوكي كسب الدعم والتأييد في السنوات الأخيرة، إلى أنه لا يخلو من الانتقادات فأنصار نظرية كفاءة الأسواق هم من أكثر المنتقدين لعلم المال السلوكي ومن أهم الانتقادات الناقد الأبرز للمالية السلوكية هو Eugene Fama، مؤسس فرضية كفاءة الأسواق المالية والمدافع عنها الذي يرى أنه على الرغم من وجود بعض الحالات الشاذة التي لا يمكن تفسيرها اعتمادا على فرضية كفاءة الأسواق المالية، إلا أنه لا ينبغي التخلي عنها تماما لصالح المالية السلوكية، وعليه تتمثل أهم الانتقادات الموجهة لهذه النظرية فيما يلي<sup>1</sup>:

توجد العديد من الحالات الشاذة في النظريات التقليدية يمكن اعتبارها أحداثا لفرص قصيرة الأجل التي تصح في الأخير مع مرور الوقت، في بحثه سنة 1998 بعنوان "الأسواق الفعالة لعوائد طويلة الأجل والمالية السلوكية"، توصل إلى أن العديد من النتائج في المالية السلوكية يبدو أنها تتعارض مع بعضها البعض، وإن المالية السلوكية هي جمع للحالات الشاذة التي يمكن تفسيرها من قبل نظرية كفاءة الأسواق المالية.

وفي النقاط الموالية سنلخص مختلف الانتقادات الموجهة لنظرية المالية السلوكية معتمدين على مقال

100 (2010)

- منتقدو المالية السلوكية، يرون أن المالية السلوكية هي جمع للحالات الشاذة أكثر منها فرع المالية.
- يركز منتقدو الاقتصاد السلوكي عادة على العقلانية للمتعاملين الاقتصاديين، ويؤكدون أن السلوك الملاحظ تجريبيا هو غير قابل للتطبيق على أوضاع السوق.<sup>2</sup>
- اعتبر Fama أن الأدلة التجريبية هي ضعيفة وليس لها خلفية نظرية متجانسة، وبدونها لا وجود للمالية السلوكية، حتى وإن وجدنا بعض الأمور التي تعوض نظرية كفاءة الأسواق المالية مع منهجية نظرية بديلة، فهذا لا يعني أي شيء.

<sup>1</sup>- برارمة ريمة، "أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، دراسة حالة بورصة باريس ولندن"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2018-2019، ص 66.

<sup>2</sup>- سحنون مريم، "السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية، محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016، ص 119.

- التركيز الشديد على عدم عقلانية الأفراد التي تطرق لها Peter Bernstein سنة 2004 الذي خصص فصلان من كتابه الأكثر مبيعا حول المخاطر التي يتعرض لها مؤيدو المالية السلوكية، الذي سماها ب Theory Police، يمكن اعتباره أقل رفضا رغم أنه لا يزال منتقدا.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - راشدة عزيزو، مرجع سبق ذكره، ص ص 12،13.

### المبحث الثالث: أساسيات حول الأزمات المالية

إن الأزمات المالية المتكررة هي من طبيعة النظام الرأسمالي، حيث أصبحت تشكل ظاهرة دورية مثيرة للقلق والاهتمام ، تحدث بين الحين والآخر وبدرجات متفاوتة بين الدول. لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الأزمات المالية، أسبابها وأنواعها، وكذا أهم الأزمات المالية، إضافة إلى قنوات انتشار هذه الأزمات.

#### المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية، أسبابها وأنواعها

في هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم الأزمات المالية، أسبابها وأنواعها.

#### أولاً: مفهوم الأزمات المالية: للأزمات المالية عدة مفاهيم أساسية نذكر منها ما يلي:

الأزمة المالية هي انهيار مفاجئ في سوق الاسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقار، أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول كنتيجة لانفجار "فقاعة سعرية".

الأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية وعلى حجم إصدار أسعار الاسهم والسندات، وإجمالي القروض، والودائع المصرفية ومعدل الصرف، وتعتبر عن انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.<sup>1</sup>

وعليه يمكن أن نعطي تلخيصاً لمفهوم الأزمة المالية على النحو التالي:

- انها متداخلة ومتشابكة ومعقدة سواء تعلق الأمر بعناصرها وأسبابها أم بقوى المصالح المؤيدة والمعارضة لها.
- حدوثها يكون بشكل عنيف ومفاجئ، ويستقطب اهتمام الجميع.
- يستوجب مواجهتها درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات، وحسن توظيفها في اطار تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.
- تتسم أحداثها بالسرعة والديناميكية، وعدم وجود رد فعل مؤثر وسريع لتفاديها وتجنبها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، الوقاية والعلاج: دراسة لازمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013 ، ص 4.

<sup>2</sup> همال فريدة، "دراسة سلوك مؤشرات الأسواق المالية المتطورة من 1 جانفي 1991 إلى غاية ديسمبر 2015"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد كمي، جامعة الجزائر ، 2016، 2017، ص - ص 101، 102.

ثانيا: أسباب الأزمات المالية : رغم اختلاف الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي، هناك عدة عوامل قد تزيد من حدة وتأثير تلك الأزمات ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

**1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي:** تعتبر التقلبات في شروط التبادل التجاري أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية، فيصعب على عملاء البنوك العاملين بنشاطات التصدير والاستيراد في حالة انخفاض شروط التجارة الوفاء بالتزاماتهم بخصوص خدمة الزبون، كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية أحد مصادر الضربات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر في حدوث العديد من الأزمات، أما في الجانب المحلي فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة.<sup>1</sup>

**2- اضطراب القطاع المالي:** عانت العديد من الدول النامية من عدم التهيئة في الكفاية في القطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسساتية والقانونية والتنظيمية، وأدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية أو لقطاع واحدا كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري. ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية حصول انتعاش كبير في منح القروض، ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت كذلك الدول الصناعية مثلا: فلندا والنرويج، والسويد، واليابان، و الو. م. أ.<sup>2</sup>

**3- عدم التلاؤم بين الأصول والخصوم:** بمعنى إنعدام تناسب المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات من جانب أصولها وخصومها، وخاصة فيما يتعلق بارتفاع قيمة الأصول طويلة الأجل نسبة إلى إجمالي الأصول طويلة الأجل بميزانية هذه المؤسسات مما يعرضها للإفلاس، فبتوسع البنوك في منح قروض طويلة المدى مع وفائها بالسحب اليومي للودائع تكون هذه المؤسسات عرضة لمخاطر مالية مرتفعة<sup>3</sup>.

**4- ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي:** تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من ضعف في النظام المحاسبي والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات، خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية كما تعاني من ضعف النظام القانوني

<sup>1</sup> همال فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 105.

<sup>2</sup> محمد الهاشمي حجاج، "آثار الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص 69.

<sup>3</sup> ليلي عيشوب، "الليات و إستراتيجيات التصدي للأزمات المالية العالمية دراسة حالة أزمة الديون الآسيوية الأوروبية 2010" أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية ، جامعة العربي بلهيدي، أم بواقي، 2019-2020، ص 07.

المساند للعمليات المصرفية، وعدم الإلتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأس المال المصرف. <sup>1</sup>

ثالثا: أنواع الأزمات المالية : يمكن تصنيف الأزمات المالية إلى أربعة أنواع رئيسية وهي:

### 1- الأزمة المصرفية: وتأخذ شكلان هما:

**أزمة السيولة:** تحدث أزمة السيولة عندما يفاجئ بنك ما بزيادة في طلب سحب الودائع وبما أن البنك يقوم بإقراض وتشغيل معظم الودائع لديه، ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا تخطت تلك النسبة، وبالتالي تحدث الأزمة، وإذا امتدت إلى البنوك الأخرى تصبح تلك الأزمة أزمة مصرفية.

**أزمة الائتمان:** وتحدث لما تتوفر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب فتحدث أزمة إقراض. <sup>2</sup>

**2- أزمة العملة وأسعار الصرف :** يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتعرض قيمة العملة بدلالة عملة أو عملات مرجعية إلى تدهور خلال عام. ويكون هذا التدهور أكثر من الحدود المعقولة التي يتم اعتبارها في الغالب ما فوق % 25. ويمكن أن يعتمد مؤشر ضغوط المضاربة على العملة معيارا لذلك، ثم بناء هذا المؤشر بمزج تغير سعر الصرف بتغير مستويات الاحتياطات الرسمية ومعدلات الفائدة المفترض فيها أنهما يعبران عن كثافة دفاع السلطات النقدية عن سعر صرف العملة. ويتم الحديث عن أزمة العملة عندما يتغير هذا المؤشر بالنسبة إلى قيمة المتوسطة بأكثر من ونصف الانحراف المعياري. <sup>3</sup>

**3- أزمة الديون:** تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري خاص أو دين سيادي، عام كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف

<sup>1</sup> - روايح عبد الرحمان، "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية، أزمة الرهن العقاري"، مجلة الحقوق العلوم الانسانية، دراسات الاقتصادية، المجلد 24، العدد 01، ص 222.

<sup>2</sup> - بغداد بنين، 'سياسات سعر الصرف في ظل الأزمات المالية'، أزمة الأرجنتين نموذج، مجلة الدراسات الاقتصادية والعالمية، جامعة الشهيد أحمد لخضر الوادي، الجزائر، العدد 01، 2017، ص 81.

<sup>3</sup> - عبد الغاني بن علي، 'أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية'، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، 2010، ص 5.

القطاع العام عن سداد التزاماته قد يؤدي إلى هبوط عام في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة في الصرف الأجنبية.<sup>1</sup>

**4- أزمة أسواق المال :** تحدث أزمة أسواق المال عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعا يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، وهذا الارتفاع يعرف بظاهرة الفقاعة، ويحدث هذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأصول عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع الأسعار وليس بسبب قدرة هذه الأصول على توليد الدخل، وتحدث أزمة أسواق المال عندما يتعاطم الاتجاه نحو بيع هذه الأصول فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط، وتحدث حالة الانهيار، وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأصول الأخرى، سواء في نفس القطاع أو ربما تمتد أيضا إلى القطاعات الأخرى.<sup>2</sup>

#### المطلب الثاني: أهم الأزمات المالية:

اجتاح العالم جملة من الأزمات المالية العنيفة بدءا بالكساد العظيم سنة 1929 ثم أزمة 1982 ثم أزمة الإثنتين الأسود 1987 تلتها أزمة 1994 وصولا لأزمة دول شرقي آسيا عام 1997 ووصولاً إلى أزمة الفقاعات 2000.

**أولا: أزمة الكساد العظيم 1929:** انطلقت الأزمة في أكتوبر من سنة 1929 بعد حدوث انهيار مالي مريع في بورصة وول ستريت نيويورك، وهبطت أسعار الأسهم هبوطا هائلا وخسرت من قيمتها حوالي 32 مليار دولارا، إن هذا الانهيار المالي وضع حدا للازدهار المالي المصطنع الناجم عن المضاربة، فمنذ سنة 1925 إلى نهاية صيف 1929 ارتفعت أسعار السندات المالية بمعدل أربعة أضعاف بسبب لجوء الكثير إلى التلاعب في البورصات بحثا عن الأرباح السريعة، وارتفع مؤشر داو جونز ارتفاعا لم يسبق له مثيلا، حيث انتقل المؤشر من 100 نقطة إلى 300 نقطة بسبب مقدارها % 273، ومن ثم بدأ الانحسار الذي أدى إلى خسارة المستثمرين حوالي 200 مليار دولارا وإفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد، وقد بلغت الأسعار أقصاها في سبتمبر 1929 إلى 216 دولار، ثم بدا بالانخفاض إلى أن وصل 34 دولار في جوان 1932.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - زموري مونية، 'التأثيرات الاقتصادية للأزمات المالية على الأسواق المالية العربية دراسة الأزمة المالية العالمية سنة 2008'، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير ، جامعة الجزائر، 2018-2019، ص 104.

<sup>2</sup> - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 67.

<sup>3</sup> ودان عبد الله، 'آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية، دراسة حالة الأزمة المالية العالمية'، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015، ص ص 94-95.

**1- أسباب الأزمة :** يعود انهيار أزمة 1929 إلى جملة من الانحرافات الحاصلة في أسواق رأس المال نذكر منها:

- البيع على المكشوف: حيث سارع المضاربون وغيرهم ممن يرغبون في التغطية إلى الزيادة في بيع الأسهم على المكشوف وذلك ببيع الأسهم التي ليست في ملكيتهم بأسعار محددة سلفا على أمل شرائها عند انخفاض السعر وتسليمها للمشتري بعد جني الأرباح.
- البيع الصوري.
- الشراء بغرض الاحتكار.
- استغلال ثقة العملاء.
- اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية.<sup>1</sup>

**2- نتائج الأزمة :** امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي.

- فقدان شرعية القروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بدعه يعمل، دعه يمر،
- قيام الاقتصاديين في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر.
- ظهرت النظرية الكنزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.<sup>2</sup>

**ثانيا: أزمة الديون العالمية 1982 :** بدأت مقدمات الأزمة المكسيكية من منتصف العقد الثامن من القرن 20 في أعقاب عقد كامل من ركود النشاط الاقتصادي، وارتفاع معدلات التضخم التي شهدتها المكسيك خلال الفترة من منتصف التسعينيات إلى منتصف الثمانينيات من هذا القرن، بعدها لجأت الحكومة المكسيكية إلى وضع خطة لتحرير قطاع التجارة اعتبارا من عام 1985 بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي ودعم اقتصاد السوق لما سعت إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار فيها.<sup>3</sup>

**1- أسباب الأزمة:** يمكن تلخيص أهم سبب لظهور أزمة الديون العالمية فيما يلي:

---

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، 'معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعليلها'، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 180.

<sup>2</sup> - أحمد الفريع، 'الأزمة المالية العالمية وانعكاسات على السوق المالي السعودي'، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2013-2014، ص 41.

<sup>3</sup> - ناظور حفيظة، 'الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على البلدان النامية'، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2010، ص 85.

إلغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، مما أدى إلى توسع كبير في الإقراض لحكومات الدول النامية، لكن كثير من تلك الحكومات تعسر عليها تسديد فوائد وأقساط تلك الديون، ولم تستطع الوفاء بالتزاماتها المالية التي قطعها للبنوك والمؤسسات المالية العالمية الدائنة.

## 2- نتائج الأزمة : تميزت هذه النتائج في:<sup>1</sup>

- تدخل حكومات الدول الدائنة عن احتواء الأزمة وإنقاذ مؤسساتها المالية من الانهيار والإفلاس.
- خضوع الدول المدينة لوصفة المؤسسات المالية الدولية على رأسها صندوق النقد الدولي تحت ما يعرف ببرامج التعديل والإصلاح الهيكلي، والتي كانت لهل أثار وخيمة خاصة على الجانب الاجتماعي لهذه الدول.

**ثالثا: أزمة وول ستريت 1987 :** بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للإنتاج في يوم الإثنين 19 أكتوبر 1987 نتيجة السيل المتدفقة عليها من أوامر البيع لم يسبق لها مثيل. فقد تدافع المتعاملون من كل حذب وصوب لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي بحوزتهم، ونجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض حاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم، ولم يتوقف هذا الانهيار في اسعار السيل المتدفقة في أوامر البيع بل زادت سرعة تدفقها، حيث إن الذعر الذي انتاب جمهور المتعاملين قد جلب مزيدا من الذعر حتى أن مؤشر (داو جونز) لمتوسط البضاعة خسر 299,02 نقطة في أقل من ساعتين من بدء التعامل في السوق، وبنهاية يوم الإثنين كان هذا المؤشر قد فقد 508.32 نقطة أي حوالي 6.22 % من قيمة الأسهم المتداولة في هذا اليوم.

## 1- أسباب الأزمة: تمثلت أسباب هته الأزمة فيما يلي:<sup>2</sup>

- الأزمة هي انعكاس ردود أفعال مبالغ فيها من قبل المتعاملين حيث، تتابعبت وحدات المضاربة للشراء اللاعقلاني المبالغ فيه في أوساط المتعاملين في البورصة، وانتقال المدخرين من الاستثمارات الحقيقية إلى الاستثمارات المالية حتى انتهى الأمر إلى هبوط شديد في الأسعار.
- أنظمة العمل التقليدية في الأسواق الأمريكية مثل انخفاض تكلفة المعاملات وآليات إزالة الخلل بين العرض والطلب وهامش الوقاية في البيع النقدي الجزئي.

<sup>1</sup>- لبلع حفيظة، 'انعكاسات الازمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية'، أطروحة دكتورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016-2017، ص14

<sup>2</sup> - زكرياء سلامة عيسى شطاوي، 'الأثار الاقتصادية لأسواق الإدارة المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي'، دار النقاش للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص ص 168-189.

## 2- نتائج الازمة : أهم نتائج الأزمة تمثلت فيما يلي:<sup>1</sup>

- انخفاض أسعار الأسهم و انهيار مؤشرات "داو جونز".
- قيام الشركات بإصدار السندات التي ساعدتها بالتمويل و حدوث انكماش واضح في استثماراتها وإنتاجها.
- تعرض البنوك إلى الإفلاس بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين تسديد ما بذمتهم من قروض لتلك البنوك.
- زيادة أعداد العاطلين عن العمل وخصوصا العاملين في البنوك والمؤسسات المالية.

رابعا: أزمة المكسيك 1994-1995 : لقد ظهر السوق المالي المكسيكي في الحقبة الزمنية التي سبقت الأزمة كفرصة استثمار مالية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة والناجم عن الإصلاحات الاقتصادية الشاملة للدولة، وتمثلت أهم الإصلاحات في خصخصة المؤسسات ورفع القيود عن التجارة، إضافة إلى الإصلاحات الأخرى في السياسة المالية، وأدى الوضع إلى اندفاع رؤوس الدول الأجنبية لشراء عقارات و القيم المنقولة مما خلق عجز في ميزان المدفوعات المكسيكي، ونظرا لاستقرار العملة المكسيكية بسبب ارتباطها بعملة أخرى توسع الائتمان المصرفي مع تواصل العجز في ميزان المدفوعات وحينها بدأ التوقع بحدوث الأزمة المالية المكسيكية.<sup>2</sup>

## 1- أسباب الازمة : يمكننا ذكر أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة فيما يلي:

- تقييم العملة الوطنية بأعلى سعر من قيمتها الحقيقية وتدهور في المدخرات الخاصة وإخفاء العجز في حساب العمليات الجارية ناتج عن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بسبب تنفيذ المكسيك لبرنامج الإصلاحات الاقتصادية.
- ارتفاع سعر الفائدة و إدارة الدين الحكومي قصير الأجل والتوسع في الائتمان الممنوح للجهاز المصرفي.
- تقلبات سعر الصرف والإضطرابات المالية المتتالية نتجت عندها آثار سلبية على الاقتصاد حيث انخفضت قيمة العملة ب 40% في منتصف ديسمبر 1994.
- ارتفاع كبير في الاستهلاك واستيراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سوف ترتفع فيما بعد وهذا ناتج عن المغالاة في تقييم البيزو.

<sup>1</sup>- نادية العغون، مرجع سبق ذكره، ص ص 94-95.

## 2- نتائج الأزمة : تمثلت أهم نتائج أزمة المكسيك فيما يلي: <sup>1</sup>

- رهن الصادرات المكسيكية خاصة البترول في عقود مستقبلية للولايات المتحدة التي قدمت اعتمادا ماليا للمكسيك يقدر ب 50 مليار دولار الواجب تسديده ما بين 3 سنوات إلى 5 سنوات.
- من اثار الاصلاحات التي اعتمدت للخروج من الأزمة هي فقدان في الشهرين الأولين لسنة 1995 أكثر من 750 الف عامل لوظائفهم ، أدى إلى تسريح عدد كبير من الأجراء في الاشهر اللاحقة وهبوط الأجور الحقيقية للعمال بنسبة 30 % في عام 1995.
- لقد بدأت الأزمة بعجز ضخم في ميزان العمليات الجارية في ميزان المدفوعات أدى إلى توقف سداد ديونها الخارجية، ثم انهارت العملة الوطنية وتدخل صندوق النقد الدولي بتقديم قرض قيمته 40 مليار دولار.

**خامسا: أزمة دول شرقي آسيا 1997:** تعتبر انطلاقة البلدان الآسيوية في النصف الثاني من القرن العشرين إحدى الظواهر التي ساهمت في تغيير خريطة العالم الإنتاجية، إذ بلغت حصتها التصنيعية عالميا أواسط التسعينيات من القرن الماضي ما لا يقل عن 25 %، كما شكلت صادراتها من المنتجات الصناعية سنة 1995 نسبة 85 % من صادراتها السلعية وحازت على ربع التجارة العالمية البالغة نحو عشرة آلاف الدولارات عام 1996. <sup>2</sup>

لقد شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا انهيارا كبيرا منذ يوم الإثنين 02-10-1997، والذي اطلق عليه "يوم الإثنين المجنون"، حيث ابتدأت الأزمة من تايلاند، ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة وذلك حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، الأمر الذي تبعه انخفاض في مؤشرات بقية دول بورصات المنطقة بغتة على غير المتوقع.

وقد أدت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها، بل على مناخها السياسي والاجتماعي، فتضاءلت الثقة بالأنظمة الاقتصادية، والأنظمة المالية خاصة، كما تضاءلت الثقة أيضا بالأنظمة السياسية القائمة. <sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد عبد الوهاب العزاوي، 'الأزمات المالية قديمها و حديثها أسبابها نتائجها والدروس المستفادة'، المكتبة الجامعية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 23.

<sup>2</sup> - ودان عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 109.

<sup>3</sup> - أحمد الفريح، مرجع سبق ذكره، ص 43.

## 1- أسباب الأزمة : يمكن تلخيص أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة:<sup>1</sup>

- معدلات النمو التي شهدتها هذه الدول كانت أكبر وأقوى من قدرة المؤسسات المالية والاقتصادية على التعامل معها بالشكل المطلوب.
- ضعف النظم المالية وهشاشة اقتصاديات معظم دول شرق آسيا.
- أسباب داخلية تتعلق بالسياسات المالية والاقتصادية.
- أسباب خارجية تتعلق بالعلاقات الاقتصادية بين دول جنوب شرق آسيا والدول الأخرى.

## 2- نتائج الأزمة : تمثلت أهم نتائج هذه الأزمة فيما يلي:<sup>2</sup>

- تفاقمت الأزمة حيث تزايد حجم الدين الخارجي لأربعة من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180 % من حجم إجمالي الناتج المحلي لها.
- تدخلت المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولي فتم طرح حزمة سياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام الدول بتنفيذ برامج معنية للإصلاح الاقتصادي والهيكلية كما حدث في أندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى فيما عدا ماليزيا التي رفضت هذه الخدمة.

سادسا: أزمة فقاعات شركات الإنترنت 2000 : عرف قطاع التكنولوجيا المعلومات والإنترنت في الولايات المتحدة الأمريكية تطور كبير قبل سنة 2000، الأمر الذي أدى إلى إدخال أسهم للكثير من شركات هذا القطاع في سوق الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية والذي يعرف باسم مؤشر "نازداك"، فارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات بصورة كبيرة، ولكن مع التخوفات والذعر الذي أصاب العالم من إمكانات توقف أجهزة الإعلام الآلي وحصول اختلالات في الأنظمة الإلكترونية مع مطلع سنة 2000، أدى إلى هبوط حاد في مؤشر "نازداك".<sup>3</sup>

## 1- نتائج الأزمة : ومن أهم النتائج المترتبة عن هذه الأزمة هي:<sup>4</sup>

- استمرار انخفاض مؤشر نازداك إلى غاية سنة 2003 حيث قدرت نسبة الإنخفاض بحوالي 78 %.

<sup>1</sup> - صباغ رفيقة، 'الازمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية دراسة تحليلية لأثر أزمة الرهن العقاري على إقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي'، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014، ص ص 77-78.

<sup>2</sup> - فريد كورتل، كمال رزيق، 'الأزمة المالية، مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية'، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، ص

<sup>3</sup> - لبل فاطيمة، مرجع سبق ذكره، ص 17.

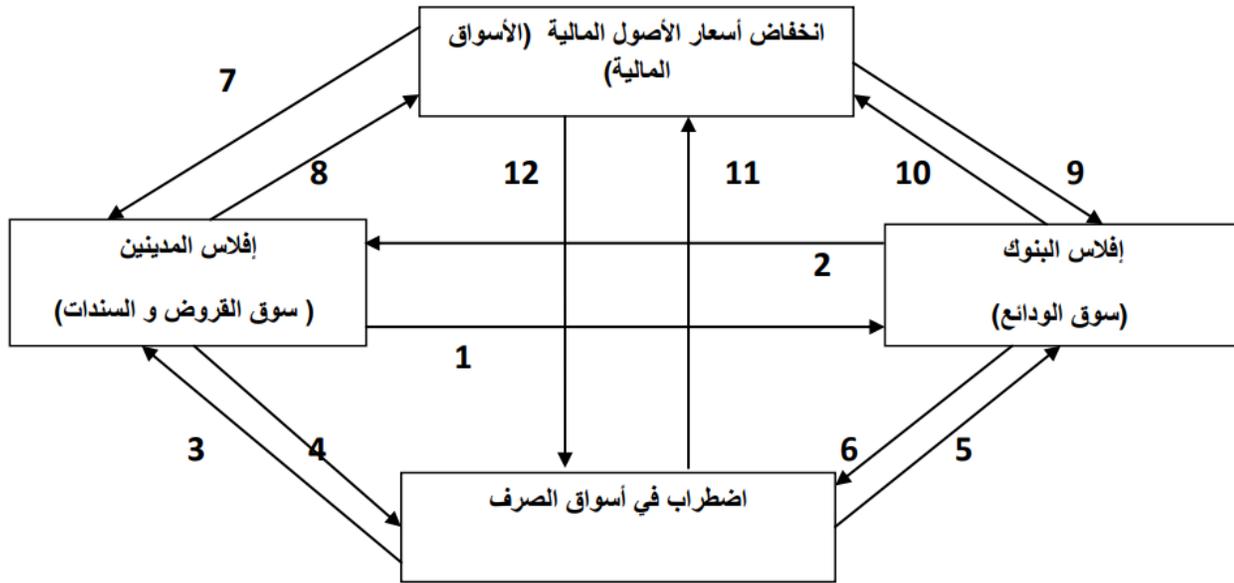
<sup>4</sup> - أحمد الفريح، مرجع سبق ذكره، ص 45

- تزامن أحداث 11 سبتمبر 2011 مع هذه الأزمة أدى إلى غلق الأسواق المالية الأمريكية بشكل مؤقت إلى حيث زوال آثار تلك الأزمة.
- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة.
- قيام البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25 % إلى 1 % وذلك لحفز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة.

#### المطلب الثالث: قنوات انتشار الأزمات المالية:

إن أي أزمة مالية كانت لا بد من أن ترتكز في بداية وقوعها على أحد متغيرات النظام المالي، وتبدأ فيما بعد في الانتشار لتشمل مختلف الأسواق، ولا يتم هذا الانتشار إلى عبر العديد من القنوات، سنحاول توضيح تلك القنوات من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم: (1-1): قنوات انتشار الأزمات المالية.



المصدر: عبد الله بن صفي الدين، "انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على الاستثماري الأجنبي المباشر في الوطن العربي"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود بنوك، جامعة الجزائر، 2014، ص ص 10-11.

إن هذا الشكل يوضح أهم القنوات التي من خلالها يمكن للأزمات المالية أن تنتشر بين الأسواق، وفيما يلي شرح هذه القنوات:<sup>1</sup>

**القناة 1:** توضح إمكانية الانتقال من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي وذلك بسبب الانقطاع عن خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، مما يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمالية إفلاسها.

**القناة 2:** وتمثل الحالة العكسية للقناة 1، حيث إن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي حتما إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين، وهو ما يزيد من احتمالات إفلاسهم كذلك.

**القناة 3:** تؤدي أزمة سعر الصرف إلى تذبذب في أسعار السندات، الأمر الذي يجعل المستثمرين يتخلون عنها مقابل سندات بعملة أخرى.

**القناة 4:** إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين وخاصة الأجانب، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع المعروضة.

**القناة 5:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

**القناة 6:** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

**القناة 7 و 8:** وتمثلان الانتقال من أزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات، وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

**القناة 9 و 10:** وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالي.

<sup>1</sup> - عبد الله بن صفي الدين، 'انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على الاستثمار الأجنبي المباشر في الوطن العربي'، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود والبنوك، جامعة الجزائر، 2014، ص ص 10-11.

**القناة 11 و 12:** وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلا عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب فيقبلون للتخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة.

## خلاصة الفصل الأول:

من خلال دراستنا لهذا الفصل نستخلص ما يلي:

- السوق الكفؤ هو السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر حيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.
- تقوم نظرية كفاءة الأسواق المالية على فرضيتين أساسيتين تتمثلان في العقلانية و التحكيم.
- نظرية كفاءة الأسواق تفترض عقلانية المستثمرين سواء على مستوى سلوكياتهم، أم توقعاتهم حيث أن كل المتعاملين يسعون إلى تعظيم منفعتهم بطريقة عقلانية
- تعد عملية المراجعة أو التحكيم إستراتيجية إستثمارية تقدم أرباح خالية من المخاطرة، وبدون تكلفة، ووظيفة المحكمين هي العمل على تصحيح السعر عند إنحرافه مؤقتا عن قيمته الحقيقية.
- تعتبر نظرية المالية السلوكية جانب حديث من العلوم المالية جاءت كنموذج لتحدي ودحض نظرية كفاءة الأسواق المالية في اعتبارها نظرية جديدة ومنافسة لا يستهان بها لنظرية الكفاءة.
- تقوم النظرية المالية السلوكية على مبدئين: عدم تمتع المستثمرين بالعقلانية ومحدودية التحكيم. كما تطبق مبادئ علم النفس في تحليلها لتصرفات المستثمرين وسلوكهم.
- ظهور نظرية المالية السلوكية لا يعني أن فرضية كفاءة الأسواق المالية خاطئة، انما يكملان بعضهما البعض باعتبار أن فرضية كفاءة الأسواق المالية نظرية معيارية تنطلق من النظري محاولتا تطبيقه على الواقع، أما نظرية المالية السلوكية فتنتطلق من الواقع لبناء نظرية أي أنها نظرية تفسيرية براغماتية.
- لقد تعرضت الأسواق المالية على أكثر من التطور الاقتصادي للعديد من الأزمات، تميزت بسرعة إنتشارها، وتباين أسباب حدوثها بين أزمة وأخرى.
- إن تكرار وقوع الأزمات هو دليل على أن فرضية كفاءة الأسواق المالية فيها خلل جوهري، نظرا لعدم تطابق فرضياتها مع أرض الواقع.



## الفصل الثاني:

الأزمات المالية بين الكفاءة و المالية السلوكية

## تمهيد

إن تتابع وتوالي الأزمات المالية والإختلالات التي شهدتها الأواق المالية خاصة في السنوات الأخيرة، التي تعتمد في عملية تمويل الإستثمارات على تلك الأسواق جعل الباحثين لها يشكك في مدى تطابق نظرية كفاءة الأسواق المالية بين جانبيها النظري والتطبيقي، خاصة ما تعلق بفرضياتها من أهمها عقلانية المستثمرين، وعدم الإعتماد على الحظ والتخمين والعشوائية، مما أدى إلى ظهور تشوهات وإنحرافات في هذه الأسواق، وكنتيجة لذلك جاءت المالية السلوكية التي إعتبرت جزء لا يتجزأ من علم المالية، بحيث يكون من الصعب التمييز بين المالية السلوكية واليتو كلاسيكية، على سبيل المثال نماذج تسعير الأموال التي تتضمن أثر الزخم ومحدودية المراجعة، كما قدمت عدة دراسات مختلفة للتغيرات السلوكية المؤثرة على القرار الإستثماري، كل هذه المقاربات أثبتت جدارتها خلال فترة الأزمات التي شهدها الإقتصاد العالمي، نتيجة المضاربات الحاصلة خاصة أزمني الفقامات السعرية، وأزمة الرهن العقاري للولايات المتحدة الأمريكية في 2008م كما أعطت تفسيراً واضحاً للتشوهات الملاحظة في الأسواق المالية بإعتبار هذه الخبرة جاءت مكملة لنظرية الكفاءة ومن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى مبحثين أساسيين على النحو التالي:

- المبحث الأول: أساسيات حول الأزمات المالية العالمية 2008
- المبحث الثاني: التشكيك بنظرية كفاءة الأسواق المالية

### المبحث الأول: أساسيات حول الأزمة المالية العالمية 2008.

عانى الاقتصاد العالمي من أزمة مالية خطيرة بدأت سنة 2007 في سوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية، ثم تحولت سنة 2008 إلى أزمة مالية عالمية، وللوقوف على حقيقة هذه الأزمة التي هزت الو.م.أ معقل النظام الرأسمالي وانتقلت إلى بقية دول العالم، سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى نشأة أزمة 2008، أسبابها ومراحلها، وكذا أهم أثارها، إضافة إلى خطط الإنقاذ المتبعة للخروج من هذه الأزمة.

#### المطلب الأول: نشأة أزمة 2008، أسبابها ومراحلها:

وفي هذا المطلب سنتطرق إلى نشأة أزمة 2008، أسبابها ومراحلها.

**أولاً: نشأة الأزمة المالية :** تعود الجذور التاريخية للأزمة المالية العالمية 2008 لبداية الألفية الجديدة نهاية سنة 2000، حيث كانت هناك أزمة في الو.م.أ سميت أزمة "دوت كوم" متعلقة بشركات الانترنت، حيث قام البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض نسبة الفائدة من 6.5% إلى 3.5% خلال شهور قليلة لزيادة السيولة في السوق وتشجيع الإنفاق، وبعد ذلك جاءت هجمات 11 سبتمبر التي تسببت في مشاكل إقتصادية أخرى مما تطلب تخفيض نسبة الفائدة إلى 1% في شهر جويلية عام 2003 واستمر ذلك لمدة سنة، وبعد إعلان إفلاس بنك " ليمان براذرز " رابع أكبر بنك في الو.م.أ بتاريخ 2008/09/15 أزمة تجاوزت القطاع المالي وكبدت الملايين وظائفهم.<sup>1</sup>

لقد حدث ذلك عندما حدث إفراط في المباني العقارية مما أدى إلى تخفيض أسعارها نتيجة لزيادة عرضها وعجز المقترضين عن سداد المستحق عليهم، مما أدى بدوره إلى الانخفاض الحاد في السيولة النقدية المتاحة، وساعد هذا عن إفلاس نحو سبعين شركة رهن عقاري في عام 2006، كما صاحب ذلك إفلاس عدد متزايد من البنوك المسؤولة عن تقديم الائتمان العقاري، وفي أغسطس من عام التالي 2007 أعلنت مؤسسة نيو سيننتيري فينانشال الأمريكية المتخصصة في تقديم قروض الرهن العقاري عالي المخاطر إفلاسها، ثم تتابعت حالات الإفلاس لشركات رهن عقاري ولبنوك ائتمان عقاري كبرى، وصاحب ذلك حدوث انهيار حاد في سوق الأوراق المالية الأمريكية، وكذلك في السيولة المتاحة لدى تلك الأسواق وصناديق ومحافظ تلك البنوك.

<sup>1</sup> - أمال بوسينة، وسام موسى، " السياسة النقدية كآلية لمعالجة الأزمة المالية العالمية 2008، دراسة تجارب دولية مختارة"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 14، العدد الأول 2021، ص 320.

لقت تسبب كل ذلك السلوك الإنتاجي غير الرشيد في زيادة المعروض المتراكم من العقارات بشكل مبالغ فيه مقارنة بالطلب الكلي الفعال له، ومع زيادة عدد حالات الحجز عن سداد الديون العقارية المقررة ومن ثم حدث خلل كبير في أسواق العقارات في الاقتصاد الأمريكي مما أدى إلى انهيارها بصفة خاصة وانهايار الاقتصاد الأمريكي بصفة عامة.<sup>1</sup>

**ثانيا: أسباب وقوع الأزمة المالية :** يمكن إرجاع أسباب الأزمة المالية العالمية إلى العناصر التالية:

- **الكساد الاقتصادي في الو.م.أ :** عموما الاقتصاد الأمريكي هو السبب الأساسي وراء الأزمة فظهور بواذر الكساد الاقتصادي في الو.م.أ انعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية، ففي ظل الكساد ساد الخوف من هبوط جديد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى بسبب لجوء البنك المركزي لتخفيض أسعار الفائدة، وهذا التراجع يعنى خسارة نقدية للاستثمارات بالدولار، ويعنى ذلك أن الازمة بدأت فعليا من الو.م.أ، زمن المعالم الدالة على ذلك نذكر:

العجز التجاري: منذ 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض، لقد وصل العجز عام 2006 إلى 757 مليار دولار.

عجز الميزانية: حيث قدر في عام 2008 بمبلغ 410 مليارات دولارات أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي.<sup>2</sup>

- **تضاعف حجم الدين الأمريكي خلال الفترة ما بين (2002-2007):** حيث كان قبل هاته الفترة حوالي 1.9 ترليون دولار فقد بلغ ديسمبر 2007 حوالي 2.9 ترليون دولار أي ما يماثل حوالي 70% من الناتج المحلي الإجمالي، وقد وصل إلى حوالي 72.5% من الناتج المحلي الإجمالي في 30 ديسمبر 2008، وهو بذلك يتجاوز مستوى الحد المقبول دوليا.

- **وجود تغيرات وفجوات قانونية:** من شأنها صناعة أزمات تمويلية في ظل عدم وجود قانون مالي موحد خاصة فيما يتعلق بالاستيلاء على أموال الغير من دول أجنبية محلية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>- محمود حامد محمود عبد الرزاق، "الأزمة المالية العالمية ودور النظام المالي الإسلامي بالتطبيق على الاقتصاد العربي"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر 2012، ص ص 42-43.

<sup>2</sup>- صويلحي نور الدين، العودي عمر، " دور هيئات التصنيف الائتماني في دعم كفاءة الأسواق المالية بعد أزمة الرهون العقارية الامريكية 2008"، مجلة التحليل والإستشراق الاقتصادي، المجلد 01، العدد 01، 2020، ص ص 206-207.

- أسباب تتعلق بالقطاع المالي: حيث شهد القطاع المصرفي اتساعاً متزايداً بعد انهيار نظام بريتن وودز في التسعينات من القرن الماضي إذ كانت تلك المدة البداية الحقيقية لتضخم القطاع المالي وانتفاخه في السنوات الأخيرة إذ تم من نظام سعر الصرف الثابت مع وجود قيود على حركة رؤوس الأموال دولياً إلى أسعار نظام الصرف العائمة مع إطلاق حركة رؤوس الأموال بكل اصنافها، واخذ التضخم المالي بالاتساع مع مجيء الرئيس الأمريكي رونالد ريغان ورئيسة الوزراء البريطانية مارغريت ياتشر منذ مطلع الثمانينيات واللذين اتبعا نموذجاً ليبراليا قائماً على أساس التخفيض الضريبي وتخفيض القيود على حركة رؤوس الأموال، فالسياسية الضريبية للو.م.أ كان لها دور في الأزمة المالية إذ ان القانون الضريبي أكثر انحيازاً للطبقات العليا للمجتمع.<sup>2</sup>

الجدول رقم (2-1) إجمالي الضرائب في الو.م.أ لمدة 2001-2009 الوحدة مليار دولار

الأعوام	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
البيان	66.2	66.9	67.5	69.8	73.1	73.9	65.1	67.3	62.4

المصدر: عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، "السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2014، ص 205.

يبين الجدول أعلاه أن حجم الضرائب في الو.م.أ الأمريكية سجل أعلى مستوى له عام 2006 إذ بلغ 73.9 مليار دولار، فيما حقق أدنى مستوى له عام 2009 بمقدار 62.4 مليار دولار بينما تراوح بين 66-77 مليار دولار في الأعوام الأخرى.

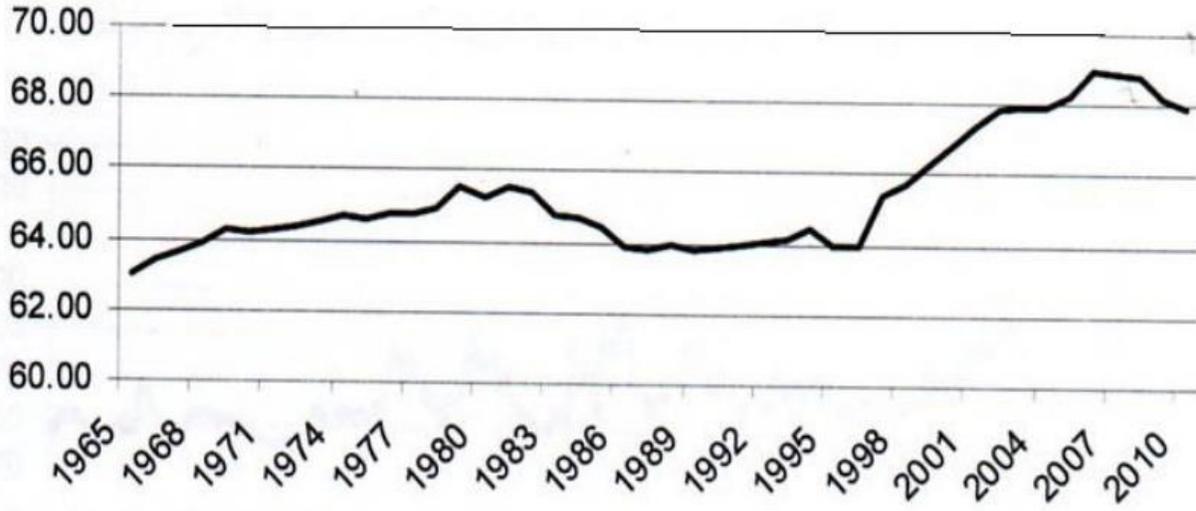
- التوسع في منح القروض: مع عدم مراعات الأسس والسياسات والقواعد المصرفية السليمة تحت ضغط المنافسة توسعت المؤسسات المالية في منح القروض، ولكن على حساب الصرامة في تقديم المستفيدين منها وفق القواعد الاحترازية المتعارف عليها، كما ان التوسع في منح هذه القروض ساهم فيه وجود قوانين تدافع عن حق المواطن الأمريكي في الحصول على قرض ليتمكن من شراء منزل، وهي قوانين تحت المؤسسات المالية على تلبية طلبات الفئات الاجتماعية ذات الدخل الضعيف المتعلقة بالقروض العقارية، وهو ما جعل

<sup>1</sup> - عبدلي سهام، "أثر التوريق على الأزمة المالية العالمية"، مجلة الاستاذ للدراسات القانونية والسياسة، المجلد 05، العدد 02، 2020، ص 311-312.

<sup>2</sup> - عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، "السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2014، ص 204-205.

نسبة الافراد المالكين للعقار في الو.م.أ ترتفع، والشكل المالي يمثل نسبة الافراد المالكين للعقار من 1965 إلى 2010 .

الشكل (2-1): معدل ملكية العقار في أمريكا.



المصدر: فارس بن رقرق وفاروق سحنون، الأزمة العالمية 2008 وانهايار توافق واشنطن، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 06، العدد 01، 2020، ص 92.

لقد ارتفعت نسبة الافراد المالكين للعقارات في الو.م.أ إلى حوالي 69% عام 2009 كنتيجة لتدخل الدولة في سوق العقار وهي نسبة مرتفعة إذا ما قورنت بفرنسا 50% وألمانيا 40% ومساوية تقريبا لبريطانيا التي اتبعت المنهج نفسه منذ عهد ملغاريث تتشار حيث بلغت النسبة 70%.

إن هذه القروض كانت تمنح على أساس معدلات فائدة متغيرة ومرتبطة بمعدلات الفائدة التي يقرها البنك الاحتياطي الأمريكي، وعليه عندما رفع هذا الأخير معدل الفائدة سنة 2007 للحد من ظاهرة التضخم أدى ذلك إلى عجز الكثير من المستفيدين من هذه القروض عن تسديد أقساطهم الشهرية وهو ما أدى إلى نشوب أزمة القروض العقارية من الدرجة الثانية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> فارس بن رقرق وفاروق سحنون، الأزمة العالمية 2008 وانهايار توافق واشنطن، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 06، العدد 01، 2020، ص ص 91-92.

ثالثا: مراحل الازمة المالية : يمكننا ان نبرز أهم المراحل الكبرى للازمة المالية التي اندلعت في 2008 في الولايات المتحدة الامريكية كما يلي:

- فبراير 2007: عدم تسديد قروض الرهن العقاري، هذا التراكم في الولايات المتحدة سبب أولى عمليات الإفلاس في المؤسسات المصرفية المتخصصة.
- أغسطس 2007: البورصات تدهورت أمام مخاطر اتساع الازمة والمصارف المركزية تدخلت لدعم سوق السيولة.
- أكتوبر إلى ديسمبر 2007: عدة مصارف أعلنت انخفاضا كبيرا في أسعار أسهمها بسبب الأزمة.<sup>1</sup>
- يناير 2008: الخزينة الفيدرالية الامريكية تخفض نسبة الفائدة بثلاثة ارباع النقطة لتصل إلى 3.5% كإجراء استثنائي.
- مارس 2008: الخزينة الفيدرالية الامريكية تقول انها مستعدة لتقديم مبلغ يصل إلى 200 مليار دولار إلى مجموعة محدودة من البنوك الكبرى.<sup>2</sup>
- 15 سبتمبر 2008: اعترف بنك ليمان برادرز بإفلاسه وكذلك بنك أوف أمريكا، أعلنت شراء بنك الأعمال في وول ستريت وعشرة بنوك تتفق على انشاء صندوق للسيولة برأس مال 70 مليار دولار.
- 17 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى التحرك حيال خطة لإنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- 28 سبتمبر 2008: خطة انقاذ امريكية موضع اتفاق في الكونغرس وفي أوروبا يجري تعويم فورتيس من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، وفي بريطانيا يجري تأمين بنك برادفورد وبنجلبي.
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب أمريكا يرفض الخطة وبورصة وول ستريت تنهار وتراجعت البورصات الاوربية بقوة.
- 1 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - جميل محمد خالد، "أساسيات الاقتصاد الدولي"، الأكاديميون للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، ص 292.

<sup>2</sup> - حمد فواز الدليمي وأحمد يوسف دودين، "إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية"، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2014، ص 84.

<sup>3</sup> - محمد الهاشمي حجاج ، مرجع سبق ذكره، ص 107..

## المطلب الثاني: آثار الأزمة المالية العالمية 2008

لقد كان لأزمة 2008 تداعيات وآثار كبيرة على الاقتصاد العالمي عامة وعلى الأسواق المالية خاصة حيث سنتطرق إلى آثار الأزمة على الاقتصاد العالمي، وعلى الأسواق المالية.

أولاً: آثار الازمة المالية على الاقتصاد العالمي: تمثلت أهم آثار هذه الازمة على الاقتصاد العالمي فيمايلي:

1- ارتفاع معدلات التضخم: ارتفعت معدلات التضخم خلال عام 2007-2008 نتيجة ارتفاع أسعار المواد الغذائية والطاقة على مستوى العالم، وقد ظهر ذلك أكثر وضوحا ووسع نطاقا في الإقتصاديات الصاعدة والنامية، حيث ارتفع التضخم حوالي 5.7% عام 2005 إلى حوالي 9.3% عام 2008 كما هو ملاحظ في الجدول اسفله، وهي أعلى المعدلات المسجلة في هذه الإقتصاديات، التي شهدت ارتفاعا متسارعا في الضغوط التضخمية، نتيجة الارتفاع الحاد في أسعار السلع الأولية.<sup>1</sup>

الجدول (2-2): معدلات التضخم في العالم (2005-2009)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
الدول المتقدمة	2.1	2.1	2.2	2	0.8
الو.م.أ	3.3	3.2	2.7	2.2	0.9
منطقة اليورو	2	2	2.3	2.3	1
المملكة المتحدة	2	2.3	2.3	3.6	1.5
اليابان	0.3-	0.3	0	1.4	1-
الدول النامية واقتصاديات الدول الناشئة	5.7	5.4	6.1	9.3	5.7

المصدر: قبايلي حاجة، " تأثير الازمة المالية العالمية على الاستثمار الأجنبي، دراسة حالة الجزائر " مجلة الدفاتر بوادكس، المجلد 09، العدد 02، ديسمبر 2020، ص ص 44-46.

<sup>1</sup>- قبايلي حاجة، " تأثير الازمة المالية العالمية على الاستثمار الأجنبي، دراسة حالة الجزائر " مجلة الدفاتر بوادكس، المجلد 09، العدد 02، ديسمبر 2020، ص ص 44-46.

بالنسبة لمنطقة الشرق والتي تقع فيها كل الدول المصدرة خاصة الدول العربية للنفط، فقد تم تسجيل استمرار الاتجاهات التصاعدية لمعدلات التضخم من حوالي 6.2% عام 2005 إلى 15.6% عام 2008، وهذا راجع إلى ارتفاع تكلفة استيراد النفط أدى إلى حدة الضغوط التضخمية في الدول المستوردة للنفط وخاصة الدول العربية.

وفي اليابان، سجل معدل التضخم نموا إيجابيا لأول مرة منذ عام 1998، حيث بلغ 0.2% مقابل معدل نمو سلبي بلغ 0.6% عام 2005، وانخفض المعدل في الدول المستقلة عن الاتحاد السوفياتي من 16.4% إلى 9.5%، بينما ارتفع في دول آسيا النامية من 3.6% إلى 4% كما هو موضح في الجدول البياني رقم (2-2).

**2- تراجع النمو على مستوى الاقتصاد العالمي:** اتسمت الأزمة المالية العالمية بتباطؤ نمو الاقتصادي العالمي بشكل كبير، مما يؤثر على العوائد والايرادات المتحققة في الأسواق المتقدمة، الناشئة والنامية، الأمر الذي يتسبب في احداث حالة من التراجع والتباطؤ في الاقتصاد العالمي.

**الجدول (2-3): النمو الحقيقي للنواتج المحلي الإجمالي لبعض مناطق الدول النامية (2009-2008)**

2009	2008	
6.7	8.8	شرق آسيا والمحيط الهادي
3.5	6	أوروبا وآسيا الوسطى
2.1	4.5	أمريكا اللاتينية
3.5	5.7	الشرق الأوسط وشمال افريقيا
5.4	6.3	آسيا
4.6	5.4	إفريقيا جنوب الصحراء

**المصدر:** غرازي عماد، "أزمات النظام المالي العالمي، اسبابها وتكاليفها الاقتصادية مع إشارة خاصة الأزمة المالية العالمية لعام 2008م"، المجلة الجزائرية الاقتصادية والمالية، العدد 02، سبتمبر، 2014، ص46.

ويمثل تراجع معدلات النمو الاقتصادي الحقيقي من خلال الجدول السابق تراجع الأداء الاقتصادي بمختلف القطاعات المالية والصناعية والزراعية وحتى الخدمية، وتنعكس آثاره اجتماعيا فحسب ارقام الجدول فإن المناطق الأكثر تأثرا بالأزمة الاقتصادية منطقتي الشرق الأوسط وإفريقيا وأيضا أمريكا اللاتينية فحسب دراسات البنك العالمي فإن تراجع الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% سيترتب عنه تحول 20 مليون نسمة إلى دائرة الفقر فارتفاع الأسعار التي شهدتها المنتجات الغذائية نقلت 100 مليون نسمة إلى دائرة الفقر المطلق.<sup>1</sup>

**3- انهيار البورصات العالمية:** يمكن لنا تصور حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية وقيمة تأثر الأوراق المالية وقدر الانخفاض الذي لحق بهذه الأوراق وأهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة المالية، خلال الفترة منذ بداية 2008، وحتى وقت انعقاد قمة مجموعة العشرين لإصلاح النظام المالي العالمي (14-15 نوفمبر 2008) من خلال استعراض الجدول التالي الذي يجمع دول مجموعة العشرين المستحوذة على 90% من الاقتصاد العالمي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- غرازي عماد، "أزمات النظام المالي العالمي، انسابها وتكاليفها الاقتصادية مع إشارة خاصة الأزمة المالية العالمية لعام 2008م"، المجلة الجزائرية الاقتصادية والمالية، العدد 02، سبتمبر، 2014، ص46.

<sup>2</sup>- المانسبع رابح أمين، "الهندسة المالية واثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود وبنوك، جامعة الجزائر 3، 2011، ص112.

**الجدول (2-4):** نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول مجموعة العشرين أثناء انعقاد قمتها:

الدولة	قيمة الانخفاض (%)	أكبر القطاعات المتضررة من الأزمة المالية العالمية
الو.م.أ	34%	قطاع البنوك والعقارات والسيارات
اليابان	46%	قطع السيارات والصادرات
ألمانيا	41%	قطاع البنوك والسيارات والدول الثانية في العالم التي واجهت ركودا اقتصاديا
بريطانيا	34%	قطاع البنوك والعقارات وأول دولة في العالم تواجه ركودا اقتصاديا بسبب الازمة
كندا	42%	العقارات وهي الدول الصناعية الوحيدة التي حققت نموا أثناء الازمة
فرنسا	50%	قطاع البنوك والسيارات
الصين	50%	النشاط الصناعي واضطراب الدولة إلى إعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات
الهند	50%	النشاط الصناعي رغم انها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن تحت 7%
إيطاليا	49%	قطاع الطيران وإعلان إفلاس شركة "ألبنيا" للطيران
المكسيك	33%	قطاع البترول
روسيا	66%	قطاع البترول وتدخل الدولة لإغلاق البورصات أكثر من مرة
كوريا.ج	50%	قطاع الأعشاب وتراجع معدلات النمو من 10% إلى 6%
تركيا	42%	قطاع التصدير
سعودية	53%	وهي بنسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
جنوب افريقيا	40%	قطاع البترول
استراليا	36%	وهي بنسبة عالية في ضوء تراجع دور البورصة بها
البرازيل	42%	قطاع الزراعة وأكبر انخفاض في البورصة لخلال 20 عاما
الارجنتين	44%	قطاع المعادن والأخشاب والسيارات
	65%	بسبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001

المصدر: محمود حامد محمود عبر الرزاق، مرجع سبق ذكره، ص 44.

حيث نلاحظ إختلاف في قيمة الانخفاض من بلد لآخر ومن مجموعة لأخرى، فدول مجموعة السبعة حققت انخفاض بنسبة تتراوح بين 34% لكل من بريطانيا وكندا، و50% للصين، اما مجموعة الدول الناشئة الأخرى فقد تراوحت هذه القيمة بين 33% في المكسيك و66% في روسيا، ومن أهم القطاعات المتضررة من الأزمة في الدول المتقدمة هي قطاعات البنوك والعقارات في غالب الأحيان، وقطاع البترول والصناعات الاستخراجية في الدول الناشئة.<sup>1</sup>

**ثانيا: آثار الازمة المالية على الأسواق المالية:** يمكن تلخيص اهم اثار الازمة المالية على الاسواق المالية فيما يلي:

امتدت الازمة المالية العالمية إلى أسواق العالم وبورصاتها ابتداء من اسواق الو.م.أ إلى الأسواق الاوربية وأسواق اليابان والشرق الأوسط، حيث فقدت هذه الأسواق أكثر من 60% من قيمتها، بل أن الكثير من الشركات المساهمة وصلت أسعار أسهمها إلى ما دون قيمتها الدفترية بكثير.

وعلى هذا الصعيد علقت قرابة 70 شركة رهن عقاري أمريكي عملياتها وأعلنت افلاسها منذ بداية عام 2006، وذكرت شركة "كونتري فاينانشال" ان مصاعب سوق الرهن العقاري أصبحت تهدد أرباحها، وقد أعلنت شركة "هوم مورتيج انقسمنت" افلاسها وانخفضت الإيرادات ربع السنوية لشركة "تول بروذرز" العقارية .

<sup>1</sup> - المانسيغ رابح أمين، مرجع سبق ذكره، ص114.

**الجدول: (2-5) تراجع القيمة السوقية للمصارف الامريكية (مليارات الدولارات)**

اسم المصرف الدائن	القيمة السوقية نهاية 2007	القيمة السوقية سبتمبر 2008	الإنخفاض في القيمة التسويقية
سييتي غروب	236.7	197.8	138.9
بنك اوف أمريكا	236.5	150.2	86.3
المجموعة الامريكية الدولية	179.8	32.3	147.5
غولدمان ساكس	97.7	61.3	36.4
امريكان اكسبرس	74.8	45.0	29.8
مورغان ستانلي	73.1	41.1	32
فاني ماي	46.8	0.7	64.1

**المصدر:** قرومي حميد، عبد القادر عوينان، "أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية من خلال الأسواق المالية"، حوليات جامعة بشار، العدد 08، ص 110، 2010.

لقد تراجعت القيمة السوقية للمصارف الأمريكية من سبتمبر 2007 إلى سبتمبر 2008، نتيجة للإنخفاض التدريجي في أسعار أسهمها منذ نحو السنة والآنخفاض الحاد في بعض هذه الأسعار، فقد فقدت كبرى المؤسسات المالية والاستثمارية نحو حوالي 676 مليار دولار من قيمتها السوقية منذ نهاية سبتمبر 2008، وهذا المبلغ يوازي 52% من مجموع الناتج المحلي الإجمالي المقدر بجميع الدول العربية سنة 2006، وهذا ما يبينه الجدول أعلاه.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - قرومي حميد، عبد القادر عوينان، "أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية من خلال الأسواق المالية"، حوليات جامعة بشار، العدد 08، ص 110، 2010.

**المطلب الثالث: خطط الإنقاذ لمعالجة الازمة المالية العالمية 2008:**

تدخلت جميع الدول المتقدمة من اجل إنقاذ اقتصادياتها من الانهيار من خلال عمليات التأميم والدعم و ضخ السيولة في الاقتصاد من اجل تقادي الكارثة ، ويمكن توضيح اهم الإجراءات التي قامت بها هذه الدول من خلال الجدول التالي:<sup>1</sup>

**الجدول ( 2-6 ) اهم الإجراءات التي قامت بها الدول لمعالجة الازمة المالية العالمية**

الدولة	إدارة الازمة	الإجراءات التفصيلية
الولايات الامريكية المتحدة	دعم الاقتصاد من مرحلتين بمبلغ (1.51) ترليون دولار، قرار مجلس النواب الأمريكي بتاريخ 4 تشرين الثاني 2008.	ضخ السيولة نقدية (250) مليار دولار في القطاع المصرفي ووضع (55) مليار دولار تحت تصرف الخزينة العامة. - رفع مبلغ الضمان الحكومي على المدخرات من (100) ألف دولار إلى 250 ألف دولار. - مد العمل بالإعفاءات الضريبية - شراء الضمانات المرتبطة بقروض الإسكان المالكة وشراء الرهون العقارية. - برنامج فدرالي لدعم الحسابات المصرفية الفردية. - تملك حصص البنوك. -الضمان المؤقت للديون الجديدة.
الولايات الامريكية المتحدة	مشروع قانون التحفيز الاقتصادي بقيمة 819 مليار دولار مجلس النواب الأمريكي بتاريخ 28 يناير 2009.	- خفض أسعار الفائدة. - تخفيض القيود على منح الائتمان. - شراء عدد من السندات طويلة الأمد. - دعم المؤسسات المالية. - حقن رؤوس الأموال في النظام المصرفي في شكل رأسمالي حكومي مقدم.

<sup>1</sup> - عبد الكريم شبحار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، " السيولة الدولية في ظل الازمات الاقتصادية والمالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 224-225.

- تأسيس صناديق استثمار لشراء الديون العقارية.		
المرحلة الأولى في تشرين الأول 2008 وشملت خطة حكومية لدعم القطاع البنكي بقيمة 50 مليار جنيه مقابل حصول الحكومة على أسهم ممتازة. المرحلة الثانية عام 2003 بقيمة 250 مليار جنيه لدعم إستراتيجي لتوفير اعتمادات لدعم المصارف وتأمين بعضها الآخر.	خطة استقرار بقيمة اجمالية بلغت ترليون جنيه استرليني.	بريطانيا
المرحلة الأولى في تشرين الأول 2008 لدعم القطاع المصرفي بقيمة (80) مليار دولار واحتياطي لضمان القروض بقيمة 400 مليار يورو.	خطة انقاذ شاملة لإحتياطي ضمان القروض .	ألمانيا
المرحلة 1 (أب 2008) لدعم الاقتصاد وتحفيز النمو بقيمة (107) مليار دولار. المرحلة الثانية نيسان (2009) خطة تحفيز اقتصادية بقيمة (50) مليار دولار. المرحلة الثالثة: خطة تحفيزية قياسية لدعم الاقتصاد.	خطة اقتصادية بلغت 356 مليار دولار وعلى 3 مراحل.	اليابان

المصدر: عبد الكريم شجار العيساوي، مرجع سبق ذكره، ص 224.

## المبحث الثاني: التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق المالية

ان علم المالية السلوكية يقسم إلى جزئين: مالية سلوكية جزئية تهتم بدراسة التحيزات المؤثرة على القرار الاستثماري، ومالية سلوكية كلية تهتم بدراسة التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية، فقد سعت المالية السلوكية لدراسة ما يشوب عملية القرارات ولتفسير مختلف التشوهات والفقاعات والأزمات المالية المتكررة، سنحاول في هذا المبحث التطرق للتحيزات السلوكية والتشوهات الملاحظة في الأسواق المالية وتفسيرها، وكذا تفسير ظاهرة الفقاعات المالية، إضافة إلى تحليل الازمات بين نظرية الكفاءة ونظرية المالية السلوكية.

### المطلب الأول: التحيزات السلوكية والتشوهات الملاحظة في الأسواق المالية وتفسيرها

وفي هذا المطلب سنتطرق إلى التحيزات السلوكية المؤثرة على سلوك القرار الاستثماري، وكذا التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية وانواعها، إضافة إلى تفسيرها من منظور المالية السلوكية.

### أولاً: التحيزات المؤثرة على القرار الاستثماري: حيث يوجد نوعان من التحيزات:

1- التحيزات السلوكية: سلوك المستثمرين هو محور رئيسي من محاور علم المال السلوكي، حيث يرصد السلوك الفعلي للمستثمرين بدلا من السلوك العقلاني الذي تنص عليه نظريات التمويل القياسي، وجد الباحثون في هذا أن المستثمرين يتأثرون بمجموعة كبيرة من التحيزات السلوكية خاصة عند اتخاذ القرارات المالية، كما انهم قاموا بتصنيفها إلى مجموعات كل حسب منظوره لها، والجدول التالي يوضح اهم هذه التصنيفات:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - الطيب غالمي، بناصر بوجورفة، "أثر التحيزات العاطفية والادراكية على سلوك المستثمرين الافراد عند اتخاذ القرارات المالية"، مجلة الرواق للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 07، العدد 01، 2021، ص 172.

الجدول (2-7): اهم تصنيفات التحيزات السلوكية.

التحيزات	الباحث / السنة
<p>1- تحيزات الأحكام: الثقة المفرطة، التفاؤل المفرط، الإدراك المتأخر، المبالغة في ردود الفعل.</p> <p>2- أخطاء التفضيل: الوزن غير خطي.</p> <p>للإحتمالات، شكل وجاذبية المراهنات، دالة القيمة.</p> <p>3- سعر الشراء كنقطة مرجعية التأطير، المقامرة.</p> <p>4- العيش مع عواقب القرار: الندم على الإهمال والارتكاب، الندم وتقبل المخاطرة.</p>	Kahneman and Riepe 1998
<p>1- الموجهات: التمثيل، مغالطة المقامرين، الثقة المفرطة، تجنب الغموض، العاطفة.</p> <p>2- إعتماذية الإطار: تجنب الخسارة المحاسبة الذهنية، العاطفة، تجنب الندم.</p>	Shefrim 2002
<p>1- التحيزات الادراكية: التمثيل، الارتكاز، التناظر المعرفي، الاتاحة، المحاسبة العقلية، التأطير، تجنب الغموض.</p> <p>2- التحيزات العاطفية: الثقة المفرطة، النفور من الخسارة، تجنب الندم، التفاؤل، ضبط النفس.</p>	Pompian 2010
<p>1- عاطفة المستثمرين: الارتكاز، التمثيل، الاتاحة، الثقة المفرطة.</p> <p>2- تفضيلات المستثمرين: النفور من الخسارة، المحاسبة العقلية، قصر النظر، تجنب الندم.</p>	De Bondt, Muradoglu, shefrim, starkouras 2008
<p>1- نظرية الإحتمال: تجنب الخسارة، التأطير، المحاسبة العقلية.</p> <p>2- المواجهات: تحيز الألفية، التمثيل، الاتاحة.</p> <p>3- الثقة المفرطة: التفاؤل المفرط وهم السيطرة.</p> <p>4- العناصر العاطفية: الغضب، الخوف، الحزن، الندم، السعادة.</p>	

المصدر: الطيب غالمي، بناصر بوجورفة، مرجع سبق ذكره. ص172.

2- **التحيزات العاطفية:** إضافة إلى التحيزات السلوكية، هناك تحيزات عاطفية تؤثر على سلوك القرار الاستثماري نلخصها فيما يلي:

• **الثقة المفرطة:** تحيز الثقة المفرطة هو تحيز يظهر فيه الناس إيمانا غير مبررا في منطقتهم واحكامهم المعرفية، قد تكون هذه الثقة نتيجة المبالغة في تقدير مستويات المعرفة والقدرات والوصول إلى المعلومات، يمكن تعريفها على أنها إعتقاد غير مناسب نحو التفكير المنطقي والحكم والقدرات المعرفية، كما تكتسب الثقة المفرطة اهتماما خاصا لأن الباحثين أظهروا هذا التحيز ليكون له تأثير مهم على القرارات المالية للمستثمرين.

• **تحيز الاتاحة:** يمثل تحيز الاتاحة قاعدة عامة تتيح للناس تخمين احتمالية الحصول على نتيجة ما، وهي النسبة المئوية التي قد تظهر في حياتهم اليومية، أولئك الذين يرتكبون مثل هذا التحيز يعتبرون الاحداث التي يسهل استرجاعها أكثر احتمالا من تلك التي بالكاد يمكنهم تخيلها او إدراكها.<sup>1</sup>

• **سلوك القطيع:** هو شعور يمتلك الفرد بأنه في حالة إن كانت غالبية الأشخاص يسلكون سلوكا معيناً، فإنهم على حق فلا يمكن بالنسبة إليه ان يكونوا جميعهم مخطئون، وعليه يقوم بتصرف مماثل الأغلبية فبالنسبة إليه اتباع الحشود يساعده على استخراج المعلومات المفيدة والموثوقة.<sup>2</sup>

• **النفور من الخسارة:** النفور من الخسارة هي تفضيل المستثمر تجنب الخسارة على حساب تحقيق الأرباح، أي ان المستثمر يسعى إلى جني الأرباح عن طريق بيع الأصول الناجحة خوفا من الخسارة، بحيث يشار إلى النفور من الخسارة على انها ميل الأفراد لتفادي الخسارة مقارنة بالمكاسب.

• **التفاؤل:** يميل الناس إلى التفاؤل غير المبرر فيما يتعلق بقدراتهم ومهاراتهم ويعتبرونها أعلى من المتوسط اما فيما يتعلق بإحتمال وقوع الحوادث او الخسائر لهم فإنهم يقدرونها بأقل من المتوسط.

• **الوضع الراهن:** يعد الوضع الراهن الذي صاغه سامويلسون وزيكها وزر (1988)، تحيزا عاطفا لا يفعل فيه الأشخاص أي شيء بدلا من إجراء تغيير.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- بوعجمي عبد القادر وآخرون، "العوامل والتحيزات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين"، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، 2019، ص ص 175-177.

<sup>2</sup>- بوحديبة إلهام، رمضان محمد، "المحددات السلوكية وتأثيرها على صيغة التمويل بالمضاربة في المصارف الإسلامية"، مجلة المالية والأسواق، المجلد 09، العدد 02، 2022، ص ص 552-553.

<sup>3</sup>- الطيب غالمي، بناصر بوجورفة، مرجع سبق ذكره، ص ص 173-175.

ثانياً: مفهوم التشوهات في الأسواق المالية: لقد ظهر موضوع تشوهات الأسواق أول مرة ضمن عدد خاص في مجلة الاقتصاد المالي عام 1978، حيث كان أول استخدام له في مجال التمويل، وفيما يلي نبرز مفهوم التشوهات:

أشار "أندري أورليان" في مقاله سنة (2004) إلى ان مصطلح التشوهات يستعمل للدلالة على بعض الوضعيات التي يلاحظ فيها خرق لنظرية الكفاءة، كما عرفها "أكناس" أنها فروق معتبرة ومستمرة بين العوائد الملاحظة والعوائد النظرية المحسوبة.

كما تعبر التشوهات عن الحالة التي يكون فيها أداء الأسهم مخالفا لما جاءت به نظرية السوق الكفؤ، كما توصف التشوهات في أسواق رأس المال بأنها انحرافات عن النماذج المقبولة في الوقت الحاضر وهي واسعة الانتشار بحيث لا يمكن تجاهلها، ومنتظمة جدا بحيث لا يمكن وصفها بأنها خطأ عشوائي، وجوهريه جدا لئتم استيعابها عن طريق التخفيف من النظام المعياري.<sup>1</sup>

التشوهات في الأسواق المالية تمثل أنماطا لعوائد أصول مالية غير متوقعة من قبل النظرية المركزية، اكتشفت هذه التشوهات في بداية الامر في السوق المالي الأمريكي، وتم بعد ذلك تأكيد وجودها في الأسواق الأخرى، النظرية المركزية التي ترتبط بها الحالات الشاذة هو نموذج تسعير الأصول المالية، CAP الذي طوره للوهلة الأولى من قبل Sharpe 1964، ضف إلى اسهامات اعمال أخرى ساهمت في تطوير نموذج CAPM هي Lintner 1965، Mossin 1966، black 1972، إضافة إلى اعمال أخرى.<sup>2</sup>

ثالثاً: أنواع التشوهات في السوق المالي : يعتبر كل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية المراجعة من النماذج الكمية التي ظهرت في إطار نظرية الكفاءة، التي تدعم التوقعات العقلانية حيث اكدت العديد من الدراسات أن الأسواق رأس المال تعرف العديد من التشوهات التي اثبتت وجود ضعف وقصور في نظرية الكفاءة كأثر بداية، ونهاية الأسبوع، أثر الحجم، أثر إضافة ورقة مالي جديدة إلى مؤشر السوق، حيث أنها لم تتمكن من تفسير هذه التشوهات إضافة على عدم قدرتها على تفسير سلوك المستثمرين، وفيما يلي أهم التشوهات السعرية في الأسواق المالية:

<sup>1</sup> - برارمة ريمة، مرجع سبق ذكره، ص 99.

<sup>2</sup> - سحنون مريم، مرجع سبق ذكره، ص 67.

الجدول رقم (2-8): التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق رأس المال

تأثير الظاهرة	الباحث/ السنة	نوع الظاهرة	
ميل العوائد الأسهم إلى انخفاض يوم الاثنين وقد تكون سالبة او اقل من عوائد باقي أيام الأسبوع في حيث تميل عوائد في يوم الجمعة إلى الارتفاع.	Sninlock starks 1986	أثر نهاية الأسبوع	التشوهات الموسمية
العوائد ترتفع في بداية السنة إلى مستويات تفوق مستويات عوائد باقي الأشهر.	Rozeffand kinney 1976	أثر جانفي	
ميل العوائد إلى انخفاض في شهر رمضان مقارنة ببقية الأشهر في الدول الإسلامية.	Jedzej bialkowski 2010	أثر رمضان	
المؤسسات ذات مضاعف الربحية (نسبة السعر إلى ربح السهم) منخفض هي الأكثر ارتفاعا في العوائد مقارنة بالمؤسسات ذات مضاعف الربحية المرتفع.	Goodman and peary 1983	أثر القيمة	التشوهات المتعلقة بخصوص المؤسسات
المؤسسات ذات رأس المال الصغير تحقق عوائد أكبر من تلك المؤسسات ذات رأس المال الكبير.	Banz 1981	أثر الحجم	
استمرار الأسهم الرابحة بالتوقف على بقية الأسهم واستمرار الأسهم الخاسرة بنفس الأداء.	Jegadeech and titnan 1993	أثر الزخم	تشوهات اخرى
الاسم الأقل عوائد في ثلاث إلى خمس سنوات الماضية تميل إلى تحقيق عوائد أكبر في ثلاث إلى خمس سنوات المقبلة.	Debontd and thaler 1985	أثر ارتداد طويل الاجل	
أيام التي طقسها جيد تكون فيها عوائد مرتفعة .	Airshleifer and shumway 2003	أثر الطقس	
الفائز في المزاد غالبا هو الخاسر الحقيقي.	Richard thriller 1989	لعنة الفائز	

المصدر: عبد الرحمن بن سانية واخرون، مرجع سبق ذكره، ص14.

كما توجد العديد من الظواهر الغريبة او الانحرافات في أسواق رأس المال والتي سميت بالألغاز من أهمها:

- الاستجابة المبالغة والضعيفة لأسعار الأصول المالية.
- لغز الذعر المالي والتداول المكثف.
- لغز علاوة الملكية: وجود مستويات عالية وغير واقعية في علاوة الأصول المالية.
- لغز الربح/الخاسر: يقصد به قيام المستثمرين ببيع الأصول الرباحة بسرعة والاحتفاظ بالأصول الخاسرة لفترة طويلة.<sup>1</sup>

رابعا: تفسير التشوهات من منظور المالية السلوكية : بصرف النظر عن التحيزات التي تؤثر على القرار الاستثماري للمستثمر ، هناك تشوهات الأسواق مثل فقاعة المضاربة والانهيارات والمبالغة في رد الفعل الذي لا يستطيع سوق الكفاء تفسيره تؤثر أيضا على السلوك الاستثماري للمستثمر ، والجدول التالي يوضح تفسير التشوهات السعرية وفق المالية السلوكية.

<sup>1</sup> - عبد الرحمن بن سانية وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص14-15.

الجدول رقم (2-9): تفسير التشوهات وفق المالية السلوكية

نوع الظاهرة	تفسير الظاهرة
أثر جانفي	تم تفسير هذا التشوه من خلال مفهوم المحاسبة العقلية حيث تصرف مكافآت وتعويضات المعاملين في معظم الدول في نهاية ديسمبر أو نهاية جانفي، وتبعاً لمفهوم المحاسبة العقلية فإن هذه المكافآت والتعويضات تعامل معاملة مختلفة عن الراتب الاعتيادي، مما يشجع المستثمر على توسيع المحفظة المالية ويقبل المزيد من المخاطر، أيضاً ثم تفسير هذه الظاهرة بالتقاول المبالغ فيه حيث ان تقاؤل المستثمرين يكون اعلى في بداية السنة ثم قياس ذلك بمؤشر المستثمر، لذلك يقبلون على تحمل مخاطر أعلى نتيجة القرارات المتخذة فيصبحون أكثر ميلاً لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر أكبر.
أثر رمضان	يؤثر شهر رمضان على الحالة النفسية والمزاجية للمستثمرين، حيث يكونوا أكثر ارتياحاً وهو ما يؤدي إلى اتخاذ قرارات أكثر تقاؤلاً تمتد إلى الاستثمار وذلك من خلال تأثير مزاجهم على طبيعة سلوكهم وعلى القرارات المتخذة فيصبحون أكثر ميلاً لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر أكبر.
اثر الزخم	تم تفسير هذه الظاهرة بالتجنب أو النفور من الخسارة حيث تستمر الأسهم الرابحة في الماضي بمواجهة ضغط شراء زائد على عكس ما تواجهه الأسهم الخاسرة سابقاً وهذا ما يسبب تفاعل غير كافي مع المعلومات الجديدة المتوفرة ويخلق حالة من الزخم تعكس حالة من سوء التقدير من قبل المستثمرين.
أثر الطقس	يرجع ذلك إلى ان الطقس يؤثر على نفسية المستثمر ومزاجه وهو ما ينعكس على تصرفاته وقراراته مما يجعله يقبل المخاطر وبسعر خصم غير ملائم.
تباين الربح/ الخاسر	يعتبر تحيز تجنب الخسارة أكثر تفسيراً لهذا اللغز حيث يجعل تجنب الخسارة الاحتفاظ بالاستثمارات الخاسرة طويلاً على امل استعادة قيمتها السابقة وهذا السلوك يسبب مخاطرة كبيرة على المحفظة الاستثمارية لأنه يقلل من عائداتها ويجعلهم من جانب اخر يبيعون الأوراق الحالية الرابحة مبكراً خوفاً من ضياع الأرباح في حالة عدم البيع.
لغز علاوة الاسهم	ان المستثمرين لديهم ما يسمى بتجنب الخسارة قريب المدى أي يشغلون أنفسهم كثيراً بالتأثيرات السلبية بالمقارنة مع كمية مكافئة من الربح قريب المدى "وجهة نظر قريبة المدى". كما يعد تحيز تجنب الغموض مفسراً لهذا اللغز، حيث يطلب المستثمرون غير المتأكدين علاوة مخاطرة كتعويض للغموض في التوزيع الاحتمالي.

المصدر: عزيزو راشدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

### المطلب الثاني: تفسير ظاهرة الفقاعات وفق منظور المالية السلوكية

لم تكن الفقاعات المالية وليدة اليوم والأمس القريب، فوجودها كظاهرة كانت طاغية على شتى تعاملات الأسواق منذ قرون خلت، غير ان الجديد في هذا الموضوع هو اتجاه الباحثين في ثمانيات القرن العشرين نحو إعطاء تفسير رياضي لهذه الفقاعات وفي هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم الفقاعة المالية، إضافة إلى تشكل الفقاعة من منظور المالية السلوكية.

**أولاً: مفهوم الفقاعة المالية:** يمكن حصر مفهوم الفقاعة المالية فيما يلي:

الفقاعة المالية هي زيادة في أسعار الأصول التي سرعان ما يتبعها انهيار في الأسعار، وتنشأ عادة من المضاربة والحماسة الزائدة في الأسواق المالية، بدلا من الزيادات الجوهرية في القيمة الحقيقية الأصل محل التداول.

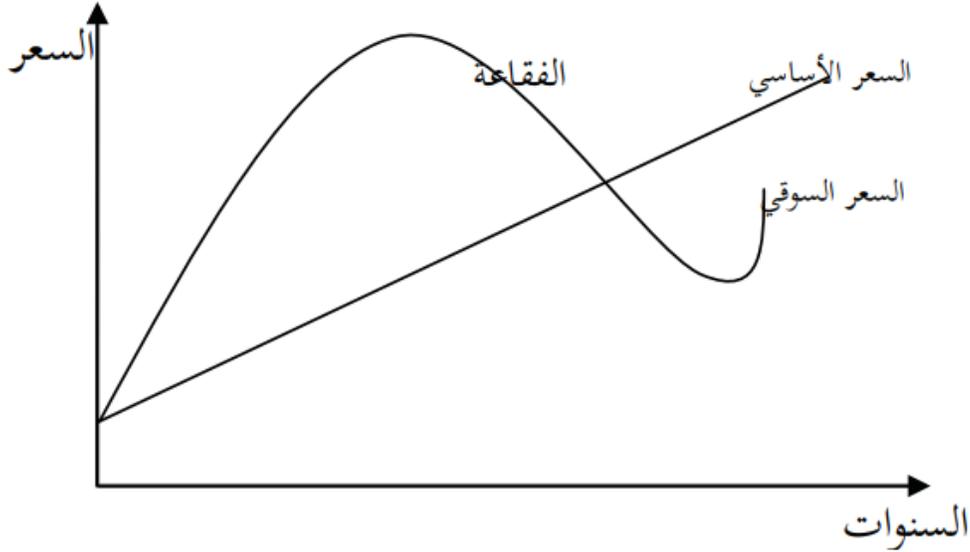
ومن اهم الاقتصاديين الذين قدموا تعريفا مفصلا لظاهرة الفقاعات المالية في كتابه " الوفرة اللاعقلانية" للاقتصادي " روبرت شيلر" (200) ويقول فيه: "ان فقاعة المضاربة هي حالة تحدث عندما تسبب الانباء عن زيادات في الأسعار في اشغال حماس المستثمرين، والذي ينتشر بفعل العدوان السيكولوجية من شخص لأخر.

كما أشار الاقتصادي " برندان براون" في دراسته حول الفقاعات المالية التي تتشكل في الأسواق الائتمانية، أن الفقاعة، "هي وصل لحالة تحدث عندما تسبب المضاربة على سلعة ما في تزايد سعرها، بطريقة تؤدي لتزايد المضاربة عليها.<sup>1</sup>

وفيما يلي تمثيل للفقاعة المالية:

<sup>1</sup> - هشام غربي، النياس بوكرامي، "أثر اقتصاد الفقاعات المالية على الاقتصاد الكلي" مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 11، العدد 01، 2021، ص 652.

شكل (2-2) تمثيل الفقاعات المالية



المصدر: مريم سحنون، ص 262.

وتماشيا مع هذا المفهوم:

تحدث الفقاعة السعرية او المالية نتيجة ارتفاع مستمر ومبالغ فيه في سعر الأصل المالي إلى حد يصبح معه ذلك الارتفاع غير مبرر، فيعقبه فجأة انهيار شامل في قيمته السوقية، دافعا ذلك السعر الفعلي بعيدا عن قيمته الأساسية، وفي خضم التفاعلات السعرية. تؤدي التوقعات دورا مهما في تغذية الفقاعات، فبسبب الطبيعة الاحتمالية لتلك التوقعات تتذبذب الأسعار اما صعودا او هبوطا، عاكسة المحتوى المعلوماتي للتوقعات بصورة تسهم في تشكيل عدة أوضاع توازنه، وليست الفقاعات إلا وضع من تلك الأوضاع، وتتميز عادة بصعوبة استكشافها لانها تأخذ شكل التذبذب الطفيف في اسعار الأصول حول قيمتها الأساسية ويمكن تفسيرها بتصرفات المستثمرين الذين يبدون استعدادا لشراء الأصول المالية بسعر أعلى من قيمتها الأساسية لبيعها بسعر اعلى في المستقبل، ويغذي تصرفهم ذلك الاتجاه الصعودي للأسعار، ورغم اقتناع المستثمرين بوجود فقاعة فإن ذلك لا يمثل عقبة تثنيهم عن مبتغاهم لقصر الأفق الزمني لنشاطهم المضارباتي.

وتحدث الفقاعة السعرية عندما يرتفع سعر الأصل في كل لحظة عن معدل العائد المطلوب للاستثمار في الأصل، والملاحظ ان هذا النوع من الفقاعات لا ينفجر على عكس الفقاعات غير الرشيدة التي تبدو وجها مغايرا ومناقضا لجوهر فرضية الكفاءة المعلوماتية، وبالتالي فإن اقترانها بمجالات التسعير الخاطى والمبالغ

فيه هو ملمح لوجود توقعات ذاتية غير عقلانية وسط ظروف معلوماتية غير متماثلة، ويظهر ذلك في شكل السلوكيات تداولية غير متجانسة وأوضاع توازنه متعددة.<sup>1</sup>

ثانيا: تشكيل الفقاعة : يمكن تلخيص مراحل تكون الفقاعة إلى انفجارها حسب منظور المالية السلوكية فيما يلي:

**الجدول رقم (2-10) تشكل الفقاعة من منظور المالية السلوكية**

المرحلة	الوجهات السلوكية	الخصائص
التنبؤ الاولي	التمثيل	في هذه المرحلة يضع المستثمرون تنبؤات أولية لأسعار الأصول معتمدين على استدلالات إحصائية خاطئة.
الثقة المفرطة	الثقة المفرطة والاستقراء المفرط	تسمح التنبؤات المستقبلية مفرطة التفاؤل وتميل نحو الإيجابية اعتمادا على التجارب الإيجابية الحالية.
انتقال تضخيم الجماعة	التفكير الجمعي والاستقطاب الجماعي	انتقال التنبؤات الفردية بشكل واسع بين أعضاء الجماعة، وتحمل مستويات عالية من المخاطرة.
إعادة المقايسة	الاستقطاب الجماعي	تنقص التنبؤات بالتجربة الفعلية للواقع وتنعكس القيم المتنازلة بشكل سريع.

المصر: عبد الرحمان بن سانية واخرون ، مرجع سبق ذكره، ص 27.

ردا على مؤيدي علم المالية السلوكية اثبت Fama 1998 ان المستثمرين لا يتمتعون جميعا بالرشد والعقلانية الكاملة، إلا ان السوق يمكن ان يظل كفوًا في النهاية وهو ما فسره من خلال الاعتماد على

<sup>1</sup> - رفيق مزاهدية، " الاتجاهات العشوائية والكاملة في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري"، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015، ص ص 98-99.

فرضيتين أساسيتين، الأولى ان مجموعة المستثمرين غير عقلانيين لا يستطيعون التأثير على الأسعار وذلك باتخاذهم قراراتهم غير الرشيدة وبالتالي تختلف القرارات من مستثمر لآخر تبعا لمدى عقلانية وادراكه، اما الفرضية الثانية تقوم على أساس عملية المراجعة، حيث ان حدة المنافسة بين المضاربين في سوق الأوراق المالية يؤدي بإعادة خسارة الطرف الضعيف وهو المستثمر غير الرشيد وبالتالي خروجه من السوق بعد خسارته لثروته مما يترك السوق للمستثمر العقلاني الرشيد ليتعامل فيه بكفاءة، مما يعيد التوازن للسوق وهو ما يؤيد فرضية كفاءة السوق.<sup>1</sup>

**المطلب الثالث:** تحليل الازمات بين نظرية كفاءة الأسواق المالية ونظرية المالية السلوكية.

**أولاً: تحليل الأزمات في ظل نظرية كفاءة الأسواق المالية :** حسب فاما، الأسعار في السوق المالي هي حقيقة بمعنى أنها تعكس الواقع، وهذا راجع لعقلانية المستثمرين غير اننا علمنا بالمنطق ان الأسواق لا يمكن تكون كفئة بمعنى العقلانية في المقال المعنون "استحالة كفاءة المعلوماتية للأسواق المالية"، وهذا لأن السوق التي تكون فيها أسعار الاوراق المالية مساوية لقيمتها الحقيقية لا تعوض تكاليف المعلومات التي قد تكشف عن انحرافات الأسعار عن قيمتها الحقيقية فالأزمة المالية العالمية اضعفت ادعاء ان الأسعار صحيحة بمعنى انها تعكس الواقع، فالعديد من الأسعار كانت وبوضوح غير صحيحة، ولم تكن الأزمة الحالية العالمية الأخيرة وحدها مسرحاً لأدلة تشكك في فرضية كفاءة الأسواق المالية، فقد اثارته أزمة 1929 ردود أفعال مضادة لمفهوم كفاءة أسواق المال حيث اعتبرت "كفاءة الأسواق اكبر خطأ في تاريخ النظرية الاقتصادية"، كما أشار Summers Shelifer " أن الأسهم على الأقل في ظل المفهوم التقليدي لفرض السوق الكفو لم تقوى على مواجهة يوم الاثنين الأسود، هذه الأدلة وغيرها تجعلنا نستبعد فكرة ان السوق المالي هو كفو وفقاً لمفهوم العقلانية والرشادة كما يوجد العديد من الأدلة التجريبية على ان الأسعار تنحرف عن قيمتها الحقيقية، قصة Paulson الذي بحث عن معلومة حول سندات الرهن العقاري، هو واحد من العديد من الأمثلة Paulson كان محفزاً لكشف انحراف الأسعار من القيمة الحقيقية ويستفيد من استغلالها، وفي الواقع يوجد ادلة ان المستثمرين المحترفين قادرة على توليد فائض في العوائد، معوضينها بتكلفة الحصول على المعلومات، ومع ذلك فإن الجزء الأكبر من الأدلة تظهر ان العملاء مديري الأموال، أفراد كانوا أو مؤسسات لا يشاركون في العوائد الزائدة، وهذا ما يدل من وجهة نظر العملاء ان السوق كفو ولا يمكن مجاراته.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عبد الرحمان بن سانية وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 27.

<sup>2</sup> - مريم سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 59-60.

ثانيا: تحليل الأزمات في ظل نظرية المالية السلوكية : لقد دفعت الأزمة المالية الاسيوية عام 1997 صانعي السياسات إلى إعادة النظر في تحرير تدفقات رأس المال، في الواقع ماليزيا قدمت تنفيذ واسع النطاق تدابير الرقابة على تدفقات رؤوس الأموال في الفاتح من سبتمبر 1998 تهدف إلى انهاء المضاربة في العملة الماليزية، في جانب من جوانب هذه الازمة التي لم تلق الكثير من الاهتمام هو أثرها على كفاءة سوق الأسهم الهبوط الهائل في أسعار الأسهم في العديد من البلدان الآسيوية خلال أواخر عام 1997.

حسب السياسات والأفكار التي سادت خلال سنوات 1970 الازمة المالية العالمية وما تلاها من ركود في الولايات المتحدة واوروبا، وما كان ينبغي أبدا ان تحدث، الأزمة المالية أعطت الأدلة الكافية لرفض فرضية كفاءة الأسواق المالية ، كما ان فكرة الأسعار تتحدد في السوق المالية تمثل أحسن إمكانية لتقدير قيمة أي استثمار وبطريقة أكثر ملائمة للسياسات العامة. كفاءة الأسواق المالية تنص على عدم إمكانية تقييم أداء السوق اعتمادا على أي معلومة.

الأزمة المالية العالمية قدمت دليلا إضافيا لعدم صحة فرضية كفاءة الأسواق المالية، فالأزمة الأخيرة عززت فكرة ان المعلومات ليست مدمجة كليا في أسعار الأصول المالية .لا يمكن ان ننكر هذا لكن المفارقة تكمن في الأزمات المالية بينت أخطاء كبيرة في مبادئ فرضية كفاءة الأسواق، غير انه لا يمكن ان تعتبر هذه الفرضية خاطئة كليا، فالعديد من ردود الأفعال التي بدرت من المستثمرين خلال فترة الازمات كانت ردود عقلانية للأحداث الحاصلة آنذاك.

فهذا التباين في الأزمة المالية يشير على التوازن الصحيح ما بين النماذج السلوكية والنماذج العقلانية التي لا تزال تشكل تحد كبير للنظريات الماليين على الرغم من تنامي الأبحاث في المالية السلوكية والنيوكلاسيكية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - مريم سخنون، مرجع سبق ذكره، ص ص 62-64.

## خلاصة الفصل الثاني :

من خلال دراستنا لهذا الفصل، نستخلص ما يلي :

-تعتبر أزمة 2008م من أخطر الأزمات التي شهدتها الأسواق المالية، والتي تجسدت ملامحها في صيف 2007م كصدمة عقارات في الو.م.أ.

-إنعكست الأزمة المالية العالمية 2008م على أسواق المال من خلال الإنخفاض في أسعار المؤشرات في سوق رأس المال، مما أدى إلى إنخفاض الصادرات ونقص الكفاءة في السوق المالي.

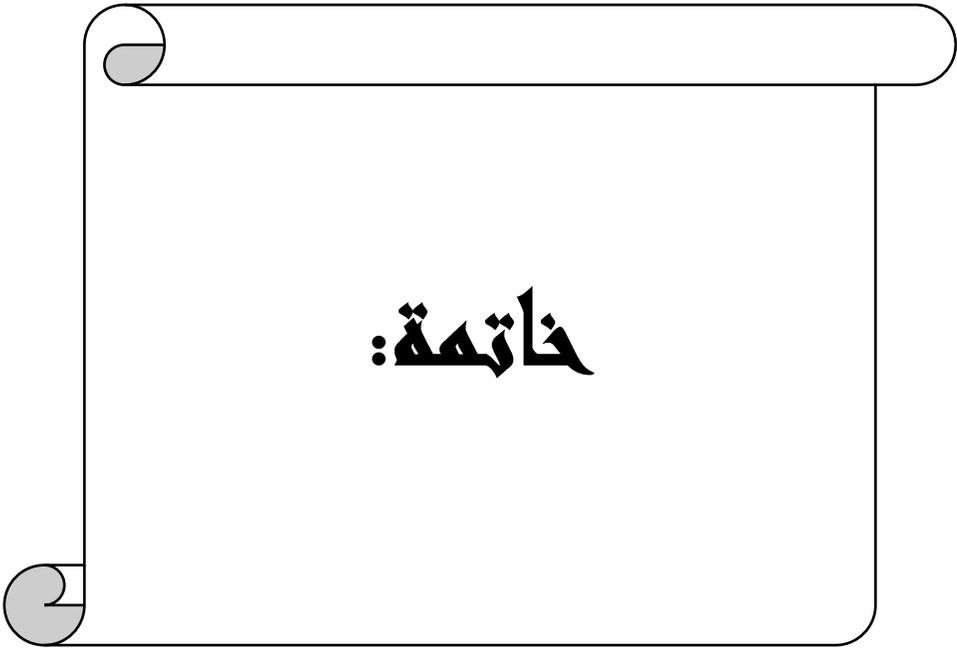
-هناك مجموعة من التحيزات النفسية المرتبطة بالأحكام، مثل الثقة المفرطة، والتمثيلية تؤثر في عملية صنع القرار الإستثماري، وتجعل المستثمرين يقعون في أخطاء التحيزات عند إتخاذ القرار، إضافة إلى تحيزات سلوكية أخرى، كالترسيح، النفور من الخسارة، المحاسبة العقلية، سلوك القطيع، لها تأثير على عملية صنع القرار وعلى سوق المستثمر، فحدوث هذه التحيزات لعدد كبير من المستثمرين يمكن أن يؤثر على الأسعار، بالتالي كفاءة السوق.

-إن وجود تشوهات في الأسواق المالية دال على أن مفهوم الرشادة للمستثمرين غير محدد بطريقة جيدة، فهذه التشوهات الناتجة على تصرفات وسلوكيات الأفراد جعلت من نظرية الكفاءة غير قادرة على تفسير ما حدث.

-تعتبر نظرية كفاءة الأسواق المالية نظرية تقليدية غير قادرة على تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية.

-تنتشر في الأسواق المالية نشاطات مضاربية بمساهمة توفر السيولة، فتؤدي إلى ظهور فقاعات إقتصادية في قطاعات مختلفة، بحيث يؤدي تشبعها إلى إنفجار الفقاعة محدثة بذلك أزمة مالية عالمية.

-تعتبر نظرية المالية السلوكية أقرب للواقع العملي في تفسيرها لما يحدث من إختلالات وتشوهات في الأسواق المالية، بإعتبارها نظرية مكملة لنظرية كفاءة الأسواق المالية.



خاتمة:

تعتبر الأسواق المالية أحد أهم الركائز التي يعتمد عليها الاقتصاد لتحقيق التنمية الاقتصادية ، ويعتبر الاهتمام بالأسواق المالية والعمل على الرفع من كفاءتها ضرورة حتمية، والتي تعتمد أساسا على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين، وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة، لكن هذه الكفاءة لم تكن كافية لتفسير التشوهات و الانحرافات الملاحظة في الاسواق المالية، كأثر الحجم،أثر نهاية الاسبوع .... الخ، وتواتر الازمات المالية من أهمها أزمة الرهن العقاري التي أحدثت اضطرابات اقتصادية عميقة. ومع تعدد الدراسات والأبحاث ظهر ما يسمى بعلم المالية السلوكية الذي اعتبر أقرب للواقع في تفسير ما يحدث من اختلالات و تشوهات ملاحظة في الاسواق المالية، حيث بينت تفسير سلوك المستثمرين وفهم طريقة التنبؤ بحركة أسواق رأس المال بالاعتماد على الجوانب التطبيقية و النفسية في ان واحد.

### اختبار الفرضيات

الفرضية الاولى: لعل من أسباب حدوث وتوالي الازمات رغم كفاءة الأسواق المالية عدم تطابق فرضياتها المتمثلة في العقلانية و عملية التحكيم مع الواقع.

- تشير نتائج الدراسة ان نظرية الكفاءة جاءت بفرضيات أساسية تمثلت في العقلانية وعملية التحكيم، غير ان بعد اجراء دراسات ووضعها موضع التطبيق لوحظ وجود تشوهات و أزمات مالية متتالية، وهذا دليل على عدم قدرة هذه النظرية على تفسير مختلف التشوهات في السوق المالي،وان فرضياتها بها خلل جوهري وغير قابلة للتطبيق على ارض الواقع.
- و هي ما تقودنا إلى قبول الفرضية الاولى.

الفرضية الثانية: تعتبر المالية السلوكية مكملة لنظرية كفاءة الاسواق المالية.

- تشير نتائج الدراسة ان ظهور المالية السلوكية جاء كنتيجة لعجز نظرية الكفاءة عن تفسير التشوهات الملاحظة في الاسواق المالية،و المؤثرة على السلوك الاستثماري للمستثمر،فهي بذلك تعتبر مكملة و ليست بديلة عن نظرية الكفاءة،كونها نظرية تفسيرية تنطلق من تفسير الواقع لبناء نظرية.
- و هي ما تقودنا إلى قبول الفرضية الثانية.

## نتائج الدراسة

بعدما تم عرض اهم ماتاوله الفصلين لهذه الدراسة، توصلنا إلى النتائج التالية:

- يعتبر السوق المالي سوقا كفؤا اذا تحقق فيه شرط أساسي، وهو ان تكون أسعار الأصول المالية المتداولة فيه تعكس كافة المعلومات المتاحة.
- تستند نظرية كفاءة الأسواق المالية على افتراضان أساسيان وهما: عقلانية المستثمرين وعملية التحكيم، واللدان يعتبران الركيزة الأساسية لهذه النظرية.
- تعد عملية التحكيم استراتيجية استثمارية تقدم أرباح خالية من المخاطر وبدون تكلفة.
- تعتبر نظرية المالية السلوكية علم جاء لدراسة مختلف التحيزات السلوكية والعاطفية كتحييزات الاحكام، الثقة المفرطة، التمثيل، سلوك القطيع، إضافة إلى سلوك المستثمرين عند اتخاذ القرار الاستثماري، وكذا من اجل دراسة و تفسير مختلف التشوهات الملاحظة في الاسواق المالية كالتشوهات الموسمية ، التشوهات المتعلقة بخصوص المؤسسات ، وأثر الطقس .....الخ، و التي عجزت كفاءة الأسواق المالية عن تفسيرها.
- تعد نظرية المالية السلوكية نظرية مكملة، وليست بديلة عن نظرية كفاءة الأسواق المالية ، أطلق عليها اسم النموذج البرغماتي أو الايجابي كونها تنطلق من تفسير الواقع لبناء نظرية، أي انها نظرية تفسيرية، فظهورها كان نتيجة الصعوبات التي واجهت نظرية الكفاءة، ومدى قصورها في تفسير التشوهات سابقة الذكر.
- لقد تعرضت الأسواق المالية على مر التطور الاقتصادي للعديد من الأزمات تميزت بسرعة إنتشارها و تباين أسباب حدوثها بين أزمة أخرى، حيث أن تكرارها هو دليل على أن فرضية كفاءة الاسواق بها خلل جوهري، لعدم تطابق فرضياتها مع الواقع.
- تعتبر الأزمة المالية العالمية التي اندلعت شرارتها في الولايات المتحدة الأمريكية من عام 2008، من أعنف الأزمات الاقتصادية، لنشوؤها في أكبر اقتصاديات العالم مما انعكست سلبا خاصة بإفلاس معظم البنوك، مؤدية بذلك إحداث حالة من عدم الاستقرار، وتذبذب حاد في الاسواق المالية، و تراجع معدلات النمو الاقتصادي.

## الاقتراحات و التوصيات :

من خلال اجرائنا لهذه الدراسة، خرجنا ببعض التوصيات والاقتراحات، نوردها فيما يلي:

- ضرورة الفهم الجيد للتغيرات السلوكية والنفسية لتمكين المتعاملين في الأسواق المالية من التعرف على الأخطاء المرتكبة، وتسهيل فهم سيكولوجيا المستثمرين.
- العمل على تصحيح الانحرافات لحظة ادراكها، لان التشوهات في السوق معظمها تختفي بمجرد اكتشافها.
- الاخذ بعين الاعتبار العوامل السلوكية الخاصة بالمستثمرين عند دراسة الأسواق المالية.
- ضرورة دراسة الازمات المالية التي تعرضت لها الأسواق المالية بغية الاستفادة منها.

### افاق البحث

لا شك ان هناك العديد من الجوانب التي لم يستوفها هذا البحث او لم يدقق فيها، والتي ربما تشكل مواضيع بحث مستقبلية، بالاضافة الا انها جوانب من الضروري التعمق فيها، خصوصا ان النظرية المالية السلوكية تعتبر مجالا خصبا للبحث نذكر منها :

- التشوهات في الأسواق المالية الناشئة.
- اثر التحفيز على فرضية كفاءة الأسواق المالية.



قائمة المصادر

والمراجع

قائمة المصادر و المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الكتب:

1. أدهم إبراهيم جلال الدين، "الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2014.
2. أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
3. جميل محمد خالد، "أساسيات الاقتصاد الدولي"، الأكاديميون للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.
4. الدليمي وأحمد يوسف دودين، "إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية"، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2014.
5. رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعزز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2005.
6. زكرياء سلامة عيسى شطاوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الإدارة المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النقاش للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.
7. سرمد كوكب جميل، "المدخل إلى الأسواق المالية"، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2018.
8. السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.

9. صلاح الدين شريط، "مبادئ الأسواق المالية"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
10. عاطف وليد أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2008.
11. عباس كاظم الدعيمي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
12. عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2004.
13. عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، "السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2014.
14. عدنان النعيمي وآخرون، "الإدارة المالية النظرية والتطبيق"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.
15. فارس ناصيف البشير، غسان سالم الطالب، "مبادئ مالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.
16. محب خلة توفيق، "الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2011.
17. محمد صالح الحناوي وآخرون، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2002.

18. محمد عبد الوهاب العزاوي، 'الأزمات المالية قديمها و حديثها أسبابها نتائجها والدروس المستفادة'،

المكتبة الجامعية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.

19. محمد قاسم خصاونة، 'أساسيات الإدارة المالية'، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، الأردن

، 2011.

20. محمود حامد محمود عبد الرزاق، 'الأزمة المالية العالمية ودور النظام المالي الإسلامي بالتطبيق

على الاقتصاد العربي'، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2012.

21. وليد صافي، أنس البكري، 'الأسواق المالية والدولية'، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،

الأردن، 2008.

#### الأطروحات و الرسائل

22. أحمد الفريع، 'الأزمة المالية العالمية وانعكاسات على السوق المالي السعودي'، رسالة ماجستير في

علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2013-2014.

23. برارمة ريمة، 'أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، دراسة حالة بورصة

باريس ولندن'، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2018-

2019.

24. بوكساني رشيد، 'معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها'، أطروحة دكتوراه في العلوم

الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.

25. رفيق مزاهدية، "الاتجاهات العشوائية والكاملة في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2014-2015.
26. زموري مونية، 'التأثيرات الاقتصادية للأزمات المالية على الأسواق المالية العربية دراسة الأزمة المالية العالمية سنة 2008'، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير ، جامعة الجزائر، 2018-2019.
27. سحنون مريم، 'السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية، محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية'، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2016-2017.
28. صباغ رفيقة، 'الازمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية دراسة تحليلية لأثر أزمة الرهن العقاري على إقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي'، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014.
29. صفية صديقي، 'طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة من 2007 إلى 2010'، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
30. عبد الغاني بن علي، 'أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية'، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، 2009-2010 .

31. عبد الله بن صفي الدين، 'انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على الاستثمار الأجنبي المباشر في الوطن العربي'، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود والبنوك، جامعة الجزائر، 2014-2015.
32. فريد كورتل، كمال رزيق، 'الأزمة المالية، مفهوما، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية'، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20.
33. لبعل حفيظة، 'انعكاسات الازمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النقضية للدول العربية'، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016-2017.
34. ليلي عيشوب، "آليات و إستراتيجيات التصدي للأزمات المالية العالمية دراسة حالة أزمة الديون الآسيوية الأوروبية 2010" أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية ، جامعة العربي بلمهدي، أم بواقي، 2019-2020.
35. المنسبع رابح أمين، "الهندسة المالية واثرها في الازمة المالية العالمية لسنة 2007"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
36. محمد الهاشمي حجاج، "آثار الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
37. مريم أمير جبار، "مدخل المالية السلوكية لإدارة رأس المال العامل دراسة تحليلية لعينة من متخذي القرار في الشركات العراقية المدرجة في السوق المالي"، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، 2021-2022.

38. مونية سلطان، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني"، دراسة حالة بورصة

ماليزيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.

39. ميثم ربيع هادي، علي أحمد فارس، "من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية التحول الجذري، دراسة

نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية"، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء.

40. نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، الوقاية والعلاج: دراسة لازمة الرهن العقاري في

الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة،

2012-2013.

41. ناظور حفيظة، "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على البلدان النامية"، رسالة ماجستير في العلوم

الاقتصادية، فرع التخطيط، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2009-2010.

42. همال فريدة، "دراسة سلوك مؤشرات الأسواق المالية المتطورة من 1 جانفي 1991 إلى غاية ديسمبر

2015"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد كمي، جامعة الجزائر، 2016-2017.

43. ودان عبد الله، "آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية، دراسة حالة

الأزمة المالية العالمية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان،

2014-2015.

#### المجلات الدورية

44. أمال بوسينة، وسام موسي، "السياسة النقدية كآلية لمعالجة الأزمة المالية العالمية 2008، دراسة

تجارب دولية مختارة"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 14، العدد الأول 2021.

45. بدروني عيسى، حمزة غربي، "دراسة مقارنة لنماذج تسعي الأصول الرأسمالية في تفسير عوائد الأسهم في بورصة الجزائر"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 14، العدد 01، 2020.
46. بغداد بنين، "سياسات سعر الصرف في ظل الأزمات المالية"، أزمة الأرجنتين نموذج، مجلة الدراسات الاقتصادية والعالمية، جامعة الشهيد أحمد لخضر الوادي، الجزائر، العدد 01، 2017.
47. بن أمير بن حاسين وآخرون، "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية"، دراسة حالة بورصة السعودية عمان تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012.
48. بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، "نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية"، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 03، العدد 01، مارس 2017.
49. بوحديبة إلهام، رضاني محمد، "المحددات السلوكية وتأثيرها على صيغة التمويل بالمضاربة في المصارف الإسلامية"، مجلة المالية والأسواق، المجلد 09، العدد 02، 2022.
50. بوعجمي عبد القادر وآخرون، "العوامل والتحديات السلوكية المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين"، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، 2019.
51. تكواست رانيا، "نموذج تسعير الأصول الرأسمالية " Capm، مجلة اقتصاد المال و الأعمال، المجلد 4، العدد 01، افريل 2020.
52. روابح عبد الرحمان، "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية، أزمة الرهن العقاري"، مجلة الحقوق العلوم الانسانية، دراسات اقتصادية، المجلد 24، العدد 01.

53. صويلحي نور الدين، العودي عمر، " دور هيئات التصنيف الائتمائي في دعم كفاءة الأسواق المالية بعد أزمة الرهون العقارية الامريكية 2008"، مجلة التحليل والإستشراق الاقتصادي، المجلد 01، العدد 01، 2020.
54. الطيب غالمي، بناصر بوجورفة، "أثر التحيزات العاطفية والادراكية على سلوك المستثمرين الافراد عند اتخاذ القرارات المالية"، مجلة الرواق للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 07، العدد 01، 2021.
55. عبد الرحمن بن سانية وآخرون، "الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر، 2017.
56. عبدلي سهام، "أثر التوريق على الأزمة المالية العالمية"، مجلة الاستاذ للدراسات القانونية والسياسة، المجلد 05، العدد 02، 2020.
57. غزالي عماد، "أزمات النظام المالي العالمي، انسبابها وتكاليفها الاقتصادية مع إشارة خاصة الأزمة المالية العالمية لعام 2008م"، المجلة الجزائرية الاقتصادية والمالية، العدد 02، سبتمبر، 2014.
58. فارس بن ررق وفاروق سحنون، "الأزمة العالمية 2008 وانهايار توافق واشنطن"، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 06، العدد 01، 2020.
59. قبالي حاجة، " تأثير الازمة المالية العالمية على الاستثمار الأجنبي، دراسة حالة الجزائر" مجلة الدفاتر بوادكس، المجلد 09، العدد 02، ديسمبر 2020.
60. قرومي حميد، عبد القادر عوينان، "أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية من خلال الأسواق المالية"، حوليات جامعة بشار، العدد 08.

61. محمد اليفي، حمزة بلعالم، "تقييم السياسات الاستثمارية للمصارف الاسلامية من منظور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لفترة 2009-2017"، مجلة دراسات في المالية الاسلامية والتنمية، المجلد 02، العدد 04، 2021.
62. مريم سحنون، عبابسة رشاش، "محاولة لدراسة سلوك عوائد المحافظ الأوروبية وفقا لنظرية كفاءة الأسواق المالية"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 4، جوان، 2016.
63. موسى بن منصور، سهام مانع، "مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية"، دفاثر البحوث العلمية، مخبر الدراسات والبحوث في التنمية الريفية، العدد 11، ديسمبر، 2017.
64. نعمان محصول، نور الدين محرز، "تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02، جوان، 2018.
65. هشام غربي، الياس بوكرامي، "أثر اقتصاد الفقاعات المالية على الاقتصاد الكلي"، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 11، العدد 01، 2021.

#### الملتقيات

66. راشدة عزيزو، مداخلة "الفكر المالي من المنهج التقليدي إلى المنهج السلوكي"، الملتقى الدولي حول المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، يومي 24/25 ماي 2022.

## الملخص:

تهدف الدراسة إلى تحليل و تفسير الأزمات المالية وفق المالية السلوكية، بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008 . خلصت النتائج بعجز نظرية كفاءة الأسواق المالية عن تفسير التشوهات والانحرافات الملاحظة في الأسواق المالية، فظهرت المالية السلوكية كعلم حديث في علم المالية المعتمدة على الالعقلانية وعملية التحكيم، وبالتالي فإن المالية السلوكية ونظرية الكفاءة هما نظريتان مكملتان لبعضهما البعض، ولا يمكن الإعتماد على نظرية وتجاهل الأخرى بشكل كامل.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية - كفاءة الأسواق المالية - العقلانية - المالية السلوكية - الأزمات المالية.

## Summary:

The study aims to analyze and interpret financial crises according to behavioral finance, with a focus on the global financial crisis of 2008.

The results concluded with the inability of the theory of efficiency of financial markets to explain the distortions and deviations observed in the financial markets, so behavioral finance emerged as a modern science in the science of finance based on irrationality and the arbitration process, and therefore behavioral finance and the theory of efficiency are two complementary theories to each other, and it is not possible to rely on one theory and ignore the other in a way complete.

**Keywords:** financial markets - efficiency of financial markets - rationality - behavioral finance - financial crises.