



جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريريج

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

## مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

من إعداد الطالبتين - الاسم واللقب: حداد دنيا

- الاسم واللقب: بن حسين صافية

بعنوان:

---

دور المالية السلوكية في ترشيد القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية  
(دراسة حالة السوق المالي السعودي)

---

تحت إشراف: أ.د. موسى بن منصور

### أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	الرتبة	قايدي لخميسي
مشرفا	الرتبة	بن منصور موسى
مناقشا	الرتبة	براهيمي السعيد

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
١٤٣٨ هـ

السنة الجامعية: 2024/2023

# الإهداء

من قال أنا لها...نالها

وأنا لها وإن أبت رغماً عنها أتيت بها

الحمد لله حباً وشكراً وامتنان على البدء والختم

( وَأَخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنْ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ ) سورة يونس الآية 10

إلى من كلل العرق جبينه وعلمني أن النجاح لا يأتي إلا بالصبر والإصرار، إلى النور الذي أنار دربي  
والسراج الذي لا ينطفئ نوره بقلبي أبداً ، من ذل الغالي والنفيس واستمدت منه قوتي واعتزلي بذاتي.

"والذي العزيز"

إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها وسهلت لي الشدائد بدعائها ، إلى الإنسانية العظيمة التي طالما تمتنت  
أن تقر عينها برؤيتي في يوم كهذا.

"والذي الحبيبة"

إلى من فارقت الحياة ولم تفارق روحي، إليك جدتي "ناصح خديجة"، اللهم ارحمها واغفر لها وآنس  
وحشتها ووسع قبرها.

إلى ضلعي الثابت وأمان أيامي، إلى من شددت عضدي بهم فكانوا لي ينابيع أرتوي منها، إلى خيرة أيامي  
وصفوتها إلى قرة عيني.

"إخوتي".

إلى من كان عوناً وسنداً في هذا الطريق "صافية" والأستاذ الفاضل "موسى بن منصور" ... للأصدقاء  
الأوفياء ورفقاء السنين وأصحاب الشدائد والأزمات، من أفاضني بمشاعره ونصائحه المخلصة إليكم عائلتي.

أهديكم هذا الإنجاز وثمره نجاحي الذي لطالما تمنيت، ها أنا اليوم أتممت أول ثمراته بفضل من الله  
عز وجل، فالحمد لله على ما وهبني، وأن يعينني ويجعلني مباركة أينما كنت.

ونيا

# الإهداء

(وَآخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ) سورة يونس الآية 10

الحمد لله حبًا وشكرًا وامتنانًا على البدء والختام. بعد تعب ومشقة السنين في سبيل الحلم والعلم حملت في طياتها امنيات الليالي ، وأصبح عنائي اليوم للعين قرّة، ها أنا اليوم أقف على عتبة تخرجني أقطف ثمار تعبي وأرفع قبعتي بكل فخر، فاللهم لك الحمد قبل ان ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا، لأنك وفقنتني على إتمام هذا النجاح وتحقيق حلمي. وبكل حب أهدي ثمرة نجاحي وتخرجني.

إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها، واحتضني قلبها قبل يديها وسهلت لي الشدائد بدعائها، الى القلب الحنون والشمعة التي كانت في الليالي المظلمات سر نجاحي وقوتي (والدي العزيزة).

إلى من زين إسمي بأجمل الألقاب، من دعمني بلا حدود وأعطاني بلا مقابل إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة، داعمي الأول في مسيرتي وسندي وقوتي وملاذي بعد الله فخري واعتزازي (والدي العزيز).

الى ضلعي الثابت وأمان أيامي، إلى من شددت عضدي بهم فكانوا إلي ينابيع أرتقي منها إلى خيرة أيامي وصفوتها (أخي سامي وأختي أية إكرام).

إلى الإنسانية العظيمة جدتي "راجعي لويزة" التي توسدها التراب قبل أن تراني خريجة فرحتي تنقصها وجودك ونجاحي ينقصه فخرك رحمة الله عليك يا عزيزتي.

إلى عمي العزيز "بن حسين الشريف" رحمة الله عليه.

إلى عائلتي الثانية أمي بن صغير حورية واخواني فوزية وناريمان .

إلى من كان عونًا وسندًا في هذا الطريق صديقتي (دنيا) وأستاذنا الفاضل "بن منصور موسى".

إلى عائلتي ورفقاء السنين ولكل من كان داعمًا في هذا الطريق، ممتنة لكم جميعًا ما كنت لأصل لولا فضلكم من بعد الله.

صافية

## شكر وعرهان

الحمد لله الذي هداننا إلى نعمة العلم، وما كنا لنهتدي لولا أن هداننا فالشكر والحمد لله عز وجل الذي مدنا بالصحة والصبر والقدرة على إتمام هذا العمل المتواضع.

كما لا يفوتنا أن نتقدم بجزيل الشكر وعظيم العرفان والتقدير للأستاذ المشرف على مذكرتنا، الأستاذ الدكتور " بن منصور موسى " الذي أزاح عن طريقنا كل العراقيل والصعوبات، وكان سخيا بوقته وجهده لإنجاز هذا البحث، كما كان حريصا على توجيهنا في أدق مراحلها وتفصيله، كما نتقدم بأسمى معاني التقدير إلى الأساتذة الأفاضل الذين تحملوا عبء قراءة هذه الدراسة، والذين سوف ننال شرف مناقشتهم لنا.

فخالص الشكر والتقدير لكل من مد يد العون من قريب أو من بعيد لإنجاز هذه

الدراسة، ونسأل الله عز وجل أن يوفقنا وإياكم لرفع راية العلم.

## المخلص:

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهمية المالية السلوكية كنموذج مكمل للمالية القياسية في ترشيد قرارات المستثمرين في الأسواق المالية من خلال تسليط الضوء على أحد أهم الأسواق المالية في الوطن العربي وهو السوق المالي السعودي من خلال الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي.

وقد تم التوصل الى عدة نتائج أهمها أن المالية السلوكية أداة ضرورية لفهم وتحسين قرارات الاستثمار في الأسواق المالية بما في ذلك السوق المالي السعودي وكما أن المالية السلوكية تساهم في بناء واختيار المحفظة المالية المثلى عن طريق فهم وتحليل السلوكيات النفسية للمستثمرين وتأثيرها على قراراتهم.

**الكلمات المفتاحية:** المالية القياسية، المالية السلوكية، قرارات الاستثمار، التحيزات السلوكية، السوق المالي السعودي.

**Abstract:**

This study aimed to highlight the importance of behavioral finance as a complementary model to standard finance in rationalizing investors' decisions in financial markets by shedding light on one of the most important financial markets in the Arab world, which is the Saudi financial market, by relying on the descriptive and analytical approach.

Several results have been reached, the most important of which is that behavioral finance is a necessary tool for understanding and improving investment decisions in financial markets, especially in the Saudi financial market. Behavioral finance also contributes to building and selecting the optimal financial portfolio by understanding and analyzing the psychological behaviors of investors and their impact on their decisions.

**Key words:** Standard finance, behavioral finance, investment decisions, behavioral biases, Saudi financial market.

## المحتويات

الصفحة	
-	الإهداء
-	شكر وعرهان
-	ملخص الدراسة
.ا	قائمة المحتويات
.اا	قائمة الجداول
.ااا	قائمة الأشكال
.اااا	قائمة الملاحق
أ-ج	مقدمة
38-05	الفصل الأول: مفاهيم وأساسيات حول المالية السلوكية والاستثمار المالي
05	المبحث الأول: أساسيات المالية السلوكية
22	المبحث الثاني: الاستثمار في السوق المالي
71-39	الفصل الثاني: دور المالية السلوكية في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي
41	المبحث الأول: أساسيات حول السوق المالي السعودي
61	المبحث الثاني: ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي
72	الخاتمة
75	قائمة المراجع
83	الملاحق
86	فهرس المحتويات

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
09	الفرق بين المالية القياسية والمالية السلوكية	01
24	الفرق بين الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي	02
47	إجمالي دخل الأسهم في السوق المالي السعودي	03
48	تطور دخل أدوات الدين في السوق المالي السعودي	04
50	تطور عدد صناديق الاستثمار العامة والخاصة في السوق المالي السعودي	05
55	إجمالي دخل عدد المحافظ في السوق المالي السعودي	06
58	عدد المستثمرين الأفراد في الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي	07
60	عدد المشاركين المستثمرين في الصناديق العامة والخاصة في السوق المالي السعودي	08
62	مؤشرات الحوكمة فيما يتعلق بمجلس إدارة الشركات في السوق المالي السعودي	09
63	تطور القيمة السوقية للسوق المالي السعودي خلال الفترة 2019-2022	10
64	تطور حجم سيولة السوق المالي السعودي خلال فترة 2019-2022	11
65	تطور معدل الدوارن الخاص بالسوق المالي السعودي خلال الفترة 2019-2022	12
66	تطور الأداء السنوي لمؤشر بورصة السعودية 2018-2022	13



## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
31	خطوات بناء محفظة وفق المنهج التقليدي	01
42	أقسام السوق المالي السعودي	02
44	الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالي السعودي	03
47	إجمالي دخل الأسهم في السوق المالي السعودي	04
49	تطور دخل أدوات الدين في السوق المالي السعودي	05
49	عدد الصكوك المدرجة وغير المدرجة في السوق المالي السعودي	06
53	نسبة عدد الصناديق العامة والخاصة في السوق المالي السعودي لعام 2022	07
54	حجم الاستثمار في الصناديق العامة والخاصة في السوق المالي السعودي	08
55	إجمالي دخل عدد المحافظ في السوق المالي السعودي	09
56	تطور صافي الاستثمار الأجنبي وقمة ملكية المستثمرين الأجانب في السوق المالي السعودي	10
59	تطور عدد المستثمرين الأفراد في الشركات المدرجة بسوق الأسهم السعودي	11
61	نسبة عدد المشاركين المستثمرين في الصناديق العامة والخاصة في السوق المالي السعودي	12

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
84	مؤشرات صناديق الاستثمار الخاصة مصنفة بحسب نوع الاستثمار من 2019 إلى 2022	01
85	مؤشرات صناديق الاستثمار العامة مصنفة بحسب نوع الاستثمار من 2019 إلى 2022	02

مَقْدِمَةٌ

## تمهيد:

تعتبر المالية القياسية نظرية معيارية تنطلق من البناء النظري وتفرضه على الواقع، ومن المبادئ التي تعتمد عليها مبدأ عقلانية المستثمر وكفاءة السوق، ويعتبر نموذج المالية القياسية أساس الاقتصاد المالي التقليدي ويتم اتخاذ القرارات فيه حسب المعلومات المتاحة في السوق. رغم أنها تعتبر نموذجًا مهمًا في دراسة السوق المالي واتخاذ القرارات الاستثمارية إلا أنها أهملت الجانب النفسي للمستثمر ومن هنا جاءت المالية السلوكية مكملةً للمالية القياسية، حيث تعتبر نظرية براغماتية تنطلق من تفسير الواقع لبناء النظريات، وبعكس المالية القياسية تركز المالية السلوكية على نفسية المستثمر في اتخاذ القرارات الاستثمارية وهذا ما يفسر اعتمادها على علم النفس وعلم الاجتماع لفهم أسلوب المستثمر في اتخاذ القرار المناسب له، حيث تعتمد على مبدأ أن المستثمر غير عقلائي وأن الأسواق ليست كفؤة دائمًا.

وتعد الأسواق المالية البيئة التي تتم فيها مختلف النشاطات المالية وتهدف إلى توفير مختلف فرص الاستثمار للمتعاملين فيها، إلا أنها تتأثر بالعديد من العوامل وهذه الأخيرة تؤثر على قرارات الاستثمار ومن بين هذه العوامل التحيزات السلوكية والعوامل النفسية للمستثمر.

في السوق المالي السعودي يمكن للمالية السلوكية أن تقدم رؤى مهمة للهيئات التنظيمية، وذلك من خلال فهم مختلف السلوكيات النفسية للمستثمرين، كما يمكن أن تساهم أيضا في تحسين كفاءة السوق وذلك من خلال فهم العوامل النفسية كالخوف من الخسارة والتداول المفرط وتأثير القطيع وغيرها من العوامل التي تؤدي إلى عدم رشادة قرارات الاستثمار في السوق المالي السعودي.

## إشكالية الدراسة:

على ضوء ما سبق تمحورت مشكلة البحث في السؤال الرئيسي التالي:

**كيف تساهم المالية السلوكية في ترشيد القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية على ضوء تجربة السوق المالي السعودي؟**

من أجل معالجة وتحليل هذه المشكلة وبغية الوصول إلى فهم واضح لها، تم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ماهي المالية السلوكية وماهي أهم مبادئها ونظرياتها؟
- ماهي طبيعة القرارات الاستثمارية في السوق المالية وماهي العوامل التي تحكمها؟
- كيف تؤثر المالية السلوكية على اتخاذ القرارات الاستثمارية في السوق المالية؟
- كيف تساهم المالية السلوكية في ترشيد القرارات المالية واختيار المحفظة المالية المثلى في السوق المالي السعودي؟

## ✚ فرضيات الدراسة:

للإجابة عن الأسئلة المطروحة السابقة ومن ثم الإجابة معالجة مشكلة الدراسة تمت صياغة الفرضيات التالية:

- تؤدي التحيزات السلوكية الناتجة عن نفسية المستثمرين كالثقة المفرطة وسلوك القطيع وغيرها إلى عدم رشادة القرارات الاستثمارية في السوق المالي؛
  - تساهم المالية السلوكية في ترشيد القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية من خلال فهم نفسية المستثمرين؛
  - تساهم المالية السلوكية في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي من خلال توجيه المستثمرين نحو بناء محفظة مالية مثلى؛
- ✚ أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية الموضوع في حد ذاته، وهو الربط بين إسهامات المالية السلوكية في المجال المالي من جهة وقرارات الاستثمار في السوق المالي من جهة أخرى ، إذ يعد الاستثمار واحد من أهم المجالات في الوقت الراهن، خاصة إذا تعلق الأمر بدور المالية السلوكية في ترشيد القرارات الاستثمارية، وكونها النظرية المكملة للنظرية القياسية إلا أنه فيه العديد من الانحرافات والمخاطر التي تستدعي البحث في سبل نحو توجيه اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة ولعل المالية السلوكية واحدة من أهم العلوم التي اهتمت بدراسة العوامل المؤثرة في اتخاذ القرارات ومحاولة ترشيدها.

## ✚ أهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:
- الوقوف على ماهية الاستثمار في الأسواق المالية وماهي خصوصياته مقارنة بأشكال الاستثمار الأخرى؛
  - إظهار حاجة المستثمرين في الأسواق المالية إلى دلائل وموجهات تسعى إلى ترشيد هذه القرارات وتصويبها؛
  - تسليط الضوء على أهمية المالية السلوكية كنموذج مكمل للمالية القياسية في ترشيد قرارات المستثمرين في السوق المالي على ضوء تجربة السوق المالي السعودي.

## ✚ منهج الدراسة:

في إطار هذا البحث ومن أجل معالجة إشكالية موضوع الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وهو المنهج الأكثر استخداما وشيوعا في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، من خلال وصف وتحليل واقع الاستثمار في السوق المالي السعودي ومحاولة البحث عن فرص الاستفادة من المالية السلوكية في ترشيد قرارات الاستثمار في هذه السوق.

## ✚ حدود الدراسة:

- الحدود الزمنية: تمتد الحدود الزمنية للدراسة من سنة 2018 إلى سنة 2023؛

- الحدود المكانية: تتمثل الحدود المكانية للدراسة في السوق المالي السعودي؛
- الحدود الموضوعية: تتمحور هذه الدراسة في مجال دراسة قرار الاستثمار المالي ودور المالية السلوكية في ترشيده؛

### أسباب اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب لاختيار هذا الموضوع منها ما هو ذاتي ومنها ما هو موضوعي نوجزها فيما يلي:

- الرغبة في معالجة الموضوع خاصة وأنه ضمن تخصص الطالبين؛
- نقص البحوث في هذا الموضوع على الأقل تلك المتاحة على مستوى مكتبة الكلية؛
- تعاضم أهمية الاستثمارات المالية في الوقت الراهن سواء لدى المهنيين أو لدى الأكاديميين.

### الدراسات السابقة:

لقد نال هذا الموضوع على نصيب من اهتمامات الباحثين في مختلف مستويات الدراسة على رسائل جامعية (ماستر، ليسانس، واطروحات الدكتوراه) وكذلك المقالات العلمية المتخصصة ولعل أهم تلك الدراسات التي انطلقنا منها ما يلي:

1. دراسة صديقي صفية، بعنوان " طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010"، رسالة ماجستير، تخصص علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، السنة الدراسية 2011/2012. هدفت هذه الدراسة إلى التركيز على منهجية بناء محفظة أوراق مالية وفقاً لتحليل العائد والمخاطرة وفقاً لماركو فيتش، كما تطرقت لماهية المالية السلوكية ومفهوم الكفاءة. وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها ان السوق المالي يشهد العديد من التشوهات التي لا يمكن تفسيرها، من بينها التشوهات الموسمية، كما أن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية، إنما هو قرار تشوبه الكثير من السلوكيات اللاعقلانية، والاختفاء الإدراكية.
2. دراسة جميل النجار، بعنوان "العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية"، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، المجلد 3، العدد 2، السنة 2017. هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن مختلف العوامل السلوكية المؤثرة في قرارات المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني، كما استخدمت هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، حيث طبقت على عينة من الأفراد المستثمرين داخل سوق رأس المال الفلسطيني عن طريق الشركات العاملة في فلسطين، وقد تم توزيع 180 استبيان على عينة الدراسة، وتم استرداد 130 استبيان قابل للتحليل. وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن الأفراد المستثمرون داخل سوق رأس المال الفلسطيني لهم أربع عوامل تؤثر على قراراتهم الاستثمارية والمتمثلة في الاستدلال، التوقع، عوامل السوق، عامل القطيع. وأن العوامل السلوكية لها تأثير إيجابي على أداء المحفظة الاستثمارية .
3. دراسة بن سانية عبد الرحمن، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب. بعنوان "النظرية المالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد 1، العدد 2،

السنة 2017. هدفت هذه الدراسة لتسليط الضوء على الانحرافات الظاهرة في أسواق رأس المال التي فشلت النماذج المالية التقليدية في تفسيرها، حيث قدمت تفسيراً علمياً جديداً، بالاعتماد على وجود تحيزات سلوكية تؤثر على سلوكيات المستثمرين وتدفعهم لاتخاذ قرارات استثمارية لا تتسم بالرشد والعقلانية. وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن النظرية المالية السلوكية قدمت تفسيرات أكثر منطقية للانحرافات في التسعير، وفهم أكثر عمقا لعمليات الاستثمار والتداول في أسواق رأس المال، غير أنه وبالرغم من كل النتائج والتفسيرات التي قدمتها المالية السلوكية حول أسواق رأس المال، إلا أنه لا توجد نظرية حقيقية موحدة للمالية السلوكية فهي تحتاج إلى المزيد من الأدلة تجريبية ورياضية .

4. عطية حليلة وعلون محمد لمين بعنوان "دور محددات الاستثمار المالي في اتخاذ القرارات الاستثمارية بسوق المال"، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 03، العدد 02، السنة 2020. هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الإطار المفاهيمي المتعلق بالمعلومات المحاسبية بوصفها بأنها من أهم العوامل المؤثرة في حركة الأسواق المالية، وبيان أثرها على اتخاذ القرار الاستثماري داخل السوق المالي وأن المستثمر يحتاج لترشيد قراراته الاستثمارية إلى إدارة فاعلة قادرة على تقييم عوائد الأسهم وبناء محافظ استثمارية تعطي له عائد مناسب. وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن المتعاملون الاقتصاديون يستفيدون من المعلومات المحاسبية أكثر كلما كانت هذه الأخيرة دقيقة ومتاحة في الوقت المناسب لكافة الأطراف، ومعدة بدون تزوير أو تلاعب أو أي شكل من أشكال القصور إذ يتمكنون من إجراء المقارنات بين الفرص الاستثمارية المتاحة، وهذا الأمر الذي يساعد على تحسين كفاءة التخصيص بتوجيه المستثمرين إلى المشاريع الأكثر مردودية والأكثر شفافية ومصداقية .

5. دراسة مانع سهام، بن منصور موسى، بعنوان "دور المالية السلوكية في تطوير الابتكار المالي" ملتمى دولي هدفت هذه الدراسة إلى تفسير الظواهر التي تحدث بشكل مستمر في الأسواق المالية والتي من شأنها التأثير على مختلف قرارات المستثمرين واتجاه أسعار الورقة المالية في نفس الوقت ظهرت الحاجة إلى ابتكارات مالية كفيلة بتقديم الحلول لتلك الانحرافات التي تشهدها الأسواق المالية. وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها، ساهمت المالية السلوكية بتقديم إضافات وحلول كثيرة للعديد من المشكلات المالية الحديثة، كما تعتبر التصرفات التي تصدر من المستثمرين حسب نظرية المالية السلوكية تصرفات طبيعية عادية فهي ترى بأن المستثمرين أشخاص طبيعيين وليسو غير عقلانيين .

6. دراسة برارمة ريمة، بعنوان "أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحفظة الاستثمارية دراسة حالة بورصة باريس ولندن" هدفت هذه الدراسة إلى قياس واختبار أثر العوامل السلوكية (كلية وجزئية)، على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية في كل من بورصتي باريس ولندن باستخدام نماذج الانحدار الذاتي، وقد اعتمدت الدراسة على البيانات اليومية والشهرية لسلسلة عوائد الاستثمارات المشكلة في كلتا البورصتين خلال الفترة 1992-2018. وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها، وجود علاقة ايجابية بين كل من أثر نهاية الأسبوع، أثر بداية ونهاية السنة، أثر الحجم وعوائد المحافظ الاستثمارية في كل من

بورصتي باريس ولندن، بينما هناك تأثير سلبي بين هذه المتغيرات والتقلبات المشروطة لعوائد محافظ البورصتين حيث أن هذه التقلبات لم تكن مستمرة في الأجل الطويل.

#### 7. دراسة Neelam Kapoor، بعنوان:

"Financial Portfolio management : Overview and Decision Making in investment Process"  
،Vol1،issue10 ،10 novembre 2014.

هدفت هذه الدراسة الى معرفة دور إدارة المحافظ في استثمار الأوراق المالية حيث تعتبر إدارة المحافظ فن وعلم في نفس الوقت فهي عملية اتخاذ قرار ديناميكية، وهي عملية مستمرة بشكل منهجي ولكنها تتطلب أيضًا قدرًا كبيرًا من الحكم الإداري الذكي بشأن أسواق الأوراق المالية والمستثمر الذي تتم إدارة المحفظة لصالحه. تعد إدارة المحفظة عنصرًا حاسمًا للأداء الجيد لتطوير المنتجات الجديدة والامتثال لأهداف العمل لأنها لا تحدد مشاريع المنتجات الجديدة فحسب، بل تحدد أيضًا المراجعات والتحديثات وحتى القرارات المتعلقة بإيقاف المنتجات التي يتم إنتاجها وتسويقها. وقد خلصت هذه الدراسة إلى هدف محدد يتمثل في تقديم نهج يمكن أن يكون مفيدًا لإدارة المحافظ. يقدم الإطار المقترح في هذه الدراسة منظورًا شموليًا لإدارة المحافظ الاستثمارية، ويقترح استخدام مجموعة من أساليب الإدارة الرسمية ليس فقط لتقييم مشاريع المنتجات ولكن أيضًا للتوسع في الجوانب التنظيمية والتنظيمية. بما في ذلك في التخطيط الاستراتيجي ومراجعات المحفظة.

#### ✚ صعوبات الدراسة:

- واجهتنا في سبيل إتمام هذه الدراسة جملة من الصعوبات نوجزها فيما يلي:
- نقص المراجع المتعلقة بموضوع المالية السلوكية خاصة باللغة العربية، وعليه صعوبة ضبط المصطلحات التي ظهرت حديثًا مع هذا الاتجاه؛
- تداخل الموضوع مع علم النفس، مما صعب فهمه من الناحية النظرية؛
- ضيق الوقت الذي لم يسمح لنا بالتوسع أكثر في الموضوع والحصول على الدراسات المرغوبة؛
- كان من الأفضل اللجوء الى استبيان في مثل هذه الدراسات التي تتعلق بالعوامل النفسية ولكن صعوبة تنفيذ ذلك على السوق السعودي للأوراق المالية بسبب صعوبة الوصول الى المتعاملين فيه؛

#### ✚ هيكل الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة قسمنا هذه الدراسة إلى فصلين، الفصل الأول يتضمن الإطار النظري للموضوع، حيث قسم إلى مبحثين، المبحث الأول بعنوان أساسيات المالية السلوكية، أما المبحث الثاني حول الاستثمار في السوق المالي، أما في الفصل الثاني فتطرقنا إلى الدراسة التطبيقية، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تم فيه تقديم أساسيات حول السوق المالي السعودي، أما المبحث الثاني فتطرقنا إلى ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي، كما تم في النهاية إعداد خاتمة الدراسة التي تضمنت نتائج الفصلين مع توضيح اختبار صحة الفرضيات، متبوعة بجملة من الاقتراحات ، وأخيرًا تم صياغة آفاق الدراسة.



# الفصل الأول :

مفاهيم وأساسيات حول المالية السلوكية  
والاستثمار المالي



**تمهيد:**

تعتبر المالية السلوكية أحد الجوانب الحديثة من العلوم المالية التي تدرس مختلف الظواهر السلوكية في عملية اتخاذ القرار، ويتعلق الأمر بالأفراد، وكيفية جمعهم للمعلومات، وكيفية استخدامها، كما يهدف إلى فهم التنبؤ بحركة السوق المالية على أساس الجوانب التطبيقية والنفسية المؤثرة في قرارات الأفراد .

تعتبر قرارات الاستثمار في السوق المالي من أهم القرارات التي تؤثر على نجاح المستثمرين وتحقيق أهدافهم المالية، حيث يتطلب اتخاذ هذه القرارات فهما دقيقا للأسواق المالية والأدوات الاستثمارية المتاحة فيها.

وعليه فقد تم الاعتماد في هذا الفصل على مبحثين معنونين كالتالي:

**المبحث الأول: ماهية المالية السلوكية؛**

**المبحث الثاني: الاستثمار في السوق المالي؛**

## المبحث الأول: أساسيات المالية السلوكية

عرفت العلوم المالية في الآونة الأخيرة مولود جديد يقوم على دراسة العلوم المالية جنباً إلى جنب مع العلوم الأخرى ذات الصلة لاسيما علم الاجتماع وعلم النفس ألا وهو المالية السلوكية وستنتظر في هذا المبحث الى ماهيتها ومبادئها وأبعادها وكذلك أهم نظرياتها ونماذجها ومختلف السلوكيات الملاحظة في الاسواق المالية .

## المطلب الأول: ماهية المالية السلوكية

في العقود الأخيرة ظهر مصطلح "الاقتصاد السلوكي"، الذي يدرس سلوك الأفراد تجاه النقود، الإنتاج العمل، النفقات، والتوظيفات. ورغم جلاء ظهوره، إلا أنه كان محط نقاش وجدل، وشهد اهتماماً كبيراً من قبل الباحثين في مجالات التمويل والنقود، خاصة في الأسواق المالية حيث أطلق عليه "التمويل السلوكي" أو "المالية السلوكية". يركز هذا المجال على دراسة سلوك الأفراد تجاه المال، وقد حظي بتطور واعتراف رسمي، خاصة عند الأبحاث التي قام بها عالم النفس "دانيال كاهنمان"، الذي حصل على جائزة نوبل في عام 2002 من الأكاديمية الملكية للعلوم في السويد.

## الفرع الأول: نبذة تاريخية

عند التعرض لمصطلح المالية السلوكية لأول مرة يبدو وكأنه مصطلح جديد ظهر حديثاً في الأسواق المالية، لكن الواقع يظهر عكس ذلك لأن جذور المالية السلوكية تعود إلى القرن الثامن عشر أين بدأ بعض الاقتصاديين التشكيك في استجابة الأسعار للمعلومات الصحيحة ذات الصلة بالأسهم التي ترد إلى السوق وتوصلوا إلى أن المستثمرين في بعض الحالات يتخذون قرارات تتعلق بجوانب نفسية وسلوكية.

نتيجة لظهور حالات شاذة متعددة في الأسواق المالية و التي أدت إلى زعزعة الثقة في صحة نظرية كفاءة الأسواق المالية ونقضها<sup>1</sup>. ظهرت المالية السلوكية كمجال للدراسات الأكاديمية في الولايات المتحدة الأمريكية مع بداية سنة 1980<sup>2</sup>. وقد تم الاعتراف رسمياً بوجودها كتيار جديد منافس لنظرية الكفاءة حين قررت الأكاديمية الملكية للعلوم في السويد منح جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002 لأحد مؤسسي هذا الاتجاه<sup>3</sup>. فالمالية السلوكية حسب Meir Statman هي إطار يؤيد بعض أجزاء المالية التقليدية ويستبدل الأجزاء

<sup>1</sup> سيرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، رسالة مقدمة لنيل الماجستير، 2016/2015، ص34.

<sup>2</sup> برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية بنوك تأمينات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2019/2018، ص 57.

<sup>3</sup> صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، مذكرة لنيل الماجستير، 2012/2011، ص30

الأخرى<sup>1</sup>. ولقد تم تبني فلسفة المالية السلوكية القائمة على استخدام علم النفس في اتخاذ القرارات المالية كمحاولة لسد الفجوة في النظريات المالية القياسية من خلال تقديم الأدلة عن الآليات النفسية التي تنتج الفشل.<sup>2</sup>

## الفرع الثاني: مفاهيم المالية القياسية والمالية السلوكية والفرق بينهما

تختلف المالية القياسية والمالية السلوكية في عدة جوانب حيث تركز المالية القياسية على الجانب النظري والمنطقي للأسواق، أما المالية السلوكية فتركز على إبراز دور العوامل النفسية والاجتماعية في سلوك المستثمر و اتخاذ قراراته وفي هذا العنصر سنتعرف على مفهوم كل من المالية السلوكية والقياسية و سنميز أهم الفروق بينهما .

### أولاً: تعريف المالية القياسية

تعتمد على فكرة الرجل الاقتصادي العقلاني الذي يهدف الى تعظيم منفعته من خلال مراعاة القيود التي يواجهها<sup>3</sup>. ويشار إليها غالباً بالنموذج العقلاني، متجذر في مبادئ العقلانية، الكفاءة وتوازن السوق وتفترض أن المستثمرين كائنات عقلانية تتخذ قراراتها بالكفاءة<sup>4</sup>.

### ثانياً: تعريف المالية السلوكية

ظهرت المالية السلوكية كاستجابة للنقص و الاخفاقات التي ظهرت في النماذج الاقتصادية التقليدية في تفسير الشذوذ في الأسواق المالية، وقد اكتسبت اهتماماً متزايداً نظراً لتعقيدات و تحديات السوق المالية الحديثة حيث عرفت بعدة تعريفات نذكر منها:

- **التعريف الأول:** يتم تعريف المالية السلوكية على أنها تطبيق علم النفس على التمويل (بومبيان (2012). ويشير تافلر (2018) إلى هذا التمويل على أنه التمويل العاطفي حيث يلتقي الاستثمار واللوعي، وناقش أن التمويل السلوكي يعتمد على فهم التحليل النفسي للعقل البشري، يذكر ثالر (2019) أن التناقض المحيط بالتمويل السلوكي اخذ في التلاشي حيث يقبله العلماء باعتباره مجرد طريقة جديدة لإجراء البحوث الاقتصادية المالية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> موسى بن منصور، مانع سهام، أهمية العلوم الاجتماعية في بناء النظرية المالية السلوكية، الملتقى الوطني الافتراضي حول السلوك المالي ودوره في تحقيق الإقلاع الاقتصادي بالجزائر، جامعة غليزان، الأربعاء 25 جانفي 2023، ص2.

<sup>2</sup> حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة، مجلة المثني للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة كوفة، المجلد8، العدد3 2018/1/9، ص62.

<sup>3</sup> Sinem Derindere Koseoglu, behavioral finance VS traditional finance, turkey, p2.

<sup>4</sup> Exploring the distinction between traditional and behavioral finance,15/2/2024, <https://www.iibs.edu.in/>

<sup>5</sup> Annette Nakamya, The impact of behavioral finance on investment decisions by investment banks in kenya, a research project of master's, united states international university, africa, 2020, p11.

- **التعريف الثاني:** المالية السلوكية هي هذا الاتحاد الجديد الذي يسعى إلى تفسير حالات الشذوذ في نظرية الكفاءة "التشوهات" الملاحظة في أسواق المال وغيرها من المسائل العالقة بالاعتماد على الجمع بين المالية وعلم النفس والأخذ في الاعتبار البعد الإنساني لعلم الاقتصاد<sup>1</sup>.
- **التعريف الثالث:** المالية السلوكية هي علم جديد نسبياً يعمل على الدمج بين النظرية النفسية السلوكية والإدراكية وبين النظريات الاقتصادية والمالية التقليدية لإعطاء توضيح عن تصرفات الأفراد غير العقلانية، عن طريق استخدام نظريات علم النفس التحليل وتفسير الظواهر الشاذة في سوق الأوراق المالية وقرارات المستثمرين<sup>2</sup>.
- **التعريف الرابع:** المالية السلوكية هي بشكل عام تطبيق علم النفس في مجال التمويل ويمكن تقسيم هذا الحقل إلى فرعين هما التمويل السلوكي الكلي والتمويل السلوكي الجزئي<sup>3</sup>.
  - التمويل السلوكي الجزئي (pfml): يبحث في دراسة سلوك المستثمرين الأفراد الذين يميزوا أنفسهم عن المستثمرين العقلانيين كما تدل على النظريات الاقتصادية التقليدية؛
  - التمويل السلوكي الكلي (bfma): يغطي السلوكيات الاستثمارية التي تحاول تفسير الشذوذ في فرضية كفاءة الأسواق المالية<sup>4</sup>.
- **التعريف الخامس:** هو علم جديد نسبياً يعمل على الدمج بين النظريات النفسية السلوكية والإدراكية وبين النظريات الاقتصادية والمالية التقليدية<sup>5</sup>.
- **التعريف السادس:** فرع من علم الاقتصاد، يقوم على نقض فرضية العقلانية وكفاءة الأسواق، ويعتمد بدلاً منها على أسس علم النفس، ويراعي التحيزات والاستدلال المتأصلين في طريقة تفكير الإنسان وبالتالي في عملية اتخاذ القرار<sup>6</sup>.
- **التعريف السابع:** المالية السلوكية هي دراسة علم النفس وعلم الاجتماع لسوك الممارسين الماليين و تأثيرهم على سوق الأوراق المالية<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> صفية صديقي، مرجع سابق، ص 30.

<sup>2</sup> سيرين خالد الحموي، مرجع سابق، ص 35.

<sup>3</sup> مهدي عطية موحى الجبوري، التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 22، العدد 4، 2014، ص 796.

<sup>4</sup> محمد عبد السادة نعيم، أبعاد المالية السلوكية في الاستدامة المالية، مجلة الغاري كلية الادرة والاقتصاد، المجلد 18، العدد 3، 2022، ص 753.

<sup>5</sup> مصطفى أحمد حامد رضوان، الاقتصاد السلوكي كمدخل جديد لعلاج السياسات الاقتصادية، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، معهد مصر، المجلد 9، العدد 3، سبتمبر 2023، ص 579.

<sup>6</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، استخدام الاقتصاد السلوكي في تصميم السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 119، 2023، ص 3.

<sup>7</sup> Mohamed sherif, behavioral finance Vs traditional finance, school of social science, heriot-watt university, uk, december 2016, p1.

من خلال التعاريف التي تم التطرق إليها يمكن أن نستنتج بأن: " المالية السلوكية علم جديد مكمل للمالية القياسية (التقليدية)، جاءت لتفسير الشذوذ في فرضيات المالية القياسية خاصة فرضية كفاءة الأسواق المالية، حيث تركز المالية السلوكية على دراسة سلوك المستثمرين وكيفية تأثير العوامل النفسية وكذا العوامل الاجتماعية على قراراتهم المالية، وذلك بالاستعانة بعلم النفس وعلم الاجتماع ويمكن تقسيمها الى قسمين المالية السلوكية الجزئية خاصة بدراسة سلوك المستثمرين، والمالية السلوكية الكلية خاصة بدراسة السلوكيات الاستثمارية ".

### ثالثاً: الفرق بين المالية القياسية والمالية السلوكية

تختلف كل من المالية القياسية والمالية السلوكية في دراسة وتفسير الأسواق المالية وسلوك المستثمرين، حيث تركز المالية القياسية على الجانب النظري والمنطقي للأسواق بينما المالية السلوكية تركز على العوامل النفسية والاجتماعية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، والجدول الموالي يوضح أهم الفروقات بين المالية السلوكية والمالية القياسية:

#### جدول رقم (01): الفرق بين المالية القياسية والمالية السلوكية

المالية القياسية	المالية السلوكية
نظرية معيارية normative: تنطلق من البناء النظري وتحاول فرضه على الواقع	نظرية براغماتية pragmatique : تنطلق من تفسير الواقع لبناء نظرية تفسيرية
تعتبر أن محدودية الترحيح قادرة على تصحيح تصرفات الأفراد غير العقلانية وارجاع الأسعار الى قيمتها الحقيقية	تعتبر محدودية الترحيح تؤدي الى ابتعاد السعر عن قيمته الحقيقية
تعتبر أن الأفراد عقلانيين	تعتبر أن الأفراد غير عقلانيين
من مبادئها المحافظ الكفؤة ، نماذج تسعير المستندة	من مبادئها عدم رشادة المستثمر، محدودية التحكيم وعلم النفس المعرفي
الأسواق تتسم بالكفاءة والأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة	الأسواق ليست فعالة دائماً ويوجد فرص للاستفادة من شذوذات السوق

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على دراسات سابقة

من خلال الجدول، يتبين لنا إن هناك اختلاف واسع بين المالية السلوكية والمالية القياسية، حيث تركز المالية السلوكية على مبدأ عدم رشادة المستثمر، بينما تركز المالية القياسية على مبدأ المحافظ الكفوة، بالإضافة إلى أن الأسواق في المالية السلوكية ليست فعالة دائماً، بينما في القياسية تكون الأسواق ذات كفاءة.

## المطلب الثاني: مبادئ وأبعاد المالية السلوكية وأهم العلوم المساهمة في بنائها

تمثل المالية السلوكية تفسيراً جديداً للسلوك المالي للمستثمرين، حيث بينت أن العوامل النفسية والسلوكية تلعب دوراً في التأثير على القرارات المالية، حيث سعت لفهم وتفسير هذه العوامل من خلال المبادئ والأبعاد وكذلك العلوم التي بنيت عليها لمالية السلوكية.

### الفرع الأول: مبادئ المالية السلوكية.

اعتمدت المالية السلوكية على محدودية التحكم، عدم رشادة المستثمر، وعلم النفس المعرفي كمبادئ أساسية لها، وقامت بتحليل مفاهيم الكفاءة في الأسواق المالية والنظريات الاقتصادية التقليدية، مشيرة إلى وجود فرص للتحكم وتأثير تحيزات المستثمرين الأفراد على قراراتهم، سواء في توقعاتهم أو مواقفهم من المخاطر. كما أنها أظهرت في بعض الحالات لا يمكن للتحكم تصحيح الوضع بشكل كامل. وقد اعتمدت على علم نفس المعرفي لتفسير الشذوذ في السوق وعليه سنحاول في هذا الفرع شرح هذه المبادئ التي قامت عليها المالية السلوكية.

• **عدم رشادة المستثمرين:** إن حدود المعرفة التي يعكسها الإفتقار إلى المعرفة والقدرة على التنبؤ بالمستقبل غير المؤكد جعل من الصعب تقييم البدائل<sup>1</sup>. ترى المالية السلوكية على أنه ليست كل القرارات الصادرة عن المستثمر هي قرارات عقلانية بحيث تكون في كثرة من الأحيان غير عقلانية، وذلك عندما يفشل المستثمر في معالجة كل المعلومات المتاحة بطريقة صحيحة واعتمادهم على اشارات خاطئة أو استخدامهم لاستراتيجيات غير عقلانية تتأثر بالعوامل النفسية والعاطفية التي تتنبأهم<sup>2</sup>.

• **محدودية الترجيح:** يفترض مضمون المالية السلوكية أن المستثمرين يواجهون صدمات الطلب اللاعقلانية الناتجة عن التحيزات السلوكية للمستثمرين غير العقلانيين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتي يمكن أن تدفع الأسعار بعيداً عن القيم الحقيقية مع صعوبة ترجيح سعرها<sup>3</sup>. حيث تعمل المالية

<sup>1</sup> ابن منصور موسى، مانع سهام، المالية السلوكية واستخداماتها في المؤسسة الاقتصادية الحديثة، الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، 2016/10، ص 2.

<sup>2</sup> مانع سهام، ابن منصور موسى، دور المالية السلوكية في تطوير الابتكار المالي، الملتقى الدولي الافتراضي Webinar حول المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق، جامعة غرداية، يومي 24 و25 ماي 2022، ص6.

<sup>3</sup> زهار اسيا، دور حوكمة الشركات في ترشيد السلوك المالي للمستثمرين في الأسواق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية وإدارة المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، 2015/2014، ص64.



السلوكية على إعادة أسعار الأوراق المالية الى قيمتها الحقيقية وهذا عن طريق إلغاء أثر سلوكيات المستثمرين غير العقلانيين في الأسواق المالية.<sup>1</sup>

• **علم النفس المعرفي:** استعان الاقتصاديين بعلم النفس المعرفي لشرح سلوكيات الأفراد في اتخاذهم للقرارات الاستثمارية محاولين الاجابة عن كيفية اتخاذ الاشخاص لقراراتهم، وعليه وجدوا أنه من الضروري الاستعانة بأفكار علم النفس المعرفي لتفسير ذلك و إثراء النماذج المالية والاقتصادية.<sup>2</sup> وقد أثمرت استعانة المالية السلوكية بعلم النفس المعرفي بالتوصل الى اكتشاف وملاحظة العديد من الانحرافات التي تطبع سلوك البشر بشكل عام، والمتعاملين في أسواق المال بشكل خاص، وتجعل من سلوكياتهم وقراراتهم بعيدة عن النموذج العلمي للنظرية المالية.<sup>3</sup>

### الفرع الثاني: أهم العلوم المساهمة في بناء النظرية المالية السلوكية

تتطلع المالية السلوكية من خلال هذه العلوم إلى توضيح الظواهر غير الاعتيادية الملاحظة في الأسواق المالية، من خلال دراسة سلوك البشر ومراقبة الأسواق المالية بشكل فعلي، بهدف فهم العوامل التي دفعت المستثمرين إلى تبني هذه السلوكيات ومن أهم هذه العلوم نجد :

• **علم النفس :** يمكن تعريف علم النفس بأنه الدراسة العلمية للسلوك والعمليات العقلية والخبرة للكائنات الحية خصوصا الإنسان بهدف التوصل الى الفهم و التنبؤ والتحكم بالسلوك.<sup>4</sup> ويقوم مجال المالية السلوكية باستخدام استبصارات علم النفس لفهم كيف يؤثر السلوك البشري على قرارات المستثمرين والأسواق، المدراء والأفراد و المستثمرون المحترفون.<sup>5</sup> فالعقل اللاواعي يؤثر على السلوكيات و العواطف البشرية من ضمنها السلوكيات المرتبطة بالصفقات المالية.<sup>6</sup> ويلعب علم النفس بمختلف مجالاته واهتماماته دورا محويا في بناء نظرية المالية السلوكية، يمكن بيان بعض جوانبه فيما يلي:<sup>7</sup>

- يساعد علم النفس في فهم التحيزات السلوكية الرئيسية؛

<sup>1</sup>المين شرع، علي بن ساحة، المنهج السلوكي في القرارات المالية، مجلة أبحاث كمية ونوعية في العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد5، العدد12، 2023/6/01، ص16.

<sup>2</sup>سعيداني نعيمة أنفال، المالية السلوكية ودورها في إدارة الأزمات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية وإدارة المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد البشير الابراهيمي، برج بوعيريج، 2013/2012، ص83.

<sup>3</sup>موسى بن منصور، مانع سهام، مدخل المالية السلوكية في ادارة المحفظة المالية، مجلة دفاتر البحوث العلية، المركز الجامعي مرسلي عبدالله بتيبازة، العدد11، ديسمبر 2017، ص189.

<sup>4</sup>سلمى يونس، علم النفس الايجابي: مفهومه، تطوره، مجالاته التطبيقية ورؤية مستقبلية بالوطن العربي، مجلة الشرق الأوسط لعلم النفس الايجابي، العدد1، 2015، ص5.

<sup>5</sup>المالية السلوكية وعلم النفس. صناعة القرار و الأسواق، <https://www.daralfiker.com/>، اطلع عليه بتاريخ: 2024/3/3

<sup>6</sup>علي أحمد فارس، ميثم ربيع هادي، من المالية التقليدية الى المالية السلوكية التحول الجذري: دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية، المجلة العراقية للعلوم الادارية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، المجلد10، العدد40، ص11.

<sup>7</sup>مانع سهام، بن منصور موسى، أهمية العلوم الاجتماعية في بناء نظرية المالية السلوكية، مرجع سابق، ص ص 11-12.

- تحليل العواطف وقدرات ضبط النفس؛
- التغلب على الثقة المفرطة في النفس؛
- يساهم في عدم المبالغة في تقدير احتمالية حدوث أزمات في المستقبل؛
- **علم الاجتماع:** هو العلم الذي يهتم بالدراسة العلمية للسلوكيات الاجتماعية للأفراد والأساليب المساهمة في تنظيم المجتمعات باتباع المناهج العلمية المناسبة<sup>1</sup>. حسب مورس كينزبيرك هو العلم الذي يدرس طبيعة العلاقات الاجتماعية وأسبابها ونتائجها وفق منهج ومستويات مختلفة كالعلاقات بين الأفراد و الجماعات و المجتمعات<sup>2</sup>. إن تأثير العلاقات الاجتماعية والتفاعلات على القرارات المالية للأفراد يمكن أن يولد ميلا للتقليد، يمكن عرض مساهمة علم الاجتماع بمجالاته ومناهجه في بناء نظرية المالية السلوكية فيما يلي<sup>3</sup>:
- فهم العلاقات الاجتماعية؛
- السماح بفهم أفضل للواقع وتحسين التنبؤات المتعلقة بسلوك الفرد؛
- تمكين المستشارون الماليون من اكتشاف التقييمات غير لصحيحة لعملائهم؛
- بناء علم الاجتماع الاقتصادي؛

### الفرع الثالث: أبعاد المالية السلوكية

تدرس المالة السلوكية العلاقة بين العوامل النفسية و الاجتماعية وسلوك الأفراد فيما يتعلق بالمال والاقتصاد، وتشمل المالية السلوكية ثلاثة أبعاد رئيسية تتمثل في العوامل السلوكية، المعرفة المالية و المواقف المالية نتعرف على كل واحدة فيما يلي:

- **المعرفة المالية:** هي مجموعة المهارات والقدرات والمفاهيم المالية اللازمة لكي يعي الفرد بالمخاطر المالية، ويتخذ قرارات مالية مستنيرة تؤثر في مناحي حياته المختلفة، وللمعرفة المالية مستويين المعرفة المالية الأساسية ويطلق عليها محو الأمية المالية لأنها أساس البناء المعرفي المال للأفراد والمعرفة المالية المتقدمة قمة البناء المعرف<sup>4</sup>.
- **المواقف المالية:** هي اتجاهات ثابتة نسبيا نحو الآخرين او الأحداث التي يمر بها الفرد ومواقفه فيما يتعلق بالجوانب المالية والمخاطرة وتصورات المستثمرين وتوقعهم لخصائص معينة منها ما

<sup>1</sup>سلام الزبون، علم الاجتماع، <https://mowdoo3.Com/>، اطلع عليه بتاريخ:2024/2/28.

<sup>2</sup>فراس عباس فاضل البياتي، علم الاجتماع دراسة تحليلية للنشأة والتطور، الطبعة الأولى، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 12.

<sup>3</sup>سهام مانع، بن منصور موسى، أهمية العلوم الاجتماعية في بناء نظرية المالية السلوكية، مرجع سابق، ص ص 7-8.

<sup>4</sup>إيمان فتحي عبده، تأثير المعرفة المالية على الاتجاه والسلوك المالي لعملاء البنوك التجارية المصرية، المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة جامعة جنوب الوادي، العدد الأول، السنة الثامنة، يونيو2020، ص ص 5-6.

يتضمن مواقف الأفراد اتجاه المنشورة المالية ويرى بان المواقف المالية تعد من اهم العوامل المؤثرة في القرارات الاستثمارية.<sup>1</sup>

• **العوامل السلوكية:** تمثل العوامل السلوكية مجموعة العوامل التي يمكن من خلالها التأثير في سلوكيات الأفراد عند القيام بعمل معين أو الحكم على شيء معين واتخاذ قرار فيه.<sup>2</sup> يمكن أن نميز منها ما يلي:<sup>3</sup>

- السلوك الجماعي؛
- الحسابات العقلانية؛
- الثقة بالنفس وتجنب الندم؛
- الترسخ أو التثبيت؛

### المطلب الثالث: نظريات المالية السلوكية ونماذجها

تعتمد المالية السلوكية في دراساتها على نظريات ونماذج تحليلية لفهم السلوك المالي للمستثمر والعوامل المؤثرة على اتخاذ القرارات المالية.

#### الفرع الأول: نظريات المالية السلوكية

من أجل شرح مختلف السلوكيات غير العقلانية التي يبديها معظم المستثمرين في الأسواق المالية، قام الاقتصاد السلوكي بوضع نظريات سلوكية لضبط سلوك الانسان وذلك بالاستعانة بكل من علم النفس علم الاجتماع ، وتتمثل أهم هذه النظريات التي تم التوصل إليها في :<sup>4</sup>

**أولا نظرية الاحتمال :** تعد نظرية الاحتمال من اهم النظريات الخاصة بعملية اتخاذ القرار تحت ظروف عدم التأكد في السنوات الماضية حيث بدأت هذه النظرية بفكرة مفادها أن المنفعة المتوقعة المعيارية يمكنها ان تفسر جميع عمليات اتخاذ القرار تحت ظروف المخاطرة .<sup>5</sup>

تم تصميمها من قبل "Tversky" و "kahneman" عام 1979، حيث سماها الباحثين بتلك التسمية لأنها تبحث في كيفية تشكيل الأفراد للقرارات وفق الاحتمالات، اذ قدما من خلالها اطار وصفي يساعد الافراد على اتخاذ قرارات، فهي تفسر اختلاف سلوكيات صانعي القرار الذين يواجهون حالة الاختيار ما بين البدائل، كما ترى هذه النظرية أن عملية اتخاذ القرار في ظل المخاطرة عبارة عن اختيار بين التوقعات أو المقامرات،

<sup>1</sup> اشتي شفيق رفيق، محمد نوري، دور أبعاد المالية السلوكية في تحقيق الثقة الريادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة زاخو، العراق، مجلد8، رقم4، 2020/12، ص645.

<sup>2</sup> أحمد أبو جعفر، العوامل السلوكية ونظام المعلومات المحاسبية، <http://www.alweehdat.com/vb> ، اطلع عليه بتاريخ:2024/2/12.

<sup>3</sup> اشتي شفيق رفيق ، محمد نوري ، مرجع سابق، ص 646 - 647.

<sup>4</sup> بن منصور موسى ، مانع سهام، المالية السلوكية واستخداماتها في المؤسسة الحديثة، مرجع سابق، ص 4.

<sup>5</sup> ميثم ربيع الهادي، علي أحمد فارس، مرجع سابق، ص14.

كما تعتبر نظرية الاحتمال الأساس لظهور فكرة النفور من الخسارة، التي تنص على أن الأفراد هم أكثر حساسية للخسائر بدلا من الأرباح، كذلك في ظهور أثر التأكد الذي يقصد به ميل الأفراد الى وزن أكبر للنتائج الأكيدة نسبة للنتائج التي تكون محتملة، وأثر التصرف الذي ينص على تجنب المخاطرة فيما يتعلق بالأرباح، والبحث عن المخاطرة بخصوص الخسائر.<sup>1</sup>

تعتبر الصياغة الرياضية لنظرية الاحتمال البديل لنظرية القيمة المتوقعة، فهي تقوم بالاختيار بين البدائل المتاحة من خلال "الأوزان" بدلا من "الاحتمالات" و "دالة القيمة" بدلا من "دالة المنفعة" المستخدمة في نظرية المنفعة المتوقعة، وعليه فإن نظرية الاحتمال تقوم على مبدئين: دالة القيمة والأوزان وفق الصياغة الرياضية التالية:

$$v(a) = \sum [v(u(xi))[\pi(p(xi))]]$$

حيث أن:

V(.): دالة القيمة

$\pi$ (.): الأوزان (دالة الترجيح)

P: الاحتمالات

U: دالة المنفعة

Xi: البدائل المتاحة

V(a): دالة الاحتمال

نلاحظ من خلال هذه المعادلة أن دالة الاحتمال تجمع بين دالة القيمة والأوزان، وهي تعبر عن الجديد التي جاءت به نظرية الاحتمال.<sup>2</sup>

وقال Kahneman و Tversky "فإن دالة القيمة تختلف عن دالة المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة بسبب النقطة المرجعية، والتي يتم تحديدها من قبل انطباع شخصي (ذاتي) من الأفراد، في نظرية المنفعة المتوقعة، وكذلك دالة المنفعة لها اتجاه نزولي مقعر لجميع المستويات من الثروة، على عكس دالة القيمة يكون ميل صعودي لمستويات الثروة عند النقطة المرجعية وميلا تنازليا لمستويات الثروة بعد النقطة المرجعية، يتم تحديد النقطة المرجعية من قبل كل فرد كنقطة مقارنة لمستويات الثروة في اطار هذه النقطة المرجعية، عند مستويات الثروة الاقل من النقطة المرجعية يعتبر فيها المستثمر طالب او محب للمخاطرة فهذا يعني أنه مستعد لتحمل

<sup>1</sup> عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، على بن الضب، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر 2017، ص ص 23-24.

<sup>2</sup> بن منصور موسى، مانع سهام، المالية السلوكية واستخداماتها في المؤسسة الحديثة، مرجع سابق، ص 5.

مخاطرة وذلك للمحافظة على أعلى مستويات الثروة، أما في حالة مستويات الثروة التي تكون أعلى من النقطة المرجعية فإن المستثمر يكره المخاطرة.

الشكل الرياضي لدالة القيمة كالتالي:<sup>1</sup>

$$v(x) = \begin{cases} \lambda^+ - \lambda^+ \ell^{-ax}, & \text{if } x \geq 0 \\ \lambda^- \ell^{ax} - \lambda^-, & \text{if } x < 0 \end{cases}$$

حيث أن:

$V(x)$ : دالة القيمة

$a$ : معامل تفضيل الخطر

$0 < \lambda^+ < \lambda^-$ : تجعل من دالة القيمة في الجانب الإيجابي أو السلبي.

$x$ : التغير في الثروة أو الرفاهية.

**ثانيا الاستدلال :** يشير الاستدلال في عملية اتخاذ القرار إلى الطريقة التي تسهل اتخاذ القرارات وخاصة في ظل بيئة العمل التي تتصف بالتعقيد وعدم اليقين، وذلك من خلال تخفيض درجة تعقيد احتمالات العوائد والتدفقات النقدية، ومن ثم تسهيل عملية اتخاذ القرار الاستثماري.<sup>2</sup>

يدرك الاقتصاد السلوكي أنه من أجل التنقل من عالم يزداد تعقيدا، يجب الاستفادة من الاستدلال، وهو عبارة عن قواعد فعالة بسيطة من الابهام التي تم اقتراحها لشرح كيف يتخذ المستثمرين القرارات، وأشار "kahneman"، "slovic"، "Tverskyk" (1982) أنه عندما يواجه الأفراد المستثمرين حكم معقد مثل الاحتمالات الاحصائية، التردد أو معلومات ناقصة، ومختلف الموضوعات يمكنهم الاستفادة من عدد محدود من الاستدلال الذي يقلل من صعوبة اتخاذ القرار ويصبح مهمة سهلة، فقواعد الاستدلال بسيطة وعامة يوظفها المستثمر لحل فئة معينة من المشاكل في ظل الظروف التي تنطوي على درجة عالية من سلوك المخاطرة وعدم اليقين، وعلاوة على ذلك فإن الاستدلال هو (أداة معرفية) تساعد في تقليص الوقت في عملية صنع القرار بالنسبة للمستثمر الفرد، فهو يسمح بتسريع عملية صنع القرار مقارنة بمعالجة المعلومات المقدمة بعقلانية، أين يعتبر الجانب الأكثر جاذبية من استخدام هذه الأداة هو الوقت الذي يمكن انقاذه (عدم تضييع الوقت) ومعالجة المشاكل المعقدة في بيانات غير مؤكدة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 6 و ص 8.

<sup>2</sup> لمين شرع، علي بن ساحة، مرجع سابق، ص 19.

<sup>3</sup> حنيني الشيخ، عزيزي تهامي، تأثير المالية السلوكية على أداء الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد درايعة أدرار، 2022/2023، ص 21.

### ثالثاً: نظرية محدودة المراجعة

تنص النظرية المالية التقليدية على أن المستثمرين العقلانيين يصححون دائماً حالات التسعير الخاطيء للأوراق المالية الناجم عن سلوك المستثمرين غير العقلانيين والتي تتسم بالعشوائية، وبالتالي فإن الية 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 النزاعات أو التحيزات السلوكية التي تتناب المستثمرين عند اتخاذ القرارات، مما يؤدي إلى صعوبة إرجاع السعر إلى قيمته الحقيقية، وبالتالي عدم فعالية المراجعة في التسعير العادل.

يشير shleifer إلى أن عملية المراجعة محفوفة بالمخاطر تجعلها محدودة الأثر على غرار مخاطر السيولة والخطر المتعلق بتجار الضوضاء فضلاً عن وجود تكاليف عالية مرتبطة بعملية تنفيذ المراجعة تجعلها عملية غير مرغوب فيها من قبل المتعاملين.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: نماذج المالية السلوكية

هناك العديد من نماذج المالية السلوكية والتي تتناول التحليل المعقد لتحديات المستثمر، سنستعرض بعض النماذج البارزة في مجال المالية السلوكية والتي تركز على تأثير العوامل النفسية على قرارات الاستثمار تشمل هذه النماذج تفسيرات للتصرفات غير المنطقية للمستثمرين وتحليل القرارات المالية بناءً على العوامل النفسية والسلوكية، كما أن المالية السلوكية تقوم بدراسة تأثير العوامل النفسية على سلوك المستثمرين وتأثير قراراتهم على الأسواق المالية، حيث يعد فهم سلوك المستثمر ضرورياً لاتخاذ قرارات مستنيرة والتنبؤ باتجاهات السوق كما تلعب المالية السلوكية دوراً هاماً في تفسير تصرفات وسلوكيات المستثمرين في الأسواق المالية.

**نموذج ROY1952:** يعرف هذا النموذج أيضاً باسم نموذج المستوى الأدنى للعائد، طور من طرف روي سنة 1952،<sup>2</sup> حيث يرى أن أساس اختيار الأوراق المكونة للمحفظة هو مراعاة عدم انخفاض ثروة المستثمر عن مستوى معين أطلق عليه "المستوى الأدنى للعائد". فهو يهدف وفقاً لهذه النظرية إلى تدنية احتمال تحقيق ثروة أقل من المستوى الأدنى للعائد.<sup>3</sup>

**نموذج arza&bawa:** من أجل تدارك نقطة ضعف نموذج Roy قدم كل من arzac & bawa هذا النموذج سنة 1977 حيث أضافا من خلاله معيار آخر يسهل عملية المقاضلة بين المحافظ في حالة تساوي احتمالات العوائد؛

<sup>1</sup> عيد الرحمان بن سانية، وآخرون، مرجع سابق، ص 23.

<sup>2</sup> حنيني الشيخ، عزيزي تهامي، مرجع سابق، ص 22.

<sup>3</sup> قصوري هاجر، قوارطة لبنى، تأثير العوامل السلوكية في تقييم أداء المحافظ المالية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قائمة، 2012/2013، ص 46.

**نموذج 1987:** حاولت Lopez من خلال هذا النموذج إدراج العوامل النفسية من أجل تفسير سلوك المستثمرين ضد المخاطرة، وبالتالي فهو نموذج جاء على غرار نموذج Tversky and Kahneman كنظرية لاتخاذ القرار وليس كنموذج لبناء المحفظة كما أتى به Roy و Arza 1952 وbawa؛

ترى Lopez من خلال النموذج أن ما يتحكم في اتخاذ قرارات المستثمرين هما الخوف والأمل، و بناء على هذين العنصرين قامت بصياغة ثلاثة عناصر أساسية يقوم عليها هذا النموذج تتمثل في : الخوف من عدم تأمين حد أدنى من الأمان security ويرمز له بالرمز (s) بمعنى الخوف من عدم تحقيق حد أدنى من الثروة، هذا السلوك يكون مقرونا بالرغبة في الحصول على مستويات عالية من الثروة potential ويرمز له بالرمز (p)، وتكون هذه الرغبة مقرونة بالتطلع (Aspiration) ويرمز له بالرمز (a) والذي يقصد به سعي المستثمر إلى تحقيق ما يأمل له من مستويات مرتفعة للثروة.<sup>1</sup>

#### المطلب الرابع: التحيزات السلوكية الملاحظة في الأسواق المالية و حدود المالية السلوكية

تشير التحيزات السلوكية الى التمايلات التي يظهرها المستثمرون في اتخاذ القرارات المالية حيث تؤثر على قراراتهم بشكل غير موضوعي، وتعتبر التحيزات جزء من حدود المالية السلوكية التي تؤدي الى نتائج غير مرغوب فيها، لذا فهمها وإدراك تأثيرها يعتبر أمر هاماً في اتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل أفضل.

##### الفرع الأول: التحيزات السلوكية الملاحظة في الأسواق المالية

هناك من يقسم التحيزات السلوكية التي تؤدي الى اتخاذ أحكام لا عقلانية حسب نطاق تأثيرها الى التأثير على توقعات المستثمرين (Beliefs) والتأثير على تفضيلات المستثمرين (preference)، وهناك من يقوم بتقسيمها الى تحيزات انفعالية أو عاطفية (Emotional Biases)، وتحيزات ادراكية (cognitive) biases وهذا ما سيتم اعتماده.<sup>2</sup>

##### أولاً: التحيزات العاطفية

على الرغم من أن العواطف مفيدة في عملية صنع القرار من خلال تبسيطها، الا أنها تحد من قدرة المستثمرين على التحليل والتفكير بشكل فعال ومن أشكالها ما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> فخاري فاروق، زبيري نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشهوات السعريّة للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 03، العدد 02، 2019، ص 103.

<sup>2</sup> سيرين خالد الحموي، مرجع سابق، ص 42.

<sup>3</sup> Imad talhartit, sanae ait jillal, mounime el kabbouri, behavioral finance how are trader's financial decisions and performance impacted by behavioral biases under uncertainty, international journal of science academic research, 2022, p4591.



• **تحيز النفور من الخسارة (Loss aversion bias):** هي تفضيل المستثمر تجنب الخسارة على حساب تحقيق الأرباح، أي أن المستثمر يسعى إلى جني الأرباح عن طريق بيع الأصول الناجحة خوفاً من الخسارة<sup>1</sup>. كما أن الأفراد يتجنبون المخاطرة من أجل حماية الثروة الموجودة، لكنهم قد يتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر هذا السلوك غير عقلاني يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة، فقد يمتنع الأفراد عن بيع الأسهم الخاسرة عند انخفاض أسعارها، محتفظين بها زمناً طويلاً على أمل تجنب الخسائر الفعلية عند التخلص منها (سلوك البحث عن المخاطرة)، وبيع الأسهم الربحية سريعاً (سلوك تجنب المخاطرة) هذا السلوك يسبب مخاطر كبيرة على المحفظة الاستثمارية<sup>2</sup>.

• **تحيز التفاؤل (optimism Bias):** أن الأفراد عامة يميلون إلى الاعتقاد بأن مستقبلهم سيكون أفضل حالاً (هذه سمة الإنسان عموماً)، ولهذا يبالغون في تقدير قيمة الأصل الذي بحوزتهم مع التقليل من أهمية التذبذبات التي شهدتها سعرها، بالإضافة إلى اعتقادهم بأن ما يملكونه من معلومات صحيحة ودقيقة<sup>3</sup>.

• **تحيز الشعور بالندم (Regret bias)** الندم هو شعور ينتاب الإنسان عند اتخاذ قرار خاطئ والسبب الرئيسي لهذا التحيز هو كره المستثمر للاعتراف بخطئه، فيلجأ إلى رفض بيع الأوراق المالية الخاسرة التي بحوزته والتي لازالت أسعارها تتراجع بسبب عدم الرغبة بالاعتراف وتصحيح الخطأ في الوقت المناسب<sup>4</sup>.

### ثانياً : التحيزات الإدراكية (المعرفية):

إن التحيزات المعرفية أو الإدراكية تنتج عن تفكير المستثمر وذاكرته الخاطئة، بالإضافة إلى جهله بطريقة الحساب المستخدمة وطريقة معالجة المعلومات.

• **تحيز الإفراط في الثقة :** يمكن تعريف الثقة المفرطة بأنه ميل الشخص لتضخيم قدراته المعرفية ومهاراته الاستثمارية، حيث يميل للمبالغة في تقدير المهارات الخاصة به في مجالات الأنشطة المالية وقد تكون هذه الثقة المفرطة نتيجة المبالغة في تقدير مستويات المعرفة والقدرات والوصول إلى المعلومات في سياق سوق الأسهم<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> بوعجمي عبد القادر، بوجرفة بن ناصر، عالمي الطيب، العوامل والتحيزات المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 1، العدد 02، 2019، ص 178.

<sup>2</sup> فخاري فاروق، زبييري نورة، مرجع سابق، ص 108.

<sup>3</sup> سيرين خالد الحموي، مرجع سابق، ص 48.

<sup>4</sup> فخاري فاروق، زبييري نورة، مرجع سابق، ص 108.

<sup>5</sup> أحمد بن عبد الزهراني، أحمد محمد حمدي، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، المجلة العربية للإدارة، المملكة العربية السعودية، مجلة 37، العدد 03، 2017، ص 144.



- **التمثيل والمحافظة** : هو التحيز المعرفي الذي يقود صناع القرار الى تقييم الاحتمالات والأحداث مع تلك التي وقعت في الماضي القريب، يؤدي التمثيل الى التحيز في صنع القرار لان الاشخاص بسبب التمثيل يحاولون تقييم الاحداث الاخيرة وتجاهل الاحداث طويلة المدى؛
- **المحاسبة الذهنية**: هي وضع الاصول والمعاملات المختلفة في حسابات ذهنية مختلفة، مثل مصادر الأموال واستثماراتها، فمثلا اذا تم اقتراض مبلغ معين فيجب تجنب المخاطرة، أما اذا كان هذا المبلغ من الأرباح فيمكن المخاطرة به، حيث يشار الى العملية التي يقوم الأفراد من خلالها بتحليل وتقييم المعاملات المتعلقة بقراراتهم المالية بالمحاسبة الذهنية، حيث تصف المحاسبة الذهنية ميل الناس الى التجزئة والتقسيم وتقييم النتائج الاقتصادية من خلال تجميع اصولها في عدد من الحسابات الذهنية المألوفة.<sup>1</sup>
- **سلوك القطيع** : ينظر الى هذا السلوك على أنه تفسير لتأثير الزخم ورد الفعل المبالغ فيه للأوراق المالية، من الممكن أن يكون مصدرا للتحيزات المعرفية والعاطفية، لأنه سلوك ينتج قرارات عفوية وعاطفية تتعلق بنفسية الفرد، ولكنه يرتكز من حيث المبدأ على معارف وتجارب المستثمرين الآخرين في السوق المالية يظهر التقليد كمصدر لما يسمى بسلوك القطيع الذي يحدد اسعار المنتجات بشكل أساسي.<sup>2</sup>
- **تحيز التأكيد** : يقصد به أن الأفراد يعطون وزنا أكبر للمعلومات التي تؤكد وجهة نظرهم، وبالتالي يبقون يؤمنون بأفكارهم حتى وإن وردت معلومات جديدة وصحيحة تناقض أفكارهم؛
- **تحيز الترسخ**: إن الترسخ يعني أن المستثمرين يضعون في أذانهم بعض النقاط المرجعية، والتي قد تكون سعر قديم أو قيمة قديمة، ويتجاهلون كل الأوضاع الجديدة، حيث يميل الأفراد لا شعوريا الى إبعاد جميع الأحداث والوقائع المخالفة لأفكارهم ومعتقداتهم ويتمسكون بالأفكار التي تؤكد مواقفهم وهذا ما يسبب الانحراف في الأسواق المالية.<sup>3</sup>

### الفرع الثاني : حدود المالية السلوكية

على الرغم من أن المالية السلوكية قد كسبت وقطعت أشواط كبيرة في مجال تطوير النظرية المالية بشكل ما، إلا أنها لاقت العديد من الرفض و الانتقادات في حالات أخرى في مجال الأسواق وعلى رأسهم أنصار نظرية كفاءة السوق المالي من بينهم Fama والذين شددوا من انتقاداتهم لهاته النظرية وذلك شيء طبيعي كون أن المالية السلوكية قامت على عدم الرشادة في السوق المالية، وبناءا على هذه الانتقادات التي قدمها أنصار

<sup>1</sup> Ghalmi ettayib, boudjerfa bennacere, behavioral biases affecting investors financial decisions, journal of managment and economic science prospect s , volume n01, 2021, p441/442.

<sup>2</sup> Berarma rima , portfolio construction choice comparative based behavioral finance and efficient market مجلة دراسات وابحاث المجلة العربية ف العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 27، جوان 2017، السنة التاسعة، ص 4591.

<sup>3</sup> فخاري فاروق، زبيري نورة، مرجع سابق، ص 07.

كفاءة السوق المالية التي تعد أبرز الأساسيات التي قام عليها أنصار كفاءة السوق وكذلك العديد من الحالات التي أثبتت فشلها في الممارسات المالية يمكن إجمال أهم العوامل التي تدل على قصور المالية السلوكية فيما يلي<sup>1</sup>:

- **المبالغة في التركيز على التحيزات واللاعقلانية** : يجادل النقاد بأن التمويل السلوكي قد يبالغ في تقدير مدى انتشار وتأثير التحيزات العاطفية، مما يؤدي الى نظرة سلبية مفرطة لقدرات الانسان على اتخاذ القرار ؛
- **صعوبة في تحديد العوامل السلوكية** : قد يكون القياس الكمي لأثار التحيزات السلوكية على عملية صنع القرار المالي ونتائج السوق أمرا صعبا، مما يجعل من الصعب تطوير نماذج دقيقة أو قياس فعالية التدخلات المصممة لمعالجة هذه التحيزات؛
- **احتمالية سوء الاستخدام**: يمكن إساءة استخدام رؤى التمويل السلوكي من قبل المتخصصين الماليين أو المنظمات التي تسعى الى استغلال التحيزات المعرفية للأفراد والميول العاطفية لتحقيق مصلحتهم الخاصة ؛
- **الطقس لا يدرك بأنه في موضع اختبار ( weather patterns don't know they are being studied )** : علم المالية السلوكية مثل العلوم النفسية الأخرى تواجه صعوبة بأنها تتعامل مع كائنات حساسة ، فعند دراسة الطقس، الطقس لن يدرك بأنه موضع دراسة وبالتالي لن يلجأ الى تغيير تصرفاته بسبب جعله موضع اختبار، ولكن عند دراسة شيء يتعلق بالإنسان فإن تصرفاته ستجعل الدراسة معقدة بشكل أكبر؛
- **قضية التجربة والتعلم ( Experience and education matter )**: الجميع يخطئ بقراراته أحيانا في المواضيع التي لا يعلم الكثير عنها .ولكن هذا لا يعني أنه سيستمر باتخاذ القرارات الخاطئة عندما يتعلم أكثر حول الموضوع، وهذا نفسه ينطبق على العديد من نتائج نظريات علم المالية السلوكية ،في الوقت الذي يدرك فيه المستثمر بأنه يتخذ قرارات خاطئة ويدرك لماذا هي خاطئة، يكون قادر على اتخاذ قرارات أكثر صحة في المستقبل ؛
- **امتلاك الشيء يجعله معرض للخطأ ( having something really at stake matter )** : لدى طرح سؤال ما على الفرد في موقع التجربة من الممكن أن ينطق بجواب سريع، ربما يكون هذا الجواب هو الجواب الطبيعي الذي من الممكن اتخاذه وبطريقة عفوية، ولكن في واقع الأمر مختلف كليا، ففكرة أن القرار المتخذ سيؤثر على محفظته الاستثمارية التي تحتوي على 100 مليون دولار يجعله أقل

<sup>1</sup>أنظر:

- <https://www.financestrategists.com/financial-advisor/behavioral-finance/> , 10fevrier2024 , 10:00.

- سيرين خالد الحموي، مرجع سابق ، ص54.

احتمالا بكثير أن يجيب بطريقة عفوية وطبيعية ومتسعة ، فهنا يقوم بالتفكير كثيرا قبل الإجابة بالقرار الأصح الذي يجب اخذه ؛

• تأثير توقعات القائمين بالتجربة على نتائج تجربتهم (the experimentes expectations affect the outcome of their studies)

عند إجراء دراسة ما وبشكل غير مقصود يعمل الباحث على إثبات توقعاته حول الدراسة، حيث أن توقعات الباحث حول دراسته تؤثر بشكل عميق على نتائج البحث، ففي دراسة أجريت على مجموعتين من المعلمين حول اثبات أي من المجموعتين اداؤهم أفضل، قام الباحث باختبار المجموعة الأولى بأن أدائها ممتاز، وبالفعل قد حصل طلاب هذه المجموعة على نتائج عالية، وقد أخبر المجموعة الثانية بأن أدائها سيء، وبالفعل حصل طلاب هذه المجموعة على درجات منخفضة، مع العلم أن طلاب المجموعتين هم من نفس المستوى والمجموعة الأصلية، وهذه الظاهرة (ايجاد ما تتوقع ايجاده) أو (ايجاد ما نرغب ايجاده) تمتد أيضا الدراسة التي تجري على غير الانسان، إذ يبقى انحياز الباحث قضية هامة

إن الانتقادات المقدمة لنظرية المالية السلوكية لا يعني فشل هذه النظرية في مجال الممارسات العملية إلا أن هذا يوحي الى ضرورة التنبيه إلى التكامل الوطيد بين النظريتين في تفسير وترشيد سلوكيات المستثمرين في السوق المالية.

## المبحث الثاني: الاستثمار في السوق المالية

تمثل الأسواق المالية البيئة التي يتم فيها تبادل الأصول المالية كالأسهم والسندات، السلع والعملات، كما تلعب دورا حيويا في تمويل الشركات والحكومات، وكذلك تسمح للمستثمرين بتحقيق أرباح من خلال تداول الأصول المالية.

### المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية محفز للاستثمار، حيث توفر فرصا للمستثمرين لاستثمار أموالهم في مختلف الأصول المالية، مما يساهم في تحفيز الاقتصاد وتعزيز النمو الاقتصادي وسنتطرق في هذا المطلب للتعرف على الأسواق المالية.

#### الفرع الأول: تعريف السوق المالية

هي مكان التقاء بين عارضي رؤوس الاموال طويلة الاجل والطالبيين لها، وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية، نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.<sup>1</sup>

كذلك هي آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الاموال، إلى وحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، وبذلك فإن السوق التمويلية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية، وتمتلك القدرة على الاستثمار.<sup>2</sup>

#### الفرع الثاني: وظائف سوق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا شديدا الأهمية في الحياة الاقتصادية، ويمكن عرض أهم وظائفها فيما يلي<sup>3</sup>:

- **تنمية الادخار:** تساعد سوق الأوراق المالية على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة، سواء في الاسهم او السندات، وبما يخدم أهداف التنمية الاقتصادية والاقتصاد القومي؛
- **المساعدة في التمويل:** يساعد الاستثمار في سوق الأوراق المالية على تحويل الأموال من الفئات أو الجهات التي لديها فائض في الأموال وهم المقرضون، إلى الجهات التي يوجد لديها عجز في التمويل وهم المقترضون؛

<sup>1</sup> بن يمينة كمال، عطية حليلة، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الازمات، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، المجلد3، العدد2017،6. ص 249 .

<sup>2</sup> جماع مخطار، دور الأسواق المالية في تمويل استثمارات الدولة دراسة حالة الجزائر، مجلة الإبداع، المجلد 9، العدد 01، 2019، ص 258.

<sup>3</sup> إبراهيم نافع قوشجي، الأسواق المالية، جامعة حماة، كلية الاقتصاد، السنة الرابعة، ص 10/9.

- **توجيه الموارد الى المجالات الأكثر ربحا**: تقوم سوق الأوراق المالية، من خلال عمليات البيع والشراء والتداول التي تتم فيها، بتحقيق كفاءة عالية في توجيه موارد المواطنين عموما إلى المجالات الصناعية والتجارية.. الخ، الأكثر ربحا؛
- **تحقيق أسعار متوازنة للأوراق المالية** : اذا كانت سوق الأوراق المالية مبنية على أسس قوية وراسخة وممتينة، فإن أسعار الاوراق المالية فيها سيتم تحديدها بشكل واقعي، وسيمثل في هذه الحالة أفضل الأسعار بالنسبة للعارضين (البائعين)، وكذلك أيضا بالنسبة للطالبيين (المشترين)، وعندها ستصبح أسعار الورقة المالية متوازنة؛
- **امكانية تقييم الشركات والمشروعات الاستثمارية بكفاءة** : تعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة في تقييم الشركات والمشروعات الاستثمارية بمختلف أشكالها وأنواعها، وتساعد المستثمرين أيضا في الحكم على نجاح أو فشل هذه المشاريع ؛
- **توفير الشفافية** : إن إفصاح الشركات العاملة في السوق المالية عن البيانات الخاصة بها أمام جميع المستثمرين، يعكس الواقع الاقتصادي للدولة، ويسهم في تشجيع رؤوس الأموال المحلية والأجنبية على إنشاء وإقامة الاستثمارات في البلد المعني ؛
- **الدعاية والترويج** : حيث تمارس سوق الأوراق المالية دورا ترويجيا للمشروعات والشركات المدرجة في البورصة، فهي تعتبر دعاية مجانية لهذه الشركات؛

### الفرع الثالث: طبيعة الاستثمار المالي في الأسواق

يعتبر الاستثمار المالي توجيه الأموال إلى مجموعة متنوعة من الأصول المالية مثل الأسهم والسندات، بهدف تحقيق العائد المالي على المدى الطويل، حيث يتطلب الاستثمار الناجح فهما عميقا للأسواق وتحليلا دقيقا للتوقعات والمخاطر المحتملة.

**أولا: تعريف الاستثمار المالي** : هو حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع.. الخ، تعطي الحق لحاملها في المطالبة بالأرباح أو الفوائد والحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأصول المالية.<sup>1</sup>

إن الاستثمار بمعناه العام نوعان :

- **الاستثمار الحقيقي**: وسمي أيضا الاستثمار العيني ويعني الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة، والتي يترتب عليها إنتاج إضافي وفرص عمل إضافية وزيادة المخزون من المواد الأولية؛

<sup>1</sup> أحلام برحايي، زوبير عياش، أثر العائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 20، جوان 2017، ص 381.

- **الاستثمار المالي:** يتم من خلال بيع أو شراء ورقة مالية أو عدة أوراق مالية استنادا إلى تحليل مناسب للعائد المقبول منها الذي يتماشى ودرجة المخاطرة الموافقة له من خلال مدة زمنية طويلة.<sup>1</sup>

### الجدول رقم (02): الفرق بين الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي.

الاستثمار الحقيقي	الاستثمار المالي
يكون في أصول لها كيان مادي ملموس	يكون في أصول ليس لها كيان ملموس وإنما هو استثمار في حقوق مثل: حق حامل السند في الحصول على فوائده
يكون ممثلا بالأصول الحقيقية يمكن استهلاكه محاسبيا	يكون ممثلا بالأصول المالية لا يمكن استهلاكه محاسبيا
تحتاج إلى مصاريف صيانة ما عدا الأرض	لا تحتاج إلى مصاريف صيانة أو تخزين أو نقل لأنه ليس كيان مادي
أسواق أقل تطورا	أسواق متطورة ومنظمة بشكل دقيق للتعامل بها أكثر

المصدر: بن فريحة مريم، أدوات الاستثمار في أسواق المال الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة الماستر، خصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون، تيارت، ص 24 .

### ثانيا: خصائص الاستثمار المالي

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص، ومن أهمها<sup>2</sup>:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم فلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية والسوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة ورابعة؛
- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى؛
- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة؛
- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى؛

<sup>1</sup> نعمان محمول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 9، العدد 02، جوان 2018، ص 52 .

<sup>2</sup> حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رؤى اقتصادية، العدد الثالث، ديسمبر 2012، ص 54 .

## الفرع الرابع: أهداف الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك لأنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهي تتمثل في<sup>1</sup>:

- **تأمين المستقبل** : عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معيناً وهم على أبواب التعاقد، حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة؛
- **تحقيق أكبر دخل جاري**: يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد مالي بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى؛
- **حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم** : إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة؛
- **تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة** : يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطر عالية ويقبلون ما يترتب عن اختياراتهم، أما بتحقيق توقعاتهم أو عدم تحقيقها.

## المطلب الثاني: المحفظة المالية كشكل من أشكال الاستثمار المالي

تعد المحفظة المالية نوع من أشكال الاستثمار المالي حيث تمثل مجموعة من الأصول المالية التي يمتلكها المستثمرون بهدف تحقيق أهداف معينة

### الفرع الأول: ماهية المحفظة المالية

تعتبر المحفظة المالية أداة هامة في إدارة الأموال وتحقيق الأهداف المالية حيث تنتوع تعاريفها حسب الخبراء، وتعرف على أنها مجموعة متعددة ومتنوعة من الأدوات المالية كالأسهم، السندات وصناديق الاستثمار التي تمتلك بهدف التنويع وتحقيق العوائد في أدنى مستوى للمخاطرة.

### أولاً: تعريف المحفظة المالية

- **التعريف الأول**: هي عبارة عن مزيج من الأوراق المالية مثل السندات، الأسهم وأدوات سوق المال وتسمى عملية مزج فئات الأصول الواسعة للحصول على العائد الأمثل مع الحد الأدنى من المخاطر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> سايعي مريم، دور المؤشرات البورصة في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الألفية الثالثة، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد مالي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2017/2018، ص 345.

<sup>2</sup> Neelam Kapoor, financial portfolio management: overview and decision making in investment process, international journal of research(IJR), vol1, issue10, 10 novembre 2014, p1363.

- **التعريف الثاني:** هي مجموع الأوراق المالية المختارة بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف وتتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية، تختلف من حيث العائد و مدة الاستحقاق.<sup>1</sup>
  - **التعريف الثالث:** هي المعاملات والمراكز عبر الحدود التي تنطوي على أسهم أو سندات دين بخلاف تلك المدرجة في الاستثمار المباشر أو الأصول الاحتياطية.<sup>2</sup>
  - **التعريف الرابع:** هي توليفة من الأدوات المالية التي تضم الأسهم والسندات، المشتقات... الخ. وتهدف إلى تحقيق الأرباح أو العوائد في ظل مستوى أدنى من المخاطر، بحيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة.<sup>3</sup>
- نستنتج مما سبق أن المحفظة المالية تعتبر مجموعة من الأدوات المالية التي يمتلكها المستثمرون من أجل تحقيق أهدافهم المتمثلة في:<sup>4</sup>

- تعظيم الربح و تحقيق أمان مستقبلي؛
- تحقيق النمو ومكانة في المجتمع الاقتصادي؛
- مواجهة الالتزامات المستقبلية؛

حيث يتم تحقيق هذه الأهداف من خلال الوظائف التي تقوم بها المالية السلوكية نذكر منها:<sup>5</sup>

- تحديد أنواع الأصول الاستثمارية على بيان أسهمها النسبية في المحفظة الكلية؛
- توفير السيولة النقدية في حدود تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق واتخاذ المتطلبات الأساسية لوظائف الإدارة؛
- اقرار السياسة الاستثمارية لما يناسب مع محتويات المحفظة و ظروف السوق و البيئة السائدة؛

<sup>1</sup> رباحي العيد ، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ودوره في التنبؤ بالمخاطر النظامية لترشيد قرار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ، مذكرة لنيل شهادة الماستر ، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية ، 2013/2014 ، ص 12 .

<sup>2</sup> Nay Pyi Taw, Myannar, portfolion investment, balance of payments division IMF statisties department, january 19-23/ 2015 , p3.

<sup>3</sup> بن فريحة مريم ، أدوات الاستثمار في أسواق المال الإسلامية ، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة ابن خلدون ، تيارت، 2012/2013، ص ص 19-20.

<sup>4</sup> وزان عبد الكريم، بوزيدي كبيرة، تسيير المحفظة المالية باستخدام التعلم العميق كمنهجية لتحسين اتخاذ القرار المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم التسيير، أدرار، مذكرة لنيل شهادة الماسنر، 2021/2022، ص 7.

<sup>5</sup> رباحي العيد، مرجع سابق ، ص 14 .



## ثانياً: أنواع المحافظ المالية

هناك عدة أنواع من المحافظ المالية التي يمكن للمستثمرين اختيارها وفقاً لأهدافهم نذكر منها:

• **محفظة النمو:** هي المحافظ التي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق ربح رأسمالي كاستثمار في أسهم المضاربة والتي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نمواً متواصلاً في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات.<sup>1</sup> تعتمد هذه المحفظة أساساً على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها وبالتالي في إيراداتها على مر السنوات، كشركات رأس المال المخاطر، والشركات الفتية الصاعدة التي تكون أمامها فرص نمو كبيرة وفي المقابل تواجه هذا النوع من الشركات مخاطر عالية، ويتناسب هذا النوع من المحافظ عادة مع أهداف المستثمرين المجازفين الذين يسعون إلى تحقيق عائد مرتفع مع القبول بتحمل درجة عالية من المخاطرة.<sup>2</sup>

• **محفظة الدخل:** وهي تبحث عن تحقيق أقصى العوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية، أو من فروقات الأسعار ولا خلاف حول تركيز الإدارة في هذه المحفظة على أكبر حجم وأسرع وقت لهذا الغرض، غير أن المسألة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة، وهنا تتباين سلوكيات المدراء ما بين التحوط و المغامرة، ويفترض بهؤلاء عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد و إلا تنعكس النتائج السلبية على وظائفهم.<sup>3</sup> كما أن الأسهم المكونة لهذه المحفظة تكون عادة من أسهم الشركات المعروفة بعدم تقلب أسعارها في السوق، وكذلك بعدم تذبذب التوزيعات النقدية للأرباح، وبذلك فإن غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية، أو من المستثمرين المتحفظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر.<sup>4</sup>

• **المحفظة المتوازنة:** هي محافظ تضم مجموعات متنوعة من الأوراق المالية مختلفة العائد والمخاطر وقد تحقق إيرادات جارية ورأسمالية أو إيرادات جارية فقط أو إيرادات رأسمالية فقط، وعادة تسمى إدارة هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والمخاطر.<sup>5</sup>

وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن من حيث مبدأ عملها إدراج نوع آخر من أنواع المحافظ المالية وهو صناديق الاستثمار التي هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات من

<sup>1</sup> قصوري هاجر، قوارط لبنى، تأثير العوامل السلوكية في تقييم أداء المحافظ المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية ومؤسسات، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2014/2013، ص18

<sup>2</sup> موسى بن منصور، إدارة المحافظ المالية "دروس وتطبيقات مدعومة بمسائل وتمارين محلولة وأخرى مقترحة"، طبعة مزيدة و منقحة، دار الباحث للنشر والإشهار، 2022، ص35.

<sup>3</sup> هلال أحمد، قياس أداء المحفظة المالية المثلى في السوق المالي السعودي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية وبنوك، جامعة مولاي الطاهر، سعيدة، 2021/2020، ص19.

<sup>4</sup> موسى بن منصور، مرجع سابق، ص35.

<sup>5</sup> عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة وصفية احصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المسيلة، العدد1، مارس2017، ص102.

الأوراق المالية التي تناسب كل فئة حيث تعتبر صناديق الاستثمار فرصة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون تشكيل محفظة مالية فتقوم الصناديق بتجميع الادخارات الفردية وتصدر مقابلها وثائق استثمارية، ثم تعيد توظيف هذه المدخرات في الأوراق المالية بما لديها من خبرة و معرفة، وبذلك تستفيد من الأرباح المحققة.<sup>1</sup>

## الفرع الثاني : أدوات الاستثمار في المحفظة المالية

يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي في المحفظة المالية الى أصناف متنوعة حسب معايير مختلفة ومن أهمها معيار الأجل وعليه يمكن تقسيم الأدوات الاستثمارية إلى آجلين رئيسيين هما :

### أولاً: أدوات الاستثمار المالي قصير الأجل

هناك عدة أدوات نذكر منها ما يلي:

- **القروض تحت الطلب:** هي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال، ومن شروطها أن يحقق للبنك استدعاء القرض في اللحظة التي يشاء، وعلى المقترض أن يقوم بالسداد خلال ساعات من طلب البنك، ولذلك فهي تحمل أسعار متدنية جداً ومدتها قصيرة الأجل قد لا تتجاوز يوماً أو يومين.<sup>2</sup>
- **ادونات الخزينة:** هي سندات قصيرة الأجل تصدرها الدولة أو ما يمثلها لتمويل العجز في موازنة الدولة، حيث تعتبر أهم وسيلة للقرض الداخلي قصير الأجل، وهي سندات لحاملها.<sup>3</sup>
- **الأوراق التجارية:** تشبه ادونات الخزينة ولكنها تختلف عنها بأن الأوراق التجارية هي من إصدار الشركات الكبيرة بدلاً من الحكومة فتعتبر أدوات اقتراض للقطاع الخاص أكثر مخاطرة بالمقارنة مع ادونات الخزينة، وبالتالي فإن عائدها أكبر بقليل من الأخرى.<sup>4</sup>
- **القبولات:** هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها المصارف التجارية، تتراوح مدتها بين شهر و 9 اشهر، وتستخدم كأداة للاقتراض أو كأداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية (عمليات التصدير والاستيراد)؛
- **شهادات الإيداع:** هي أوراق (وثائق) غير شخصية تصدرها البنوك بقيم مختلفة وأجال متفاوتة لا تتجاوز السنة في الغالب، تثبت لحاملها إيداع مبلغ معين من المال لفترة معينة وبفائدة محددة، قد تكون ثابتة أو متغيرة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بن قيراط مريم، جوادي كريمة، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومؤسسات مالية، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2013، ص 22 .

<sup>2</sup> مروة موسى، السياسة المالية كأسلوب لجذب الاستثمار، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، العدد الأول، 2017، ص 114.

<sup>3</sup> سايعي مريم، مرجع سابق، ص 5.

<sup>4</sup> مروة موسى، مرجع سابق، ص 115.

## ثانياً: أدوات الاستثمار المالي طويل الأجل

- **الأسهم العادية:** هي الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة، وتخول حاملها حقوقاً مثل حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية، في حال تحققها وتوزيعها .. الخ ؛
- **الاسهم الممتازة:** هي الأسهم التي يكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الاسهم العادية.<sup>2</sup>
- **السندات الحكومية :** يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، او بهدف مواجهة التضخم.<sup>3</sup> وتنقسم حسب إصدارها إلى<sup>4</sup>:
  - **سندات الحكومة المركزية :** وتصدر من قبل حكومة البلد المعني، وعادة تتولى وزارة المالية هذه الاصدارات ويقوم البنك المركزي بتسويقها ويمكن أن تكون وفق الصيغ التالية :
    - **السندات الادخارية:** وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير وتشتري تلك السندات من وزارة المالية فقط وهو المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حاملها لاسترداد قيمتها؛
    - **سندات الخزنة:** وتمثل استثماراً متوسطاً وطويل الأجل، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين سبعة إلى ثلاثين سنة وهي قابلة للتداول ؛
    - **صكوك المديونية :** وهي سندات تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها ؛
  - **سندات الحكومة المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية :** وتصدر عادة للأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية داخل الحدود الجغرافية وهي شبيهة بسندات الحكومة السابقة ؛
  - **سندات تصدرها الجامعات والمدارس و المستشفيات:** التي تأخذ طابع الخدمات الاجتماعية العامة ومثل هذه السندات فوائدها معفية من الضريبة ودرجتها الائتمانية تتسم بالأمان؛
- **سندات الشركات :** وهي التي تصدرها المؤسسات العامة والخاصة التي تكون بحاجة الى قروض، والتي لا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم، وأن تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم وتنقسم الى:

<sup>1</sup> شرياق رفيق، مطبوعة بيداغوجية في مقياس الاسواق المالية، جامعة 8 ماي 1945 -قائمة-، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2017/ 2018، ص 24.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان ال فواز، الأسواق المالية من منظور اسلامي ، مذكرة تدريسية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ص ص 25- 26.  
<sup>3</sup> منوار ندير، لعلي وليد ، أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير ، تخصص ادارة مالية، ص13، 2020/2019.

<sup>4</sup> سلماني عادل، آليات تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات داخل سوق رأس المال، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، مجلد 9، العدد01، 2023، ص257 .

- **سندات عالية المردودية** : تمتاز بمردود عالي وذلك لأن مصدر السندات جهة ذات ملاءة ممتازة ودرجة تصنيفها عالية ومخاطرها قليلة وسريعة النمو، وهي قادرة على تحقيق الأرباح؛
- **سندات رديئة منخفضة الجودة** : ويتم إصدار هذه السندات لمساعدة أعضاء مجلس الإدارة على امتلاك حصة كبيرة في رأس مال الشركة عن طريق إصدار تلك السندات وتستخدم حصيلتها في شراء الأسهم المتداولة للشركة؛

### الفرع الثالث: مناهج بناء المحفظة المالية

يتم بناء المحفظة المالية حسب منهجين هما المنهج التقليدي والمنهج السلوكي؛

#### أولاً: المنهج التقليدي

يقيم الخطة المالية بأكملها للفرد ويتعامل بشكل أساسي مع قرارين رئيسيين هما؛

- تحديد أهداف المحفظة؛
  - اختيار الأوراق المالية التي سيتم ادراجها في المحفظة؛
- يتم بناء المحفظة في النهج التقليدي بعدة خطوات هي:<sup>1</sup>

- تحليل المعوقات؛
- تحديد الأهداف؛
- اختيار المحفظة؛
- التنوع؛

يقوم بناء المحفظة المالية على ثلاث مقومات أساسية هامة تتمثل في العائد المحقق، مخاطر الأوراق المالية المكونة للمحفظة والتنوع في المحفظة؛

- **عائد المحفظة المالية**: عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة.<sup>2</sup>

- **المخاطرة**: احتمال خسارة بعض أو كل الاستثمارات فكل مستثمر لديه مستوى متفاوت ومختلف من المخاطر.<sup>3</sup>

- **التنوع**: هو في الأساس أسلوب لإدارة المخاطر يحاول توزيع الاستثمارات على مجموعة من الأصول و القطاعات و الأسهم و المواقع الجغرافية و الهدف الأساسي من التنوع هو تقليل تأثير الأداء

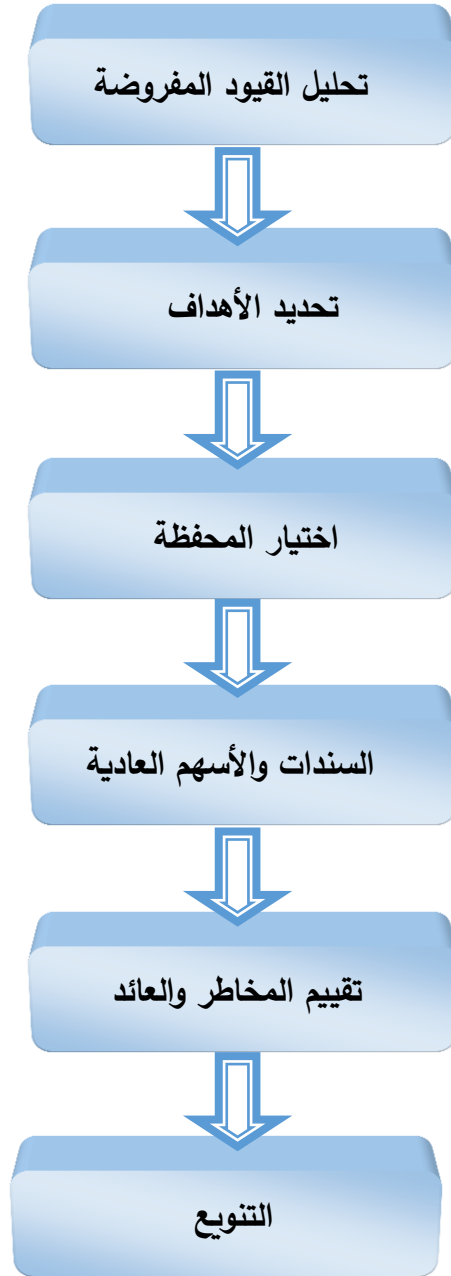
<sup>1</sup> Keelam Kapoor, op.cit, p1366.

<sup>2</sup> سلمان عادل، دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2014، ص116.

<sup>3</sup> قصوري لبنى، قرواط هاجر، مرجع سابق، ص20.

الضعيف لأي ضمان منفرد على المحفظة الإجمالية، ومن خلال توزيع الاستثمارات عبر مجموعة واسعة من الأصول يمكن للمستثمرين تقليل احتمالية عرضهم لخسائر كبيرة بسبب ضعف أداء عدد قلق من الأوراق المالية.<sup>1</sup>

الشكل رقم (01): خطوات بناء محفظة وفق المنهج التقليدي



**Source:** Keelam Kapoor, previous reference, p209.

<sup>1</sup> Portfolio diversification, <https://www.tickeron.com/>, اطلع عليه بتاريخ 3/3/2024.

## ثانياً: المنهج السلوكي

يهدف المنهج السلوكي الى فهم العوامل التي تؤثر على السلوك المالي للمستثمرين ودراسة العوامل النفسية الاجتماعية التي تؤثر على قراراتهم المالية من أجل تحسين كيفية اتخاذهم للقرارات المالية وتعزيز قدرتهم على إدارة و تسيير المحافظ المالية ، حيث يركز المنهج السلوكي على:

- **السلامة أولاً :** حيث كان ROY هو أول من قدم هذا المفهوم سنة 1952، و انطلاقاً منه فإن أي مستثمر لن يقبل بمستوى عائد أقل من المستوى الأدنى، والذي تمثل الحد الأدنى من الثروة التي يقبل بها؛
- **تشويه الاحتمالات :** حيث إذا تمت ملاحظة أن الأفراد يبالغون في تقدير بعض الأحداث ضعيفة الاحتمالات، ولا يقومون بتقدير صحيح للأحداث الأخرى، وهذا ما يفسر انتشار ونجاح المنتجات المالية التي تعتمد عوائدها على الحظ والمغامرة كاليانصيب، وهذا النجاح غير قابل للتفسير في نظرية المنفعة المتوقعة التي يفترض أن الجميع يخشى الخطر.<sup>1</sup>
- **المحاسبة الذهنية :** هذا المفهوم قدمه Thaler سنة 1980، حيث لاحظ أن الأفراد يقسمون ثروتهم على حسابات مختلفة يقومون بتسييرها بشكل مستقل ولكل منها هدف مستقل، ولهذا يتم إهمال الارتباط الذي يوجد بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة، هذا السلوك يتماشى تماماً مع ملاحظة كل من Fridman&Savage سنة 1948، حيث لاحظا قيام الأفراد بشراء عقود التأمين، وفي الوقت ذاته المقامرة بشراء أوراق يانصيب ،فبعد التأمين ينتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى تحقيق مستوى مرتفع من الثروة .<sup>2</sup>

## الفرع الرابع: قياس أداء محفظة الأوراق المالية

يقاس أداء محفظة الأوراق المالية بعدة مؤشرات هي:

- **مؤشر شارب:** يقاس مؤشر شارب علاوة المخاطر للمحفظة بالنسبة إلى المبلغ الإجمالي للمخاطر في المحفظة، إن علاوة المخاطرة هذه هي الفرق بين متوسط معدل العائد للمحفظة ومعدل العائد الخالي من المخاطر، يشير الانحراف المعياري للمحفظة إلى المخاطر، يعين المؤشر أعلى القيم للأصول التي تتمتع بأفضل معدل عائد متوسط معدل حسب المخاطر، يكون حسب العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{مؤشر شارب} = \frac{\text{متوسط عائد المحفظة} - \text{معدل العائد الخالي من المخاطر}}{\text{الانحراف المعياري لعائد المحفظة}}$$

<sup>1</sup> فخاري فاروق، زبيري نورة، الادارية والمالية، مرجع سابق، ص103.

<sup>2</sup> فخاري فاروق، زبيري نورة، مرجع سابق ، ص 104 .

<sup>3</sup> Dr.kasilingam, investment and portfolio management, department of management studies, pondicherry university, p254.

- **مؤشر جنسن** : يطلق على هذا المؤشر اسم معامل ألفا وهو يمثل الفرق بين العائد الإضافي على المحفظة (والذي يحسب بالفرق بين العائد الكلي للمحفظة و بين العائد الخالي من المخاطرة) وعلاوة المخاطرة المتعلقة بالمحفظة (والذي يمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة) ، يمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$$

حيث:

$\alpha$ : معامل ألفا معامل جنسن لقياس المحفظة؛

$R_m$  : عائد سوق؛

$(R_p - R_f)$ : العائد الإضافي؛

$(R_m - R_f)$ : علاوة خطر السوق؛

- **مؤشر ترينو**: يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة و غير المنتظمة، بحيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها تنويعا جيدا و بالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا، يحسب بالصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$T = \frac{TR_p - R_f}{\beta p}$$

حيث:

$T$ : مقياس ترينو؛

$TR_p$ : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة؛

$R_f$ : معدل العائد الخالي من الخطر؛

$TR_p - R_f$ : علاوة المخاطر؛

$\beta p$ : معامل بيتا للمحفظة؛

- **مؤشر فاما**: يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر و كذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر ويمكن التعبير عن معادلة السوق المتوقع كما يلي:<sup>3</sup>

$$R_p = R_f + \left( \frac{R_m - R_f}{\sigma_M} \right) \left( \frac{\text{cov}(r_p, R_M)}{\sigma_M} \right)$$

<sup>1</sup> هلال أحمد، مرجع سابق، ص 70.

<sup>2</sup> عبو عمر، عبو ربيعة ، بوفليج نبيل ، مرجع سابق ، ص 104.

<sup>3</sup> هلال أحمد، مرجع سابق، ص 71.

### المطلب الثالث: قرارات الاستثمار في السوق المالي

يعتبر القرار الاستثماري من القرارات الحاسمة بالنسبة للمستثمر الفرد، حيث يعتمد نجاحه داخل سوق رأس المال على دقة هذا القرار. حيث يعتمد المستثمر عادة على توازن بين العوائد المتوقعة والمخاطر المرتبطة بالاستثمارات.

#### الفرع الأول: مفهوم قرارات الاستثمار

تعد قرارات الاستثمار جزءاً أساسياً من عملية اتخاذ القرار، وتتخذ هذه القرارات استناداً إلى تحليل معمق للعوامل المالية والاقتصادية.

#### أولاً: تعريف قرار الاستثمار

تعرف عملية صنع القرار الاستثماري على أنها فن لمعالجة المواقف المعقدة، إنها عملية إدراكية لاختيار بديل من بين عدة بدائل متاحة، حيث لا يمكن للأفراد اتخاذ قرار بمجرد الاعتماد على مواردهم الشخصية وبالتالي، فإن الجزء الصعب الذي يجب القيام به عند اتخاذ القرار هو اختيار مجال معين للاستثمار<sup>1</sup>.

يعرف القرار الاستثماري على أنه هو القرار الذي يقوم على اختيار البديل الملائم من البدائل المتاحة، فهو يعد من القرارات أكثر خطورة لارتباطه المالي الكبير، واعتباره من أهم القرارات المالية التي يمكن اتخاذها والهدف من هذا القرار هو تحقيق عائد خلال سنوات متعاقبة.<sup>2</sup>

#### ثانياً: خصائص قرار الاستثمار

يتميز القرار الاستثماري بالعديد من الخصائص نذكر منها<sup>3</sup>:

- أنه قرار غير متكرر حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة، وهو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل ؛
- ان للقرار الاستثماري عدد من المشكلات والظروف التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي، وكلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها ؛

<sup>1</sup>رنا محمد الغريب حمادة، أثر التمويل السلوكي على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة جامعة دمياط، العدد الثاني، المجلد الثالث، يوليو، 2022، ص 1901.

<sup>2</sup>أميرة دباش، التقارير المالية ودورها في ترشيد القرارات الاستثمارية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة أم البواقي، المجلد 10، العدد 12، 2017، ص 574.

<sup>3</sup>سعيدة بورديمة، القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه، حوايات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جوان 2015، ص 363-364.



- يمتد القرار الاستثماري دائماً إلى أنشطة مستقبلية ويرتبط غالباً بدرجة معينة من المخاطرة؛

## الفرع الثاني : أنواع قرار الاستثمار في السوق المالي

هناك ثلاثة مواقف تواجه المستثمر وتتطلب منه اتخاذ قرار، حيث تتوقف طبيعة القرار على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من وجهة نظره، وتدرج تحت القرارات الآتية :

**أولاً قرار الشراء :** في هذه الحالة فإن المستثمر يرى ويشعر بأن قيمة الاداة الاستثمارية والتي تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة أكبر من سعرها السوقي، أي أن السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية، وهذا ما يدفع المستثمر لشراء الاداة رغبة منه في تحقيق الأرباح لأنه يتوقع أن يرتفع سعرها السوقي <sup>1</sup>.

**ثانياً قرار عدم التداول :** في هذه الحالة يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ويصبح السوق في حالة توازن، وبالتالي لا يتوقع المستثمر تحقيق أي عوائد إلا إذا تغيرت الظروف السائدة، مما لا يدفع المستثمر إلى القيام بأي قرار سواء متعلق بالشراء أو البيع <sup>2</sup>.

**ثالثاً قرار البيع:** يلجأ المستثمر لهذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للأصل المالي الذي بحوزته أكبر من القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة ، في ظل المخاطرة <sup>3</sup>.

## الفرع الثالث : مبادئ قرارات الاستثمار في السوق المالي والعوامل المؤثرة فيها

تعتبر مبادئ قرار الاستثمار والعوامل المؤثرة فيها من الأساسيات المهمة لتحقيق الأهداف المرسومة، حيث يتعين على المستثمرين في السوق فهمها و اتباعها لاتخاذ القرارات المالية المناسبة، وفهم وتحليل العوامل تحليل دقيق لتحقيق النجاح في الاستثمارات .

## أولاً: مبادئ قرار الاستثمار في السوق المالي

هناك عدة مبادئ لقرار الاستثمار نذكر منها:

- **مبدأ الخبرة والتأهيل:** ينص هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين، لذا يفترض المستثمر عديم الخبرة الاستعانة بفئات المستشارين والمحللين المختصين ،حتى ولو كلفه هذا دفع أتعاب مقابل الخدمات التي يؤديونها <sup>4</sup>.

<sup>1</sup>أميرة دباش ، مرجع سابق ، ص574.

<sup>2</sup>جميل النجار، العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، مجلد3، العدد02،2017، ص115.

<sup>3</sup>رانيا حامد محمو العوادلي، أمير علي المرسي شوشة، دور الذكاء المالي في العلاقة بين العوامل السلوكية وقرار الاستثمار، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة جامعة دمياط، العدد الثاني، يوليو2022 ، ص 971 .

<sup>4</sup>عطبة حليلة، علون محمد لمين، دور محددات الاستثمار المالي في اتخاذ القرارات الاستثمارية بسوق رأس المال، مجلة المنهل الإقتصادي،المجلد03، العدد02، ديسمبر2020، ص38.

- **مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:** يفترض أن المستثمر يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص المتاحة بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح إليه.<sup>1</sup>
- **مبدأ الملائمة:** يطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري، ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وأدوات الاستثمار المتعددة المتاحة له؛
- **مبدأ التنوع:** توزيع المخاطر الاستثمارية " أي قيام الشركة بتنوع أدوات استثمارها بهدف توزيع المخاطر الاستثمارية وتحقيق أفضل عائد ممكن لهذه الاستثمارات.<sup>2</sup>

### ثانياً: العوامل المؤثرة في قرارات الاستثمار في السوق المالي

يمكن تحديد أهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالآتي<sup>3</sup>:

- **التعلم:** يقصد به المبادئ والعوامل المؤثرة فيه والاستراتيجيات التي نفعه، والعمليات المعرفية والانفعالية والسلوك الذي يشكل أهداف عملية التعلم؛
- **الدافعية:** تعرف على أنها عملية أو سلسلة من العمليات، تعمل على إثارة السلوك الموجه نحو الهدف وصيانته والمحافظة عليه، وإيقافه في نهاية الأمر؛
- **الحاجات:** تندرج حاجات الإنسان وبشكل هرمي بحسب المتطلبات البشرية من الأسفل إلى الأعلى؛
- **الشخصية:** مجموعة ثابتة نسبياً من الخصائص التي تم تشكيلها بوساطة الوراثة والعوامل الاجتماعية والثقافية والبيئية؛
- **الأخلاق:** تعرف على أنها عبارة عن مجموعة من المبادئ والمثاليات التي تساعد الفرد في التمييز بين الصح والخطأ والتصرف بناءً على ذلك التميز؛
- **المواقف:** يمكن تعريفها بأنها إظهار اتجاهات ثابتة نسبياً نحو الآخرين أو نحو الأحداث التي نمر بها في حياتنا، اتخاذ القرار جزء من استراتيجيات التفكير كونها تتطلب استخدام الكثير من مهارات التفكير بوصفها التحليل والتقييم والاستنباط والاستقرار مع ضرورة وعيه التام لعملياته العقلية أثناء اتخاذ القرار؛

<sup>1</sup> حسين وليد حسين و آخرون، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد 22، سنة 2013، ص 222.

<sup>2</sup> عطية حليلة، علون محمد أمين، مرجع سابق، ص 38.

<sup>3</sup> حسين وليد حسين، وآخرون، مرجع سابق، ص 230-231.

## الفرع الرابع: اسهامات المالية السلوكية في الاسواق المالية

إن المساهمة الرئيسية من المالية السلوكية هي الافتراضات المتعلقة بعقلانية المستثمر وسلوك المشاركين في السوق، تستند هذه الفرضيات على بيانات تجريبية مدققة (مدققة تجريبيا) وتقديم وجهة نظر أكثر واقعية في السوق المالي، وتتمثل المساهمة الأخرى لنهج المالية السلوكية في نظرية حدود التحكم عن طريق اثبات أن التحكم يمكن أن يكون محفوفًا بالمخاطر ومكلف في بعض الأحيان.<sup>1</sup>

- فهم العوامل النفسية : تساعد المالية السلوكية في فهم العوامل النفسية التي تؤثر على اتخاذ القرارات المالية، مثل التحيزات والمفاهيم الخاطئة وهذا يمكن أن يساعد المستثمرون في اتخاذ قرارات مالية أفضل؛
- تحسين اداء الاستثمار: تساعد المالية السلوكية تحسين صناعة الاستثمار بشكل عام، مما يساعد على فهم سلوك المستثمر وتحليل العوامل التي تؤثر على اتخاذ القرارات المالية وتحسين الخدمات الاستثمارية ؛
- تحسين تجربة المستثمرين: مما يساعد على تعلم السلوك المالي الامثل وتجنب الأخطاء الشائعة في اتخاذ القرارات المالية؛
- تحسين التعليم المالي: تساعد المالية السلوكية تحسين التعليم المالي، مما يساعد على تعليم المستثمرين حول أهمية فهم العوامل النفسية في اتخاذ القرارات المالية، وكيفية تحليل سلوك المستثمرين لاتخاذ القرار المالي الصحيح.<sup>2</sup> كما أن للنتقيف المالي قدرة على تحسين مستويات المعرفة والتحفيز، ومع ذلك فإن نتائج الأبحاث المتعلقة بالنتقيف المالي يمكن أن تسفر عن رؤى حول كيفية ترجمة البرامج إلى ممارسة (بعضها يعكس في الواقع بشكل وثيق المنطق السليم لواضعي السياسات والممارسين الذين اعتادوا على التعامل مع الحقائق على أرض الواقع بدلا من الافتراضات النظرية الاقتصادية)<sup>3</sup> .

<sup>1</sup>مانع سهام، نظرية المالية السلوكية وتطبيقاتها في ادارة المحفظة المالية ، مرجع سابق، ص 89.

<sup>2</sup>Fethi benichou, the role of behavioral finance theorie in investor financial decision-making, journal of el-makrizi for economic, p442.

<sup>3</sup> Joanne yoong,improving financial education effectiveness through Behavioral economics, financial literacy eduvattion Russia trust found, june2013, p23.

## خلاصة الفصل:

يعتبر سلوك المستثمرين ونفسياتهم ذا تأثير واضح ومباشر على أداء السوق واتخاذ القرارات المالية وهذا ما جاءت به المالية السلوكية، حيث جاءت كمنهج جديد مكمل لمنهج المالية القياسية إذ أهملت هاته الأخيرة الجانب النفسي للمستثمرين وهذا ما أدى إلى فشلها، وقد تم في هذا الفصل استهداف أهم النقاط المتعلقة بالمالية السلوكية .

تم التعرف على كيفية تأثير العوامل النفسية والاجتماعية على القرارات الاستثمارية، وتم التعرف على أهم الفروق بين المالية السلوكية والمالية القياسية ،حيث ركزت هذه الأخيرة على رشادة المستثمر وكفاءة السوق عكس المالية السلوكية .

كما ناقشنا بعض نظريات ونماذج المالية السلوكية المتمثلة في نظرية الاحتمال والاستدلال وكذلك نظرية محدودية المراجعة، أما النماذج فتمثلت في نموذج Roy1952 ، نموذج Arza&Bawa ، ونموذج 1987، التي قامت بتفسير التصرفات غير المنطقية للمستثمرين وتحليل القرارات الاستثمارية بناءا على العوامل النفسية والسلوكية.

# الفصل الثاني:

دور المالية السلوكية في ترشيد القرارات  
الاستثمارية في السوق المالي السعودي

## تمهيد:

يعتبر السوق المالي السعودي والمعروف باسم "تداول" البورصة الرسمية للمملكة العربية السعودية واحدا من أكبر الأسواق في الدول العربية حيث شهد نموا وتطورا ملحوظا بسبب تنوع فرص الاستثمار في الأدوات المالية.

وتعتبر المالية السلوكية أداة مهمة في ترشيد قرارات الاستثمار في السوق السعودي وذلك من خلال توجيه المستثمرين نحو فهم أفضل للعوامل النفسية المؤثرة على قراراتهم وتجنب التحيزات السلوكية مما يمكن من تحقيق استراتيجيات استثمارية أكثر كفاءة واستدامة، مما يعزز من أداء السوق واستقراره على المدى الطويل، حيث تطرقنا في هذا الفصل إلى مبحثين معنونين كالآتي:

**المبحث الأول:** أساسيات حول السوق المالي السعودي.

**المبحث الثاني:** ترشيد القرار الاستثماري في السوق المالي السعودي.

## المبحث الأول: أساسيات حول السوق المالي السعودي

يعتبر السوق المالي السعودي منصة حيوية حديثة النشأة للاستثمارات المتنوعة إذ يعتمد على أساسيات قوية تشمل الاستقرار الاقتصادي للمملكة، مما يساهم في جذب المستثمرين وتعزيز الثقة في السوق.

## المطلب الأول: ماهية السوق المالي السعودي

يعتبر السوق السعودي أحد أكبر الأسواق المالية في العالم العربي، حيث شهدا تطورا ونموا مستمرا منذ نشأته وهذا بفضل التنظيم القوي وجهود هيئة السوق المالية السعودية على الإشراف عليه لجعله أكثر فعالية وشفافية.

## الفرع الأول: تعريف وأقسام السوق المالي السعودي

يشير السوق المالي السعودي عموما إلى البيئة التجارية والمالية التي تتم فيها عمليات البيع والشراء للأصول المالية في المملكة العربية السعودية، وينقسم هذا الأخير إلى أقسام تعمل معا لتوفير بيئة استثمارية متطورة ومتنوعة للمستثمرين.

## أولاً: تعريف السوق المالي السعودي

نشأت السوق المالية في السعودية ببدايات غير رسمية في الخمسينات، واستمر الوضع كذلك إلى أن وضعت الحكومة التنظيمات الأساسية لها في الثمانينات<sup>1</sup>، من بين هذه التنظيمات تأسيس هيئة عليا تسمى هيئة السوق المالي السعودي، حيث تشرف على جميع أنشطة السوق المالية والاستثمارية في المملكة لتحقيق أهدافها المسطرة من حماية المستثمرين و تعزيز النمو الاقتصادي وغيرها.

ويمكن تعريف السوق على أنه شركة مساهمة سعودية مقلدة، والجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في إدراج الأوراق المالية في المملكة وتداولها. وتعتبر السوق هي المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق. كما أنها عضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال وعضو في اتحاد البورصات العالمي واتحاد البورصات العربية.<sup>2</sup>

## ثانياً: أقسام السوق

ينقسم السوق المالي السعودي الى ثلاثة أقسام رئيسية وهي<sup>3</sup>:

السوق الأساسية: هي سوق مرخص لها في مزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة.

<sup>1</sup> مفاهيم السوق المالي السعودي و تطوره الاقتصادي، اطلع عليه بتاريخ 2024/04/27. على الموقع الالكتروني [www.mafahem.com](http://www.mafahem.com)

<sup>2</sup> موقع السوق المالية السعودية [www.saudiexchange.sa](http://www.saudiexchange.sa) اطلع عليه يوم 2024/04/29.

<sup>3</sup> هيئة السوق المالي السعودي، التقرير السنوي 2022.

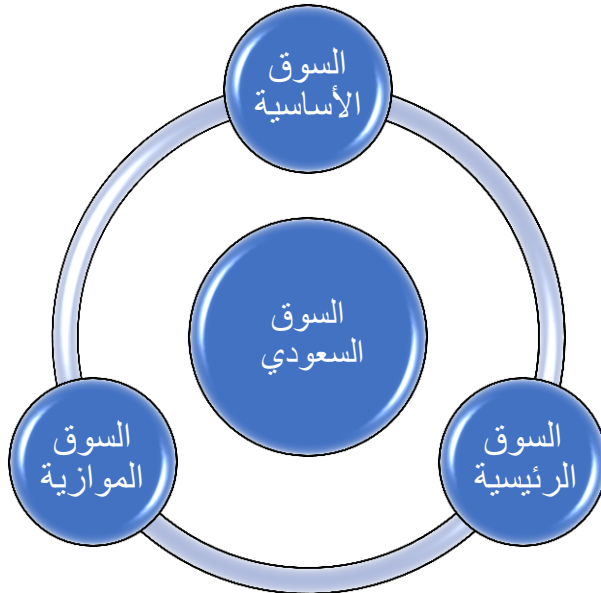
**السوق الرئيسية:** هي التي تتداول فيها الأسهم التي تم تسجيلها وطرحها بموجب الباب الرابع من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، حيث يتم تنفيذ عمليات الاستثمار فيها عبر الوسطاء بالنيابة عن كل عميل، ويتم تسجيل التسويات التجارية والقانونية في الوقت نفسه على أنظمة الإيداع والتداول والتسويات، مؤشرها يسمى تاسي يقوم بمتابعة أداء جميع الأسهم المدرجة في السوق الرئيسية لتداول السعودية.

**السوق الموازية:** هي السوق التي تتداول فيها الأسهم التي تم تسجيلها وطرحها بموجب الباب الثامن من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، وتهدف الى زيادة التنوع في الادوات الاستثمارية المتاحة وتعميق السوق المالية السعودية كما تعتبر مصدر اضافي لتمويل الشركات وزيادة رأس المال؛

ومن خصائصها أنها سوق بمعايير ومتطلبات أكثر مرونة وكذلك الاستثمار فيها مخصص فقط للمستثمرين المؤهلين ومن بين الجهات التي يمكنها الاستثمار في هذا السوق هم<sup>1</sup>:

- أشخاص مرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص؛
- الشركات المملوكة من قبل الحكومة، مباشرة أو عن طريق محفظة يديرها شخص مرخص له في ممارسة أعمال الإدارة؛
- الشركات والصناديق المؤسدة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية؛
- المؤسسات الاجنبية المؤهلة ؛

### الشكل رقم(2) : أقسام السوق المالي السعودي



المصدر: من إعداد الطالبتين

<sup>1</sup> موقع السوق المالية السعودية [www.saudiexchange.sa](http://www.saudiexchange.sa) اطلع عليه يوم 2024/04/29.



## الفرع الثاني: ماهية هيئة السوق المالي السعودي

تقع على قمة السوق المالي السعودي هيئة تشرف وتراقب وتنظم تسمى هيئة السوق المالي السعودي، وتعد الهيئة الرئيسية المسؤولة عن تنظيم ومراقبة الأنشطة المالية والاستثمارية في المملكة العربية السعودية وتسهر على ضمان تطبيق القوانين والتشريعات في السوق السعودي وحماية حقوق المستثمرين، وتعزيز الشفافية والنزاهة في السوق المالي وذلك بتطبيقها لمهامها بأحسن صورة.

### أولاً: تعريف هيئة السوق المالي السعودي

هيئة السوق المالي السعودي هي هيئة أنشأت بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 2003/6/2 م. وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتضطلع بالإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية.<sup>1</sup>

### ثانياً: المهام الأساسية لهيئة السوق المالي السعودي

تتولى هيئة السوق عدة مهام نذكر منها:<sup>2</sup>

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها؛
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها؛
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، والتي تنطوي على احتيال، أو غش، أو تلاعب؛
- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها؛
- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم؛
- الترخيص في تأسيس منشآت ذات أغراض خاصة، وتنظيم ومراقبة أعمالها واستعمالاتها وإصدارها للأوراق المالية.

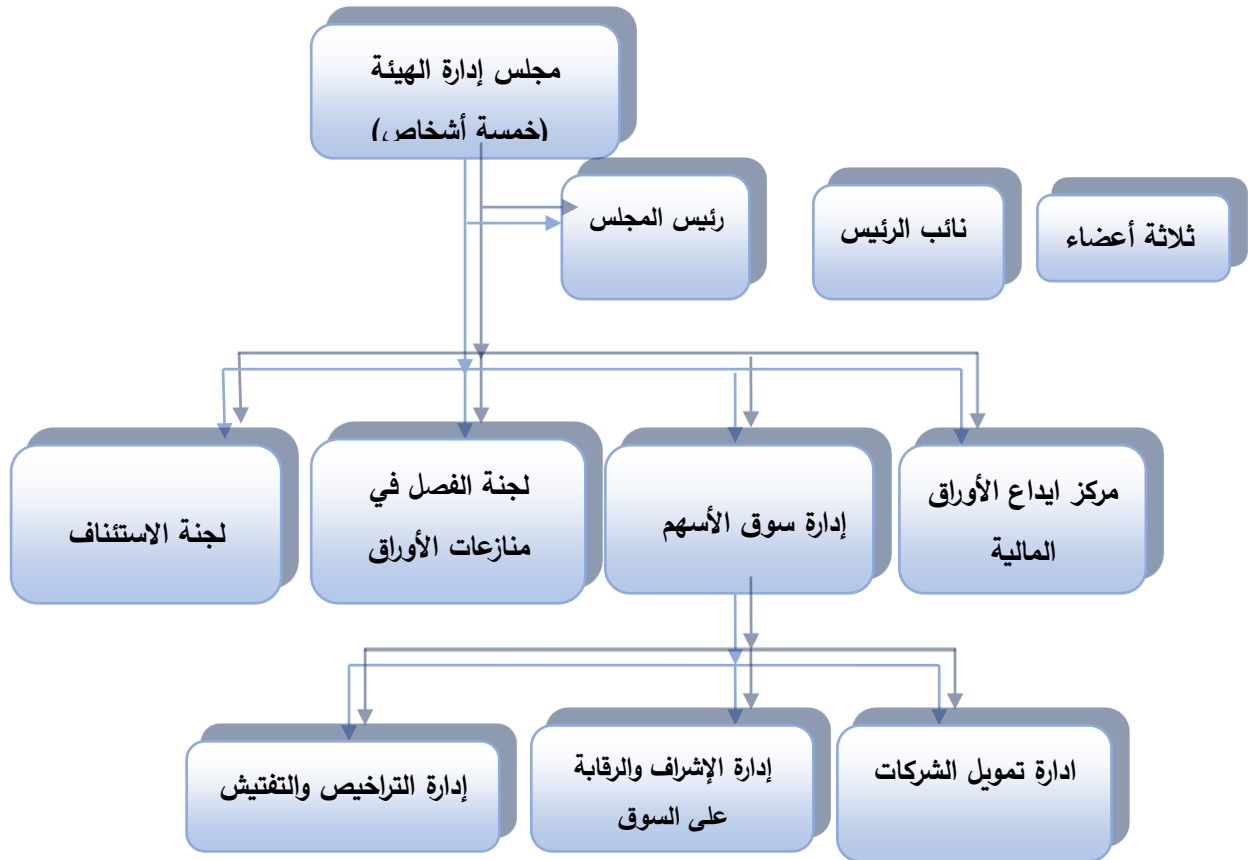
<sup>1</sup> هيئة السوق المالية السعودية، قصة السوق، توثيق تاريخ السوق المالية السعودية 1926-2020م، الطبعة الأولى، مكتبة الملك فهد الوطنية، 2021، ص156.

<sup>2</sup> هيئة السوق المالية السعودية، تقرير سنوي 2022، ص ص34-35.

### ثالثا : الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالي السعودي

تعمل هيئة السوق المالي السعودي على تنظيم ومراقبة الأنشطة المالية والاستثمارية في المملكة، ويتمثل الهيكل التنظيمي لها كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3): الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالي السعودي



المصدر: الموقع الإلكتروني لهيئة سوق المال السعودية.

### الفرع الثالث: خصائص وأهداف السوق المالي السعودي

يتميز السوق المالي السعودي بعدة خصائص وأهداف تشكل نشاطه وتطوره، حيث تمثل أهدافه محورا أساسيا في تحقيق الازدهار والنمو الاقتصادي وتعزيز الاستثمار.

#### اولا : خصائص السوق المالي السعودي

هناك عدة خصائص نذكر منها:

- يتميز سوق الأسهم السعودي بحدائه النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، واليابان وغيرهم؛

- يتصف بقلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير؛
- حجم المعاملات في السوق محدود نسبياً بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم<sup>1</sup>؛
- أكبر سوق مالية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا؛
- واحدة من أكبر الأسواق المالية من بين الـ 67 الأعضاء في الاتحاد الدولي للبورصات؛
- ثالث أكبر سوق مالية بين نظيراتها في الأسواق الناشئة؛
- تضم 345 ورقة مالية مدرجة تتوزع بين مختلف منصات تداول السعودية - كما في نوفمبر 2022؛
- بلغت قيمتها السوقية 2.72 تريليون دولار أمريكي (10.21 تريليون ريال سعودي) في نوفمبر 2022.<sup>2</sup>

### ثانياً: أهداف السوق السعودي

يهدف السوق المالي السعودي ( تداول ) إلى تحقيق ما يلي<sup>3</sup>:

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية؛
- ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق؛
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائها (وسطاء، مصدريين، مستثمرين، وغيرهم)؛
- تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية؛
- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدريين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
- تحقيق عوائد مالية للمنشأة ومساهميها.

<sup>1</sup> هيئة السوق المالية، الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، ص9.

<sup>2</sup> اطلع عليه على الموقع ، <https://www.saudiexchange.s>

21/04/2024 بتاريخ

<sup>3</sup> <https://www.tadawul.com> (21/04/2024).

## المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي السعودي وآلية عمله

يعتبر الاستثمار في السوق المالي السعودي مجالاً مهماً لتحقيق العوائد على المدى الطويل، حيث يوفر فرص متنوعة للاستثمار وذلك بعدة أدوات مالية مختلفة من أجل تحقيق عوائد جيدة بمستوى مخاطر منخفض.

### الفرع الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي السعودي

يعتبر سوق الأوراق المالية السوق الشامل لكل ما يتم طرحه من أوراق مالية للجمهور سواء كانت أسهما (صكوك ملكية) أو أدوات دين.

**أولاً: الأسهم:** هي عبارة عن استثمارات تمنح صاحبها حصة أو ملكية في شركة معينة، ويصبح الفرد أحد حملة الأسهم في شركة ما بامتلاكه أسهماً فيها، مما يؤهله لأن يكون مشاركاً في نجاحها أو فشلها المالي. وعادةً ما يختار المستثمر الاستثمار في سهم شركة من الشركات لتوقعه حدوث تحسن مستقبلي في سعرها، أو لأمله في أن توزع جزءاً من أرباحها المتحققة على حملة أسهمها. وتسمى الأسهم التي يتوقع ارتفاع قيمتها مع مرور الزمن "أسهم النمو"، بينما تسمى الأسهم التي توزع أرباحاً منتظمة لمساهميها "أسهم العوائد"؛

يمكن للمستثمر الاستثمار في الأسهم في كلا من السوق الرئيسية ونمو السوق الموازية، علماً أن نمو هي سوق موازية للسوق الرئيسية يمتاز بمتطلبات إدراج أقل، كما يعتبر منصة بديلة للشركات الراغبة بالإدراج. إن الاستثمار في السوق الرئيسية متاح لجميع أنواع المستثمرين ولكن في نمو الاستثمار مخصص للمستثمرين المؤهلين فقط.<sup>1</sup>

• **الأسهم العادية:** هي ورقة ملكية في الشركة يحصل حاملها على عوائد رأسمالية من الأرباح النقدية الموزعة التي تمثل نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة التي تمثل نصيب السهم من الأرباح التي تحققها الشركة خلال فترة معينة (سنوية، نصف سنوية، أو غيرهما)، وذلك بعد إقرار الجمعية العمومية توزيع نسبة من الأرباح المحققة لحملة الأسهم، أو من أرباح على شكل منح أسهم للشركة ذاتها، أو من الفوارق السعرية في حال البيع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>اطلع عليه على الموقع <https://www.saudiexchange.s> بتاريخ 2024/4/1.

<sup>2</sup>هيئة السوق المالية، الاستثمار في سوق الأسهم، ص 6.

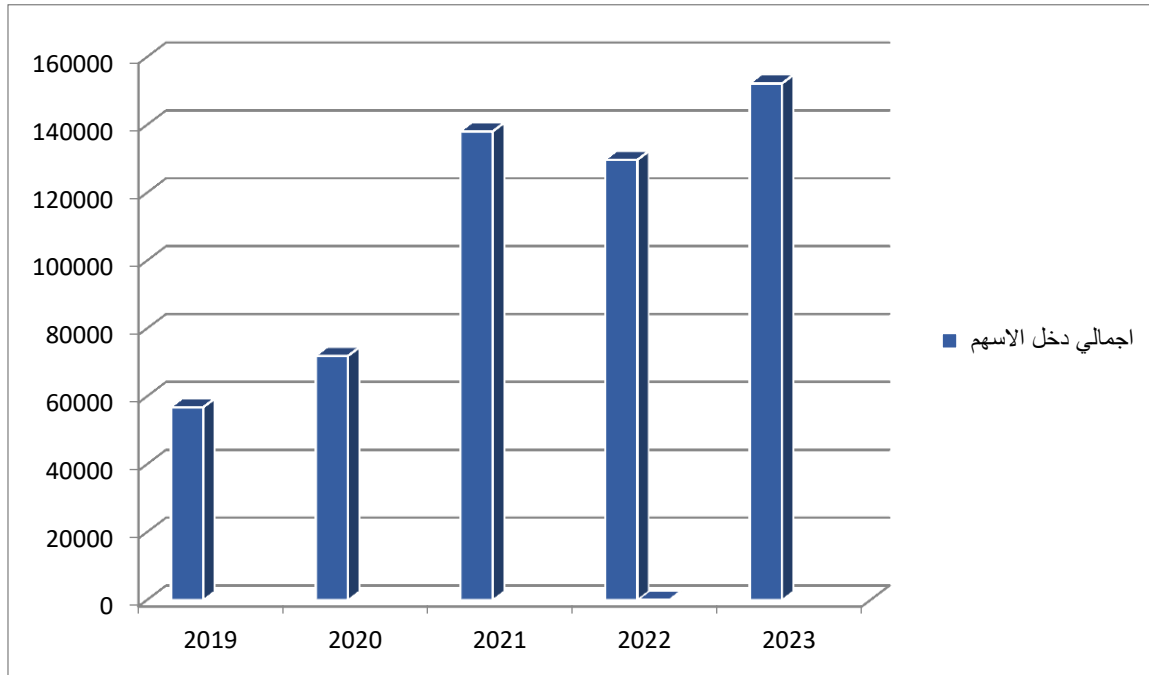
الجدول رقم(3): إجمالي دخل الأسهم في السوق المالي السعودي (مليون ريال سعودي).

السنوات	2019	2020	2021	2022	2023
إجمالي دخل الأسهم	56809	71936	138111	129720	152200

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير هيئة السوق.

نلاحظ من الجدول أن إجمالي دخل الأسهم يكون في ارتفاع مستمر الى غاية سنة 2022 التي تبين نزول في قيمة الدخل بفارق 8391 مليون ريال سعودي وتعاود الارتفاع لتصل الى 152200 مليون ريال سعودي في سنة 2023 والشكل رقم(4) يشرح ذلك.

الشكل رقم(4): إجمالي دخل الأسهم في السوق المالي السعودي (مليون ريال سعودي)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير هيئة السوق.

**ثانياً: أدوات الدين:** هي أدوات تمويلية تستخدمها الحكومات والشركات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشاريعها وبتكلفة منخفضة نسبياً، كما أن هذه الصكوك والسندات تقدم حماية لمحافظ المستثمرين من خلال توفير أدوات استثمارية ذات مخاطر أقل وعائد دوري آمن.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> <https://www.saudiexchange.s>؛ اطلع عليه بتاريخ 2024/4/1.

تعرف أيضا بأنها أوراق مالية متداولة في السوق المالية عبر منصات التداول أو خارجها، تصدرها الشركات والحكومات والهيئات والمؤسسات العامة للحصول على السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها، وتصدر أدوات الدين في السوق المالية في شكل صكوك أو سندات ويكون إصدارها بأجل مختلفة قد تكون سنة أو أقل أو أكثر، حيث مر إدراج أدوات الدين في السوق السعودي بعدة مراحل نذكر منها:

- بدأ إصدار الصكوك في السوق المالية السعودية عام 2006م.
- تم إدراج أدوات الدين الحكومية وتداولها في السوق المالية السعودية في أبريل 2018م، وقد تم إدراجها من أجل إيجاد بدائل تمويلية لمشاريع القطاع العام والخاص وتمكين المستثمرين من تنويع استثماراتهم وزيادة السيولة حيث تتميز أدوات الدين الحكومية بالثقة، الضمان واستقرار العائد.
- أصدر مجلس هيئة السوق المالية قرار في 12 أغسطس 2020م المتضمن السماح للأجانب المقيمين وغير المقيمين بالاستثمار المباشر في أدوات الدين المدرجة وغير المدرجة<sup>1</sup> وهذا بغرض تنويع المنتجات الاستثمارية للمستثمرين.

#### الجدول رقم (4): تطور دخل أدوات الدين في السوق السعودي (مليون ريال سعودي) ..

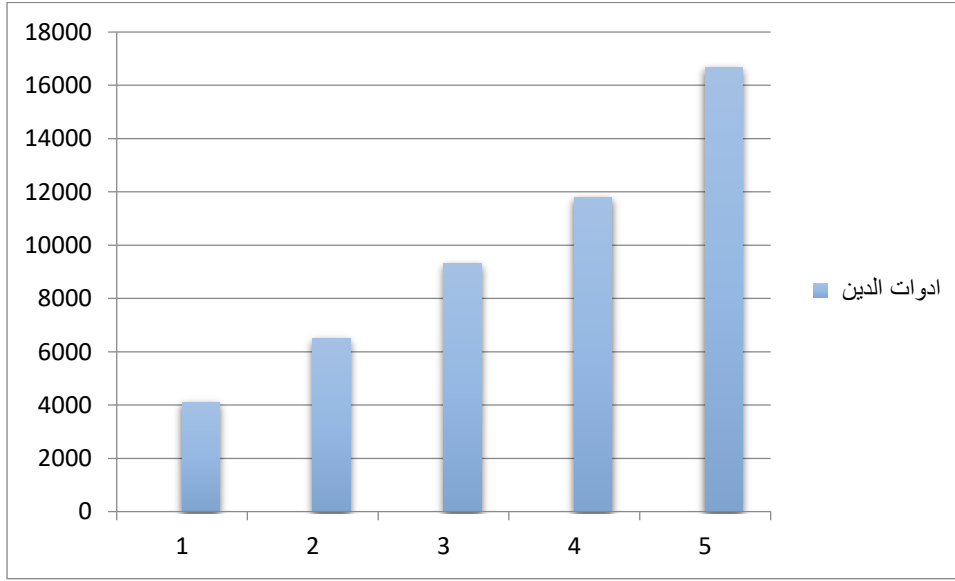
السنوات	2019	2020	2021	2022	2023
أدوات الدين	4112	6507	9321	11803	16685

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير الهيئة.

يبين الجدول تطور أدوات الدين في الفترة ما بين 2019 الى 2023، حيث نلاحظ زيادة مستمرة في كل عام بسبب التنويع في الأدوات المالية وهذا ما أدى لتعزيز الاستثمارات وتنويع مصادر التمويل في السوق السعودي، والشكل رقم (5) يبين هذا التطور.

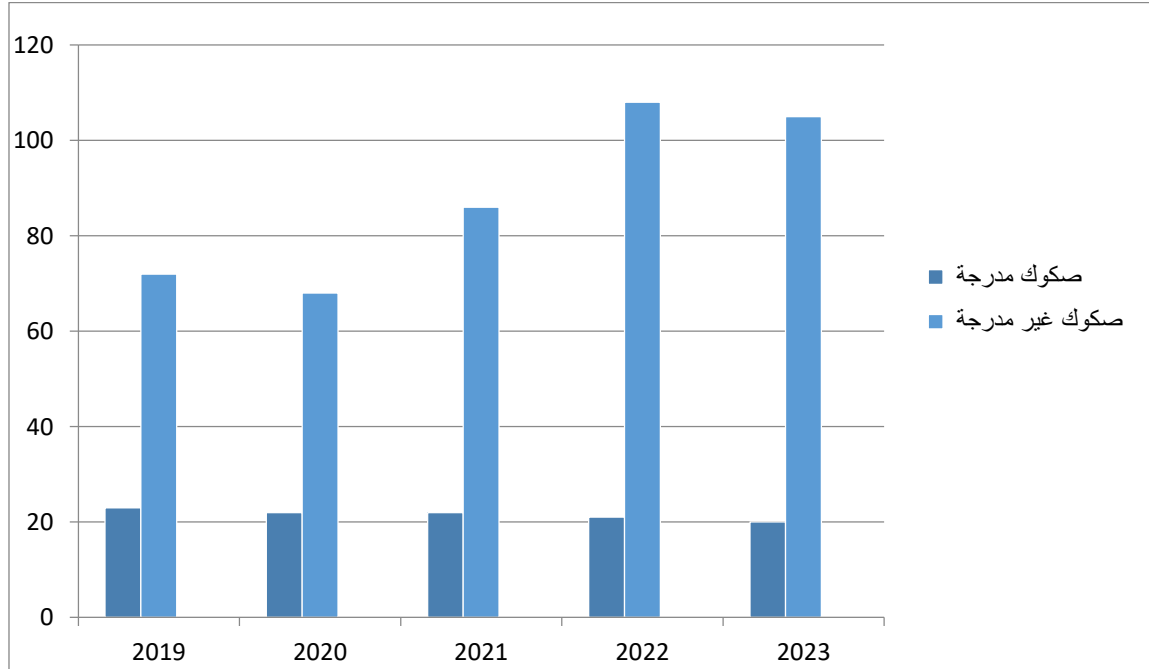
<sup>1</sup>هيئة السوق المالية، قصة السوق، ص307.

الشكل رقم (5): تطور دخل أدوات الدين في السوق السعودي (مليون ريال سعودي).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير الهيئة.

الشكل رقم (6): عدد الصكوك المدرجة وغير المدرجة في السوق المالي السعودي



المصدر: هيئة السوق، صكوك وأدوات الدين ص 5.

شهدت الصكوك المدرجة في السوق السعودي استقراراً ملحوظاً، حيث ساهمت الحكومة السعودية بشكل كبير في تعزيز هذا القطاع من خلال إصدار صكوك ضخمة لتمويل مشاريع تنموية مهمة حيث تم تنويع في الأصول المدعومة مما زادت جاذبيتها لمختلف فئات المستثمرين، حيث عام 2019 كان عدد

الصكوك المدرجة في السوق السعودي هي 23 شهدت استقرارا في العاميين المواليين أما في عام 2023 فكان عدد الصكوك المدرجة في السوق 20.

أما بالنسبة للصكوك الغير مدرجة فشهدت نموا في الفترة ما بين 2019 إلى 2022، حيث في 2019 كان عدد الصكوك الغير المدرجة 72 صندوقا أما في عام 2022 فكانت 108 وشهدت انخفاضا ضئيلا وصل إلى 105 صندوقا في عام 2023.

**ثالثا: صناديق الاستثمار:** هي عبارة عن محفظة تظم مجموعة من الاستثمارات المتنوعة أو المتخصصة في نوع من أو أنواع محددة (أسهم، سندات، نقد). وقد أنشئت هذه الصناديق الاستثمارية لدى شركات الوساطة المرخصة بهدف تنمية أموال المستثمرين والحفاظ عليها.

**الجدول رقم (5): تطور عدد صناديق الاستثمار العامة والخاصة في السوق المالي السعودي.**

السنوات	الصناديق العامة					الصناديق الخاصة				
	الأسهم	أدوات الدين	أسواق النقد	أخرى	الاجمالي	أسهم	أدوات دين	أسواق النقد	اخرى	الإجمالي
2019	137	7	46	63	253	66	9	7	272	354
2020	128	12	43	71	254	94	14	7	322	437
2021	129	14	42	71	256	121	16	6	352	495
2022	123	13	43	74	253	168	21	6	491	686

المصدر : من اعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير الهيئة من 2019 إلى 2022 أنظر الملحق رقم (01) و الملحق رقم(02) .

يبين الجدول تطور في حجم الاستثمار في الصناديق العامة والخاصة، حيث نلاحظ أن إجمالي حجم الاستثمار في الصناديق العامة خلال السنوات الثلاثة (2021/2019) في زيادة مستمرة ليستقر في السنة الموالية(2022).



## الفرع الثاني: آلية عمل السوق المالي السعودي

إن رغبة أي مستثمر الدخول لسوق الأوراق المالية فإنه يتوجب عليه القيام بالخطوات التالية<sup>1</sup>:

• فتح حساب استثماري لدى أحد الوسطاء المصرح لهم بمزاولة أعمال الأوراق المالية في السوق المالية السعودية ؛

• تعبئة النموذج المحدد عند رغبة المستثمر في شراء أو بيع سهم معين لدى الوسيط الذي يتعامل معه؛

• تحديد نوع الأمر للشراء أو البيع، فعند تعبئة النموذج على المستثمر اختيار الأمر المناسب، علماً بأن

الأوامر المتاحة في السوق السعودية كالاتي :

- أمر البيع الفوري : أمر لبيع كمية معينة ومتوفرة بسعر السوق الأفضل ؛
- أمر الشراء الفوري :أمر لشراء كمية محددة ومتوفرة بالسوق بأفضل سعر في السوق؛
- أمر المطابقة: يستخدم لمطابقة ومقابلة أمر موجود في السوق سلفاً؛
- أمر السوق :هو أمر شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم حسب الأسعار السائدة في السوق؛
- الأمر المحدد السعر : هو أمر بيع أو شراء عدد معين من الأسهم بسعر محدد أو أفضل منه حسب السعر السائد في السوق؛
- الامر غير المحدد السعر: هو أمر لشراء أو بيع غير مسعر لتداول السهم حسب السعر السائد (سعر التنفيذ) في السوق، ويصبح أمراً محدد السعر حالما يتم احتساب السعر الأفضل، ويقوم النظام بتحديد السعر قبل إضافة الأمر إلى القائمة؛
- الأمر ذو الكمية غير المعلنة : هو الجزء من كمية الأمر الإجمالية التي تظهر على شاشات الوسطاء، ويعتبر ذلك ضروريا عند وجود أوامر لكميات كبيرة حيث أن إخفاء الكمية الفعلية للأوامر الكبيرة يسمح بتنفيذ الكميات المعلنة فقط حسب الأسعار السائدة دون التأثير على المستويات السعرية؛
- أمر التنفيذ الكامل فقط : هنا يجب تداول جميع كمية الأمر مرة واحدة؛
- الكمية الصغيرة للتنفيذ كل مرة : يتم تداول الأمر بالكمية الصغرى المحددة ، وبعد كل عملية تداول تتوفر كمية أخرى للتداول من جديد؛
- الحد الأدنى للتنفيذ : وهي أقل كمية يتم تحديدها لئتم التنفيذ بها للأمر للمرة الاولى فقط؛

يتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء كل لمصلحة عميله، وتثبت بموجب قيود تدون في سجلات السوق، وفق أحكام هذا النظام، ما لم يتم استثناء مثل هذه الصفقات من التداول بموجب القواعد والتعليمات التي تصدرها الهيئة .

<sup>1</sup>هيئة السوق المالية، الاستثمار في سوق الأسهم، ص8/ص16.

تحدد لوائح السوق ومركز الإيداع ومركز المقاصة وقواعدها كل في ما يخصه شروط العضوية في كل منها ومتطلباتها.

يجب على السوق ومركز الإيداع و مركز المقاصة، عرض أسماء المرشحين لشغل عضوية مجالس إدارتها على مجلس الهيئة لأخذ موافقته على ترشيحهم قبل انتخاب الجمعية العامة للمساهمين لهم .

### المطلب الثالث: أشكال الاستثمار في السوق المالي السعودي

يوفر السوق المالي السعودي فرص استثمار متنوعة تناسب كل أنواع المستثمرين المحليين و الدوليين كصناديق الاستثمار، الاستثمار الأجنبي والاستثمار في المحافظ، والتي تعتبر أكثر أشكال الاستثمار شيوعاً في السوق.

#### أولا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

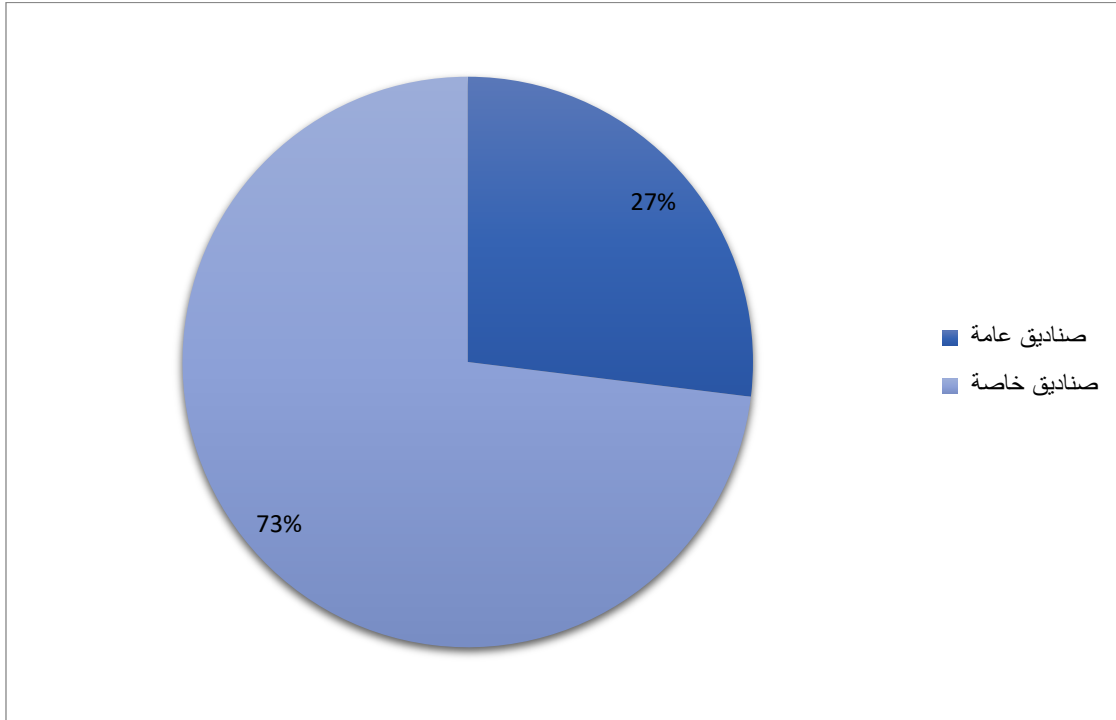
عرفت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار صندوق الاستثمار بأنه "برنامج استثمار مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في إنتاج أعمال البرنامج ويديره البنك مقابل أتعاب محددة".<sup>1</sup> وشهدت هذه الصناديق تطورا ملحوظا خلال فترة التسعينات من القرن العشرين حتى السنوات الأولى من الألفية الثالثة بفضل زيادة مدخرات القطاع الخاص. حيث وفرت هذه الأخيرة قنوات استثمارية بديلة لصغار المستثمرين ويعد صندوق الاستثمار قصير الأجل بالدولار الأمريكي أول صندوق استثمار في المملكة العربية السعودية وأنشأ عام 1979م باسم صندوق الدولار للتجارة، وتتميز صناديق الاستثمار بعدة أنواع نذكر منها:<sup>2</sup>

- صناديق الاستثمار العامة: أي صندوق استثمار مؤسس في المملكة ويمكن طرح وحداته من قبل مدير الصندوق على مستثمرين في المملكة وفقا لأحكام الباب الرابع من لائحة صناديق الاستثمار بأي طريقة غير الطرح الخاص؛
- صناديق الاستثمار الخاصة: أي صندوق استثمار مؤسس في المملكة وليس صندوقا عاما يمكن طرح وحداته على مستثمرين في المملكة وفقا لأحكام الباب الخامس من لائحة صناديق الاستثمار؛

<sup>1</sup>هيئة السوق المالية، قصة السوق، ص103.

<sup>2</sup>هيئة السوق المالية، التوجيهات الاستراتيجية لرفع جاذبية إدارة الأصول في المملكة، ص15.

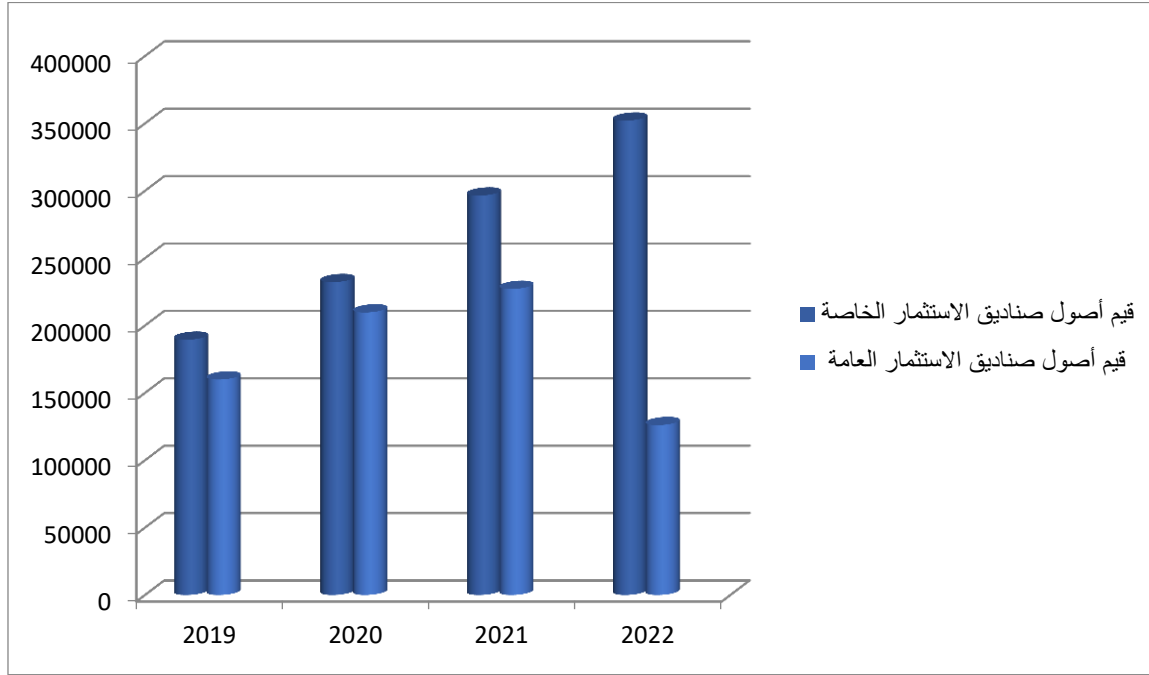
الشكل رقم (7): نسبة الصناديق العامة والخاصة في السوق المالي السعودي لعام 2022



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول رقم (5).

يوضح الشكل رقم (6) نسبة عدد الصناديق العامة والخاصة لعام 2022، حيث طغت نسبة الصناديق الخاصة بـ 46% وهذا راجع لتوجه المستثمرين نحو الاستثمار في الصناديق الخاصة.

الشكل رقم (8): حجم الاستثمار في الصناديق العامة و الخاصة في السوق المالي السعودي.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير الهيئة

**ثانيا الاستثمار في المحفظة:** المحفظة المالية هي مجموعة منتقاة من عدد من الأوراق المالية التي تحقق أهداف المستثمر من ناحية العائد أو درجة المخاطر أو النمو.<sup>1</sup> وتأسست شركة محافظ للاستثمار في المملكة العربية السعودية عام 2021م التي تهدف الى نمو رأس المال على المدى الطويل للمحافظ الخاصة. وتدار هذه المحافظ بمهنية وتكون موجودات المحفظة مملوكة بشكل مباشر للمستثمر وتدار وفقا لأهداف وقيود العميل، يمتلك المستثمرون جميع الأوراق المالية في محافظهم مباشرة من خلال المحافظ الخاصة، عند الانشاء وازافة الاستثمار يجوز للمستثمرين إيداع أموالهم نقدا أو تحويل أسهم في محافظهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>هيئة السوق المالية، الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، ص19.

<sup>2</sup><https://www.portfolios.sa> /,2024/4/28، اطلع عليه بتاريخ:2024/4/28.

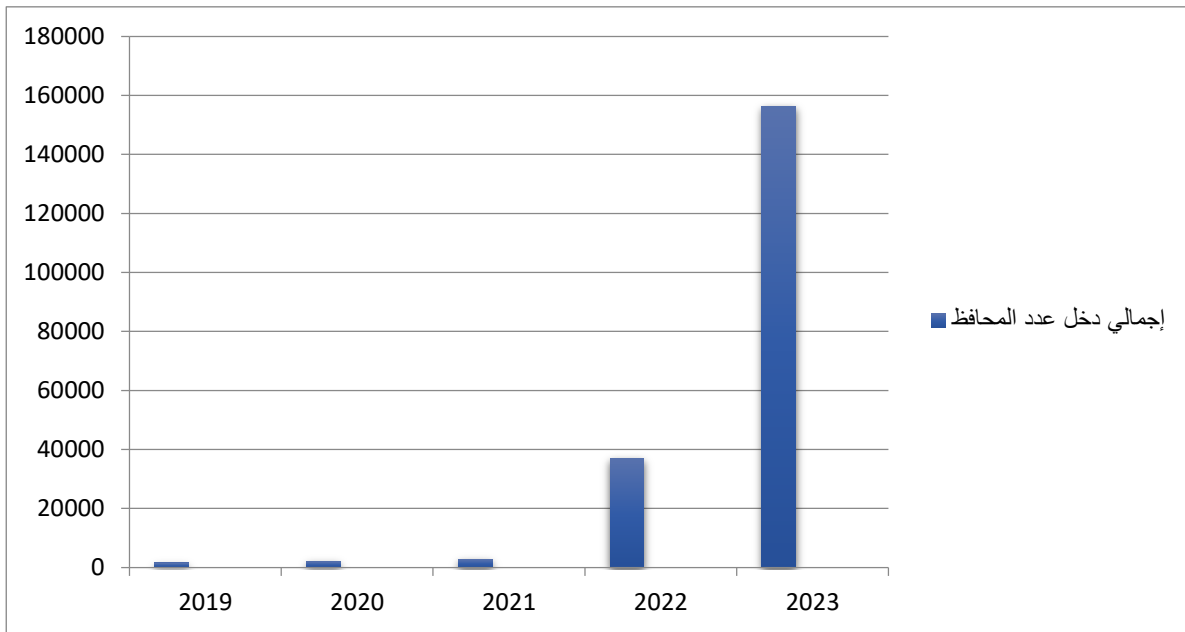
الجدول رقم(6): إجمالي دخل عدد المحافظ في السوق المالي السعودي (مليون ريال سعودي).

السنوات	2019	2020	2021	2022	2023
اجمالي دخل المحافظ	1662	2092	2839	37021	156286

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير هيئة السوق.

يتبين من الجدول أن الدخل المتحصل من المحافظ في زيادة مستمرة خلال السنوات السابقة وهذا دليل على انجذاب المستثمرين للمحافظ وذلك بسبب التنوع فيها الذي أدى في الأخير إلى النمو في الدخل، والشكل رقم (8) يبين هذا النمو والتطور.

الشكل رقم(9): إجمالي دخل عدد المحافظ في السوق المالي السعودي ( مليون ريال سعودي).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير الهيئة.

- ثالثا الاستثمار الأجنبي:** حسب المادة الأولى فالاستثمار الأجنبي هو توظيف رأس المال الأجنبي في نشاط مرخص له بموجب هذا النظام.<sup>1</sup> تميز الاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية بعدة مراحل هي:
- في عام 1998م تم السماح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بامتلاك أسهم في شركات المساهمة.
  - عام 1999م تم السماح للأجانب بالاستثمار في الأسهم المحلية من خلال صناديق الاستثمار.

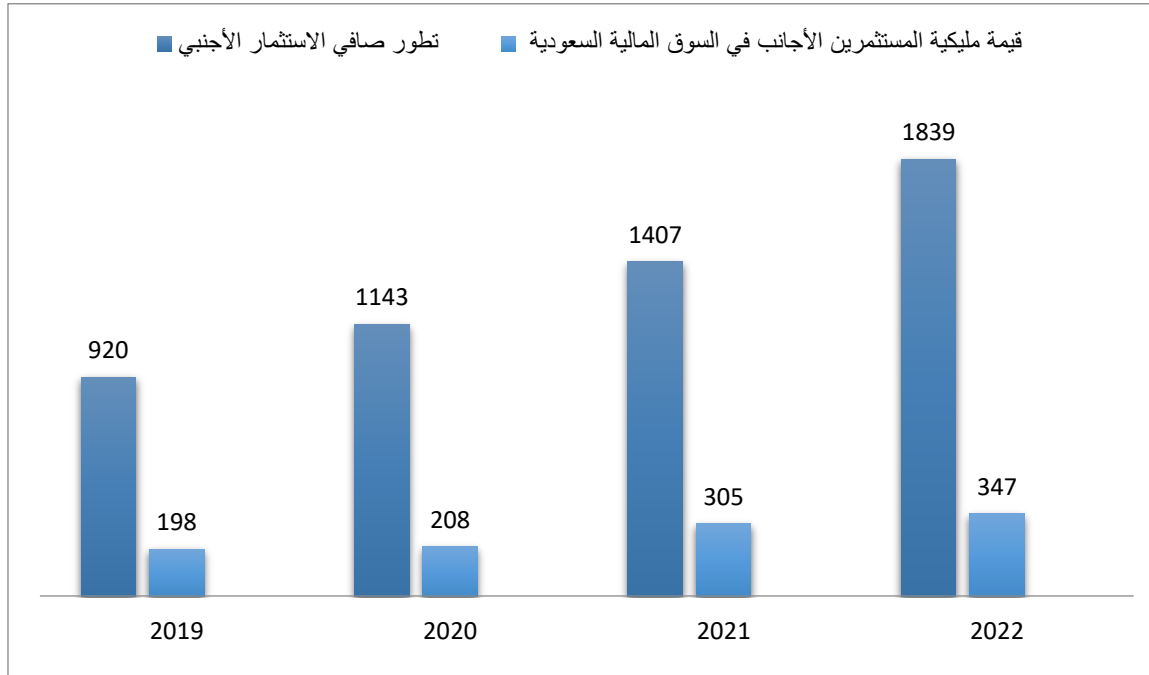
<sup>1</sup> <https://laws.boe.gov.sa/BoeLaws/Laws/LawDetails/> , 2024/4/27: اطلع عليه بتاريخ.

- مارس 2006م تم السماح للأجانب المقيمين في المملكة بفتح محافظ تداول الأسهم مباشرة في السوق المالي السعودي.

- أكتوبر 2017م تم السماح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بامتلاك حصص بنسبة 10% من الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية.

كما عرفت التعليمات المستثمر الاستراتيجي الأجنبي بأنه شخص اعتباري أجنبي يهدف الى تملك حصة استراتيجية في الشركة المدرجة، أي نسبة الملكية المباشرة في أسهم الشركة المدرجة التي يهدف المساهمة في تعزيز الأداء المالي أو التشغيلي لهذه الشركة المدرجة.<sup>1</sup> وحسب المادة السابعة يحق للمستثمر الأجنبي إعادة تحويل نصيبه من بيع حصته، أو من فائض التصفية أو الأرباح التي حققتها المنشأة للخارج أو التصرف فيها بأية وسيلة مشروعة أخرى، كما يحق له تحويل المبالغ الضرورية للوفاء بأي التامات تعاقدية خاصة بالمشروع.<sup>2</sup>

الشكل رقم (10): تطور صافي الاستثمار الاجنبي وقيمة ملكية المستثمرين الأجانب في السوق المالي السعودي (مليار ريال).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير الهيئة .

أدى التنوع في فرص الاستثمار في السوق المالي السعودي الى ارتفاع في الاستثمارات الأجنبية، حيث بلغت قيمة ملكية المستثمرين الأجانب في السوق المالية لسنة 2022 قيمة 347مليار ريال سعودي، أما بالنسبة لصافي الاستثمار الأجنبي فقد بلغ 1839 مليار ريال سعودي.

<sup>1</sup>هيئة السوق المالية، قصة السوق، ص304.

<sup>2</sup> <https://laws.boe.gov.sa/BoeLaws/Laws/LawDetails/> , 2024/4/27، اطلع عليه بتاريخ: 2024/4/27.

## المطلب الرابع: أنواع المستثمرون في السوق المالي السعودي

تتنوع أنواع المستثمرين في السوق السعودي بين الأفراد والمؤسسات والتي تلعب دورا مهما في تشكيل السوق وتحديد اتجاهات الاستثمار والتداول وفيما يلي سنذكر أهم هذه الأنواع:<sup>1</sup>

### • المستثمرون من المؤسسات

يشمل المستثمرون من المؤسسات في تداول السعودية صناديق الثروة السيادية والكيانات والجهات ذات الصلة بالحكومة والشركات والصناديق الاستثمارية ومديري المحافظ والمكاتب العائلية وحاملي اتفاقيات المبادلة (SWAP) والشركاء الاستراتيجيين الأجانب والمستثمرين الأجانب المؤهلين، وكذلك صناديق المعاشات التقاعدية وصناديق التأمين. تشكل المؤسسات حجر الأساس لدعم المساهمين للشركات المدرجة. وتمتلك المؤسسات أسهم أكبر بشكل عام من المستثمرين الأفراد، كما أن معظمها يكون لديها آفاق استثمار طويلة الأجل. وهذا يمكن الشركات من التخطيط المسبق مع العلم أن العديد من هؤلاء المساهمين من المرجح أن يستمروا في مساهمهم حتى النهاية لأنهم شكلوا بالفعل وجهة نظر مفادها أن الشركة هي أصل سليم بشكل أساسي. وقد تكون هذه المؤسسات معروفة جيدا وتحظى باحترام كبير في السوق، ومن ثم يصبح وجودها في سجل الأسهم إشارة قوية إلى المستثمرين الآخرين بأن الشركة تمثل استثمارا قويا مهما في السوق. وينبغي عدم اعتبار دعم المستثمرين من المؤسسات أمرا مفروغا منه ففي بعض الأحيان يبيع المستثمرون طوبلو الأجل في نهاية المطاف لعدة أسباب، في حين أن المؤسسات الأخرى، مثل صناديق التحوط، ربما لا يكون لديها تركيز طويل الأجل منذ البداية؛

ويستفيد جميع المستثمرين من المؤسسات بشكل متزايد من التقنيات التي تعتمد على البيانات وعلى الخوارزميات لتحليل أنماط التداول والتنبؤ بالأسعار. ومن ثم، يجب على علاقات المستثمرين أن تفهم المفاهيم الأساسية المتضمنة لمساعدة المستثمرين على فهم تحركات سعر السهم والتواصل بمصداقية مع مجتمع المستثمرين؛

ينقسم المستثمرون النشطون إلى فئتين كبيرتين: مستثمري النمو ومستثمري الدخل. يبحث مستثمرو النمو عن الأسهم التي يعتقدون أن لديها القدرة على التفوق في الأداء على السوق ككل بمرور الوقت، وغالبا يتم تحديدها من خلال الأرباح المرتفعة والنمو المستمر في أعمالهم. أما مستثمرو الدخل، فيبحثون عن الأسهم التي يعتقدون أنها غير مفضلة حاليا، وهم على استعداد لامتلاكها والاحتفاظ بها حتى ترتفع؛

<sup>1</sup>تداول السعودية، علاقات المستثمرين دليل أفضل الممارسات في مجال علاقات المستثمرين، ص 18-20.

• المستثمرون الأفراد

يشكل المستثمرون الافراد عددا كبيرا ومتنوعا ، فبعضهم يتداول بشكل متكرر والبعض الآخر لديه خطط طويلة الأجل على غرار المؤسسات. يتميز العديد من هؤلاء الأفراد بثرائهم، مع الإشارة إلى أن تداول السعودية تعرف الأفراد أصحاب الثروات الكبيرة ذوي الملاءة العالية على أنهم يمتلكون محفظة يبلغ حجمها مليون ريال سعودي أو أكثر، ويعرف المستثمرون المختصون الأفراد على أنهم يمتلكون محفظة يبلغ متوسط حجمها 50 مليون ريال سعودي. تسعى العديد من الشركات إلى جذب المستثمرين الأفراد لتوفير السيولة في أسهمها. كما أن قاعدة المستثمرين الأفراد الكبيرة تمنح الشركة أيضا صورة عامة متميزة وعالية، مما يمكن أن يساعد في جعل منتجاتها وخدماتها أكثر رواجاً إذا تم بيعها مباشرة إلى المستهلكين. سبب آخر وراء سعي الشركات السعودية لجذب المستثمرين الأفراد هو تمكين المواطنين السعوديين من المشاركة في نجاح هذه الشركات وازدهارها مع توسع الشركة والاقتصاد ككل. ومن الشائع بالنسبة للشركات تخصيص بعض الأسهم لشريحة المستثمرين الأفراد عند تنفيذ الاكتتاب العام وغالبا ما يتلقى المستثمرون الأفراد معلومات حول شركة ما ويتفاعلون معها بطرق مختلفة تماما عن المستثمرين من المؤسسات، على سبيل المثال من خلال وسائل التواصل الاجتماعي وليس من خلال الموقع الإلكتروني لعلاقات المستثمرين؛

الجدول رقم (7): عدد المستثمرين الأفراد في الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي (مليون) .

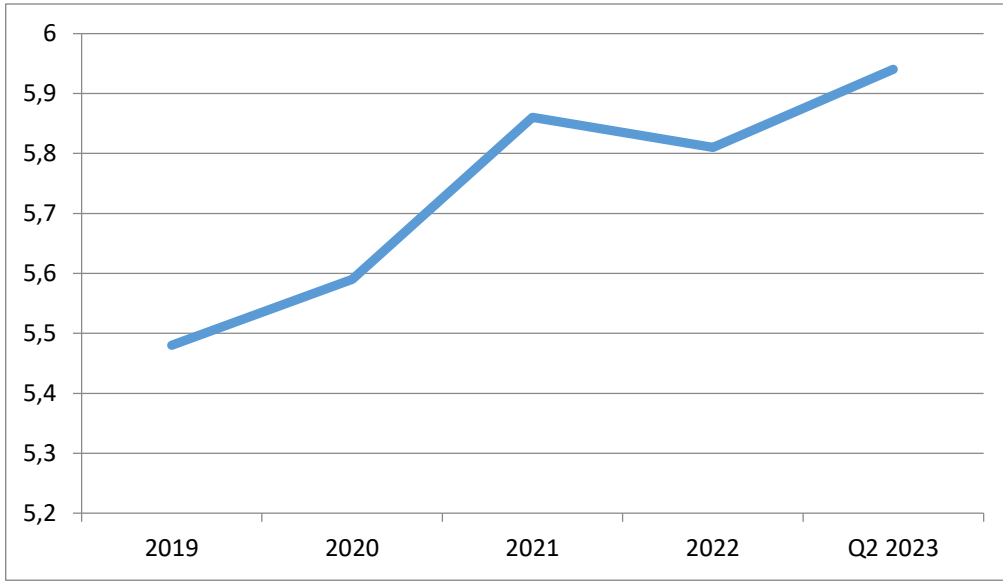
نهاية الفترة	ذكر	أنثى	إجمالي عدد الأفراد
2019	4.12	1.35	5.48
2020	4.20	1.39	5.59
2021	4.35	1.52	5.86
2022	4.28	1.53	5.81
الربع الأول 2023	4.31	1.54	5.85
الربع الثاني	4.37	1.56	5.94

المصدر: من الموقع <https://www.argaam.com> \_ أطلع عليه بتاريخ 2024/04/27.



من خلال الجدول الموالي نلاحظ أن عدد المستثمرين الأفراد سواء ذكور أو إناث في شركات المدرجة في السوق السعودي خلال الفترة 2019 إلى 2023 في تزايد مستمر، حيث بلغ عدد المستثمرين الأفراد في الشركات المدرجة في السوق السعودي في نهاية الربع الثاني من عام 2023 نحو 5.94 مليون مستثمر. و وفقاً للتقرير الصادر عن هيئة السوق المالية، فقد بلغ عدد المستثمرين الذكور حوالي 4.37 مليون مستثمر، بينما يبلغ عدد المستثمرين من الإناث حوالي 1.56 مليون.

الشكل رقم (11): تطور عدد المستثمرين الأفراد في الشركات المدرجة بسوق الأسهم السعودي (مليون).



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع <https://www.argaam.com> أطلع عليه بتاريخ 2024/04/28.

#### • المستثمرون الدوليون

بينما يتشابه المستثمرون الدوليون مع المستثمرين الإقليميين من نواح عديدة، فإن لدى البعض منظورا مختلفا يجب أن تكون علاقات المستثمرين على دراية به. إذ يمكن أن يوجهوا النقد بشكل أكثر صراحة للشركات التي يستثمرون فيها. ويمكن أن ينشأ هذا في شكل الدعوات للمطالبة بمزيد من الامتثال للممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة، على سبيل المثال، أو التشكيك في السياسة الاستراتيجية والكفاءة الادارية. وقد ترغب صناديق التحوط في بيع الأسهم على المكشوف، وهو الأمر الذي يزداد أهمية بعد طرح مجموعة تداول السعودية لمشتقات الأسهم في عام 2020م. وتلتزم هيئة السوق المالية بتعزيز دخول المستثمرين الأجانب بشكل مباشر وغير مباشر إلى السوق السعودية، ويشمل ذلك السماح للمستثمرين الاستراتيجيين الأجانب بامتلاك حصص استراتيجية في الشركات المدرجة. هذا ويهدف برنامج تطوير القطاع المالي الذي تنفذه الحكومة في إطار رؤية 2030 أيضا إلى خلق بيئة جذابة للمستثمرين الأجانب.

• المستثمرون في أدوات الدين

ليس لإدارة علاقات المستثمرين نشاط كبير فيما يتعلق بأدوات الدين، بالمقارنة باستثمارات الأسهم التقليدية، حيث كان ينظر إلى سوق الدين على أنه مستقر نسبياً وأقل تأثيراً على ثروات الشركة ككل وتميل الشركات في المملكة العربية السعودية أيضاً إلى أن تكون مصدراً رئيسياً لأدوات الدين، غير أن هذه الصورة تغيرت مع تزايد تقلبات سوق الديون في السنوات الأخيرة وزيادة إصدار أدوات الدين. ارتفعت قيمة إصدارات أدوات الدين غير الحكومية في المملكة العربية السعودية بنسبة 239% في عام 2020م، لتصل إلى 31 مليار ريال سعودي مقارنة بمبلغ 9 مليار ريال سعودي في عام 2019م، وبالتالي أصبح مستثمرو أدوات الدين من أبرز الفئات التي باتت تستهدفها إدارة علاقات المستثمرين، وعادة ما يأخذ زمام المبادرة أمين خزينة الشركة أو المدير المالي الذي يعمل مع إدارة علاقات المستثمرين لضمان اتساق الرسائل وجودتها وسيحتاج فريق علاقات المستثمرين إلى إشراك عدد من أصحاب المصلحة ويشمل ذلك مستثمري أدوات الدين ومحلي أدوات الدين ووكالات التصنيف ووسائل الإعلام المالية لخدمة مستثمري الدخل الثابت الحاليين، وقد يتضمن البرنامج أيضاً تسويق إصدارات أدوات الدين الجديدة، وإعداد المواد للحملات الترويجية؛

الجدول رقم(8): عدد المشاركين المستثمرين في الصناديق العامة والخاصة في السوق المالي السعودي

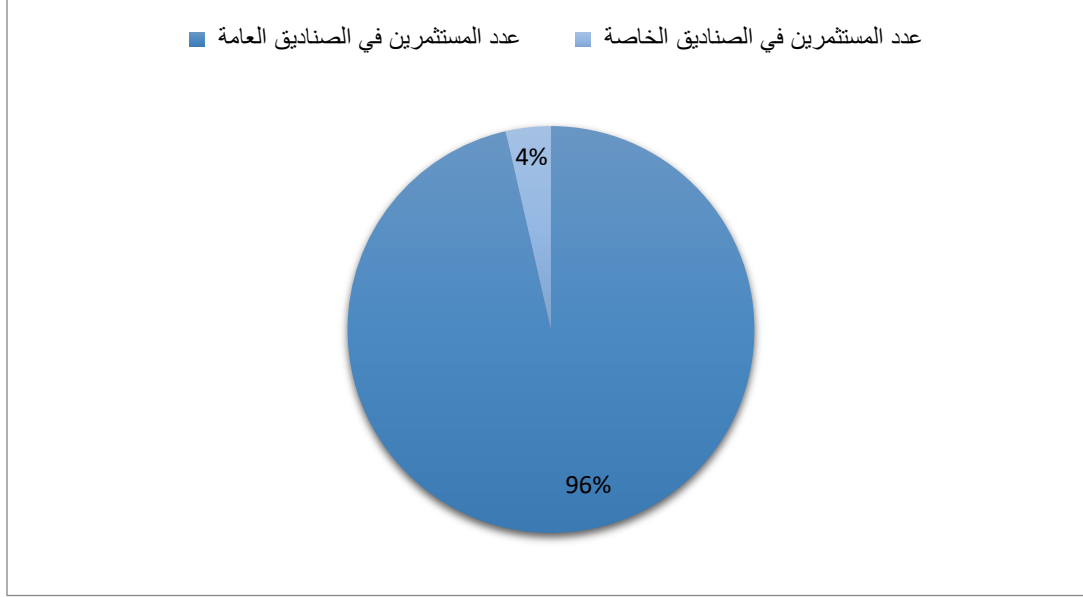
الصناديق الخاصة					الصناديق العامة					
السنوات	الأسهم	أدوات الدين	أسواق النقد	أخرى	الإجمالي	الأسهم	أدوات الدين	أسواق النقد	أخرى	الإجمالي
2019	148367	752	39051	141569	329739	637	80	103	3631	4487
2020	142968	2049	39057	176270	1945327	412	483	109	4297	5301
2021	140628	2161	34187	350648	527624	685	711	110	5697	7202
2022	142316	5213	30719	476309	654557	1327	709	116	22174	24326

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير هيئة 2022/2019 أنظر الملحق رقم (01) و الملحق رقم(02).

من خلال الجدول نلاحظ أن عدد المشاركين المستثمرين في الصناديق الخاصة يزداد سنوياً حيث في عام 2022 بلغ 24326 مشتركاً، أما بالنسبة للصناديق العامة شهد تغير ملحوظاً حيث في عام 2020 سجلت

أكبر عدد للمشاركين قدر ب 1945327. لينخفض في السنة الموالية ويعاود الارتفاع في سنة 2022 ب 1290770 مشتركاً، والشكل رقم(11) يوضح نسبة عدد المشاركين لسنة 2022.

الشكل رقم (12): نسبة المشاركين المستثمرين في الصناديق العامة والخاصة في السوق المالي السعودي



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول رقم(8).

### المبحث الثاني: اسهامات المالية السلوكية في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي

للمالية السلوكية دور كبير في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي حيث يتمثل في فهم كيفية تأثير العوامل النفسية والسلوكية على اتخاذ القرارات الاستثمارية فعند فهم المستثمرين تلك العوامل بشكل أفضل، يمكنهم اتخاذ قرارات أكثر توازناً وتحكماً، مما يساهم في تقليل المخاطر وتحقيق العائد المرجو.

### المطلب الأول: مؤشرات الإفصاح والكفاءة في السوق المالي السعودي

تفيد المالية السلوكية المستثمر سواء من خلال برامج الإفصاح والحوكمة وذلك من خلال توفير فهم أعمق لسلوك المستثمرين وتفضيلاتهم، مما يمكن الشركات من تحسين آليات الإفصاح والحوكمة بغية تعزيز ثقة المستثمرين وجذب المزيد من الاستثمارات، إضافة إلى ذلك تساهم المالية السلوكية في تعزيز فهم المستثمرين للمعلومات المالية و الإفصاحات، مما يساعدهم على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر دقة.

### الفرع الأول : الإفصاح وحوكمة الشركات

في الآونة الأخيرة زاد الاهتمام بالإفصاح والحوكمة وذلك راجع لزيادة وعي المستثمرين حيث أصبحت قراراتهم غالباً تعتمد على ما تنشره الشركات من معلومات.

### أولاً: حوكمة الشركات

هي مجموعة من القواعد والممارسات التي يتم من خلالها توجيه وإدارة الشركات، تهدف الى تعزيز الشفافية والنزاهة في عمليات الشركة، مما يساهم في تحقيق الكفاءة الاقتصادية وتعزيز ثقة المستثمرين. حيث تسعى السوق المالية السعودية من خلال الهيئة العليا لها على ارساء مبادئ الحوكمة في الشركات المدرجة فيها إذ يجب أن تتوافق مع المؤشرات المطلوبة والمؤكدة فيما يخص مجالس إدارة الشركات المدرجة عام 2022 والتي تستوفي النسب التالية :

#### الجدول رقم (9): مؤشرات الحوكمة فيما يتعلق بمجلس إدارة الشركات.

الأعضاء	أعضاء غير تنفيذيون	أعضاء مستقلون	أعضاء تنفيذيين
النسب	45%	45.3%	9.6%

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على تقارير الهيئة .

كما أنها كذلك من خلال تطوير الالتزام بحوكمة الشركات حرصت السوق المالية السعودية على أن تكون في مستوى معين من الحوكمة من خلال :

- المساهمة في عدة محافل دولية ومحلية وكذا تنظيم ندوات وورشات عمل خلال عام 2022 وهي كالاتي :
  - ورش عمل عن بعد خاصة بالممارسات البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات؛
  - لقاء في مركز دعم المنشآت يتناول نظرة عامة حول مفهوم الحوكمة.
- كما أن الحوكمة الجيدة تضمن وجود ضوابط قوية وإدارة فعالة في الشركات، مما يعزز ثقة المستثمرين ويقلل من مخاطر التلاعب أو الفساد، وهذا بدوره يقلل من تأثير التحيزات السلوكية مثل القلق والشك.

### ثانياً: الإفصاح

يعرف الإفصاح على أنه عملية الكشف عن المعلومات (مالية و غير مالية) تهم كافة المهتمين والمعنيين بالشركة، وتتم إما بصورة دورية أو فورية عند حدوث المعلومة وذلك حتى تتوفر المعلومات بنفس الوقت للجميع وعدم استفادة أحد الأشخاص قبل غيره من المعلومة. أما الشفافية فتعني الكشف الكامل عن الصورة الادارية والمالية الحقيقية في أي منشأة.<sup>1</sup>

كما تشترط السوق المالية السعودية في هذا الإطار أن تقدم بشكل دوري النتائج المالية وتوزيعات الأرباح حيث في المالية السلوكية نجد أغلب الشركات من ناحية الإفصاح تلتزم بنشر التقارير المتعلقة بنتائجها

<sup>1</sup> الاكاديمية المالية، إفصاح عن المعلومات لمصدري الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية(تداول)، ص11-15.

المالية وأن أغلب المعطيات المطلوبة ما يتعلق بتقارير مراجع الحسابات فمثلا في عام 2023 بلغ عدد الشركات التي أعلنت عن نتائجها المالية ونشاط الشركة لاسيما التغيرات في رأس المال وتوزيع الأرباح 40 شركة. حيث كلما كان الإفصاح شفاف وكاف يمكن أن يقلل من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما يسهم في تقليل تأثير التحيزات السلوكية، فعندما تكون المعلومات المالية متاحة بوضوح في الوقت المناسب يمكن للمستثمرين اتخاذ قرارات مالية رشيدة مبنية على وقائع وليست شائعات.

## الفرع الثاني: قياس كفاءة السوق المالي السعودي بالاعتماد على مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية.

تعد كفاءة الأسواق المالية موضوعا مهما وحيويا في عالم الاقتصاد والاستثمار، حيث تعكس قدرة السوق على استيعاب المعلومات المتاحة وتوفيرها للمستثمرين بشكل يتيح لهم اتخاذ قرارات استثمارية صحيحة. حيث تتفاوت طرق قياس كفاءة الأسواق المالية بناء على المتغيرات المختلفة المرتبطة بكل طريقة، تشمل هذه الطرق الاعتماد على مؤشرات الأداء المالي التي تقيس نمو السوق واستقراره .

### أولا: مؤشرات قياس أداء السوق المالي

كما نعلم انه يقاس أداء السوق المالي السعودي بمجموعة من المؤشرات الأولى ما يتعلق بحجم السوق والذي يقاس بمؤشرين اساسين هما مؤشر القيمة السوقية ومؤشر عدد الشركات كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (10): تطور القيمة السوقية للسوق المالي السعودي خلال الفترة 2019-2022

السنة	القيمة السوقية (مليار ريال)	التغير %	عدد الشركات المدرجة
2019	9025.44	385.51	199
2020	9101.81	0.85	202
2021	10009.15	9.97	211
2022	9878.10	-1.31	223

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع الرسمي للسوق السعودي وتقارير الهيئة 2019-2022.

أما بالنسبة للمؤشر الثاني فيتمثل في سيولة السوق والتي تقاس بمؤشرين هما مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران حيث يحسب مؤشر معدل الدوران بالقانون التالي:

$$\text{معدل دوران السهم} = (\text{إجمالي الأسهم المتداولة (حجم التداول) / القيمة السوقية}) \times 100^1$$

والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم(11): تطور حجم سيولة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2019-2022.

السنوات	القيمة المتداولة (مليار ريال)	التغير %	عدد الأسهم المتداولة	التغير %	عدد الصفقات المنفذة	التغير %
2019	880139.07	1.06	5809006434400	-9.80	28395793	13.53
2020	2087799.57	137.21	185953101923	220.11	76686329	170.06
2021	2235900.24	7.09	13889888031800	-25.30	91866406	19.80
2022	1708040.22	-23.61	83693493000	-39.75	87899022	-4.32
2023	1333121.93	-21.95	8303095167600	-0.79	94015162	6.96

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي المالية السعودية 2023.

<sup>1</sup>مداحي محمد، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ألكلي محند أولحاج، البويرة-الجزائر، سنة 2018/2017، ص93.

الجدول رقم(12): تطور معدل الدوران الخاص بالسوق المالي السعودي خلال الفترة 2019-2022.

السنوات	القيمة المتداولة (مليار ريال)	القيمة السوقية (مليار ريال)	معدل الدوران %
2019	880139.07	9025.44	97.51
2020	2087799.57	9101.81	229.38
2021	2235900.24	10009.15	223.38
2022	1708040.22	9878.10	172.91

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم(10) والجدول رقم (11).

من خلال الجدول رقم (12) نلاحظ أن معدل الدوران سجل أعلى نسبة عام 2020 حيث بلغ 229.38% وهذا راجع أساسا إلى ارتفاع عدد الأسهم المتداولة والتي بلغت 18595310192 سهم بعدد صفقات بلغ 76686329 صفقة منفذة وحجم تداول في السوق المالي قدر بـ 2087799.57 مليار ريال سعودي، في حين أن أدنى نسبة لمعدل الدوران سجلت سنة 2019 بمعدل قدر بـ 97.51% حيث انخفض بالنسبة لسنة 2020 وهذا الانخفاض راجع إلى انخفاض قيمة التداول التي تتأثر بحجم التداول.

ثانيا: قياس كفاءة سوق السعودي المالي في صيغتها الضعيفة.

يعتبر الأسلوب الذي سوف نعتمده من أبسط الأساليب التي يمكن الاعتماد عليها لقياس كفاءة السوق، وهو ما يعرف بأسلوب الأنماط الطارئة. والذي يتمحور حول فرضية الاستقلالية (الحركة العشوائية)، والذي يفترض تساوي عدد الاتجاهات الفعلية مع عدد الاتجاهات المتوقعة المحسوبة بالعلاقة التالية:

$$E(R) = \frac{(2N-1)}{3}$$

حيث:

**N:** يمثل العدد الكلي للمتغيرات السعرية .

عدد التغيرات السعرية في كل إشارة (+،-)، 0)، إذ ينبغي مقارنة عدد الاتجاهات الفعلية في سلسلة العوائد أو الأسعار مع عدد الاتجاهات المتوقعة لهذه السلسلة لكشف مدى استقلاليتها، حيث أن الفرق بين عدد الاتجاهات الفعلية R وعدد الاتجاهات المتوقعة يمكن التعبير عنه بالإحصائية z التالية:

$$Z = \frac{(R + \frac{1}{2})}{\text{VAR}(R)}$$

حيث :

VAR(R) : يمثل الانحراف المعياري للاتجاهات ويحسب بالصيغة التالية:

$$\text{VAR}(R) = \sqrt{\frac{(16n - 29)}{90}}$$

ولكي نتحقق فرضية الحركة العشوائية للسلسلة الزمنية للأسعار، ينبغي أن تكون القيمة الاحصائية Z المحسوبة عند مستوى معنوية داخل منطقة قبول فرضية عدم المحددة بمجال الثقة<sup>1</sup> باستخدام طريقة الأنماط الطارئة سنقوم بقياس كفاءة بورصة السعودية واعتمادا على البيانات المتاحة والمتوفرة قمنا بإعداد الجدول الموضح أدناه:

الجدول رقم(13): تطور الأداء السنوي لمؤشر بورصة السعودية (2022/2018)

السنة	مؤشر السوق (نقطة)	التغير في المؤشر	التغير %
2018	7827	601+	-
2019	8389	562+	7
2020	8690	301+	4
2021	11282	2592+	30
2022	10478	804+	7

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة السعودية (2022-2018).

وحسب نتائج الجدول يتبين لنا أن عدد التتابعات R=1 إذ يوجد متغير واحد فقط ، كما أن حجم العينة n=5

$$E(R) = \frac{2n-1}{3} = \frac{(2 \times 5 - 1)}{3} = 3$$

<sup>1</sup>فاطمة قادم، نموذج اختبار الأنماط الطارئة لدراسة كفاءة وحركة أسعار أسهم البورصات المغاربية (2008-2014)، مجلة المدير، العدد5، ديسمبر 2017، المدرسة العليا للتسيير والاقتصاد الرقمي، القليعة، الجزائر، ص98.



$$\text{VAR}(R) = \frac{16n-29}{90} = \frac{(16 \times 5) - 29}{90} = 0.56666$$

$$Z = R - \frac{E(R)}{\sqrt{\text{VAR}(R)}} = 2 - \frac{3}{\sqrt{0.5666}} = -2.98554$$

بما أن  $Z < 1.96$ ، فإنه يمكن القول أن العينة عشوائية، وأن التغيرات المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات والأسعار التاريخية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه السعر بالمستقبل، بمعنى أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار، وعليه نستنتج أن سوق السعودية يضمن الكفاءة في مستوياتها الضعيف، أي أن الأفراد بإمكانها أن العمل والاستثمار وتكوين محافظ رغم وجود بعض المخاطر، وبالتالي فإن المعلومات التاريخية تتحكم في حجم وحركات الأسعار ولا يمكن التنبؤ بها مستقبلاً عن طريق التغيرات التي طرأت على الأسعار في الأيام والأشهر والسنوات الماضية.

### المطلب الثاني: تفسير التحيزات السلوكية في السوق المالي السعودي

يقصد بمصطلح التحيز أو الانحراف في علم النفس " الاختلاف بين الطريقة التي يفترض بالإنسان أن يفكر بها كي يصل إلى أفضل النتائج الممكنة، وبين الطريقة التي يفكر بها في الواقع"، وقد ينجم الانحراف في طريقة التفكير عن وجود خطأ في المعلومات المقدمة للإنسان راجع لوجود خطأ في مستوى الحواس؛ وهذا ما يعرف بالخطأ الإدراكي، أو قد يكون راجع لطريقة معالجة المعلومات وتبسيط عملية اتخاذ القرار؛

إن وجود التحيزات المؤثرة على التفكير العقلاني تكون وراء اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة مبنية على أساس معتقدات عقلية محددة مسبقاً، فلا يمكن الفصل بين عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية وبين التكوين السلوكي للأفراد؛ حيث لا تخلو أي عملية اتخاذ قرار استثماري من عدد من الاعتبارات السلوكية.<sup>1</sup>

وقدمت المالية السلوكية تفسيرات لأهم التحيزات المعروفة في السوق المالي السعودي منها:<sup>2</sup>

- **أثر شهر رمضان:** حيث لا يمكن إهمال أثر الدين ومدى تأثيره على تصرفات وسلوك وقرارات الإنسان، فكان لابد من الاهتمام بدراسة مدى تأثيره على الأسواق المالية. وذلك من خلال دراسة أثر الأشهر المقدسة والأيام المقدسة على تصرفات المسلمين، ويعتبر شهر رمضان من الأشهر المقدسة لدى المسلمين، ومن أكثر الأشهر التي تؤثر على تصرفات وسلوك المسلمين، حيث تختلف تصرفات المسلمين والبرنامج الذي يتبعوه خلال هذا الشهر؛
- **تأثير الاضطرابات النفسية والموسمية:** كما هو معروف أن ساعات النهار خلال فصل الصيف أطول من ساعات النهار خلال فصل الشتاء وذلك يؤثر لا شعورياً على الحالة

<sup>1</sup>مصطفى أحمد حامد، مرجع سابق، ص 576.

<sup>2</sup>سيرين خالد الحموي، مرجع سابق، ص 29 و ص 32.

المزاجية بسبب الشعور بضيق الوقت وعدم التعرض لأشعة الشمس بشكل كافي مما قد يصيب بالكآبة أحيانا، وبالتالي يؤثر ذلك على أداء المستثمرين ؛

• **ظاهرة الاصطياف:** تبعا لهذه الظاهرة وجد أن نشاط التداول يقل في فصل الصيف مقارنة ببقية الفصول وبالتالي انخفاض العوائد، وهذا راجع لسفر أغلب المتداولين لقضاء عطلة الصيف؛

• **أثر متغيرات الطقس:** ان أثر الطقس على العوائد كبير وذلك من خلال تأثيره على الحالة النفسية والمزاجية، ويعتبر كل عامل من عوامل الطقس ( المطر، الثلج، الرطوبة وغيرهم) ظاهرة منفصلة حيث أن لكل عامل أثر مختلف على المزاج والشعور بالكآبة أو السعادة وبالتالي على التداول والعوائد؛

ويقترح (Nofsinger 2005) في كتابه اتباع العديد من الاستراتيجيات لتجنب هذه التحيزات، مثل<sup>1</sup>:

- المعرفة والتعلم أكثر عن التحيزات، وهذا من شأنه أن يزيد وعيك ومعرفتك بالأخطاء المتوقع حدوثها والتي من الممكن أن تقع فيها؛
  - اعرف لماذا تستثمر وأحذر من تحديد الأهداف الغامضة، حيث يساعدك تحديد أهداف واضحة ومحددة (رقمية) للاستثمار على التعرف على الطرائق التي من خلالها يمكن تحقيقها وما إذا كان سلوكك يحقق لك ذلك؛
  - استخدم مجموعة من المعايير والأساليب الكمية لتحديد تأثير العواطف والانفعالات، كما ينصح بالاهتمام بجودة المعلومات المستخدمة؛
  - قم بتنويع محفظتك ولهذا الغرض يقترح (Nofsinger 2005)، تنويع المحفظة بالشراء في 15 شركة من صناعات مختلفة أو من خلال الاستثمار في أحد الصناديق الاستثمارية منخفضة التكاليف، أيضا استثمار بشكل أقل كثيرا في الشركة التي تعمل بها، حيث إنك ومن خلال عملك تستثمر رأس مالك البشري؛
  - تحكم في بيئتك الاستثمارية من خلال الإقلال من مراقبة محفظتك وخفض معدل الدوران من خلال تحديد يوم واحد في الشهر وهو ما سيكون له تأثير على تحكمك في الشراء والبيع وعدم التأثر بتحيز الثقة المفرطة، أيضا راجع أداء محفظتك بشكل سنوي للتأكد من أنك تسير في طريقك لتحقيق أهدافك؛
- بينت المالية السلوكية مدى تأثير الجانب النفسي والاجتماعي على السلوك المالي للمستثمر وعلاقتها باتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث حدوث هذه التحيزات السلوكية لعدد كبير من المستثمرين في السوق المالي السعودي قد يؤثر على الأسعار ونقص كفاءة السوق.

<sup>1</sup> أحمد بن عبد الله الزهراني، أحمد محمد حمدي، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، المجلة العربية للإدارة، المجلد 37، العدد 3، سبتمبر 2017، ص 150-151.

تؤدي عدم كفاءة السوق المالية السعودية وتقلبات السوق إلى ظهور تحيزات سلوكية تؤثر على قرارات المستثمرين، حيث بينت المالية السلوكية عدم عقلانية المستثمرين في اتخاذ القرارات بناءً على التحيزات بدلاً من الأسس الاقتصادية وتحليل السوق.

وبما أن المملكة العربية السعودية من الدول المسلمة فإن عوائد مؤسساتها في شهر رمضان تميل للانخفاض مقارنة بباقي الأشهر وهذا راجع لتقبل المستثمر للمخاطرة، كما يختلف حجم رأس المال في مختلف القطاعات المتواجدة في السوق المالية السعودية حيث يكون عائد المؤسسات ذات الرأس المال الصغير أكبر من عائد المؤسسات ذات رأس المال الكبير.

### المطلب الثالث: اختيار المحفظة المثلى في السوق المالي السعودي

تختلف المحفظة المثلى من مستثمر لآخر، لكن المحفظة المثلى السلوكية لا تختلف فقط بحسب مستويات تحمل المخاطرة وإنما باختلاف رغبات المستثمر أيضاً، وحاجياته، وتفضيلاته والتحيزات المعرفية أو الانفعال لديه، فمن منظور التمويل القياسي ونظرية المحفظة الحديثة (MPT)، إن المحفظة المثلى هي التي تحقق أعلى منفعة للمستثمر، أي تلك التي تنتج أقصى عائد متوقع لمستوى مقبول معين من المخاطرة. أما من منظور التمويل السلوكية و المحفظة الاستثمارية السلوكية (BPT)، فإن المحفظة المثلى هي محفظة - عند المستوى المفضل المحدد للمخاطر - تزيد عند المنافع الإجمالية للاستثمار معبرا عنها كمجموعة العوائد المالية والسلوكية.<sup>1</sup>

يعتمد المستثمر في تكوينه لمحفظته وبنائها على عدة مبادئ وذلك من أجل ضمان حصوله على تشكيلات ناجحة في المحفظة المالية، تتمثل هذه المبادئ في:

**مبدأ القياس الكمي:** ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، و لقياس العائد و الخطر لا بد من توفر المعلومات الكافية عن العائد و المعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة ككل؛

**مبدأ التنوع:** ينعكس مضمون المنفعة الحدية للأموال المستثمرة من خلال ما يعرف بمبدأ التنوع الماركوفيتز. وينص هذا المبدأ على أن المستثمر يوزع أمواله بين نوع و كم من الأوراق المالية لتخفيض المخاطرة وتعظيم العائد. و يتحقق مثل هذا التخفيض للمخاطرة من خلال تضمين المحفظة أسهم عادية ترتبط عوائدها ارتباطاً غير تام، وكلما انخفض هذا الارتباط كلما تحقق هدف المحفظة في تعظيم العائد لأن

<sup>1</sup> هزاع مفلح، ورد كوجك، أمثلة المحفظة الاستثمارية السلوكية في سوق دمشق لأوراق المالية ( مقارنة مدمجة بين نظريتي التوقع و المحفظة الحديثة)، مجلة جامعة حماة، المجلد الخامس، العدد الخامس، 2022، ص 88-89.

الهبوط في سعر ورقة مالية معينة يعوض عن الارتفاع في سعر ورقة أخرى بوصف أن أسعار الأسهم أو أي ورقة مالية لا تتحرك باتجاه واحد.<sup>1</sup>

**مبدأ الشمول:** يقصد به اشتغال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من: أسهم، سندات خاصة، سندات حكومية،.....، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبياً بأقل مخاطرة ممكنة؛

**مبدأ الجودة:** ويقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية على مدى بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق، كما يمكن القول أن توافر جودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق لها وتحسن فرص ترويجها "؛

**مبدأ الارتباط:** ويقصد به درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المختلفة التي تتكون منها المحفظة، وحسب "Markwitz" فإنه كلما كان معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية سالب ويقرب من (-1) كلما كانت المحفظة أكثر كفاءة وبالتالي انخفاض التذبذب في عوائدها.<sup>2</sup>

يسعى المستثمر في الأسواق المالية السعودية إلى زيادة عوائده وأرباحه بأقل نسب للمخاطرة ويعمل على تحقيق ذلك من خلال اختيار تشكيلة محافظ مثلى حسب مؤشرات عديدة كمؤشر شارب، ترينو، جنسن، وأيضاً حسب نظرية ماركويتز، حيث تهدف هذه المؤشرات إلى التوازن بين عائد و مخاطر المحفظة المالية، وبين ماركوفيتش أن التنوع والتوزيع في أصول المحافظ يعكس تحقيق أعلى العوائد بأقل درجة مخاطرة وهذا ما يؤثر إيجاباً على أداء المحفظة .

ساعدت المالية السلوكية المستثمر في السوق المالي السعودي على فهم الأخطاء التي يقع فيها عند اختياره للمحفظة المثلى وذلك من خلال فهم نفسيته وتفسير سلوكياته حيث يتم تفسيرها حسب نماذج مختلفة لتبين كيف تؤثر النفسية في اتخاذ قرارات المستثمرين في بناء واختيار محفظة مثلى تعكس رغباتهم في تجنب المخاطر و تعظيم العائد في السوق المالية السعودية.

حققت المملكة العربية السعودية نجاحات وإنجازات كبيرة في مجال التداول وهذا ما تعكسه عوائد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودية الذي يوفر فرص متعددة للاستثمار في القطاعات المتنوعة في الشركات المدرجة

<sup>1</sup> مطلس ورده، قادري زينب، تكوين محفظة الاستثمار المثلى للأسهم العادية دراسة تحليلية للسوق السعودي للأوراق المالية 2015-2019، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2018/2019، ص12.  
<sup>2</sup> مانع سهام، نظرية المالية السلوكية وتطبيقاتها في إدارة المحفظة المالية، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية وإدارة المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة برج بوعرييج، 2012/2013، ص ص 30-31.

### خلاصة الفصل الثاني:

تطرقنا في هذا الفصل إلى ماهية السوق المال السعودي وأهم المؤشرات المالية والاستثمارية التي تميزه والدور الذي تلعبه هيئة السوق المالي السعودي حيث سعت لرفع القيمة السوقية والعوائد وتحقيق كفاءة السوق من خلال تقديم ارشادات للشركات والمستثمرين وكذلك تحسين الشفافية والنزاهة في السوق بغية تحسين البيئة التنظيمية لجذب الاستثمارات وتعزيز الثقة في السوق.

كما حاولنا من خلال هذا الفصل فهم كيفية مساهمة المالية السلوكية في ترشيد قرارات الاستثمار، حيث يعتبر اتخاذ القرارات الاستثمارية أحد المخاطر التي تواجه الأسواق المالية وبيئت المالية السلوكية أن التحيزات السلوكية الناتجة عن نفسية المستثمر لها تأثير على اتخاذ قرارات الاستثمار في السوق المالي السعودي.

الختامة

حاولنا من خلال هذه الدراسة فهم كيفية مساهمة المالية السلوكية في ترشيد قرارات الاستثمار، حيث يعتبر اتخاذ القرارات الاستثمارية أحد المخاطر التي تواجه الأسواق المالية. ويرجع ذلك إلى نقص توجيه المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية و بالتالي عدم رشادة قراراتهم. وفي هذا الصدد، برزت المالية السلوكية كنهج جديد مكمل للتمويل القياسي لتفسير التشوهات الملحوظة في الأسواق المالية وفهم سلوك المستثمرين للوصول إلى قرارات استثمارية أكثر عقلانية.

تبرز المالية السلوكية كأداة ضرورية لفهم وتحسين قرارات الاستثمار في السوق المالي السعودي، وذلك من خلال دراسة العوامل الاجتماعية والتحييزات النفسية المؤثرة على سلوك المستثمرين وهذا ما يساهم في تعزيز ثقة المستثمرين وتجنب الأخطاء الشائعة، كما أن تعزيز الوعي بالمالية السلوكية يمكن أن يسهم في خلق بيئة استثمارية أكثر شفافية واستقراراً، حيث يتمكن المستثمرون من تفادي الأخطاء الشائعة الناتجة عن العوامل النفسية كالخوف من الخسارة، أو التفاعل مع تقلبات السوق بشكل غير منطقي، كما يمكن للهيئات التنظيمية الاستفادة من مبادئ المالية السلوكية في تطوير سياسات تسهم في حماية السوق مما يعزز من ثقة المستثمرين، ويزيد من جاذبية السوق المالي السعودي.

في النهاية يعد دمج المالية السلوكية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري خطوة حيوية نحو تحقيق سوق مالي أكثر كفاءة واستدامة، مما يخدم جميع الأطراف المشاركة ويسهم في النمو الاقتصادي الشامل للمملكة العربية السعودية.

📌 **نتائج الدراسة:** من خلال ما تم عرضه في الدراسة من محاولتنا للإجابة على الإشكالية خلصنا إلى النتائج التالية منها نتائج تختبر صحة فرضياتنا:

- تساهم المالية السلوكية في بناء واختيار المحفظة المالية المثلى عن طريق تحليل وفهم السلوكيات النفسية للمستثمرين وتأثيرها على قراراتهم؛
- التحييزات النفسية للمستثمرين تؤدي بالفعل إلى عدم كفاءة السوق وعدم رشادة القرار الاستثماري وذلك عن طريق الثقة الزائدة وسلوك القطيع؛
- يعتبر الإفصاح على المعلومات في شركات السوق المالي السعودي عاملاً مهماً في التأثير على تنبؤات المستثمرين في اتخاذ قراراتهم؛
- المالية السلوكية هي نموذج مكمل للمالية القياسية، تجمع بين العلوم الاقتصادية وعلم النفس في تفسير التشوهات.

✚ الاقتراحات: هناك بعض الاقتراحات التي يمكن أن نقدمها استناداً للنتائج المتوصل إليها يمكن إيجازها فيما يلي:

- ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات السلوكية الخاصة بالمستثمرين عند دراسة الأسواق المالية؛
  - ضرورة إجراء دورات تدريبية للمستثمرين من أجل توجيههم وإرشادهم حتى لا تكون قراراتهم في غير محلها؛
  - تطوير جهاز الإفصاح عن المعلومات والشفافية في الأسواق؛
  - الاهتمام أكثر بمسألة قواعد ومعايير حوكمة الشركات في السوق المالي وهو ما يقود للتمتع بالكفاءة.
- ✚ آفاق الدراسة: لا شك أنه رغم الجهد المبذول في إتمام هذا البحث، فإن هذا الأخير لا يخلو من النقائص بسبب عدم قدرتنا على تناول كل نواحي الموضوع بالتفصيل، إلا أنه يمكن أن يكون هذا البحث جسراً يربط بين بحوث سبقت فأضاف إليها بعض المستجدات، لإثرائها وبعثها من جديد، وبحوث مقبلة كتمهيد لمواضيع يمكنها أن تكون إشكالية لأبحاث أخرى نذكر منها:
- التطرق إلى المالية السلوكية أكثر في الدراسات العربية؛
  - آثار إغفال الجوانب النفسية والسلوكية للمستثمر على استقرار الأسواق المالية؛
  - البحث عن العوامل الخارجية المؤثرة على التحيزات السلوكية ونفسية المستثمرين في سوق السعودية، وذلك لأنها تختلف من بلد لآخر تبعاً لاختلاف طبيعة المستثمرين وطبيعة الحياة الاجتماعية في كل بلد.



المرجع

## المراجع باللغة العربية

## أولاً: الكتب

1. هيئة السوق المالية، قصة السوق " توثيق تاريخ السوق المالية السعودية 2020/1926، الطبعة الأولى، مكتبة الملك فهد الوطنية، 2021.
2. موسى بن منصور، إدارة المحافظ المالية "دروس وتطبيقات مدعومة بمسائل وتمارين محلولة وأخرى مقترحة"، طبعة مزيدة و منقحة، دار الباحث للنشر والإشهار، 2022.

## ثانياً: الرسائل الجامعية

## - أطروحات الدكتوراه ورسائل الماجستير:

1. برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية عل تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية بنوك تأمينات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2019/2018.
2. سيرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، رسالة مقدمة لنيل الماجستير، 2016/2015.
3. صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، مذكرة لنيل الماجستير، 2012/2011.

## - مذكرات الماستر:

4. بن قيراط مريم، جوادي كريمة، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط سوق الاوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومؤسسات مالية، جامعة 8 ماي 1945 قالمة.
5. حنيني الشيخ، عزيزي تهامي، تأثير المالية السلوكية على أداء الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد درايعية أدرار.
6. رباحي العيد، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ودوره في التنبؤ بالمخاطر النظامية لترشيد قرار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، 2014/2013.
7. زهار اسيا، دور حوكمة الشركات في ترشيد السلوك المالي للمستثمرين في الأسواق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية وإدارة المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، 2015 /2014.

8. سعيداني نعيمة أنفال، المالية السلوكية ودورها في إدارة الأزمات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية وإدارة المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد البشير الابراهيمى، برج بوعرييج، 2013/2012.
9. قصوري هاجر، قوارطة لبنى، تأثير العوامل السلوكية في تقييم أداء المحافظ المالية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة.
10. مانع سهام، نظرية المالية السلوكية وتطبيقاتها في إدارة المحفظة المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية وإدارة المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة برج بوعرييج، 2013/2012.
11. مبارك بن سليمان ال فواز، الأسواق المالية من منظور اسلامي، مذكرة تدريسية، جامعة الملك عبد العزيز .
12. مطلس وردة، قادري زينب، تكوين محفظة الاستثمار المثلى للأسهم العادية دراسة تحليلية للسوق السعودي للأوراق المالية 2015-2019، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2019/2018.
13. منوار ندير، لعلبلي وليد، أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماجستير أكاديمي في علوم التسيير ، تخصص ادارة مالية، 2020/2019.
14. هلال أحمد، قياس أداء المحفظة المالية المثلى في السوق المالي السعودي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية وبنوك، جامعة مولاي الطاهر، سعيدة، ، 2021/2020.
15. وزان عبد الكريم، بوزيدي كبيرة، تسيير المحفظة المالية باستخدام التعلم العميق كمنهجية لتحسين اتخاذ القرار المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم التسيير، أدرار ، 2022/2021.

### ثالثا: المجلات والمؤتمرات العلمية

#### - المجلات:

1. اشتي شفيق رفيق، محمد نوري، دور أبعاد المالية السلوكية في تحقيق الثقة الريادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة زاخو، العراق، مجلد8، رقم4، 2020/12.
2. أميرة دباش، التقارير المالية ودورها في ترشيد القرارات الاستثمارية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة أم البواقي، المجلد 10، العدد 12، 2017.

3. إيمان فتحي عبده، تأثير المعرفة المالية على الاتجاه والسلوك المالي لعملاء البنوك التجارية المصرية، المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة جامعة جنوب الوادي، العدد الأول، السنة الثامنة، يونيو 2020.
4. بن يمينة كمال، عطية حليلة، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الازمات، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، المجلد 3، العدد 2017، 6.
5. بوعجمي عبد القادر، بوجرفة بن ناصر، عالمي الطيب، العوامل والتحديات المؤثرة على القرارات المالية للمستثمرين، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 1، العدد 02، 2019.
6. جماع مختار، دور الأسواق المالية في تمويل استثمارات الدولة دراسة حالة الجزائر، مجلة الابداع، المجلد 9، العدد 01، 2019.
7. جميل النجار، العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، المجلد 3، العدد 02، 2017.
8. حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة، مجلة المثني للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كوفة، المجلد 8، العدد 3، 2018/1/9.
9. حسين وليد حسين و آخرون، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد 22، سنة 2013 .
10. حلام برحايلي، زويبر عياش، أثر العائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 20، جوان 2017.
11. حمد بن عبد الزهراني، أحمد محمد حمدي، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، المجلة العربية للإدارة، المملكة العربية السعودية، مجلة 37، العدد 03، 2017.
12. رانيا حامد محمو العوادلي ، أمير علي المرسي شوشة، دور الذكاء المالي في العلاقة بين العوامل السلوكية وقرار الاستثمار، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة جامعة دمياط، العدد الثاني، يوليو 2022.
13. رنا محمد الغريب حمادة، أثر التمويل السلوكي على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة جامعة دمياط، العدد الثاني، المجلد الثالث، يوليو، 2022.
14. سعيدة بورديمة، القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جوان 2015.
15. سلماني عادل، النيات تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات داخل سوق رأس المال، مجلد 9، العدد 01، 2023 .

16. سلمى يونس، علم النفس الايجابي: مفهومه، تطوره، مجالاته التطبيقية ورؤية مستقبلية بالوطن العربي، مجلة الشرق الأوسط لعلم النفس الايجابي، العدد1، 2015.
17. عبد الرحمان بن سانية ، صلاح الدين نعاس، على بن الضب ،الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد01، العدد02، ديسمبر 2017.
18. عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة وصفية احصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي ، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المسيلة ، العدد1، مارس 2017.
19. عطية حليلة، علون محمد لمين، دور محددات الاستثمار المالي في اتخاذ القرارات الاستثمارية بسوق رأس المال، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد03، العدد02، ديسمبر 2020.
20. علي أحمد فارس، ميثم ربيع هادي، من المالية التقليدية الى المالية السلوكية التحول الجذري: دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية، المجلة العراقية للعلوم الادارية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، المجلد10، العدد40.
21. فاطمة قادم، نموذج اختبار الأنماط الطارئة لدراسة كفاءة وحركة أسعار أسهم البورصات المغاربية(2008-2014)، مجلة المدبر، العدد5، ديسمبر 2017، المدرسة العليا للتسيير والاقتصاد الرقمي، القليعة، الجزائر.
22. فخاري فاروق، زبيري نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوّهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد03، العدد2019، 02.
23. لمين شرع، علي بن ساحة، المنهج السلوكي في القرارات المالية، مجلة أبحاث كمية ونوعية في العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 12، 01/6/2023.
24. محمد عبد السادة نعيم، أبعاد المالية السلوكية في الاستدامة المالية، مجلة الغاري كلية الادرة والاقتصاد، المجلد18، العدد3، 2022.
25. مروة مويسي، السياسة المالية كأسلوب لجذب الاستثمار، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، العدد الأول، 2017.
26. مصطفى أحمد حامد رضوان، الاقتصاد السلوكي كمدخل جديد لعلاج السياسات الاقتصادية، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، معهد مصر، المجلد9، العدد3، سبتمبر 2023.
27. مهدي عطية موحى الجبوري، التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد22، العدد4، 2014.
28. موسى بن منصور، مانع سهام، مدخل المالية السلوكية في ادارة المحفظة المالية، مجلة دفاتر البحوث العليا، المركز الجامعي مرسلبي عبدالله بتيبازة، العدد11، ديسمبر 2017.

29. نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 9، العدد 02، جوان 2018.
30. هزاع مفلح، ورد كوجك، أمثلة المحفظة الاستثمارية السلوكية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقاربة مدمجة بين نظريتي التوقع و المحفظة الحديثة)، مجلة جامعة حماة، المجلد الخامس، العدد الخامس، 2022.
31. أحمد بن عبد الله الزهراني، أحمد محمد حمدي، التحيزات السلوكية لدى المستثمرين، المجلة العربية للإدارة، المجلد 37، العدد 3، سبتمبر 2017.

- الملتقيات:

32. بن منصور موسى، مانع سهام، المالية السلوكية واستخداماتها في المؤسسة الاقتصادية الحديثة، الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة.
33. بن منصور موسى، مانع سهام، أهمية العلوم الاجتماعية في بناء النظرية المالية السلوكية، ملتقى الوطني الافتراضي حول السلوك المالي ودوره في تحقيق الإقلاع الاقتصادي بالجزائر، جامعة غليزان.
34. مانع سهام، بن منصور موسى، دور المالية السلوكية في تطوير الابتكار المالي، الملتقى الدولي الافتراضي حول المالية السلوكية بين النظرية والتطبيق، جامعة غرداية، 2022.

رابعاً: المطبوعات

1. داحي محمد، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة-الجزائر، سنة 2018/2017، ص 93.
2. رياق رفيق، مطبوعة بيداغوجية في مقياس الاسواق المالية، جامعة 8 ماي 1945 -قائمة-، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2018/2017.

خامساً: تقارير

1. اكااديمية المالية، إفصاح عن المعلومات لمصدري الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية(تداول).
2. تداول السعودية، علاقات المستثمرين دليل أفضل الممارسات في مجال علاقات المستثمرين.
3. تقرير السنوي 2022 لهيئة السوق المالية.
4. عبد الكريم أحمد قندوز، استخدام الاقتصاد السلوكي في تصميم السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 119، 2023، حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رؤى اقتصادية، العدد الثالث، ديسمبر 2012.
5. هيئة السوق المالية، الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم.

6. هيئة السوق المالية، التوجيهات الاستراتيجية لرفع جاذبية إدارة الأصول في المملكة.  
7. هيئة السوق، صكوك وأدوات الدين.

### المراجع باللغة الأجنبية

1. Imad talhartit ,sanae ait jillal ,mounime el kabbouri ,behavioral finance how are trader's financialdecisions and performance impacted by behavioral biases under uncertaly ,international journal of science academic research ,2022 .
2. Annette Nakamya, The impact of behavioral finance on investment decisions by investment banks in kenya, a research project of master's, united states international university, africa, 2020.
3. Berarma rima , portfolio construction choice comparative based behavioral finance and efficient market , مجلة دراسات وابحاث المجلة العربية ف العلوم الانسانية ، والاجتماعية،العدد27،جوان 2017،السنة التاسعة،ص4591.
4. Ghalmi ettayib, boudjerfa bennacere, behavioral biases affecting investors financial decisions, journal of managment and economic science prospect s , volume n01, 2021 .
5. <https://www.financestrategists.com/financial-advisor/behavioral-finance/> –
6. Mohamed sherif, behavioral finance Vs traditional finance, school of social science, heriot-watt university, uk, december2016.
7. Neelam kapoor, financial portfolio management:overview and decision making in investment process, international journal of research(IJR), vol1, issue10 ,10 novembre2014
8. Sinem Derindere Koseoglu, behavioral finance VS traditional finance, turkey .
9. fethi benichou ,the role of behavioral finance theorie in investor financial decision-making ,journal of el-makrizi for economic
- 10.Nay Pyi Taw, Myannar, portfolion investment, balance of payments division IMF statisties department, january 19-23/ 2015.
- 11.Dr.kasilingam, investment and portfolio menagement, department of management studies, pondicherry university.

12. Exploring the distinction between traditional and behavioral finance, 15/2/2024, <https://www.iibs.edu.in.com/>

### المواقع الإلكترونية

1. المالية السلوكية وعلم النفس. صناعة القرار و الأسواق، <https://www.daralfiker.com/>، اطلع عليه بتاريخ: 2024/3/3.
2. سلام الزبون، علم الاجتماع، <https://mowdoo3.Com/>، اطلع عليه بتاريخ: 2024/2/28.
3. أحمد أبو جعفر، العوامل السلوكية ونظام المعلومات المحاسبية، <http://www.alweehdat.com/vb>
4. Portfolio diversification <https://www.tickeron.com/>
5. الموقع الإلكتروني [www.mafahem.com](http://www.mafahem.com)
6. موقع السوق المالية السعودية [www.saudiexchange.sa](http://www.saudiexchange.sa)
7. <https://www.portfolios.sa>
8. <https://laws.boe.gov.sa/BoeLaws/Laws/LawDetails/>
9. Portfolio diversification, <https://www.tickeron.com/>
10. <https://www.tadawul.com/>



الملاحق

## الملحق رقم 01: مؤشرات صناديق الاستثمار الخاصة مصنفة بحسب نوع الاستثمار من 2019 إلى 2022

الجدول رقم (13): مؤشرات صناديق الاستثمار الخاصة مصنفة بحسب نوع الاستثمار<sup>1</sup>

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيم الأصول (مليون ريال)		نسبة التغير	عام 2022م	عام 2021م
	عام 2022م	عام 2021م	عام 2022م	عام 2021م	عام 2022م	عام 2021م			
أسهم	168	121	1,327	685	178,592.2	160,141.0	%93.7	عام 2022م	عام 2021م
أسهم ملكية خاصة	117	110	2,993	1,889	19,463.9	12,793.5	%58.4	عام 2022م	عام 2021م
رأس مال جريء	21	-	706	-	1,431.9	-	-	عام 2022م	عام 2021م
أدوات دين	21	16	709	711	11,816.8	11,411.1	%0.3-	عام 2022م	عام 2021م
أسواق نقد	6	6	116	110	2,356.9	2,517.6	%5.5	عام 2022م	عام 2021م
عقاري	249	158	17,631	3,194	122,977.0	96,007.0	%452.0	عام 2022م	عام 2021م
سلع	2	2	0	0	0.0	0	-	عام 2022م	عام 2021م
متعدد الأصول	86	71	430	340	13,708.0	12,039.7	%26.5	عام 2022م	عام 2021م
تحوط ومشتقات مالية	0	1	0	5	0.0	353.9	%100.0-	عام 2022م	عام 2021م
مغذي	5	1	165	80	404.9	405.7	%106.3	عام 2022م	عام 2021م
تمويلي	10	6	248	187	1,296.1	794.6	%32.6	عام 2022م	عام 2021م
وقفى	1	3	1	1	28.9	27.8	-	عام 2022م	عام 2021م
<b>الإجمالي</b>	<b>686</b>	<b>495</b>	<b>24,326</b>	<b>7,202</b>	<b>352,076.6</b>	<b>296,491.9</b>	<b>%237.8</b>	<b>عام 2022م</b>	<b>عام 2021م</b>

الجدول رقم (21): مؤشرات صناديق الاستثمار الخاصة مصنفة بحسب نوع الاستثمار<sup>(1)</sup>

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيم الأصول (مليون ريال)		نسبة التغير	عام 2020م	عام 2019م
	عام 2020م	عام 2019م	عام 2020م	عام 2019م	عام 2020م	عام 2019م			
أسهم	94	66	412	673	115,287.9	102,966.4	%38.8-	عام 2020م	عام 2019م
أسهم خاصة/رأس مال جريء	108	87	1,368	1,234	10,496.6	11,675.6	%10.9	عام 2020م	عام 2019م
أدوات دين	14	9	483	80	10,708.9	5,175.2	%503.8	عام 2020م	عام 2019م
أسواق نقد	7	7	109	103	2,207.2	2,262.3	%5.8	عام 2020م	عام 2019م
عقاري	136	116	2,531	2,168	83,157.0	58,458.1	%16.7	عام 2020م	عام 2019م
سلع	1	1	0	4	-	382.7	-	عام 2020م	عام 2019م
متعدد الأصول	69	59	207	132	9,269.4	7,836.2	%56.8	عام 2020م	عام 2019م
تحوط ومشتقات مالية	1	1	5	5	323.1	325.2	%0.0	عام 2020م	عام 2019م
مغذي	1	2	68	24	292.1	59.7	%183.3	عام 2020م	عام 2019م
تمويلي	6	6	118	64	509.0	318.6	%84.4	عام 2020م	عام 2019م
<b>الإجمالي</b>	<b>437</b>	<b>354</b>	<b>5,301</b>	<b>4,487</b>	<b>232,251.3</b>	<b>189,460.0</b>	<b>%18.1</b>	<b>عام 2020م</b>	<b>عام 2019م</b>

الملحق رقم 02: مؤشرات صناديق الاستثمار العامة مصنفة بحسب نوع الاستثمار من 2019 إلى 2022

جدول رقم (12): مؤشرات صناديق الاستثمار العامة مصنفة بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيم الأصول (مليون ريال)		نسبة التغير	نسبة التغير	نسبة التغير
	عام 2022م	عام 2021م	عام 2022م	عام 2021م	عام 2022م	عام 2021م			
أسهم	123	129	140,628	142,316	23,255.4	25,096.0	%4.7-	%1.2-	%73-
أدوات دين	13	14	5,213	2,161	19,551.9	34,403.6	%71-	%141.2	%46.2-
أسواق نقد	43	42	30,719	34,187	49,619.5	130,888.5	%2.4	%10.1-	%62.1-
عقاري	5	8	2,550	7,078	680.2	6,708.9	%37.5	%64.0-	%89.9-
فايز	24	22	7,018	6,275	2,846.9	2,555.5	%9.1	%11.8	%11.4
متوازن	0	0	-	0	-	0.0	-	-	-
المؤشرات المتداولة	7	6	15,392	9,874	1,519.1	1,598.6	%16.7	%55.9	%5.0-
الاستثمار العقاري المتداول	18	17	301,031	305,372	25,198.2	22,008.8	%5.9	%1.4-	%14.5
أخرى	20	18	150,318	22,049	3,434.0	3,913.6	%11.1	%581.7	%12.3-
<b>الإجمالي</b>	<b>253</b>	<b>256</b>	<b>652,869</b>	<b>529,312</b>	<b>126,105.0</b>	<b>227,173.5</b>	<b>%1.2-</b>	<b>%23.3</b>	<b>%44.5-</b>

الجدول رقم (19): مؤشرات صناديق الاستثمار العامة مصنفة بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيم الأصول (مليون ريال)		نسبة التغير	نسبة التغير	نسبة التغير
	عام 2020م	عام 2019م	عام 2020م	عام 2019م	عام 2020م	عام 2019م			
أسهم	128	137	142,968	148,367	21,220.7	20,667.5	%6.6-	%3.6-	%2.7
أدوات دين	12	7	2,049	752	17,368.1	1,927.3	%71.4	%172.5	%801.2
أسواق نقد	43	46	37,607	39,051	136,415.4	106,796.6	%6.5-	%3.7-	%27.7
عقاري	10	9	7,212	7,141	7,544.9	7,951.6	%11.1	%1.0	%5.1-
فايز	23	25	5,422	5,478	2,236.2	2,837.3	%8.0-	%1.0-	%21.2-
متوازن	2	2	288	293	53.4	62.5	%0.0	%1.7-	%14.6-
المؤشرات المتداولة	6	3	4,899	461	1,609.0	42.0	%100.0	%962.7	%3731.0
الاستثمار العقاري المتداول	17	17	156,342	127,593	21,645.0	19,068.2	%0.0	%22.5	%13.5
أخرى	13	7	2,107	603	1,631.7	605.0	%85.7	%249.4	%169.7
<b>الإجمالي</b>	<b>254</b>	<b>253</b>	<b>329,739</b>	<b>358,894</b>	<b>209,724.3</b>	<b>159,958.0</b>	<b>%0.4</b>	<b>%8.8</b>	<b>%31.1</b>

# فهرس المحتويات

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
-	الإهداء
-	شكر وعرهان
ا	ملخص الدراسة
اا	قائمة المحتويات
.ا	قائمة الجداول
.اا	قائمة الأشكال
.ااا	قائمة الملاحق
أ-ج	مقدمة
38-05	الفصل الأول: مفاهيم وأساسيات حول المالية السلوكية والاستثمار المالي
05	تمهيد
06	المبحث الأول: أساسيات المالية السلوكية
06	المطلب الأول: ماهية المالية السلوكية
06	الفرع الأول: نبذة تاريخية
07	الفرع الثاني: مفاهيم المالية السلوكية والقياسية والفرق بينهما
10	المطلب الثاني: مبادئ وأبعاد المالية السلوكية وأهم العلوم المساهمة في بنائها
10	الفرع الأول: مبادئ المالية السلوكية
11	الفرع الثاني: أهم العلوم المساهمة في بناء المالية السلوكية
12	الفرع الثالث: أبعاد المالية السلوكية
13	المطلب الثالث: نظريات المالية السلوكية ونماذجها
13	الفرع الأول: نظريات المالية السلوكية
16	الفرع الثاني: نماذج المالية السلوكية
17	المطلب الرابع: التحيزات السلوكية الملاحظة في الأسواق المالية وحدود المالية السلوكية
17	الفرع الأول: التحيزات السلوكية الملاحظة في الأسواق المالية

19	الفرع الثاني: حدود المالية السلوكية
22	المبحث الثاني: الاستثمار في السوق المالي
22	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية
22	الفرع الأول: تعريف السوق المالي
22	الفرع الثاني: وظائف السوق المالي
23	الفرع الثالث: طبيعة الاستثمار في السوق المالي
25	الفرع الرابع: أهداف الاستثمار المالي
25	المطلب الثاني: المحفظة المالية كشكل من أشكال الاستثمار في السوق المالي
25	الفرع الأول: تعريف المحفظة المالية وأنواعها
28	الفرع الثاني: أدوات المحفظة المالية
30	الفرع الثالث: مناهج بناء المحفظة المالية
32	الفرع الرابع: قياس أداء المحفظة المالية
34	المطلب الثالث: قرارات الاستثمار في السوق المالي
34	الفرع الأول: مفهوم قرارات الاستثمار
35	الفرع الثاني: أنواع قرار الاستثمار في السوق المالي
35	الفرع الثالث: مبادئ قرار الاستثمار في السوق المالي والعوامل المؤثرة فيه
37	الفرع الرابع: اسهامات المالية السلوكية في توجيه قرارات الاستثمار
38	خلاصة الفصل
71-39	الفصل الثاني: دور المالية السعودية في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي
40	تمهيد
41	المبحث الأول: أساسيات حول السوق المالي السعودي
41	المطلب الأول: ماهية السوق المالي السعودي
41	الفرع الأول: تعريف وأقسام السوق المالي السعودي
43	الفرع الثاني: ماهية هيئة السوق المالي السعودي
44	الفرع الثالث: خصائص وأهداف السوق المالي السعودي

46	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالي السعودي وآلية عمله
46	الفرع الأول: الأدوات المتداولة في السوق المالي السعودي
51	الفرع الثاني: آلية عمل السوق المالي السعودي
52	المطلب الثالث: أشكال الاستثمار في السوق المالي السعودي
57	الطلب الربع: أنواع المستثمرين في السوق المالي السعودي
61	المبحث الثاني: ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي
61	المطلب الأول: اسهامات المالية السلوكية في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي
61	الفرع الأول: الإفصاح وحوكمة الشركات
63	الفرع الثاني: قياس كفاءة السوق المالي السعودي بالاعتماد على مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية
67	المطلب الثاني: تفسير التحيزات السلوكية في السوق المالي السعودي
69	المطلب الثالث: اختيار المحفظة المثلى في السوق المالي السعودي
71	خلاصة الفصل
72	الخاتمة
75	قائمة المراجع
83	الملاحق
86	فهرس المحتويات

## الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهمية المالية السلوكية كنموذج مكمل للمالية القياسية في ترشيد قرارات المستثمرين في الأسواق المالية من خلال تسليط الضوء على أحد أهم الأسواق المالية في الوطن العربي وهو السوق المالي السعودي من خلال الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي.

وقد تم التوصل الى عدة نتائج أهمها أن المالية السلوكية أداة ضرورية لفهم وتحسين قرارات الاستثمار في الأسواق المالية لاسيما في السوق المالي السعودي وكما أن المالية السلوكية تساهم في بناء واختيار المحفظة المالية المثلى عن طريق فهم وتحليل السلوكيات النفسية للمستثمرين وتأثيرها على قراراتهم.

**الكلمات المفتاحية:** المالية القياسية، المالية السلوكية، قرارات الاستثمار، التحيزات السلوكية، السوق المالي السعودي.

## Abstract:

This study aimed to highlight the importance of behavioral finance as a complementary model to standard finance in rationalizing investors' decisions in financial markets by shedding light on one of the most important financial markets in the Arab world, which is the Saudi financial market, by relying on the descriptive and analytical approach.

Several results have been reached, the most important of which is that behavioral finance is a necessary tool for understanding and improving investment decisions in financial markets, especially in the Saudi financial market. Behavioral finance also contributes to building and selecting the optimal financial portfolio by understanding and analyzing the psychological behaviors of investors and their impact on their decisions.

**Key words:** Standard finance, behavioral finance, investment decisions, behavioral biases, Saudi financial market.