



العلاقة بين نظرية التمويل السلوكي وإدارة الأرباح: دراسة تحليلية

The Association between Behavioral Finance Theory and Earnings Management: An Analytical Study

أ/ نسمة هاني محمد الصاوي

باحثة دكتوراه

كلية التجارة - جامعة القاهرة

nesma_hany_elsawy@foc.cu.edu.eg

د/ محمد أحمد أبو بكر

مدرس المحاسبة المالية

كلية التجارة - جامعة القاهرة

mohamed_abobakr@foc.cu.edu.eg

أ.د/ أحمد محمد أبو طالب

أستاذ المحاسبة المالية

كلية التجارة - جامعة القاهرة

a.abotalib@foc.cu.edu.eg

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ

المجلد العاشر - العدد السابع عشر - الجزء الثاني

يناير ٢٠٢٤ م

رابط المجلة : <https://csj.journals.ekb.eg>

المستخلص:

يهدف هذا البحث إلى التحليل النظري لتأثير نظرية التمويل السلوكي على إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية، حيث أشارت النظرية السلوكية إلى تأثير العوامل السلوكية والإدراكية على أسعار الأسهم مما ينعكس على العديد من قرارات الإدارة، وبناء على النظرية السلوكية فإن العوامل السلوكية والإدراكية يتم التعبير عنها من خلال ما يُعرف بميول المستثمرين، حيث تتشكل ميول المستثمرين بناء على هذه العوامل السلوكية. ونتيجة الدور الكبير الذي تلعبه ميول المستثمرين للتأثير على سوق المال بشكل عام وعلى أسعار وعوائد الأسهم بشكل خاص، قامت بعض الدراسات بدراسة تأثير ميول المستثمرين على أسعار وعوائد الأسهم بالإضافة إلى تأثيرها على العديد من قرارات الإدارة مثل القرارات الخاصة بهيكل رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، القرارات الخاصة بدخول الشركات في استثمارات جديدة، والقرارات الخاصة بإعداد التقارير المالية مثل القرارات الخاصة بالإفصاح الاختياري وقرارات استخدام ممارسات إدارة الأرباح. وفيما يتعلق بتأثير ميول المستثمرين على إدارة الأرباح فيُتوقع وجود تأثير معنوي بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية، وذلك حيث إن التغير في حجم الطلب على الأسهم نتيجة التغير في ميول المستثمرين قد يدفع الإدارة لاستخدام الاستحقاقات الاختيارية للتأثير على صورة الأرباح المحاسبية والتي تعبر عن أداء الشركات.

الكلمات الرئيسية: نظرية التمويل السلوكي، ميول المستثمرين، إدارة الأرباح.

Abstract:

This research aims to analyze the association between behavioral finance theory and accrual-based earnings management. Behavioral finance theory refers to the impact of behavioral factors on stock prices and returns and this impact may influence a lot of managerial decisions. According to behavioral finance theory, behavioral factors can be represented by investor sentiment which is formed due to the combination of behavioral factors. As the importance of sentiment in behavioral finance theory, many studies have been conducted to investigate the impact of investor sentiment on stock prices and returns. On the other hand, few studies have focused on examining the impact of investor sentiment on managements' decisions related to capital structure, dividend policy, new investments, financial reporting (e.g., voluntary disclosure, and earnings management practices). A significant association is expected between investor sentiment and accrual-based earnings management as the change of trading volume of stocks due to the change of investor sentiment could be a managerial incentive to use accrual-based earnings management practices to affect earnings which stand for corporate performance.

Keywords: Behavioral finance; Investor sentiment; Earnings management.

١/ طبيعة المشكلة

واجهت النظرية التقليدية المعتمدة على فرض كفاءة السوق العديد من الانتقادات وذلك لعدم قدرتها على تفسير العديد من الظواهر مثل ما أشارت إليه دراسة (DeLong et al. (1990b، حيث أوضحت الدراسة أن المستثمرين أحياناً قد يقومون بعمليات الشراء (البيع) عند زيادة (انخفاض) سعر السهم وهذه الظاهرة تُعرف بظاهرة (Positive Feedback)، بالإضافة إلى ما أشارت إليه دراسة (Altman (2014 فقد أوضحت الدراسة أن المستثمر قد يفضل الاحتفاظ بالاستثمارات منخفضة القيمة والقيام ببيع الاستثمارات عالية القيمة وهذه الظاهرة تُعرف بظاهرة (Disposition Effect) ونتيجة لعجز النظرية التقليدية على تفسير مثل هذه الظواهر بدأ الاتجاه إلى العقلانية النسبية التي تنتج عن القيود الإدراكية والسلوكية للفرد والتي لا يمكن فصلها عن عملية اتخاذ القرار.

وبناء على ذلك ظهرت نظرية التمويل السلوكي والتي تأخذ في اعتبارها العوامل الإدراكية والسلوكية والنفسية حتى تتمكن من وصف سلوك الأفراد ودمجه ضمن نماذج عملية اتخاذ القرار وذلك في محاولة لتفسير الظواهر التي عجزت عن تفسيرها النظرية التقليدية وفرض كفاءة السوق. وفي إطار تأثير العوامل الإدراكية والسلوكية في عملية اتخاذ القرار، فإن القرار الاستثماري يُعد مثل أي قرار آخر يتأثر بهذه العوامل، حيث تلعب العوامل الإدراكية والسلوكية والنفسية دوراً كبيراً في تحديد درجة تفضيل الأفراد للمخاطر مما يؤثر على قراراتهم الاستثمارية وبالتالي يؤثر على حجم الطلب لشراء وبيع الأسهم مما ينعكس على أسعارها. وتنعكس هذه العوامل السلوكية والإدراكية على ما يُعرف بميول المستثمرين والتي تلعب دور كبير في تحديد حجم الطلب على الشراء والبيع من قبل المستثمرين، ونتيجة لتأثير العوامل السلوكية أو ميول المستثمرين على أسعار الأسهم بالإضافة إلى اهتمام الإدارة بالحفاظ على مستوى سعر السهم فقد يكون هناك تأثير للعوامل السلوكية أو ميول المستثمرين على العديد من قرارات الإدارة.

وفي هذا الصدد، أهتمت العديد من الدراسات بدراسة ميول المستثمرين والتي تتشكل بناء على اعتقادات المستثمرين تجاه التدفقات النقدية المستقبلية ومخاطر الاستثمار، وبالتالي ركزت معظم الدراسات على دراسة العلاقة بين ميول المستثمرين وأسعار وعوائد الأسهم (Lee et al., 2002; Brown and Cliff, 2005; Baker and Wurgler, 2006; 2007; Glushkov, 2006; Kumar and Lee, 2006; Al-Nasseri et al., 2021; Fang et al., 2021) كما قامت العديد من الدراسات بدراسة تأثير ميول المستثمرين على قرارات الإدارة والتي ترتبط ببعض الأحداث المتعلقة بالشركة مثل القرارات الخاصة بهيكل رأس المال (Baker and Wurgler, 2002; Huang and Ritter, 2004; Lamont and Stein, 2005) أو التغيير في سياسة توزيعات الأرباح (Baker and Wurgler, 2004; Li and Lie, 2006) and Wurgler, 2004; Li and Lie, 2006) أو الدخول في استثمارات جديدة (Gilchrist et al., 2005; Polk and Sapienza, 2009)، وقد أشارت بعض الدراسات إلى أن استجابة الإدارة لميول المستثمرين قد تأخذ شكلاً آخر يتعلق بالقرارات الخاصة بإعداد التقارير المالية مثل القرارات الخاصة بعمليات الإفصاح الاختياري (Bergman and Roychowdhury, 2008; Brown et al., 2012; Hurwitz, 2018) أو ممارسات إدارة الأرباح (Rajgopal et al., 2007; Ali and

(Gurun, 2008; Simpson, 2013; Boudabbous et al., 2021). وفي هذه الدراسة سوف يتم التركيز على دراسة العلاقة بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية.

وبناء على ما سبق، تتمثل مشكلة البحث في التحليل النظري لتأثير نظرية التمويل السلوكي على قرارات الإدارة الخاصة بإدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية، وبالتالي يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلات التالية:

ما هي نظرية التمويل السلوكي؟ وكيف تؤثر نظرية التمويل السلوكي على إدارة الأرباح من خلال ميول المستثمرين؟

٢ / هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في دراسة تأثير نظرية التمويل السلوكي على قيام الإدارة بممارسات إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية، ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

١. دراسة نظرية التمويل السلوكي وكيف نشأت هذه النظرية.
٢. دراسة العلاقة بين نظرية التمويل السلوكي ومفهوم ميول المستثمرين ومحدداته وكيف يمكن قياسه.
٣. دراسة مفهوم إدارة الأرباح ومداخل إدارة الأرباح ودوافع الإدارة للقيام بممارسات إدارة الأرباح.
٤. دراسة العلاقة بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح.

٣ / أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من خلال الربط النظري بين مجال المحاسبة ومجال التمويل السلوكي والذي يمثل مجالاً خصباً لمزيد من الأبحاث، بالإضافة إلى تسليط الضوء على أهمية دراسة سلوك المستثمرين وفهم الكيفية التي يقوم بها المستثمر باتخاذ قراراته الاستثمارية وبالتالي تحديد تأثير ذلك على قرارات الإدارة الخاصة بإعداد التقارير المالية المرتبطة بإدارة الأرباح.

٤ / منهج البحث

يتمثل المنهج المستخدم لتحقيق هدف هذا البحث، في المنهج التحليلي وذلك لتحليل النظرية التقليدية وفرض كفاءة السوق والانتقادات الموجهة إليها، بالإضافة إلى تحليل نظرية التمويل السلوكي لتحديد الأبعاد التي يمكن من خلالها أن تؤثر نظرية التمويل السلوكي على قرارات الإدارة الخاصة بإدارة الأرباح، كما تم تحليل الدراسات السابقة وذلك للوقوف على طبيعة العلاقة بين نظرية التمويل السلوكي وإدارة الأرباح نظرياً.

٥/ حدود البحث

لم يتطرق البحث إلى دراسة العلاقة بين نظرية التمويل السلوكي وإدارة الأرباح من خلال النشاط الحقيقي، كما لم يتناول البحث ما يتعلق بتأثير العوامل السلوكية للإدارة والتي تُعرف بميول الإدارة على إدارة الأرباح. بالإضافة إلى ذلك، لم يتطرق البحث إلى إجراء دراسة تطبيقية لاختبار العلاقة بين نظرية التمويل السلوكي وإدارة الأرباح.

٦/ خطة البحث

وتحقيقاً لهدف البحث سوف يتم تناول الأبعاد التالية بالدراسة والتحليل:

- الافتراضات التي يقوم عليها فرض كفاءة السوق والانتقادات الموجه إليها.
- نظرية التمويل السلوكي وفروضها.
- ميول المستثمرين ومحدداتها ومقاييسها.
- إدارة الأرباح ومداخلها ودوافع الإدارة للقيام بإدارة الأرباح.
- الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح.

٧/ الافتراضات التي يقوم عليها فرض كفاءة السوق والانتقادات الموجه إليها

تقوم النظرية التقليدية في التمويل على فرض كفاءة السوق (Efficient Market Hypothesis) ويعتمد فرض كفاءة السوق على ثلاث افتراضات أساسية وهم؛ (١) العقلانية الكاملة لقرارات المستثمرين، (٢) اتباع أسعار الأسهم لنظرية المسار العشوائي، (٣) فعالية عمليات المراجعة، وفيما يلي عرض للمقصود بكل افتراض، والنظريات التي اعتمدت عليها هذه الافتراضات، والانتقادات الموجهة إلى كل منهم.

١/٧ العقلانية الكاملة لقرارات المستثمرين

يُعد القرار هو فعل معين يقوم الفرد بتنفيذه، ويقوم الفرد بالعديد من العمليات لاختيار القرار من بين عدة بدائل للقرار، وتعتمد عملية اتخاذ القرار في الأساس على مدى دراية متخذ القرار بخصائص البيئة المحيطة به (Takemura, 2021). ويمكن تعريف عقلانية القرار طبقاً للنظرية التقليدية، على أنها اختيار البديل الذي يحقق الحل الأمثل، وذلك من خلال قيام الفرد بتحديد ووصف النتائج الخاصة بكل بديل من بدائل القرار بشكل دقيق، وبالتالي يستطيع اختيار البديل الأمثل (Simon, 1955).

وقد تم استخدام مبدأ القيمة النقدية المتوقعة (The Principle of the Monetary Expected Value) كمعيار لتحديد البديل الذي يحقق الحل الأمثل، حيث إنه طبقاً لمبدأ القيمة النقدية المتوقعة فإن البديل الأمثل (البديل العقلاني) هو البديل الذي يحقق أعلى قيمة نقدية متوقعة بمعنى أن يكون العائد النقدي من اختيار هذا البديل أعلى من تكلفة اختيار هذا البديل (سعر هذا البديل) (Jensen, 1967). إلا أن قام Daniel Bernoulli برفض مبدأ القيمة النقدية المتوقعة وأشار إلى مبدأ المنفعة (The Utility Concept) حيث أشار إلى أنه لا يمكن لجميع الأفراد استخدام نفس المعيار لتقييم بدائل

القرار، حيث أوضح أنه لا يمكن لشخص فقير تقييم ورقة اليانصيب بنفس معيار شخص آخر لديه ثروة؟ ومن هنا اتجه إلى مبدأ القيمة (Value)، حيث أوضح أنه يجب تقييم أي شيء من خلال قيمته وأن هذه القيمة لا تتمثل في سعر هذا الشيء، بل في المنفعة المتوقعة (Expected Utility) منه (Bernoulli, 1954). وبعد مضي أكثر من قرنين، وبالتحديد في أربعينيات القرن العشرين تم تطوير مبدأ المنفعة الذي توصل إليه Bernoulli وذلك على يد كل من John Von Neumann و Oskar Morgenstern لتقديم ما يُعرف بنظرية المنفعة المتوقعة (Expected Utility Theory) والتي تُعد أحد أهم النظريات المستخدمة في تحليل عملية اتخاذ القرار، وتقوم نظرية المنفعة المتوقعة بشكل عام على أن متخذ القرار يتمثل في رجل اقتصاد رشيد لديه كافة المعلومات عن البيئة المحيطة به، ويتمتع بالقدرة على قياس وحساب وتوقع نتائج جميع البدائل المتاحة أمامه بما يسمح له باختيار البديل الذي يحقق له أعلى منفعة (Simon, 1955; Ackert, 2014). ومن أهم فروض نظرية المنفعة المتوقعة؛ (١) أن البديل يُعد مقبولاً إذا كانت نتيجة ضم هذا البديل إلى أصول متخذ القرار تحقق منفعة متوقعة تفوق المنفعة المتوقعة من أصول متخذ القرار دون إضافة هذا البديل. وبناء على ذلك فإن نظرية المنفعة المتوقعة تركز على الوضع النهائي لثروة متخذ القرار أكثر من التركيز على التغير في هذه الثروة (Kahneman, and Tversky, 1979; Ackert, 2014). (٢) أن متخذ القرار هو شخص متجنب للمخاطر في كل الأحوال، أي أن دالة المنفعة بيانياً تأخذ الشكل المقعر (Concave Function) في كل الأحوال (Kahneman, and Tversky, 1979; Tversky, and Kahneman, 1981; Slovic, et al., 1985; Ackert, 2014).

وبناء على ما سبق فإن العقلانية الكاملة تعني أن المستثمر يقوم باتخاذ قراراته سواء بالبيع أو بالشراء بشكل موضوعي وعقلاني ودون أي تحيز وذلك بناء على معلومات دقيقة عن القيمة الأساسية للسهم وذلك لتحقيق أقصى منفعة ممكنة (Fama, 1965b; Shleifer, 2000; Baker and Wurgler, 2006).

٢/٧ الانتقادات الموجهة للعقلانية الكاملة لقرارات المستثمرين

١/٢/٧ الخصائص الإدراكية للفرد

يرى Simon (1955) أن مفهوم رجل الاقتصاد الذي تفترضه النظرية التقليدية يجب مراجعته، واستبداله بالسلوك العقلاني الذي يتفق مع القدرة الواقعية للفرد للحصول على المعلومات وتحليلها، حيث إن نظرية المنفعة المتوقعة لم تأخذ في اعتبارها التحيز الناتج عن الخصائص الإدراكية والنفسية للأفراد، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

١/١/٢/٧ الإستدلال من خلال التمثيل (Representativeness)

إذا أراد الفرد على سبيل المثال تحديد احتمالية انتماء (س) إلى التصنيف (ص)، أو احتمالية أن العملية (س) سوف تتسبب في حدوث (ص)، فإن الفرد يقوم بدراسة الخصائص الأساسية لكل من (س) و(ص) وذلك لتقييم درجة التشابه بينهما ودرجة تمثيل (ص) لـ (س)، وإذا كانت درجة التشابه عالية يتم

تحديد احتمال مرتفع (Slovic, et al., 1977)، وقد توصلت دراسة Kahneman and Tversky (1973) أن التمثيل يُعد أحد أساليب الاستدلال التي يستخدمها الأفراد عند القيام بعمليات التنبؤ.

٢/١/٢/٧ الاستدلال من خلال الاسترجاع (Availability)

ويعني ذلك أن يقوم الفرد بتقييم احتمالية حدوث حدث معين من خلال مدى السهولة التي يقوم بها عقله في استرجاع الحدث (Slovic, et al., 1977)، حيث أوضحت دراسة Tversky and Kahneman (1973) أن الفرد يستطيع استرجاع مواقف معينة بسهولة شديدة إذا كانت هذه المواقف قد تكررت كثيراً أمامه، إلا أن استرجاع المواقف غير المتكررة ليس بهذه السهولة، على سبيل المثال يمكن للفرد تقييم معدل الطلاق في مجتمع ما من خلال استرجاع حالات الطلاق بين معارفه.

٣/١/٢/٧ الاستدلال من خلال الترسيخ (Anchoring)

وهو يحدث عند اعتماد الفرد في عملية اتخاذ القرار على نقطة مرجعية معينة (Slovic, et al., 1977; Tversky and Kahneman, 1974; Parveen, et al., 2021) حيث يقوم الفرد ببناء تقديراته وتوقعاته بناء على هذه النقطة بصرف النظر عن إذا كانت هذه النقطة نتيجة لهيكل المشكلة أو نتيجة عمليات حسابية جزئية (Baker and Nofsinger, 2010) وبالتالي إذا كانت نقطة البداية غير مناسبة للقرار فإن ذلك سوف يؤثر على جميع التقديرات التالية.

٤/١/٢/٧ هيكلية المشكلة (Framing)

حيث تختلف اختيارات الأفراد لبدائل القرار بناء على الكيفية التي يدرك بها الفرد المشكلة، ويعتمد إدراك الفرد للمشكلة على طريقة صياغة المشكلة بالإضافة إلى الخصائص الشخصية لمتخذ القرار، وبالتالي يختلف إدراك الفرد للمشكلة طبقاً لطريقة صياغتها (Ackert, 2014).

٥/١/٢/٧ التحفظ (Conservatism)

يشير التحفظ إلى بطء قيام الأفراد بتغيير معتقداتهم نتيجة على ظهور معلومات جديدة، حيث قامت دراسة Edwards (1968) بمقارنة رد فعل الأفراد تجاه ظهور معلومات جديدة والمقياس المرجعي لرد الفعل المحسوب بناء على نظرية (Bayes Theorem) وتوصلت الدراسة إلى بطء عملية تحديث الأفراد لمعتقداتهم تجاه ظهور معلومات جديدة (Edwards, 1968; Barberis et al., 1998).

٢/٢/٧ مبدأ أعلى منفعة

يقترح Simon (1955) أن يتم تحديد المنفعة بناء على درجة رضا الفرد وليس بناء على تحقيق أعلى درجة منفعة، وذلك من خلال تحديد الفرد لمستوى المنفعة المرضي بالنسبة له، وهذا في علم الاقتصاد يشبه الموقف الذي تكون فيه تكلفة الفرصة البديلة تساوي صفراً، أي أن العائد المحقق من البديل المختار يتساوى مع العائد المتوقع من البديل الذي لم يتم اختياره، فعلى سبيل المثال إذا كان السعر المقبول لأحد العقارات يساوي مليون جنيه فيالتالي أي قيمة أعلى من المليون سوف تكون قيمة مرضية للفرد، على الناحية الأخرى فإن أي قيمة أقل من المليون ستكون قيمة غير مرضية للفرد. وبناء على

تحديد المستوى المرضي من المنفعة يمكن تحديد مجموعة النتائج الممكنة التي تحقق المنفعة المرضية وبالتالي تحديد السلوك الذي يمكن من خلاله تحقيق النتائج التي تحقق المنفعة المرضية.

يتفق اقتراح Simon (1955) مع ما أشار إليه Bernoulli (1954) فيما يتعلق بمبدأ القيمة، حيث أوضح Bernoulli أنه لا يمكن توحيد معيار القيمة بين الأفراد، وعلى ذلك فإن أعلى منفعة قد يحققها فرد معين ليس من الضروري أن تكون أعلى منفعة لفرد آخر، حيث تختلف الأولويات، والمويل، والقدرات العقلية بين الأفراد، وبالتالي فإنه من الأنسب استبدال فكرة أعلى منفعة بمستوى المنفعة المرضية.

٣/٢/٧ تجنب المخاطر

تفترض كفاءة السوق أن العقلانية تتمثل في نظرية المنفعة المتوقعة، والتي من فروضها أن متخذ القرار هو شخص متجنب للمخاطر في كل الأحوال. على العكس من ذلك، أشارت بعض الدراسات أن الفرد قد يقوم بالتحول من شخص متجنب للمخاطر إلى شخص يفضل المخاطر (Kahneman and Tversky, 1979; Tversky and Kahneman, 1981; Baker and Nofsinger, 2010; Ackert, 2014)

وفي هذا الصدد، قامت دراسة Kahneman and Tversky (1979) بسؤال عدد ٦٦ فرد عن اختيارهم لأحد البديلين؛ البديل (أ): تحقيق مكسب قدرة ٦,٠٠٠ ج باحتمال ٤٥٪، البديل (ب): تحقيق مكسب ٣,٠٠٠ ج باحتمال ٩٠٪. كانت النتيجة أن ٨٦٪ من الأفراد قاموا باختيار البديل (ب)، و ١٤٪ إختاروا البديل (أ)، وهذا يتفق مع فرض نظرية المنفعة المتوقعة الذي يفترض تفضيل الأفراد لتجنب المخاطر. في حين أنه مع تغيير الاحتمالات الخاصة بكل بديل، فقد تحولت تفضيلاتهم من متجنبين للمخاطر إلى مفضلين للمخاطر. حيث تم تغيير الاحتمالات وإعادة سؤال نفس الأشخاص مرة أخرى للاختيار بين البديل (ج): تحقيق مكسب قدرة ٦,٠٠٠ ج باحتمال ١٪، والبديل (د): تحقيق مكسب ٣,٠٠٠ ج باحتمال ٢٪. كانت النتيجة أن ٧٣٪ من الأفراد قاموا باختيار البديل (ج) و ٢٧٪ إختاروا البديل (د)، وبناء على نظرية المنفعة المتوقعة فلا يمكن تفسير ذلك السلوك. أما في حالة تحقيق الخسائر، فقد قامت دراسة Kahneman and Tversky (1979) بسؤال عدد ٩٥ فرد عن اختيارهم بين البديل (أ): تحقيق خسارة (٤,٠٠٠ ج) باحتمال ٢٠٪، البديل (ب): تحقيق خسارة (٣,٠٠٠ ج) باحتمال ٢٥٪. كانت النتيجة اختيار ٥٨٪ من الأفراد للبديل (ب)، واختيار ٤٢٪ من الأفراد للبديل (أ). ويتفق ذلك مع فرض تجنب المخاطر. كما قامت الدراسة بسؤال عدد ٦٦ فرد عن اختيارهم بين البديل (ج): تحقيق خسارة (٣,٠٠٠ ج) باحتمال ٩٠٪، البديل (د): تحقيق خسارة (٦,٠٠٠ ج) باحتمال ٤٥٪. كانت النتيجة إختيار ٩٢٪ للبديل (د)، واختيار ٨٪ للبديل (ج).

ويتضح من نتائج الحالات السابقة أن الأفراد ليسوا متجنبين للمخاطر في جميع الأحوال كما تفترض نظرية المنفعة المتوقعة، لكن قد يحدث تحول في تفضيلاتهم بناء على درجة التأكد، وهذا ما لم تستطع نظرية المنفعة المتوقعة تفسيره، ففي هذا الصدد أشارت بعض الدراسات إلى أنه كلما زادت درجة التأكد كلما كان الفرد متجنب للمخاطر في حالة تحقيق المكاسب أو الخسائر، ففي حالة المكاسب،

يفضل الفرد تحقيق مكسب بسيط مؤكد الحدوث على تحقيق مكسب كبير مع درجة مخاطرة عالية. أما في حالة تحقيق الخسائر يفضل الفرد الخسارة محتملة الحدوث على خسارة أقل مؤكدة الحدوث (Kahneman and Tversky, 1979; Tversky and Kahneman, 1981).

٣/٧ اتباع أسعار الأسهم لنظرية المسار العشوائي (Random Walk Theory)

يُعد أول من أشار إلى نظرية المسار العشوائي هو Louis Bachelier في دراسته "نظرية المضاربة" عام ١٩٠٠ (Alexander, 1961; Fama, 1965a; 1970; Levy, 1967)، وقد أوضح Karl Pearson في خطابه إلى مجلة (Nature) عام ١٩٠٥ عن عملية المسار العشوائي على أنها تشبه حركة شخص ما، من نقطة (س) لمسافة معينة في خط مستقيم حتى وصل إلى النقطة (ص)، ثم بدأ في التحرك مرة أخرى بزاوية عشوائية في خط مستقيم حتى وصل إلى النقطة (م)، وقد كرر ذلك لعدد (ن) من مرات، وتكمن المشكلة في معرفة التوزيع الاحتمالي (Probability Distribution) للنقاط التي تحرك منها هذا الشخص بعد العدد (ن) من تكرار التحرك. وتقوم نظرية المسار العشوائي على فرضين أساسيين وهما: (١) أن المسار المستقبلي لسعر السهم ما هو إلا سلسلة من الأرقام العشوائية، أي أن التغيرات المتلاحقة في أسعار الأسهم هي تغيرات مستقلة، وبالتالي فإن التوزيع الاحتمالي للتغيرات في أسعار الأسهم خلال الفترة السابقة يُعد توزيع مستقل عن الفترة الحالية أو المستقبلية. (٢) استقلالية التغيرات في أسعار الأسهم فلا يمكن استخدام التغيرات في أسعار الأسهم في الفترة السابقة للتنبؤ بالتغيرات في أسعار الأسهم سواء في الفترة الحالية أو الفترة المستقبلية، وبالتالي لا يمكن استغلال هذه التغيرات من خلال اتباع استراتيجية استثمار معينة لتحقيق عوائد تفوق العوائد المحققة من تكوين المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي (Kendall and Hill, 1953; Osborne, 1959; Alexander, 1961; Fama, 1965a; 1965b; 1970; Bachelier, 2006;)

٤/٧ الانتقادات الموجهة لنظرية المسار العشوائي

١/٤/٧ ارتداد الأسعار

اعتمدت بعض الدراسات على اختبار إحصائي يُعرف باسم (Runs Test of Randomness) يقوم بدراسة اتجاه التغير للتغيرات المتلاحقة (تغير موجب أو سالب)، حيث يقوم بتحديد الوسيط ثم يقوم بعد ذلك بتصنيف التغيرات في أسعار الأسهم إلى تغيرات موجبة وسالبة بناءً على ما إذا كانت أكبر أو أقل من الوسيط، وبناءً على ذلك يتم تقدير عدد السلاسل التي تكون فيها التغيرات لها نفس الإشارة ثم تحديد، ما إذا كان هذا العدد يقع في المدى الرياضي المتوقع طبقاً لبعض النماذج الرياضية أم لا؟، فإذا كان ضمن هذا المدى يتم قبول نظرية المسار العشوائي، أما إذا كان خارج المدى فيتم رفض نظرية المسار العشوائي، وقد توصلت دراسة (Niederhoffer and Osborne, 1966) إلى أنه بعد تغييرين للأسعار في نفس الاتجاه يكون احتمال الاستمرار في نفس الاتجاه (++) أكبر من أن يحدث تغير في هذا الاتجاه (++)- وبالتالي لم تدعم نتائج الدراسة نظرية المسار العشوائي.

٢/٤/٧ تحقيق عوائد أعلى من عائد الاختيار العشوائي للأسهم

اتجهت بعض الدراسات إلى تطبيق نموذج المحاكاة (Simulation Model) من خلال تطبيق استراتيجية استثمار بخلاف استراتيجية التكوين العشوائي للمحفظة الاستثمارية وذلك لاختبار مدى إمكانية الاستراتيجية المطبقة لتحقيق عوائد أعلى من استراتيجية التكوين العشوائي للمحفظة. وإذا أشارت النتائج إلى إمكانية تحقيق عوائد أعلى من عوائد استراتيجية التكوين العشوائي للمحفظة، يتم رفض نظرية المسار العشوائي (Alexander, 1961; 1964; Cootner, 1962; Fama, 1965b; Levy, 1967) وفي هذا الصدد، قامت دراسة (Alexander (1961 باستخدام استراتيجية التنقية (Filter 5%) وبناء على هذه الاستراتيجية إذا تحركت الأسعار لأعلى بنسبة ٥% فإنه على المستثمر القيام بالشراء حتى تبدأ الأسعار بالانخفاض في حدود ٥% (بعد الارتفاع السابق) وبالتالي يقوم المستثمر ببيع هذه الأسهم حتى تبدأ الأسعار في الارتفاع مرة أخرى في حدود ٥% (بعد الانخفاض السابق) مع استبعاد التغيرات التي تقل عن ٥%. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى إمكانية تحقيق عوائد من خلال استراتيجية التنقية (Filter 5%) أعلى من عوائد المحفظة المكونة عشوائياً. كما أشار (Alexander (1964 إلى نجاح استراتيجية التنقية (Filter 40%) في تحقيق عوائد أعلى من عوائد المحفظة المكونة عشوائياً. وفي هذا الإطار، اعتمدت دراسة (Cootner (1962 على استخدام استراتيجية المتوسط المتحرك وبناءً عليها يجب شراء السهم أو تغطية البيع على المكشوف إذا كان اتجاه متوسط سعر السهم لأعلى، كما يجب بيع السهم أو القيام بالبيع على المكشوف إذا تحرك متوسط السعر لأسفل، وتوصلت الدراسة إلى إمكانية تحقيق عوائد أعلى من تطبيق هذه الاستراتيجية مقارنة بعوائد المحفظة المكونة عشوائياً.

٥/٧ فعالية عمليات المراجعة (Arbitrage)

تشير عملية المراجعة إلى تزامن عملية الشراء والبيع لنفس الأوراق المالية في سوقين مختلفين بأسعار مختلفة لتحقيق عائد (Shleifer and Vishny, 1997; Shleifer, 2000)، يفترض في ظل السوق الكفاء أن من خلال عمليات المراجعة يتم التخلص من تأثير القرارات غير العقلانية لبعض المستثمرين على الأسعار، حيث تتسبب القرارات غير العقلانية في حدوث فجوة بين الأسعار وبين القيمة الأساسية للأسهم (Shleifer, 2000; Baker and Wurgler, 2006)، ونتيجة عمليات المراجعة تعود الأسعار إلى طبيعتها أي في حدود القيمة الأساسية للسهم (Shleifer and Vishny, 1997; Shleifer, 2000). على سبيل المثال، بفرض أن هناك سهم معين أصبح سعره في السوق أعلى من قيمته الأساسية نتيجة اتجاه أغلب قرارات المستثمرين إلى شراء هذا السهم دون مبرر واضح، فإن ذلك سوف يدفع المراجحين ببيع هذا السهم أو القيام بعمليات البيع على المكشوف (Short Selling) لتحقيق عوائد من فرق السعر مما يؤدي إلى توازن حجم العرض والطلب على السهم وبالتالي تحقيق التوازن في سعر هذا السهم من خلال تخفيض الفرق بين السعر والقيمة الأساسية إلى أقل حد ممكن وبالتالي الحفاظ على فرض كفاءة السوق (Shleifer, 2000).

٦/٧ الانتقادات الموجهة لفعالية عمليات المراجعة

١/٦/٧ القيود الناتجة عن العوامل الأساسية

أشارت دراسة Wurgler and Zhuravskaya (2002) أن فعالية عملية المراجعة تتأثر بوجود أسهم بديلة للأسهم التي تأثر سعرها بالمعاملات غير العقلانية لبعض المستثمرين، حيث أوضحت دراسة Shleifer (2000) أن المستثمرين المحترفين يقومون بتخفيض المخاطر من خلال عمليات البيع أو البيع على المكشوف للأسهم التي تأثر سعرها بالقرارات غير العقلانية، وشراء أسهم بديلة بأسعار تعكس قيمتها الأساسية بشكل دقيق، مما يؤدي إلى ارتداد أسعار الأسهم المتأثرة بالمعاملات غير العقلانية لقيمتها الأساسية، أما في الواقع العملي فإنه قد لا يكون هناك بديل واضح للأسهم المتأثرة بالمعاملات غير العقلانية للمستثمرين، مما يؤدي إلى عدم قدرة المستثمرين المحترفين على تغطية المخاطر في هذه الحالة وذلك يقيد دخول المستثمرين في عمليات المراجعة خاصة المستثمرين متجنبي المخاطر، وذلك يجعل قدرة عمليات المراجعة لإعادة الأسعار لطبيعتها محدودة وغير فعالة.

وفي حالة وجود أسهم بديلة فقد تكون هذه الأسهم بديل غير كامل، وفي هذه الحالة تكون المخاطر الأساسية أحد القيود على عملية المراجعة. على سبيل المثال، إذا كان هناك سهم للشركة (س) وسهم للشركة (ص) وهو سهم بديل لسهم الشركة (س)، وبفرض أن سعر سهم الشركة (س) أعلى من سهم الشركة (ص)، وعلى ذلك إذا قام المستثمر بالبيع على المكشوف لسهم الشركة (س) وشراء سهم الشركة (ص) لتغطية المخاطر، فهناك احتمال أن يرتفع سعر سهم الشركة (س) أكثر بسبب ظهور أخبار جيدة عن الشركة (س) وبالتالي تحمل المستثمر للمخاطر الأساسية الخاصة بالشركة (س) والتي قد تؤدي إلى تحسن سعر السهم الذي قام ببيعه على المكشوف وينتج عن ذلك تحقيق خسائر لهذا المستثمر وبفرض انخفاض سعر سهم الشركة (ص) فذلك سيؤدي إلى تحقيق خسائر أكبر لهذا المستثمر (Shleifer, 2000).

هذا، وقد أشارت دراسة Baker and Wurgler (2006) أن عمليات المراجعة تعد مرتفعة المخاطرة خاصة لأسهم الشركات الصغيرة، الناشئة، التي لديها فرص نمو كبيرة، أو الشركات غير المربحة المعرضة للتعسر المالي، وذلك لارتفاع المخاطر الخاصة بأسهم هذه الشركات أو ما يُعرف بالمخاطر غير النظامية أو المخاطر الأساسية (Idiosyncratic Risks or Fundamental Risks).

٢/٦/٧ القيود الناتجة عن القرارات غير العقلانية للمستثمرين

أوضحت دراسة DeLong et al. (1990b) أن المخاطر المصاحبة للقرارات غير العقلانية لبعض المستثمرين قد تشكل قيد آخر على عمليات المراجعة، حيث أشارت الدراسة إلى أنه إذا كان هؤلاء المستثمرين لديهم نظرة تشاؤمية تجاه سهم معين فهذا سوف يؤدي إلى انخفاض سعر هذا السهم وبالتالي على المراجحين الذين يمتلكون هذا السهم إدراك أن هذه النظرة التشاؤمية قد تستمر لفترة طويلة مما يعني انخفاض السعر بشكل أكبر، وبالتالي إذا قاموا ببيع هذا السهم قبل أن يعود سعره إلى طبيعته فهذا يؤدي إلى تحملهم لخسائر كبيرة. على الجانب الآخر، إذا قام المراجحين بالبيع على المكشوف لسهم ما في ظل تفاؤل المستثمرين تجاه هذا السهم فذلك سوف يؤدي بالمراجحين إلى تحقيق خسائر خاصة إذا استمرت النظرة المتفائلة تجاه هذا السهم لفترة طويلة مما يجعل سعره يرتفع أكثر. وبناء على ذلك فإن

الخوف من تحقيق هذه الخسائر قد يشكل قيد على المراجحين وبالتالي لا يكون لهم تأثير معاكس لتأثير القرارات غير العقلانية للمستثمرين.

وفي إطار قيود عمليات المراجعة، أضافت دراسة DeLong et al. (1990a) أنه في بعض الحالات قد تتسبب عمليات المراجعة في زيادة تأثير القرارات غير العقلانية للمستثمرين، حيث يحصل المستثمرين المحترفين على معلومات إيجابية تجاه سهم معين، مما قد يعني ارتفاع سعر هذا السهم في الأجل القصير وهو ما يؤدي إلى قيام المستثمرين المحترفين بشراء هذا السهم فيبدأ السعر في الارتفاع، مما يجعل المستثمرين غير المحترفين يقومون بشراء هذا السهم بناء على ارتفاع سعر السهم بسبب زيادة طلب المستثمرين المحترفين، فيبدأ السعر في الارتفاع أكثر، وزيادة الفجوة بين سعر السهم وبين قيمة الأساسية، وبالتالي يحقق المستثمرين المحترفين عوائد كبيرة نتيجة سلوك المستثمرين غير المحترفين، وتُعرف هذه الحالة باستراتيجية التغذية العكسية الإيجابية (Positive Feedback Strategy) وهي تشير إلى القيام بالشراء (بالبيع) عند ارتفاع (انخفاض) سعر السهم. وفي هذه الحالة فإن انحراف سعر السهم عن قيمته الأساسية كان نتيجة إلى قرارات المستثمرين المحترفين إلى جانب رد فعل المستثمرين غير المحترفين.

من خلال العرض السابق للظواهر التي لم تستطع النظرية التقليدية تفسيرها، بالإضافة إلى الانتقادات الموجة لافتراضات كفاءة السوق، يمكن القول إن نموذج السوق قوي الكفاءة ما هو إلا نموذج نظري ولا يمكن تحقيقه في الواقع وذلك اتفاقاً مع دراسة Fama (1970) التي أشارت إلى وجود ثلاثة نماذج لكفاءة السوق طبقاً لما تعكسه الأسعار من معلومات وهم: (١) نموذج السوق ضعيف الكفاءة (Weak-Form)، والذي يفترض أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية لأسعار الأسهم، (٢) نموذج السوق متوسط الكفاءة (Semi-Form)، والذي يشير إلى أن الأسعار تعكس المعلومات المنشورة، (٣) نموذج السوق قوي الكفاءة (Strong-Form)، والذي يتضمن أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المنشورة أو حتى المعلومات الخاصة. وقد أضافت الدراسة أيضاً أنه ليس هناك كفاءة أو عدم كفاءة مطلقة، بل هي كفاءة نسبية لذلك اهتمت أغلب الدراسات بدراسة نموذج السوق ضعيف الكفاءة، وعلى ذلك حاولت العديد من الدراسات الوصول إلى نموذج يمكن من خلاله تفسير هذه الظواهر للتعامل معها وذلك لعدم أخذ النظرية التقليدية وفرض كفاءة السوق للعديد من العوامل في الاعتبار والتي أثبتت الدراسات تأثيرها على السوق مثل العوامل السلوكية للأفراد.

٧/٧ نظرية التمويل السلوكي (Behavioral Finance Theory)

في بداية القرن الواحد والعشرين بدأ القبول بفرض كفاءة السوق ينخفض تدريجاً، حيث بدأ الكثير من الاقتصاديين الإشارة إلى أن أسعار الأسهم يمكن التنبؤ بها على الأقل بشكل جزئي، وأن ذلك قد يمكن المستثمرين من تحقيق معدل عائد أعلى من عائد المحفظ المكونة عشوائياً، وقد ظهر فكر جديد يركز على تأثير العناصر النفسية والسلوكية على أسعار الأسهم (Malkiel, 2003). ويطلب هذا الفكر بالتخلي عن فكرة العقلانية المطلقة التي تفترضها النظرية التقليدية، والاتجاه نحو أن الأسعار قد تتأثر ببعض التحيز الناتج عن العوامل السلوكية وكيفية استخدام المستثمر للمعلومات (Ball, 1996).

١/٧/٧ فروض نظرية التمويل السلوكي

١/١/٧/٧ القيود على عمليات المراجعة

وجود قيود على عمليات المراجعة يساعد على تفسير سبب أن الأسعار ليس بالضروري تتفاعل مع المعلومات بالقدر المناسب، وقد يساعد أيضاً على فهم تفاعل الأسعار مع المعلومات التي تنطوي عليها التغيرات في حجم الطلب الناتج عن القرارات غير العقلانية، لكن القيود على عمليات المراجعة لا يمكنها تفسير الكيفية التي يقوم بها المستثمرون لتكوين اعتقاداتهم وبالتالي فهم قرارات التداول الخاصة بهم، وذلك يقودنا إلى الفرض الثاني لنظرية التمويل السلوكي (Shleifer, 2000; Baker and Wurgler, 2006).

٢/١/٧/٧ المنفعة المرضية

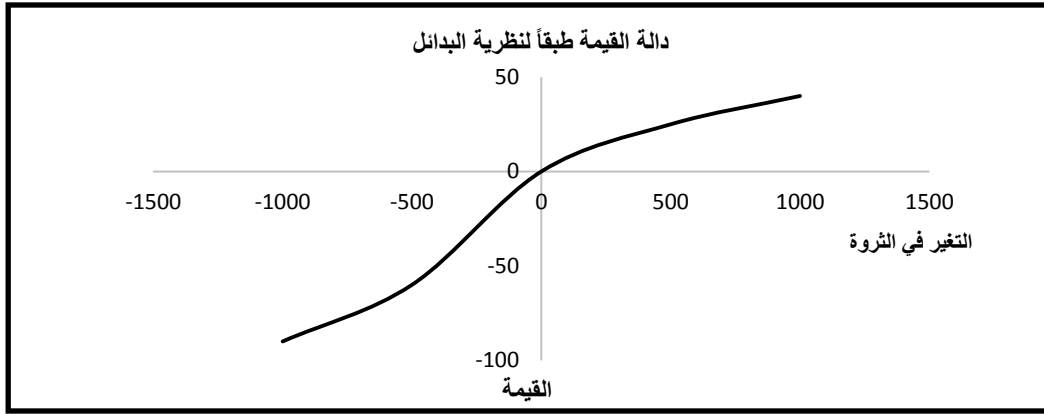
الكيفية التي يقوم بها الفرد باتخاذ قراراته والتي يمكن توضيحها من خلال نظرية البدائل (Prospect Theory)، والتي يمكن من خلالها إدراك الطريقة التي يقوم بها المستثمرون لتقييم بدائل القرار (الأسهم) واستيعاب أسباب واتجاه قرارات التداول الخاصة بهم (Shleifer, 2000).

تُعد نظرية البدائل من النظريات المقبولة على نطاق واسع كبديل لنظرية المنفعة المتوقعة (Kahneman, and Tversky, 1979; Ackert, 2014)، وقد تم تقديم هذه النظرية من قبل Kahneman and Tversky وذلك لوصف سلوك الفرد عند اتخاذ القرار في ظل المخاطر، بالإضافة إلى دراسة كيف يقوم الفرد في الواقع باتخاذ قراراته لتحقيق المستوى المرضي من المنفعة وليس أعلى منفعة متوقعة كما في نظرية المنفعة المتوقعة (Ackert, 2014). وطبقاً لنظرية البدائل تتم عملية التقييم بناء على دالة القيمة (Value Function) ودالة الوزن (Weighting Function) حيث يتم تحديد القيمة الإجمالية (V) للبدل من خلال مقياسين وهما: (١) الوزن (π) والوزن هنا لا يمثل الاحتمال. القيمة (٢) (v) وهي تعكس القيمة التقديرية لكل نتيجة ضمن كل بديل (Kahneman, and Tversky, 1979; Tversky, and Kahneman, 1981; Baker, and Nofsinger, 2010; Ackert, 2014).

١/٢/١/٧/٧ دالة القيمة

تُعد التغيرات في ثروة متخذ القرار هي المحرك الأساسي للقيمة، ولتحديد اتجاه ومقدار هذه التغيرات يجب أنه يكون هناك نقطة مرجعية لهذه التغيرات. بناء على ذلك فإن دالة القيمة تعتمد على كل من الوضع النهائي لثروة متخذ القرار (النقطة المرجعية) وأيضاً مقدار واتجاه التغير (مكسب/موجب أو خسارة/سالب) عن النقطة المرجعية، وذلك على عكس نظرية المنفعة المتوقعة والتي تفترض أن القيمة تتمثل في الوضع النهائي لثروة متخذ القرار (Kahneman, and Tversky, 1979; 1981; Baker, and Nofsinger, 2010). تفترض نظرية البدائل أن دالة القيمة للتغيرات التي تكون أعلى من النقطة المرجعية تأخذ الشكل المقعر بيانياً، بينما تأخذ الشكل المحدب إذا كانت التغيرات أقل من النقطة المرجعية، أي أن دالة القيمة في حالة تحقيق المكاسب (الخسائر) تأخذ الشكل المقعر (المحدب)، حيث

تفترض النظرية أن متخذ القرار يكون متجنب للمخاطر في حالة تحقيق المكاسب، أما في حالة الخسائر فهو لا يكثرث بالمخاطر، كما تفترض النظرية أن دالة القيمة تكون شديدة الانحدار في حالة الخسائر مقارنة بحالة المكاسب، وليس كما تفترض نظرية المنفعة المتوقعة بأن متخذ القرار هو متجنب للمخاطر في جميع الأحوال (Kahneman, and Tversky, 1979; 1981; Baker, and Nofsinger, 2010)

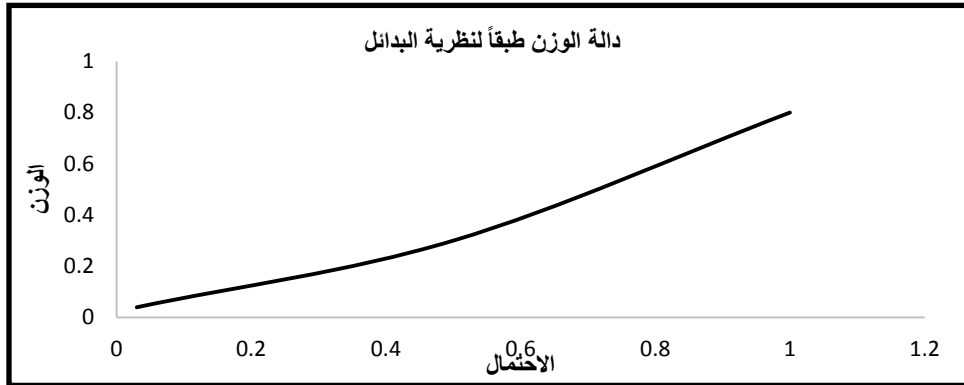


الشكل رقم (١/١) "دالة القيمة طبقاً لنظرية البدائل"

المصدر: (Tversky and Kahneman, 1981; Baker and Nofsinger, 2010; Ackert, 2014)

٢/٢/١/٧/٧ دالة الوزن

طبقاً لنظرية البدائل يمثل الوزن دالة متزايدة في الاحتمال $\pi(p)$ ويمكن توضيح ذلك من خلال عرض خصائص دالة الوزن، حيث يساوي الوزن صفر (١ صحيح) إذا كان الاحتمال مستحيل الحدوث (مؤكد الحدوث) أي أن $\pi(0) = 0, \pi(1) = 1$ أما في حالة الاحتمالات الضعيفة، فيتم إعطاء أهمية أكبر للحدث من خلال زيادة الوزن المعطى لهذا الحدث بحيث يكون الوزن أكبر من احتمال حدوث الحدث $\pi(p) > p$ مع ملاحظة أن الوزن لا يمثل احتمال وبالتالي فإن $\pi(p) + \pi(1-p) < 1$ وفي حالة الاحتمالات القوية يتم تخفيض أهمية الحدث من خلال أن يكون الوزن أقل من الاحتمال (Kahneman, and Tversky, 1979; 1981; Baker, and Nofsinger, 2010)



الشكل رقم (٢/١) "دالة الوزن طبقاً لنظرية البدائل"

المصدر: (Tversky and Kahneman, 1981; Baker and Nofsinger, 2010)

بناء على دالة القيمة ودالة الوزن تتم عملية تقييم كل بديل، فعلى سبيل المثال إذا كان البديل يتضمن النتائج (x) و (y) باحتمالات (p) و (q) على التوالي، فإن القيمة الإجمالية لهذا البديل يمكن صياغتها بهذا الشكل $V(x, p; y, q) = \pi(p)v(x) + \pi(q)v(y)$ (Kahneman, and Tversky, 1979; Baker, and Nofsinger, 2010).

٨/٧ ميول المستثمرين (Investor Sentiment)

وبناء على تأثير الخصائص الإدراكية والسلوكية للأفراد على عملية اتخاذ القرار والتي أشارت إليها نظرية التمويل السلوكي، بدأ الاهتمام بمفهوم ميول المستثمرين وذلك لفهم ووصف سلوك الأفراد في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. وفي هذا الصدد، أشارت دراسة (Morck et al. 1990) إلى ميول المستثمرين على أنها الاعتقادات غير المبررة لدى المستثمرين تجاه الأسهم، وقد أوضحت دراسة (Salhin 2017) أن اعتقادات المستثمرين السائدة في السوق يتم التعبير عنها من خلال حركة أسعار الأسهم. وفي ضوء دراسة (Baker and Wurgler 2006; 2007) فإن ميول المستثمرين تتمثل في الاعتقادات غير المبررة لدى المستثمرين، والاعتقادات غير المبررة تعني أنها اعتقادات لا تعتمد في تكوينها على أسباب موضوعية، وفي هذا الصدد، أشارت دراسة (Paudel et al. 2022) إلى أن اتجاه المستثمرين إلى تضخيم أو تخفيض أسعار الأسهم لا ينشأ بسبب معلومات موضوعية عن التدفقات النقدية المستقبلية أو المخاطر المتوقعة لعملية الاستثمار، بل يحدث نتيجة أسباب غير واضحة وغير مبررة. هذا، وقد عرفت بعض الدراسات ميول المستثمرين بشكل عام على أنها التفاؤل أو التشاؤم لدى المستثمرين تجاه أداء الأسهم (Baker and Wurgler, 2006; Simpson, 2013).

ومن العرض السابق يمكن تعريف ميول المستثمرين على أنها الاعتقادات غير المبررة سواء المتفائلة أو المتشائمة لدى المستثمرين تجاه التدفقات النقدية المستقبلية ومخاطر الاستثمار وهذه

الاعتقادات يتم تكوينها من قبل المستثمرين بناء على المعلومات المتاحة لديهم بالإضافة إلى تفسيرهم لهذه المعلومات والمبني في الأساس على إدراكهم المتأثر بالتحيزات السلوكية والإدراكية المتأصلة في الطبيعة البشرية، حيث لا يمكن فصل عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية عن التكوين السلوكي والإدراكي لدى الفرد (الحموي، ٢٠١٦) وبالتالي لا يمكن التخلص من تأثير العوامل السلوكية والإدراكية سواء على استيعاب الفرد للمعلومات المتاحة أو على قرار الاستثمار نفسه.

١/٨/٧ محددات ميول المستثمرين

١/١/٨/٧ العوامل النفسية الخاصة بالأفراد

بالإضافة إلى العوامل السلوكية والإدراكية التي تم الإشارة إليها في الفصل السابق، فإن العوامل النفسية تلعب دوراً هاماً في التأثير على ميول المستثمرين وتُعد الثقة المفرطة، والخوف من الشعور بالندم، وسلوك القطيع من أهم العوامل النفسية المؤثرة على ميول المستثمرين. ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

١. **الثقة المفرطة (Overconfidence)**، هي قيام الفرد بتقييم معرفته ومهاراته بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية وتقييم معرفة الآخرين بقيمة أقل من قيمتها (Ackert, 2014; Parveen et al., 2021) لذلك فإن المستثمرين مفرطي الثقة في أنفسهم لا يعتمدون على معرفة الآخرين، بل يحاولون الحصول على معلومات أكثر بالاعتماد على أنفسهم فقط لاتخاذ القرار (Parveen et al., 2021). وقد أشارت الدراسات أن المبالغة في التوقعات المتفائلة قد ينتج عن الثقة المفرطة (Ackert, 2014)، فقد يهمل المستثمر وجود احتمال حتى وأن كان ضعيفاً بتحقيق خسائر بسبب الثقة المفرطة، وبالتالي تقدير مخاطر الاستثمار بأقل من قيمتها الحقيقية مما يدفع المستثمر إلى المبالغة في التوقعات المتفائلة وبالتالي المبالغة في عمليات الاستثمار التي يقوم بها (Altman, 2014).

٢. **الخوف من الشعور بالندم** وطبقاً لنظرية الشعور بالندم (Regret Theory) فإن الفرد يتوقع الشعور بالندم في حالة اتخاذ القرارات الخاطئة، وبالتالي يأخذ ذلك في اعتباره عند القيام باتخاذ قراراته، وقد يدفعه الخوف من الشعور بالندم أحياناً إلى اتخاذ قرارات غير عقلانية مثل قيام بعض المستثمرين بالاحتفاظ بالاستثمارات منخفضة القيمة لتجنب الشعور بالندم إذا ارتفعت قيمة هذه الاستثمارات في المستقبل (Ackert, 2014).

٣. **سلوك القطيع (Herding Behavior)** يحدث ذلك عند اتباع المستثمر لسلوك المجموعة ويعني ذلك قيام المستثمرين بنفس سلوك مستثمرين آخرين، وقد يرجع ذلك إلى أن المستثمر قد يرى أن هناك معلومات غير متاحة بالنسبة له بينما تكون متاحة بالنسبة لمستثمرين آخرين وبناء على هذه المعلومات قاموا بذلك السلوك. وقد يؤدي سلوك القطيع إلى تضخم كبير أو انخفاض حاد في أسعار الأسهم وأحياناً قد ينتج عنه بعض الأزمات المالية في أسواق المال (Altman, 2014).

٢/١/٨/٧ العوامل النظامية

مجموعة العوامل النظامية تضم كل من العوامل الاقتصادية والسياسية، بالإضافة إلى العوامل الخاصة بسوق الأوراق المالية، حيث إن تأثير هذه العوامل داخل الدولة الواحدة يكون نفس التأثير على جميع الشركات ولا يمكن تجنبه. ويمكن توضيح هذه العوامل كما يلي:

١. العوامل الاقتصادية والسياسية: أشارت دراسة (Bernanke and Kuttner, 2005)

و دراسة (Kurov, 2010) ودراسة (Lutz, 2015) إلى تأثير الساسية النقدية على ميول المستثمرين، كما أوضحت دراسة (Apergis et al., 2018)، أن التغير في أسعار البترول والغاز الطبيعي قد يؤثر أيضاً على ميول المستثمرين، بالإضافة إلى ذلك أشارت العديد من الدراسات إلى تأثير التغير في معدل التضخم ومعدل العائد الخالي من المخاطر، ومعدل البطالة على ميول المستثمرين (Abdel Hameed, 2012; Sibley et al., 2016; Gregory, 2021). كما أشارت دراسة (Dasgupta and Singh, 2019; Gregory, 2021) إلى تأثير الوضع السياسي على ميول المستثمرين. يمكن للمستثمرين الاستدلال على مدى استقرار الوضع الاقتصادي والسياسي من خلال هذه العوامل مما يؤثر على نظرتهم المستقبلية تجاه استثماراتهم، حيث كلما دلت هذه العوامل على الاستقرار الاقتصادي والسياسي كلما ارتفعت ميول المستثمرين والعكس في حالة عدم الاستقرار.

٢. العوامل الخاصة بسوق الأوراق المالية: أوضحت الدراسات تأثير العوامل الخاصة بسوق

الأوراق المالية على ميول المستثمرين ومن هذه العوامل على سبيل المثال، درجة السيولة، حجم التداول، العوائد اليومية للأسهم، تقلب أسعار الأسهم (Baker and Wurgler, 2006; Sibley et al., 2016; Dasgupta and Singh, 2019) حيث يؤثر ارتفاع (انخفاض) هذه العوامل في مدى تفاؤل (تشاؤم) المستثمرين تجاه أداء الأسهم في سوق المال.

٣. العوامل الخاصة بخصائص الشركات: أشارت الدراسات أيضاً إلى تأثير ميول المستثمرين

بالخصائص الخاصة بكل شركة على حدي، مثل ربحية الشركة، فرض النمو المتاحة لكل شركة (Baker and Wurgler, 2006; Glushkov, 2006; Bennet, 2011)، فقد يشعر المستثمرين بالتفاؤل تجاه الاستثمار في شركة معينة عندما تحقق مستوى عالي من الربحية وتتمتع بفرص استثمار وفرص نمو كثيرة، والعكس في حالة تحقيق خسائر مع عدم وجود فرص للنمو.

٤. عوامل أخرى: أشارت بعض الدراسات إلى تأثير بعض الأحداث مثل الأحداث الدينية

والأحداث الرياضية على ميول المستثمرين، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

■ حلول شهر رمضان: أشارت بعض الدراسات إلى تأثير المناسبات الدينية مثل حلول

شهر رمضان على ميول المستثمرين، حيث أشارت دراسة (Bialkowski et al., 2012) إلى ارتفاع عوائد الأسهم وانخفاض تقلب أسعار الأسهم خلال شهر رمضان مقارنة بباقي شهور السنة، وقد أضافت دراسة (Al-Khazali, 2014) أن المستثمرين

متجنبني المخاطر قد يحققون استفادة كبيرة نتيجة حلول شهر رمضان بسبب ارتفاع العوائد وانخفاض تقلب الأسعار خلال شهر رمضان.

■ **الأحداث الرياضية:** تناولت دراسة Palomino et al. (2009) تأثير النتائج الخاصة ببعض الأحداث الرياضية مثل نتائج مباريات كرة القدم على ميول المستثمرين، حيث أشارت الدراسة إلى تحقيق ارتفاع كبير في عوائد الأسهم، بالإضافة إلى زيادة حجم التداول وذلك عقب نتائج مباريات كرة القدم وذلك نتيجة ارتفاع ميول المستثمرين. وقد أوضحت دراسة Edmans et al. (2007) أنه في حالة تحقيق الفريق القومي للدولة لخسارة في إحدى المباريات الدولية تنخفض عوائد مؤشرات سوق المال انخفاض حاد نتيجة انخفاض ميول المستثمرين.

٢/٨/٧ مقاييس ميول المستثمرين

أشارت الدراسات السابقة إلى العديد من المقاييس التي يمكن استخدامها لقياس ميول المستثمرين، إلا أنه ليس هناك اتفاق على مقياس معين لميول المستثمرين. وقد أوضحت الدراسات السابقة العديد من المداخل التي يمكن استخدامها لقياس ميول المستثمرين ويمكن تصنيف هذه المداخل بشكل عام إلى مدخلين كما يلي؛ (١) المدخل الأول وهو مدخل المقاييس المباشرة، (٢) المدخل الثاني وهو مدخل المقاييس غير المباشرة. بالإضافة إلى ذلك يمكن تصنيف مقاييس ميول المستثمرين من حيث مستوى القياس إلى (١) مقاييس لميول المستثمرين على مستوى السوق ككل، (٢) مقاييس لميول المستثمرين على مستوى الشركات. وفيما يلي سوف يتم تناول هذه المقاييس بشكل أكثر تفصيلاً.

١/٢/٨/٧ مدخل المقاييس المباشرة لميول المستثمرين (Direct Investor Sentiment Measures)

يعتمد هذا المدخل على استخدام البيانات النوعية مثل قوائم الاستقصاء والمحادثات سواء التليفونية أو المقابلات الشخصية، وذلك لرسم صورة عامة عن وضع السوق من خلال آراء المشاركين في الاستقصاء، ويوضح الجدول رقم (١) أهم مقاييس هذا المدخل.

جدول رقم (١)

"أهم المقاييس المباشرة لميول المستثمرين"

المقياس	تفسير المقياس
مؤشر Investor Intelligence (II)	هو مؤشر أمريكي تعتمد منهجيته على القيام بتحليل أكثر من ١٠٠ نشرة للسوق لتقييم ما إذا كان السوق في حالة صعود، أم هبوط، أم تصحيح (Investor Intelligence, 2022)، ويتم ذلك بشكل أسبوعي، حيث يتم تصنيف السوق على أنه في حالة صعود (هبوط) إذا كانت النشرة توصي بشراء (بيع) الأسهم بسبب توقع ارتفاع (انخفاض) الأسعار، أما في حالة التصحيح فتشجع نشرة السوق المستثمرين على الاحتفاظ بالأسهم وذلك لوجود بعض التوقعات بارتفاع قصير الأجل للأسعار في المستقبل

المقياس	تفسير المقياس
مؤشر اتحاد المستثمرين الأفراد الأمريكي American Association of Individual Investors (AAII)	القريب (Lee et al., 2002; Brown and Cliff, 2004). يصدر هذا المؤشر من اتحاد المستثمرين الأفراد الأمريكي وذلك منذ عام ١٩٨٧، حيث يتم اختيار عينة عشوائية من المستثمرين الأفراد ويتم إرسال قائمة استقصاء عبر البريد الإلكتروني لعدد يتراوح من حوالي ١٢٥ إلى ٥٠٠ مستثمر، وتضم قائمة الاستقصاء أسئلة حول توقعات المستثمرين لحركة أسعار الأسهم خلال ال ٦ أشهر القادمة، ويتم بعد ذلك تصنيف آراء المستثمرين إلى آراء فحواها صعود أو هبوط أو تصحيح الأسعار وذلك لقياس ميول المستثمرين (Abdel Hameed, 2012; Brown and Cliff, 2004)
مؤشر ثقة المستهلك The Consumer Confidence Index (CCI)	يتم نشر هذا المؤشر سواء عن طريق جامعة متشيجن (University of Michigan) أو من خلال مؤسسة (Thomson Reuters)، وتعتمد منهجية هذا المؤشر على القيام بمحادثات عبر الهاتف مع حوالي ٥٠٠ مستهلك أمريكي شهرياً، وخلال هذه المحادثة يتم التركيز على ٣ محاور وهم: (١) رؤية المستهلك للوضع المالي، (٢) رأي المستهلك في الوضع الاقتصادي على الأجلين الطويل والقصير. ويتم حساب إجمالي المؤشر عن كل ٣ شهور (ربع سنة) من خلال المتوسط الشهري (Simpson, 2013).
تحليل النصوص اللغوية المنشورة على منصة (StockTwits)	تُعد منصة (StockTwits) من المنصات الإلكترونية التي تم تصميمها لمشاركة المستثمرين ورواد الأعمال للأفكار فيما بينهم وقد تم إنشاء هذه المنصة عام ٢٠٠٩ وفي هذه المنصة يتم استخدام ما يُعرف بالكاشتاج (CashTag \$) بالإضافة إلى أكواد أو رموز تعبر عن أسهم الشركات لفهرسة وتصنيف أفكار مستخدمي المنصة حول الشركات وذلك على غرار استخدام منصة (Twitter) لما يُعرف بالهاشتاج (#) (HashTag #) (Wikipedia, 2022). وقد تم استخدام منصة (StockTwits) من قبل العديد من الدراسات لقياس ميول المستثمرين وذلك حيث يتم تصنيف آراء المستثمرين عن حركة أسعار الأسهم إلى صعود وهبوط من خلال تحليل النصوص اللغوية المنشورة على المنصة ويتم تحليل النصوص بالاعتماد على بعض النماذج مثل الشبكات العصبية (Mahmoudi, 2018; 2022).

المصدر: (إعداد الباحثة)

٢/٢/٨/٧ مدخل المقاييس غير المباشرة لميول المستثمرين (Indirect Investor Sentiment Measures)

وهو عبارة عن قياس ميول المستثمرين باستخدام البيانات الثانوية لبعض العناصر التي تعتبر من المؤشرات التي تعكس ميول المستثمرين. ويمكن تصنيف المقاييس غير المباشرة بناء على مستوى القياس كما يلي:

١. مقاييس ميول المستثمرين على مستوى السوق ككل وهي تعتمد على البيانات الخاصة بالسوق كوحدة واحدة (Brown and Cliff, 2004; 2005; Baker and Wurgler, 2006;

Glushkov, 2006; Palomino et al., 2009; Baker et al., 2012; Bathia and Bredin, 2013; Huang et al., 2015; Salhin, 2017; Wang et al., 2022) كما هو موضح بالجدول رقم (٢).

٢. **مقاييس ميول المستثمرين على مستوى الشركات** والتي تعتمد على بيانات الشركات بحيث تمثل كل شركة وحدة قائمة بذاتها (Lee, 2013; Yang and Zhou, 2016; Li and Yang, 2017; Li, 2021). كما هو موضح بالجدول رقم (٣).

جدول رقم (٢)

"أهم المقاييس غير المباشرة لميول المستثمرين على مستوى السوق ككل"

المقياس	تفسير المقياس
معدل الخصم على صناديق الاستثمار المغلقة - (Closed-End Fund Discount)	تشير صناديق الاستثمار المغلقة إلى الشركات التي تقوم بإصدار عدد ثابت من الأسهم يتم تداولها في البورصة، ومعدل الخصم على الصناديق المغلقة هو الفرق بين صافي الأصول للسهم الواحد للصندوق وبين القيمة السوقية للسهم (Baker and Wurgler, 2006; Salhin, 2017) وقد تم استخدام هذا المؤشر لقياس ميول المستثمرين على أساس وجود علاقة عكسية بين ميول المستثمرين والفرق بين صافي الأصول للسهم وقيمته السوقية (Baker and Wurgler, 2006).
تقلب أسعار الخيارات (Option Volatility)	وهو عبارة عن الانحراف المعياري لأسعار الخيارات مما يعكس درجة التأكد لدى المستثمرين، حيث إن ارتفاع التقلب يشير إلى انخفاض ميول المستثمرين أو تشاؤم المستثمرين أو ارتفاع درجة عدم التأكد لديهم والعكس في حالة انخفاض تقلب أسعار الخيارات والتي تعكس ارتفاع ميول المستثمرين وزيادة درجة التفاؤل وانخفاض درجة عدم التأكد لدى المستثمرين (Abdel Hameed, 2012; Salhin, 2017).
الإصدارات الأولية Initial Public Offering (IPOs)	قد ترتبط ميول المستثمرين بالطلب على الإصدارات الأولية في السوق ككل خلال فترة معينة، حيث تشير زيادة عدد الإصدارات الأولية (Number of Initial Public Offerings) إلى ارتفاع ميول المستثمرين والعكس في حالة انخفاض عدد الإصدارات الأولية، بالإضافة إلى ذلك فإن عوائد اليوم الأول للإصدار الأولي للأسهم (IPO First-Day Returns) تدل على مدى الحماس لدى المستثمرين في حالة تحقيق عوائد كبيرة خلال اليوم الأول للإصدار الأولي للأسهم (Baker and Wurgler, 2006).
نسبة إصدارات الأسهم إلى إجمالي أنواع الإصدارات (Equity Issues over Total New Issues)	وهي نسبة إصدارات جميع الشركات للأسهم (جميع إصدارات الأسهم وليس فقط الإصدار الأولي) إلى إجمالي إصدارات الأسهم بالإضافة إلى إصدارات الدين مثل السندات، وترتبط هذه النسبة طردياً بميول المستثمرين (Baker and Wurgler, 2006; 2007).

المقياس	تفسير المقياس
عدم توازن عمليات البيع والشراء - Buy-Sell imbalance (BSI)	أشارت دراسة (Kumar and Lee 2006) أن عدم توازن عمليات البيع والشراء المستثمرين، حيث أوضحت الدراسة أن هذا المؤشر هو عبارة عن إجمالي عمليات الشراء داخل السوق ككل مطروحاً منه إجمالي عمليات البيع وبالتالي فهو يمثل مؤشراً عن اتجاه الطلب من قبل المستثمرين وذلك يمكن توضيحه من خلال إذا كانت عمليات الشراء أكبر من عمليات البيع فهذا المؤشر سوف يأخذ قيمة موجبة وهذا يعبر عن ارتفاع ميول المستثمرين، في حين أنه إذا كانت عمليات البيع أكبر من عمليات الشراء فإن المؤشر سوف يأخذ قيمة سالبة وهذا يعبر عن انخفاض ميول المستثمرين وذلك يظهر من خلال زيادة إقبالهم على عمليات البيع.
عائد التوزيعات (Dividend Premium)	وهو عبارة عن الفرق بين نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية للشركات التي تقوم بدفع توزيعات الأرباح والشركات التي لا تقوم بدفع التوزيعات، وهذا المقياس يرتبط عكسياً بميول المستثمرين (Baker and Wurgler, 2004; 2007).
معدل دوران الأسهم (Share Turnover)	وهو عبارة عن نسبة حجم التداول لعدد الأسهم المسجلة في البورصة، وقد أشارت بعض الدراسات إلى إمكانية استخدام معدل دوران الأسهم كمقياس لميول المستثمرين حيث إن ارتفاع معدل دوران الأسهم يعني ارتفاع سيولة السوق من خلال قيام المستثمرين بعمليات البيع والشراء مما يدل على ارتفاع ميولهم وشعورهم بالتفاؤل (Baker and Stein, 2004; Baker and Wurgler, 2006; 2007)
مؤشر Baker and Wurgler (2006)	أوضحت دراسة (Baker and Wurgler 2006; 2007) أنه ليس هناك مقياس واحد يُعد الأفضل لقياس ميول المستثمرين، وتكمن الفكرة في أن هناك عدد كبير من المؤشرات التي يمكن استخدامها لقياس ميول المستثمرين ويجب أخذ أكبر قدر ممكن من هذه المؤشرات في الاعتبار، وعليه فأفضل طريقة يمكن استخدامها لقياس ميول المستثمرين هي تكوين مؤشر مركب يمكن من خلاله الدمج بين أكبر عدد ممكن من هذه المؤشرات ويتم هذا الدمج من خلال تحليل المكونات الأساسية (Principal Component Analysis). ويضم مؤشر (Baker and Wurgler 2006) ٦ مؤشرات لميول المستثمرين وهم؛ معدل خصم صناديق الاستثمار المغلقة، عائد التوزيعات، معدل دوران الأسهم، عدد الاصدارات الأولية، عوائد اليوم الأول للاصدارات الأولية، نسبة اصدارات الأسهم إلى إجمالي أنواع الاصدارات.

(المصدر: إعداد الباحثة)

جدول رقم (٣)

"أهم المقاييس غير المباشرة لميول المستثمرين على مستوى الشركات"

المقياس	تفسير المقياس
المؤشر النفسي Psychology Line	أشارت الدراسات إلى أن هذا المؤشر يمكن استخدامه كمؤشر لميول المستثمرين، حيث يعتمد هذا المؤشر على نسبة الأيام التي كان بها سعر إغلاق السهم أكبر من اليوم السابق خلال الفترة معينة إلى إجمالي عدد أيام التداول خلال نفس الفترة، ويعتبر هناك إقبال

المقياس	تفسير المقياس
Index (PLI)	على شراء هذا السهم إذا كان المؤشر (PLI) يساوي ٧٥ فأكثر ويُعد هناك إقبال على بيع هذا السهم إذا كان المؤشر يساوي ٢٥ فأقل (Yang and Zhou, 2016; Li, 2021).
مؤشر عدم توازن عمليات البيع والشراء لأسهم الشركة Buy-Sell Imbalance (BSI)	يوضح هذا المؤشر بشكل مباشر حجم طلب المستثمرين على سهم معين مما يعكس سلوك المستثمرين تجاه هذا السهم، وهو عبارة عن نسبة الفرق بين إجمالي عمليات الشراء وإجمالي عمليات البيع على السهم إلى مجموع إجمالي عمليات الشراء والبيع على نفس السهم، حيث إذا كان المؤشر (BSI) يساوي رقماً سالباً فذلك يعني ارتفاع إجمالي عمليات البيع مقارنة بإجمالي عمليات الشراء، والعكس في حالة أن يكون المؤشر رقماً موجباً (Li and Yang, 2017; Li, 2021).
مؤشر قيمة تداول الأسهم Trading Amount (TA)	يرتبط هذا المؤشر بعلاقة طردية مع ميول المستثمرين، حيث أشارت الدراسات إلى أن ارتفاع قيمة تداول سهم معين ترتبط بارتفاع ميول المستثمرين، حيث فسرت الدراسات ذلك من خلال أن ارتفاع الطلب على سهم معين نتيجة ارتفاع ميول المستثمرين يؤدي إلى زيادة سعر هذا السهم مما ينعكس بشكل مباشر على قيمة التداول على السهم (Li and Yang, 2017; Li, 2021).
مؤشر حجم تداول الأسهم Trading Volume (VOL)	أوضحت دراسة (Baker and Stein, 2004) أن نسبة سيولة السوق قد تكون مؤشر لميول المستثمرين على مستوى السوق، حيث أشارت الدراسة إلى أن ارتفاع (انخفاض) نسبة السيولة في السوق قد يرجع إلى ارتفاع (انخفاض) ميول المستثمرين، وبنفس المنطق تم استخدام حجم التداول على سهم معين كمؤشر على لميول المستثمرين تجاه هذا السهم (Yang and Zhou, 2016).
مؤشر معدل دوران الأسهم المعدل Adjusted Turnover Rate (ATR)	يقصد بمعدل دوران الأسهم المعدل، نسبة الأسهم التي تم التداول عليها خلال فترة معينة إلى إجمالي عدد أسهم الشركة مضروبة في نسبة عوائد الأسهم إلى القيمة المطلقة لعوائد الأسهم، وقد تم استخدامه في الدراسات كأحد مؤشرات ميول المستثمرين، حيث إذا كان هذا المعدل بإشارة سالبة فذلك يدل على ركود السوق وبالتالي انخفاض ميول المستثمرين، أما إذا كانت الإشارة موجبة فذلك يدل على رواج السوق وبالتالي ارتفاع ميول المستثمرين (Yang and Zhou, 2016; Li and Yang, 2017; Li, 2021).
مؤشر القوة النسبية Relative Strength Index (RSI)	يشير مؤشر القوة النسبية إلى مدى رواج (كساد) السهم من خلال نسبة العوائد الموجبة إلى العوائد السالبة، وبناء على ذلك يتم استخدامه كمؤشر لميول المستثمرين (Kim and Ha, 2010; Chen et al., 2010; Yang and Zhou, 2016; Day et al., 2023).

(المصدر: إعداد الباحثة)

٩/٧ إدارة الأرباح

أشارت دراسة (Healy and Wahlen, 1999) إلى إدارة الأرباح على أنها استخدام الإدارة للتقدير الشخصي للاستحقاقات المحاسبية في عملية إعداد التقارير المالية لتقديم صورة معينة عن الشركة وذلك لتحسين صورة أداء الشركة أو بهدف التأثير على شروط الاتفاقيات التعاقدية التي تعتمد على المعلومات المحاسبية مثل عقود الديون. وقد أشارت دراسة (Jones, 1991) إلى إدارة الأرباح على أنها الاختيارات المحاسبية من قبل الإدارة والتي يمكن من خلالها التأثير على الأرباح المحاسبية. بالإضافة إلى ذلك، أوضحت بعض الدراسات أن إدارة الأرباح لا تعتمد فقط على الاستحقاقات المحاسبية، بل قد تتضمن أيضاً تحكم الإدارة في توقيت حدوث بعض القرارات سواء الاستثمارية أو التشغيلية (Schipper, 1989; Batrov, 1993; Dechow and Skinner, 2000; Gunny, 2005).

١/٩/٧ مداخل إدارة الأرباح

بشكل عام يوجد مدخلين لإدارة الأرباح (Schipper, 1989; Gunny, 2005; Roychowdhury, 2006; Kothari et al., 2016)؛ المدخل الأول هو المدخل الحقيقي أو إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الفعلية (Real Earnings Management)، أما المدخل الثاني فهو المدخل المحاسبي (Accrual-based Earnings Management)، ويعتمد المدخل الحقيقي على قرارات الإدارة الخاصة بالعماليات التشغيلية أو الاستثمارية، مثل القرارات التشغيلية الخاصة بالمبيعات من خلال منح الخصومات في نهاية الفترة أو التراخي في شروط البيع الآجل وذلك بهدف زيادة المبيعات في الفترة الحالية وبالتالي تعظيم أرباح الفترة الحالية (Batrov, 1993; Dechow and Skinner, 2000; Gunny, 2005; Roychowdhury, 2006). كما قد تقوم الإدارة بالزيادة حجم الإنتاج مما يؤدي إلى زيادة المخزون في الفترة الحالية وبالتالي تخفيض تكلفة البضاعة المباعة في الفترة الحالية لزيادة أرباح الفترة الحالية (Gunny, 2005; Roychowdhury, 2006) أما عن القرارات الاستثمارية فقد تقوم الإدارة ببيع بعض الأصول في نهاية الفترة المحاسبية وتتحكم في توقيت تسجيل المعاملة من خلال التعجيل أو التأخير في إنهاء هذه المعاملة (Batrov, 1993).

على الجانب الآخر، يعتمد المدخل المحاسبي على أساس الاستحقاق المحاسبي والذي يعمل على ربط المعاملات المالية بفترة حدوثها وعلى ذلك ينشأ ما يُعرف بالاستحقاقات المحاسبية والتي تمثل الفرق بين صافي الدخل المحاسبي والتدفقات النقدية التشغيلية (Jones, 1991; Dechow et al., 2002; Dechow and Dichev, 1995). ومن خلال الاستحقاقات المحاسبية يتم تطبيق مبدأ مقابلة إيرادات الفترة بمصروفات الفترة والتي تم تكبدها لتحقيق هذه الإيرادات (Dechow and Skinner, 2000)، وطبقاً لهذا المدخل تقوم الإدارة بتقدير بعض البنود المحاسبية بشكل غير موضوعي للتأثير على الأرباح المحاسبية، ومن أهم البنود التي تلجأ إليها الإدارة للقيام بممارسات إدارة الأرباح من خلال المدخل المحاسبي هي بند المخصصات، وتقدير العمر الإنتاجي للأصول وقيمة الخردة (عيسى، ٢٠٠٩).

٢/٩/٧ أهم دوافع إدارة الأرباح

أشارت الدراسات إلى العديد من الدوافع لقيام الإدارة بممارسات إدارة الأرباح، ومن أهم هذه الدوافع على سبيل المثال التأثير على شروط الاتفاقيات التعاقدية التي تعتمد على المعلومات المحاسبية مثل عقود الديون حيث يتم الاعتماد بشكل كبير على المعلومات المحاسبية لتقييم الوضع الائتماني للشركات وقدرتها على سداد الديون وبالتالي فإن صورة أداء الشركات تلعب دوراً هاماً في مثل هذا النوع من الاتفاقيات مما قد يدفع الإدارة إلى استخدام إدارة الأرباح لتقديم صورة جيدة عن أداء الشركات الإدارة أيضاً أحد الدوافع للقيام بإدارة الأرباح، حيث قد يتم الربط بين مكافآت الإدارة النقدية وبين أداء الشركات مما قد يساهم في قيام الإدارة بتحسين صورة الأداء من خلال ممارسات إدارة الأرباح (Ye, 2014)، كما قد تكون هذه المكافآت في صورة حق لشراء أسهم (Stock Options) في الشركة مما قد يدفع الإدارة للتأثير على سعر السهم لشراء السهم (Baker et al., 2003). هذا، وقد تقوم الإدارة باستخدام إدارة الأرباح للتأثير على عملية تقييم المستثمرين لأسهم الشركات وذلك من خلال استخدام إدارة الأرباح لرفع سعر السهم وبالتالي زيادة عوائد السهم لتشجيع المستثمرين على شراء أسهم الشركة (Healy and Wahlen, 1999; Chi and Gupta, 2009). كما تمثل توقعات المحللين الماليين أحد أهم الدوافع لقيام الإدارة بممارسات إدارة الأرباح وذلك لمسايرة هذه التوقعات أي لتحقيق مستوى أداء يتقارب مع توقعاتهم وذلك للحفاظ على صورة الشركة (Robb, 1998; Payne and Robb, 2000).

٣/٩/٧ مقاييس إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية

يُعد كل من نموذج Jones (1991) ونموذج Dechow et al. (1995) ونموذج Kothari et al. (2005) هم الأكثر استخداماً لقياس إدارة الأرباح من خلال المدخل المحاسبي. حيث يعتمد نموذج Jones (1991) على أن الاستحقاقات غير الاختيارية تتمثل فقط في التغير في رأس المال العامل والذي تم التعبير عنه في النموذج من خلال التغير في المبيعات بالإضافة إلى الاستثمار في الأصول الثابتة والذي تم الإشارة له في النموذج من خلال قيمة الأصول الثابتة القابلة للإهلاك، مما يؤدي إلى عدم الدقة في تصنيف الاستحقاقات الاختيارية والتي تمثل الفرق بين الاستحقاقات الإجمالية والاستحقاقات غير الاختيارية، حيث يصنف نموذج Jones (1991) جزء من الاستحقاقات غير الاختيارية على أنها اختيارية. وقد تم العمل على حل هذه المشكلة من خلال نموذج Dechow et al. (1995) حيث تم أخذ التغير في صافي حسابات المدينون في الاعتبار من خلال استبعاد التغير في المدينين من التغير في المبيعات في محاولة لحل مشكلة نموذج Jones (1991). وقد أشارت دراسة Kothari et al. (2005) إلى وجود علاقة بين أداء الشركات والاستحقاقات المحاسبية وقد اقترحت الدراسة استخدام معدل العائد على الأصول كمؤشر لأداء الشركات مما يعمل على تحسين نماذج قياس إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية. ولقياس الاستحقاقات الاختيارية فإنه يتم استخدام القيمة المطلقة لبواقي هذه النماذج. ويمكن توضيح هذه النماذج بشكل أكثر تفصيلاً كما يلي:

Jones (1991) نموذج ١/٣/٩/٧

$$\frac{TACC_{it}}{TA_{it}} = \beta_0 \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

$TACC_{it}$: الاستحقاقات الإجمالية عن الفترة (t) للشركة (i).
 ΔREV_{it} : التغير في المبيعات للفترة (t) عن الفترة (t-1) للشركة (i).
 PPE_{it} : إجمالي الأصول الثابتة القابلة للإهلاك عن الفترة (t-1) للشركة (i).
 ε_{it} : بواقي النموذج والتي تمثل الاستحقاقات الاختيارية عن الفترة (t) للشركة (i).

Dechow et al. (1995) نموذج ٢/٣/٩/٧

$$\frac{TACC_{it}}{TA_{it}} = \beta_0 \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta_1 \frac{(\Delta REV - \Delta REC)_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

ΔREC_{it} : التغير في حسابات المدينون للفترة (t) عن الفترة (t-1) للشركة (i).
 ε_{it} : بواقي النموذج والتي تمثل الاستحقاقات الاختيارية عن الفترة (t) للشركة (i).

Kothari et al. (2005) نموذج ٣/٣/٩/٧

$$\frac{TACC_{it}}{TA_{it}} = \beta_0 \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta_1 \frac{(\Delta REV - \Delta REC)_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

ROA_{it} : معدل العائد على الأصول للفترة (t) للشركة (i).
 ε_{it} : بواقي النموذج والتي تمثل الاستحقاقات الاختيارية عن الفترة (t) للشركة (i).

٨/ الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح

وعلى الرغم من أن القرارات الخاصة بإدارة الأرباح تُعد من أهم القرارات المرتبطة بإعداد التقارير المالية، إلا أن هناك ندرة في الدراسات التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين وممارسات إدارة الأرباح، وفي هذا الصدد قامت بعض الدراسات بدراسة العلاقة بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح سواء من خلال المدخل الحقيقي (Boudabbous et al., 2021) أو المدخل المحاسبي (Rajgapol et al., 2007; Ali and Gurun, 2008; Simpson, 2013; Boudabbous et al., 2021).

وقد اعتمدت جميع الدراسات التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح على ما أشارت إليه دراسة Sloan (1996) ودراسة Hirshleifer and Teoh (2006) حيث أوضحت هذه الدراسات أنه أحد أهم المشاكل الإدراكية التي غالباً ما يقع فيها المستثمرين عند اتخاذهم القرار

الاستثماري هي مشكلة الانتباه المحدود (Limited Attention) وتعني اعتماد الفرد على مقياس واحد فقط لاتخاذ القرار وذلك لتسهيل عملية المقارنه بين بدائل القرار المتاحة، وبناء على ذلك غالباً ما يعتمد المستثمر على الأرباح المحاسبية فقط في عملية اتخاذ القرار الاستثماري وذلك دون وعي بالطبيعة المحاسبية للبنود المكونة للأرباح (بند الاستحقاقات وبند التدفقات النقدية) مما يؤدي إلى عدم دقة عملية تقييم السهم (Sloan, 1996; Hirshleifer and Teoh, 2006). هذا، ومع الطبيعة النفسية للأفراد من حيث درجة تفضيلهم للمخاطر فإن جميع هذه العوامل تلعب دوراً كبيراً في حجم الطلب على شراء وبيع الأسهم مما يؤثر على أسعار الأسهم وبالتالي فإن ذلك يشكل دافعاً قوياً للإدارة لاستخدام إدارة الأرباح للتأثير على الأرباح المحاسبية للمحافظة على صورة الشركة وسعر السهم الخاص بها.

وفي هذا الصدد، قامت دراسة (Rajgopal et al. (2007 باختبار تأثير تفاؤل المستثمرين تجاه الأرباح على إدارة الأرباح من خلال المدخل المحاسبي وذلك بالتطبيق على الشركات المسجلة في البورصة الأمريكية عن الفترة من ١٩٧٦ إلى ٢٠٠٥. وقد تم قياس تفاؤل المستثمرين على مستوى السوق من خلال الفرق بين معامل استجابة الأرباح للشركات التي سجلت أرباح غير متوقعة ومعامل استجابة الأرباح للشركات التي سجلت خسائر غير متوقعة، حيث تم حساب الأرباح/الخسائر غير المتوقعة من خلال الفرق بين الربح قبل البنود غير العادية للربع الأول للفترة (t-1) والربح قبل البنود غير العادية للربع الأخير للفترة (t-1). وقد تم قياس إدارة الأرباح خلال الفترة (t) باستخدام أكثر من نموذج حيث تم الاعتماد على كل من نموذج Jones (1991) ونموذج Dechow and Dichev (2002) بالإضافة إلى نموذج Dechow et al. (1998). وقد أوضحت نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة طردية بين ميول المستثمرين وبين إدارة الأرباح، حيث أشارت النتائج إلى وجود ارتفاع في تضخيم الأرباح المحاسبية من خلال الاستحقاقات الاختيارية عند ارتفاع تفاؤل المستثمرين تجاه الأرباح غير المتوقعة.

وقد قامت دراسة (Ali and Gurun (2008 باختبار أثر ميول المستثمرين على إدارة الأرباح من خلال المدخل المحاسبي بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة الأمريكية بخلاف البنوك والمؤسسات المالية وذلك عن الفترة منذ عام ١٩٦٣ إلى عام ٢٠٠٤. وقد اعتمدت الدراسة على نموذج Baker and Wurgler (2006) لقياس ميول المستثمرين على مستوى السوق، كما تم استخدام الاستحقاقات الإجمالية لقياس إدارة الأرباح، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى ارتفاع ممارسات إدارة الأرباح خلال فترات ارتفاع ميول المستثمرين مقارنة بفترات انخفاض ميول المستثمرين مما يدل على استغلال الإدارة لفترات ارتفاع ميول المستثمرين لزيادة قيمة الأسهم عن قيمتها الأساسية من خلال تضخيم الأرباح الناتج عن تضخيم الاستحقاقات المحاسبية.

اختبرت دراسة Simpson (2013) تأثير ميول المستثمرين على إدارة الأرباح بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة الأمريكية وذلك عن الفترة ١٩٧٦ إلى ٢٠٠٥. وتحقيقاً لهذا الهدف، فقد تم استخدام مؤشر (The Michigan Consumer Sentiment Index) لقياس ميول المستثمرين على مستوى السوق ككل، كما تم الاعتماد على الاستحقاقات الاختيارية لقياس إدارة الأرباح، وقد أوضحت النتائج أن هناك علاقة طردية بين ميول المستثمرين وبين إدارة الأرباح، حيث تقوم الإدارة بتضخيم

الأرباح المحاسبية من خلال الاستحقاقات الاختيارية مع ارتفاع ميول المستثمرين، بينما تكون الإدارة أكثر تحفظاً عند إعداد التقارير المالية مع انخفاض ميول المستثمرين.

سلطت دراسة (Boudabbous et al. (2021 الضوء على العلاقة بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح من خلال اختبار تأثير ميول المستثمرين على تفضيل الإدارة استخدام المدخل الحقيقي لإدارة الأرباح أو المدخل المحاسبي لإدارة الأرباح وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة التونسية عن الفترة ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٨. وقد تم قياس ميول المستثمرين على مستوى السوق بالاعتماد على عمليات البحث على محرك جوجل، وقد تم قياس إدارة الأرباح باستخدام المدخل المحاسبي من خلال نموذج (Dechow et al. (1995 وقد تم قياس إدارة الأرباح طبقاً للمدخل الحقيقي من خلال التدفقات النقدية غير العادية بالإضافة إلى تكاليف الإنتاج غير العادية. توصلت نتائج تحليل الانحدار إلى أنه يرتفع قيام الإدارة بممارسات إدارة الأرباح سواء من خلال المدخل المحاسبي أو المدخل الحقيقي مع ارتفاع ميول المستثمرين.

التعليق على نتائج الدراسات السابقة واستنتاج الفجوة البحثية:

بناء على العرض السابق للدراسات السابقة يمكن تحليل هذه الدراسات من خلال النقاط التالية:

- اتفقت معظم الدراسات على وجود تأثير طردي بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية، وذلك على اعتماداً على أنه خلال فترات ارتفاع (انخفاض) ميول المستثمرين ترتفع درجة تفاؤل (تشاؤم) المستثمرين مما يؤدي عدم اهتمام المستثمرين بالتأكد من المعلومات المتاحة لديهم في حالة ارتفاع درجة التفاؤل والعكس في حالة ارتفاع درجة التشاؤم والتي تدفع المستثمرين إلى التدقيق الشديد للتأكد من المعلومات المتاحة لديهم وذلك لتجنب المخاطر. وعلى العكس من ذلك قد تلجأ الإدارة إلى زيادة ممارسات إدارة الأرباح عند انخفاض ميول المستثمرين وذلك في محاولة منها للتأثير على سعر السهم والمحافظة عليه في مستواه بدلاً من انخفاضه نتيجة انخفاض ميول المستثمرين، وقد تقوم الإدارة أيضاً بالحد من إدارة الأرباح في فترات ارتفاع ميول المستثمرين وذلك نتيجة ارتفاع سعر السهم بشكل تلقائي خلال فترات ارتفاع ميول المستثمرين وبالتالي ليس هناك دافع قوي للإدارة لزيادة إدارة الأرباح، وقد ترجع نتائج الدراسات السابقة إلى عملية قياس ميول المستثمرين.

- قامت معظم الدراسات بقياس ميول المستثمرين على مستوى السوق ككل. وفي هذا الصدد، فإن استخدام معظم الدراسات لمقاييس ميول المستثمرين على مستوى السوق ككل، قد يؤدي إلى اعتبار أن القطاعات داخل هذا السوق هي قطاعات متجانسة بل أن الشركات داخل القطاع الواحد لا تختلف عن بعضها في الخصائص، بالإضافة إلى ذلك قياس ميول المستثمرين على مستوى السوق ككل قد يكون غير دقيق حيث أن حجم التداول داخل السوق قد يكون بسبب قطاع معين أو بسبب القطاعات المسيطرة على السوق وبالتالي فميول المستثمرين في هذه الحالة تعكس ميول المستثمرين تجاه هذا القطاع أو القطاعات المسيطرة فقط ولا تعكس ميول المستثمرين تجاه السوق بكل قطاعاته. وبناء على ذلك فإنه من الأفضل تكوين مؤشر مركب

لقياس ميول المستثمرين لكل شركة على حدي للحصول على نتائج دقيقة حيث أن استخدام مقياس غير دقيق للميول قد يؤدي إلى تشوه النتائج.

- هناك ندرة في الأبحاث التي قامت بتحليل تأثير التمويل السلوكي على إدارة الأرباح بشكل نظري وتحديد النقاط التي يجب مراعاتها عند القيام باختبار هذه العلاقة بشكل تطبيقي، مثل ما يتعلق بقياس ميول المستثمرين.

٩/ الخلاصة والنتائج

نشأت نظرية التمويل السلوكي كمحاولة لتفسير الظواهر التي عجزت النظرية التقليدية وفرض كفاءة السوق على تفسيرها، وتقوم نظرية التمويل السلوكي على العقلانية النسبية لمتخذ القرار وبالتالي يقوم متخذ القرار بالبحث عن المنفعة المرصية له وليس أعلى منفعة كما هو مفترض طبقاً للنظرية التقليدية، وتعتمد النظرية السلوكية أيضاً على وجود قيود على عمليات المراجعة، وعلى ذلك يظهر الطلب غير المبرر من قبل المستثمرين على شراء وبيع الأسهم بناء على معتقداتهم تجاه المخاطر والتدفقات النقدية المستقبلية وهذا ما يُعرف بميول المستثمرين وهذه القيود لم تُأخذ في الاعتبار من قبل النظرية التقليدية، ونتيجة هذا الطلب غير المبرر (الناتج عن ميول المستثمرين) وتأثيره على أسعار الأسهم فقد تلجأ الإدارة إلى استخدام إدارة الأرباح كرد فعل على التغير في ميول المستثمرين، وفي هذا الصدد أشارت الدراسات إلى وجود تأثير معنوي بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية. هذا، وتُعد دراسة سلوك المستثمرين وميولهم أمراً هاماً نظراً لأهمية أخذ سلوك المستثمرين في الاعتبار وذلك لفهم وتوقع التغيرات في أسعار وعوائد الأسهم، كما يؤثر سلوك المستثمرين على العديد من قرارات الإدارة سواء المتعلقة بهيكل رأس المال أو القرارات الاستثمارية أو القرارات الخاصة بإعداد التقارير المالية، على الجانب الآخر فإن دراسة سلوك المستثمرين وميولهم تعمل على تفسير العديد من الظواهر الموجودة في سوق المال كما تساعد على فهم وتحليل الكيفية التي يقوم بها المستثمرون لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية مما يساعد على تطوير نماذج تقييم الأسهم.

١٠/ التوصيات

في ضوء نتائج البحث، توصي الباحثة بضرورة تكوين وإصدار مؤشر معتمد من قبل هيئة سوق المال المصرية لميول المستثمرين سواء على مستوى السوق ككل أو مستوى كل قطاع، وذلك لتحليل وتحديد اتجاه سلوك المستثمرين على مستوى السوق ككل أو على مستوى القطاعات، لمساعدة المسؤولين عن هيئة سوق المال في اتخاذ التدابير اللازمة خاصة في ظل المخاطر النظامية مثل الأزمات المالية أو الأزمات الصحية والتي قد تتسبب في حدوث أزمات في سوق المال مثل ما حدث نتيجة أزمة فيروس كورونا المستجد (Covid-19). كما يساهم تكوين مؤشر واضح لميول المستثمرين في التنبؤ باتجاه سلوك المستثمرين في حالة اتخاذ بعض القرارات الاقتصادية مثل القرارات الخاصة بتحرير سعر الصرف.

١١ / الأبحاث المستقبلية

بناء على ما سبق، توصي الباحثة بإجراء المزيد من الأبحاث حول الموضوعات التالية:

١. دراسة العلاقة بين نظرية التمويل السلوكي وإدارة الأرباح من خلال اختبار أثر ميول المستثمرين على إدارة الأرباح سواء من خلال المدخل المحاسبي أو المدخل الحقيقي بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية.
٢. دراسة العلاقة بين نظرية التمويل السلوكي والإفصاح الاختياري وذلك من خلال اختبار أثر ميول المستثمرين على قرارات الإدارة الخاصة بالإفصاح الاختياري بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

١٢ / المراجع

- الحموي، سيرين خالد. (٢٠١٦). تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية). رسالة ماجستير، جامعة دمشق.
- عيسى، عارف محمود كامل. (٢٠٠٩). أثر جودة عملية المراجعة على قدرة الإدارة على التطبيع المصطنع للأرباح في منظمات الأعمال المصرية: دراسة تطبيقية. رسالة ماجستير، جامعة القاهرة.
- Abdel Hameed, N. (2012). A Study of The Impact of Investor Sentiment on Stock Market Return: The Case of Egypt. PhD Thesis. Cairo University.
- Ackert, L. F. (2014). Traditional and Behavioral Finance. In: H. Baker, and V. Ricciardi, eds. (2014). Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing. Wiley. Ch.2.
- Alexander, S. (1961). Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks. Industrial Management Review II: 7-26.
- Alexander, S. (1964). Price Movement in Speculative Markets: Trends or Random Walks, Number 2. Industrial Management Review V: 25-46.
- Ali, A., and Gurun, U. (2008). Investor sentiment, Accruals anomaly, and Accruals management. SSRN Working Paper, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1299084 [Accessed on: 30 June 2020].
- Al-Khazail, O. (2014). Revisiting Fast Profit Investor Sentiment and Stock Returns during Ramadan. International Review of Financial Analysis 33: 158-170.
- Al-Nasseri, A., Ali, F., and Tucker, A. (2021). Investor Sentiment and the Dispersion of Stock Returns: Evidence Based on the Social Network of Investors. International Review of Financial Analysis 78: 101910.
- Altman, M. (2014). Behavioral Economics, Thinking Processes, Decision Making, and Investment Behavior. In: H. Baker, and V. Ricciardi, eds. (2014). Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing. Wiley. Ch.3.
- Bachelier, L. (2006). Theory of Speculation: The Origins of Modern Finance. USA: Princeton University Press. Available at:

<https://www.proquest.com/legacydocview/EBC/457701?accountid=178282>
[Accessed on: 27 May 2022].

- Baker, H., and Nofsinger, J. (2010). Behavioral Finance: Investors, Corporate and Markets. USA: John Wiley & Sons.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. The Journal of Finance LVII(1): 1-32.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. The Journal of Finance, LIX(3),1125-1165.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. The Journal of Finance LXI(4): 1645-1680.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. The Journal of Economic Perspectives 21(2): 129-151.
- Baker, M., Wurgler, J., and Yuan, Y. (2012). Global, Local, and Contagious Investor Sentiment. Journal of Financial Economics 104(2): 272-287.
- Baker, T., Collins, D., and Reitenga, A. (2003). Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives. Journal of Accounting and Public Policy 18(4): 557-582.
- Ball, R. (1996). The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations. Journal of Financial Education 22: 1-13.
- Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. Journal of Financial Economics 49(3): 307-343.
- Bartov, E. (1993). The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. The Accounting Review 68(4): 840-855.
- Bathia, D., and Bredin, D. (2013). An Examination of Investor Sentiment Effect on G7 Stock Market Returns. The European Journal of Finance 19(9): 909-937.
- Bennet, E. (2011). Stock-Specific Factors and its Influence on Investors' Sentiment: Evidence from Indian Stock Market, 3rd Financial Markets and Corporate Governance Conference. Melbourne, Australia, 2012. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1973345#
[Accessed on: 14 November 2022].

- Bergman, N., and Roychowdhury, S. (2008). Investor sentiment and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1057-1083.
- Bernanke, B., and Kuttner, K. (2005). What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? *The Journal of Finance* LX(3): 1221-1257.
- Bernoulli, D. (1954). Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. *Econometrica* 22(1): 23-36.
- Bialkowski, J., Etebari, A., and Wisniewski, T. (2012). Fast Profits: Investor Sentiment and Stock Returns during Ramadan. *Journal of Banking and Finance* 36(3): 835-845.
- Boudabbous, A., Boujelben, S., and Abdelhedi, M. (2021). The Effect of the Investors' Sentiment on the Trade-off between Earnings Management Strategies: The Case of Tunisian Market. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 17(1): 225-259.
- Brown, G., and Cliff, M. (2004). Investor Sentiment and The Near-term Stock Market. *Journal of Empirical Finance* 11(1): 1-27.
- Brown, G., and Cliff, M. (2005). Investor Sentiment and Asset Valuation. *The Journal of Business* 78(2): 405-440.
- Brown, N., Cheristensen, T., Elliott, W., and Mergenthaler, R. (2012). Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 1-40.
- Chen, H., Chong, T., and Duan, X. (2010). A Principal-component Approach to Measuring Investor Sentiment. *Quantitative Financial* 10(4): 339-347.
- Chi, J., and Gupta, M. (2009). Overvaluation and Earnings Management. *Journal of Banking and Finance* 33(9): 1652-1663.
- Cootner, P. (1962). Stock Prices: Random vs. Systematic Changes. *Industrial Management Review* 3(2): 24-45.
- Dasgupta, R., and Singh, R. (2019). Investor Sentiment Antecedents A Structural Equation Modeling Approach in an Emerging Market Context. *Review of Behavioral Finance* 11(1): 37-55.

-
-
- Day, M., Cheng, Y., Huang, P., and Ni, Y. (2023). The Profitability of Trading US Stocks in Quarter 4 – evidence from Trading Signals Emitted by SOI and RSI. *Applied Economics Letters* 30(9): 1173-1178.
 - Dechow, P., and Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77(S-1): 35-59.
 - Dechow, P., and Skinner, D. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. SSRN Working Paper, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=218959 [Accessed on: 9 September 2022].
 - Dechow, P., Sloan, R., and Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
 - DeLong, B., Shleifer, A., Summers, L., and Waldmann, R. (1990b). Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation. *The Journal of Finance*, 45(2), 379-395.
 - DeLong, J., Shleifer, A., Summers, L., and Waldmann, R. (1990a). Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation. *The Journal of Finance* 45(2): 379-395.
 - Dyreng, S., Hillegeist, S., and Penalva, F. (2020). Earnings Management to Avoid Debt Covenant Violations and Future Performance. *European Accounting Review* 31(2): 311-343.
 - Edmans, A., Garcia, D., and Norli, Y. (2007). Sports Sentiment and Stock Returns. *The Journal of Finance* LXII(4): 1967-1998.
 - Edwards, W. (1968). Conservatism in Human Information Processing. In: D. Kahneman, P. Slovic, and A. Tversky, eds. (1982). *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge: Cambridge University Press. Ch.25.
 - Fama, E. (1965a). The Behavior of Stock Market Prices. *The Journal of Business* 38(1): 34-105.
 - Fama, E. (1965b). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal* 21(5): 55-59.

-
-
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25(2): 383-417.
 - Fang, H., Chung, C., Lu, Y., Lee, Y., and Wang, W. (2021). The Impact of Investors' Sentiment on Stock Returns Using Fintech Approaches. *International Review of Financial Analysis* 77: 101858.
 - Franz, D., HassabElnaby, H., and Lobo, G. (2014). Impact of Proximity to Debt Covenant Violation on Earnings Management. *Review of Accounting Studies* 19: 473-505.
 - Gilchrist, S., Himmelberg, C., and Huberman, G. (2005). Do stock price bubbles influence corporate investment? *Journal of Monetary Economics*, 52(4), 805-827.
 - Glushkov, D. (2006). Sentiment beta. SSRN Working Paper, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=862444 [Accessed on: 29 July 2020].
 - Gregory, R. (2021). What Determines Manger and Investor Sentiment? *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 30: 100499.
 - Gunny, K. (2005). What Are the Consequences of Real Earnings Management? PhD Thesis. University of California, Berkeley.
 - Healy, P., and Wahlen, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standards Setting. *Accounting Horizons* 13(4): 365-383.
 - Huang, D., Jiang, F., Tu, J., and Zhou, G. (2015). Investor Sentiment Aligned: A Powerful Predictor of Stock Returns. *Review of Financial Studies* 28(3): 791-837.
 - Huang, R., and Ritter, J. (2004). Testing the Market Timing Theory of Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1(2): 221-246.
 - Hurwitz, H. (2018). Investor Sentiment and Management Earnings Forecast Bias. *Journal of Business Finance and Accounting* 45(1-2): 166-183.
 - Jaggi, B., and Lee, P. Earnings Management Response to Debt Covenant Violations and Debt Restructuring. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 17(4): 295-324.

-
-
- Jensen, N. (1967). An Introduction to Bernoullian Utility Theory: I. Utility Functions. The Swedish Journal of Economics 69(3): 163-183.
 - Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. Journal of Accounting Research, 29(2), 193-228.
 - Kahneman, D., and Tversky, A. (1973). On the Psychology of Prediction. Psychology Review 80(4): 237-251.
 - Kahneman, D., and Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. Econometrica 47(2): 263-291.
 - Kendall, M., and Hill, A. (1953). The Analysis of Economic Time-Series – Part I: Prices. Journal of The Royal Statistical Society. Series A (General) 116(1): 11-34.
 - Kim, T., and Ha, A. (2010). Investor Sentiment and Market Anomalies. SSRN Working Paper, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1663649 [Accessed on: 11 March 2023].
 - Kothari, S., Leone, A., and Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. Journal of Accounting and Economics, 39(1), 163-197.
 - Kumar, A., and Lee, C. (2006). Retail investor sentiment and return co-movements. The Journal of Finance, LXI(5), 2451-2486.
 - Kurov, A. (2010). Investor Sentiment and the Stock Market's Reaction to Monetary Policy. Journal of Banking and Finance 34(1): 139-149.
 - Lamont, O., and Stein, J. (2005). Investor Sentiment and Corporate Finance Micro and Macro. NBER Working Paper, Available at: <https://www.nber.org/papers/w11882> [Accessed on: 15 June 2022].
 - Lee, E. (2013). Individual Stock Investor Sentiment, Stock Issuance, and Financial Market Anomalies. Publicly Accessible Penn Dissertations 771.
 - Lee, W., Jiang, C., and Indro, D. (2002). Stock Market Volatility, Excess Returns, and The Role of Investor Sentiment. Journal of Banking and Finance 26(12): 2277-2299.

-
-
- Levy, R. (1967). The Theory of Random Walks: A Survey of Findings. The American Economist 11(2): 34-48.
 - Li, J. (2021). The Term Structure Effects of Individual Stock Investor Sentiment on Excess Returns. International Journal of Finance and Economics 26(2): 1695-1705.
 - Li, J., and Yang, C. (2017). The Cross-section and Time-series Effects of Individual Stock Sentiment on Stock Prices. Applied Economics 49(47): 4806-4815.
 - Li, W., and Lie, E. (2006). Dividends Changes and Catering Incentives. Journal of Financial Economics 80(2): 293-308.
 - Lutz, C. (2015). The Impact of Conventional and Unconventional Monetary Policy on Investor Sentiment. Journal of Banking and Finance 61: 89-105.
 - Mahmoudi, N., Docherty, P., and Moscato, P. (2018). Deep Neural Networks Understand Investors Better. Decisions Support Systems 112: 23-34.
 - Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. (1990). The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow? Brookings Papers on Economic Activity 1990(2): 157-215.
 - Niederhoffer, V., and Osborne, M. (1966). Market Making and Reversal on the Stock Exchange. Journal of the American Statistical Association 61(316): 897-916.
 - Osborne, M. (1959). Brownian Motion in the Stock Market. Operations Research 7: 145-173.
 - Palomino, F., Renneboog, L., and Zhang, C. (2009). Information Salience, Investor Sentiment, and Stock Returns: The Case of British Soccer Betting. Journal of Corporate Finance 15(3): 368-387.
 - Parveen, S., Satti, Z., Subhan, Q., Riaz, N., Baber, S., and Bashir, T. (2021). Examining Investors' Sentiments, Behavioral Biases and Investment Decisions during COVID-19 in the Emerging Stock Market: A Case of Pakistan Stock Market. Journal of Economic and Administrative Sciences.

-
-
- Paudel, S., Silveri, S., and Wu, M. (2022). Investor Sentiment and Asset Prices: Evidence from the Ex-day. *Journal of Banking and Finance* 139: 106492.
 - Payne, J., and Robb, S. (). Earnings Management: The Effect of Ex Ante Earnings Expectations. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 15(4): 371-392.
 - Polk, C., and Sapienza, P. (2009). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 187-217.
 - Rajgopal, S., Shivakumar, L., and Simpson, A. (2007). A Catering Theory of Earnings Management. SSRN Working Paper, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991138 [Accessed on: 10 December 2021].
 - Robb, S. (1998). The Effect of Analysts' Forecasts on Earnings Management in Financial Institutions. *The Journal of Financial Research* XXI(3): 315-331.
 - Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management Through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335-370.
 - Salhin, A. (2017). Managerial Sentiment, Investor Sentiment and Stock Returns. PhD Thesis. Heriot-Watt University.
 - Schipper, K. (1989). Earnings Management. *Accounting Horizons* 3(4): 91-102.
 - Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. USA: Oxford University Press.
 - Shleifer, A., and Vishny, R. (1997). The Limits of Arbitrage. *The Journal of Finance* LII(1): 35-55.
 - Sibley, S., Wang, Y., Xing, Y., and Zhang, X. (2016). The Information Content of the Sentiment Index. *Journal of Banking and Finance* 62: 164-179.
 - Simon, H. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics* 69(1): 99-118.

-
-
- Simpson, A. (2013). Does Investor Sentiment Affect Earnings Management. *Journal of Business Finance and Accounting* 40(7&8): 869-900.
 - Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3): 289-315.
 - Slovic, P., Fischhoff, B., and Lichtenstein, S. (1977). Behavioral Decision Theory. *Annual Review of Psychology* 28: 1-39.
 - Takemura, K. (2021). *Behavioral Decision Theory Psychological and Mathematical Descriptions of Human Choice Behavior*. 2nd edn. Singapore: Springer Nature.
 - Tversky, A., and Kahneman, D. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science* 185(4157): 1124-1131.
 - Tversky, A., and Kahneman, D. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science* 211(30): 453-458.
 - Wang, W., Su, C., and Duxbury, D. (2022). The Conditional Impact of Investor Sentiment in Global Stock Markets: A Two-channel Examination. *Journal of Banking and Finance* 138: 106458.
 - Wurgler, J., and Zhuravskaya, E. (2002). Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks? *The Journal of Business* 75(4): 583-608.
 - Yang, C., and Zhou, L. (2016). Individual Stock Crowded Trades, Individual Stock Investor Sentiment and Excess Returns. *North American Journal of Economics and Finance* 38: 39-53.
 - Ye, K. (2014). Independent Director Cash Compensation and Earnings Management. *Journal of Accounting and Public Policy* 33(4): 391-400.