

دراسة نظرية عن مساهمات Richard Thaler في التمويل

السلوكي

رحاب عادل صلاح الدين أمين

مدرس مساعد بقسم المحاسبة - معهد المدينة العالي للإدارة والتكنولوجيا بشبرامنت

تمثلت أبرز مساهمات دمج الاقتصاد مع علم النفس أو ما يدور حوله، بتركز هدف الاقتصاديين حول تطوير نماذج السلوك البشري والتفاعلات في الأسواق، ودراسة الظروف الاقتصادية، وعلى الرغم من محاولة المستثمرين بشكل عام اتخاذ قرارات عقلانية، إلا أن الطبيعة البشرية قد تخطئ، وقد قام الاقتصاديون وعلماء علم النفس بتوثيق انحرافات السلوك العقلاني بعلم الاقتصاد الكلاسيكي.

جدير بالذكر أن جائزة نوبل لهذا العام كانت لـ Richard Thaler الذي لعب دوراً محورياً في الاقتصاد السلوكي على مدى العقود الأربعة الماضية؛ حيث قدم العديد من المفاهيم التجريبية من خلال دمج رؤى جديدة من النفس البشرية في التحليل الاقتصادي لفهم والتنبؤ بالسلوك البشري. وكان لهذا العمل تأثيراً تراكمياً كبيراً على علم الاقتصاد؛ مما نتج عنه إلهام العديد من الباحثين بتطوير نظريات عديدة، وتحويل المجال من الهامش إلى الجدل وقدم لأول مرة أفكاره عام ١٩٨٠ بعنوان "نحو نظرية ايجابية لحرية المستهلك في الاختيار" *Toward appositive theory of consnmer choice* وكذلك العديد من الكتابات الأخرى.

إن اتخاذ القرارات الاقتصادية يتأثر بثلاث جوانب للنفس البشرية، هي: القيود المعرفية (العقلانية)، مشاكل ضبط النفس، التفضيل الاجتماعي. **المساهمة الأولى:** عمله الرائد في الانحرافات عن السلوك العقلاني المثالي في القرارات الاقتصادية، عام ١٩٨٠، وقد أشار إلى ميل الأفراد أكثر للأشياء التي يملكونها، والعلاقة بين ذلك ونظرية الاحتمالات. وقد طور نظرية المحاسبة من الناحية العقلية *Theory of mental accounting* من أجل فهم العمليات المعرفية التي يستخدمها الأفراد لتنظيم وتقييم أنشطتهم الاقتصادية.

وأظهرت هذه النظرية كيف يمكن للأفراد أن يتغلبوا على القيود المعرفية من خلال تنشيط البيعة الاقتصادية بطرق منتظمة، ولكن أيضاً يمكن أن يؤدي هذا التنشيط إلى اتخاذ قرارات غير مثالية.

المساهمة الثانية: تتعلق بمشاكل ضبط النفس التي تمنع الوكلاء من تنفيذ خططهم المثلى حتى لو تمكنوا من حسابها.

وكان لعمل **Thaler** للتحكم في النفس تأثير كبير على صانعي السياسات خاصة لأفكار محددة مثل: كيفية تعزيز مدخرات التقاعد بالإضافة إلى النظرة الأكثر عمومية للحرية التي توصي بالسياسات الأقل التي تدفع الأفراد، وتحسين القرارات الاقتصادية.

المساهمة الثالثة: إظهار كيف أن التفضيلات الاجتماعية ضرورية لصنع القرار الاقتصادي؛ فبالتعاون مع الشركات قام **Thaler** بتصميم وتنفيذ تجارب مختبرية ذات تأثير كبير على سبيل المثال **Dictator game** لقياس التفضيلات الاجتماعية.

كما أظهر كيف تؤثر المخاوف على سلوك الأفراد في الأسواق على المستهلكين، والعمل، مع وجود آثار مهمة على سلوك الشركة الأمثل.

وأخيراً قدم **Thaler** أدلة تجريبية تشير إلى أن الجوانب النفسية الفردية لا تختفي عندما يتفاعل العديد من العملاء / الوكلاء الاقتصاديين في الأسواق وكان **Thaler & Robert Shiller** أشهر مؤسسي التمويل السلوكي، والذي يحلل كيف يمكن لعلم النفس تحليل سلوك المستثمر في حالة المراجحة أو المضاربة **Arbitrage**، والتأثير على الأسعار في الأسواق المالية.

وقد ارتبط ذلك بالعديد من المجالات كالاقتصاد، والتسويق، والقانون. ويمكن توضيح المخاوف أو المؤثرات على السلوك الاستثماري للمستثمرين، بالاعتماد على الدراسات السابقة كما سيتم عرضه قبل الدخول إلى المؤثرات السلوكية، والنفسية، فالتأثير بشكل أكبر في الدراسات هي الحالات التالية التي بنيت على فرضية كفاءة السوق. وأن المستثمرين عقلانيين، وهو ما انتقده علم الاقتصاد السلوكي والمالية من الناحية السلوكية.

بشكل عام ينقسم المستثمرون كما صنفهم كل من (**Taylor&Riley, 2017**) لمستثمرين مهنيين، أو محترفين، ومستثمرين غير مهنيين، أو غير محترفين ذوي مستويات مختلفة من المعرفة. وينعكس ذلك

بطبيعة الحال على إفصاحات الشركة من حيث زيادة أو نقص الإفصاحات طبقاً لاستحواذ أكبر قيمة من النوعين على الاستثمار بالشركة، أو مصداقية الإدارة أيضاً. مما ينتج عنه وجود إفصاحات في صورة قابلة، أو سهلة القراءة، أو غير قابلة صعبة القراءة.

فقد أشارت أغلب الأبحاث أن ضعف أداء المستثمرين غير المحترفين في السوق يرجع إلى حد كبير لعدم قدرتهم على فهم المعلومات المالية. كما أشارت بعض الدراسات أن المديرين يقومون باستخدام إفصاحات أقل قابلية للقراءة للتشويش على الأداء السلبي لهم أمام المستثمرين، وقد أشارت أهم نتائج الدراسة أن استخدام لغة سهلة للإفصاح يساعد على تعويض النقص في المعرفة بين المستثمرين.

واستكمالاً لمناقشة العوامل التي من الممكن أن تؤثر على سلوك المستثمرين باعتبارها من القضايا الشائكة التي تم طرحها، فقد أشارت دراسة (Balakrishnan et al, 2014) إلى أن الإفصاح الاختياري الذي يقوم به المديرون عن طريق تقديم معلومات إضافية، يمكن أن يؤثر على سيولة أسهم الشركة وتكلفة رأسمالها في ظل غياب التغطية الإعلامية من المحللين الماليين؛ حيث ناقشت الدراسة أزمة حدثت بين الأعوام ٢٠٠٠-٢٠٠٨ حيث أنهت ٤٣ شركة سمسرة نشاطها عقب خسائر اقتصادية لحقت بهم نتيجة حدوث نتائج عكسية مخالفة للتنبؤات التي كانت تصدرها للمستثمرين، وانعكست على سلوك وأداء المستثمرين مما أدى إلى خسارة أكثر من ٤٠٠٠ شركة أمريكية، وبشكل خاص تأثرت فئة صغار المستثمرين، وازدادت حالة عدم تماثل المعلومات. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك عامل جذب آخر يؤثر على سلوك المستثمرين، وهو الإفصاح الاختياري، وزيادة حجم المعلومات المقدمة بشكل طوعي للمستثمرين. وهو ما يؤدي لارتفاع السيولة وتحسن أوضاع الشركات المتضررة وانتعاش السوق مرة أخرى.

ومن ناحية أخرى فقد سلطت دراسة (Suh & Ugrin, 2015) الضوء حول دور مجالس الإدارة في

إدارة المخاطر المادية التشغيلية، أو المالية للشركات وتحفيز المستثمرين على المطالبة بمزيد من الشفافية. وقد توصلت أهم نتائج هذه الدراسة إلى أنه في ظل شرط الإفصاح المرتفع للمخاطر لا تختلف أحكام المشاركين اختلافاً كبيراً، عندما يكون الإفصاح عن مراقبة مجلس الإدارة موجوداً مقارنة بعدم وجود الإفصاح عن مراقبة مجلس الإدارة، كما توصلت النتائج إلى أن المستثمرين لا يقومون بدمج معلومات الإفصاح عن مراقبة مجلس الإدارة على نحو فعال في أحكامهم عندما يتم الإفصاح عن المخاطر. وقد

فشلت النتائج في تقديم الدعم للفكرة القائلة بأن المزيد من الشفافية التي يوفرها الإفصاح عن مراقبة مجلس الإدارة تحسن قرارات المستثمرين.

وأشارت دراسة (Hou et al, 2014) إلى دور المحللين الماليين باعتباره دوراً هاماً كوسطاء لتقديم المعلومات لأنهم يقومون بتقديم معلومات ذات جودة مرتفعة عن المنشأة. وأيضاً يساهمون في الرقابة الفعالة على أنشطتها، ومن ثم تقليل تكاليف الوكالة وزيادة القيمة للمساهمين. ولعل أبرز أو أهم فائدة هي أن توقعات المحللين تحسن الكفاءة المعلوماتية لأسواق الأسهم لأنها تمثل في الغالب توقعات السوق للأداء المستقبلي للأسهم في التقارير المالية للشركة إلى جانب معلومات إضافية حول الصناعة، واستراتيجية الشركة، والاقتصاد في توقعات الأرباح المستقبلية. من ناحية أخرى فإن المعلومات المستمدة من تعديلات تنبؤات المحللين الماليين، تساعد في توقع عوائد الأسهم، وذلك للأسباب التالية:

- السوق يستجيب بشكل تدريجي للمعلومات الجديدة أو الحديثة الصادرة عن المنشآت.
- أسعار الأسهم ترتبط بالمعلومات الخاصة عن المنشأة.
- عندما يكون هناك حالة عدم تأكد تحيط بالمنشأة فالمستثمرون يميلون للثقة أكثر في المعلومات الإيجابية بشأن أسهمها.
- انحراف أسعار الأسهم بعد الإعلان عن الأخبار الخاصة بالمنشأة، يمكن أن يكون بسبب عدم التفاعل بشكل كبير مع المعلومات المحددة التي يتم الإفصاح عنها، أو الثقة الزائدة من جانب المستثمرين بمعلومات محددة.

وقد قسمت الدراسة تعديلات المحللين على الأسهم إلى نوعين:

- الأسهم ذات التعديلات السلبية **Downward** التي شهدت عوائد سلبية، لتأثر سلوك المستثمرين وخوفهم وإقبالهم على التخلص منها.
- الأسهم ذات التعديلات الإيجابية **Upward** التي شهدت عوائد إيجابية، لتأثر سلوك المستثمرين بتداول وشراء تلك الأسهم.

ينعكس سلوك المستثمرين حيث كمية المعلومات المتوفرة، وهو ما يرتبط بشكل وثيق بافتراضات كفاءة السوق، كما أشار إليها Fama على النحو التالي:

– الكفاءة على المستوى الضعيف، ويتم من خلالها إظهار المعلومات التاريخية كأسعار الأسهم، وحجم التعامل، والقوائم المالية المنشورة التي تم القيام بها في الماضي، ولا يمكن التنبؤ من خلالها بالتغيرات وتحاول أغلب الدراسات إثباتها أولاً قبل الوصول للكفاءة على المستوى المتوسط فحركة الأسعار عشوائية ولا يوجد بينها علاقة.

– الكفاءة على المستوى المتوسط، ويتم من خلالها جمع الأسعار الحالية للأسهم وهي لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس المعلومات المتاحة للجمهور كله (يعتمد على التنبؤات والتوقعات).

– الكفاءة على المستوى القوي، ويتم من خلالها جمع المعلومات المتاحة للعامة، وغير العامة، والإفصاح عنها بالسوق، مما يؤثر على الأسعار، ولا يكون لدى أي مستثمر فرصة لاحتكار معلومة وتحقيق أرباح غير عادية.

ويرى (Fama, 1991) أن صيغة السوق القوي ضعيفة متطرفة غير موجودة في الواقع. وجدير بالذكر أنه يوجد تأثير قوي للظروف السياسية على سلوك المستثمرين، وتجاه ميولهم وقد حاولت دراسة (Kamal, 2014) معرفة التأثير السلبي للظروف السياسية، والاقتصادية على البورصة. نتج عنه اتخاذ قرار بإغلاقها بتاريخ ٢٨ / ١ / ٢٠١١ بعد الثورة حيث انخفض المؤشر الرئيسي EGX30 ب ١٦٪ قبل إغلاقه، وتم بيع كميات كبيرة من أسهم المستثمرين العرب والأجانب خلال ذروة الأحداث السياسية. وأشارت الدراسة إلى سمات يتسم بها السوق الكفؤ وهي: (العقلانية، والتنبؤ بالمخاطر، والاستجابة الفورية للمعلومات). وتوصلت نتائجها إلى أن السوق المصري غير ملم بتلك الصفات، وأنه يقع في نطاق الكفاءة الضعيفة.

وأبرزت دراسة (Ismail & Shehata, 2012) أهم العوامل التي تؤثر على مستوى الإفصاح في مصر باعتبارها ضمن الأسواق الناشئة. واتفقت مع دراسة (Kamal, 2014) في عنصر السياسة؛ لكنه استرشد بفترات حدثت فيها تغيرات سياسية قبل ثورة ٢٠١١. وقد أشارت الدراسة إلى أن السبب الرئيس المرتبط بضعف الإفصاح هو تضارب القوانين وتعددتها؛ بين قوانين سوق رأس المال، والشركات، والاستثمار، وقطاع الأعمال العام، والإيداع والقيود المركزي. واقترح الباحثان توحيد قانون لتنظيم سوق

رأس المال وتوضيح متطلبات الإفصاح بدقة. وأخيراً ناقشت الدراسة عامل الثقافة، وتأثيرها على تصرفات الأفراد وهو ما يؤدي إلى انتهاج نمط معين من الإفصاح بالمجتمع. وهناك أبعاد تم مناقشتها في الدراسات في الفترة المنقضية الأخيرة أبرزها (الفردية مقابل الجماعية، والسلطة الكبيرة مقابل السلطة الصغيرة، والقوة مقابل الضعف في حالة عدم اليقين، والذكورة مقابل الأنوثة، والتوحيد مقابل المرونة، والمحافظة مقابل التفاؤل، السرية مقابل الشفافية).

وقد وصفت أغلب الدراسات عنصر النوع عن طريق تحديد صفات لكل نوع كما يلي:

– الذكورة: يتسم بالشجاعة، والانجاز، والحزم، والنجاح المادي.

– الأنوثة: تتسم بالعلاقات، والتواضع ورعاية الضعفاء.

وظهر توجه من الأبحاث يتعارض مع تلك التصانيف، حيث ناقشت القرارات الاستثمارية المتخذة من قبل مجالس الإدارة ووجود عنصر نسائي، فالحزم والمخاطرة أصبح ليس مقتصرًا فقط على الرجال وإنما شمل العنصر النسائي أيضاً.

وأشارت دراسة (Felimban et al, 2018) التي أجريت على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي أنه سوق غير كفؤ بشكل عام، ويتبع المستثمرون فيه؛ سياسة القطيع، وفيه عدم تماثل في المعلومات نتيجة وجود تضارب في المصالح بين الإدارة، والمساهمين. وهناك أيضاً حالة من عدم التأكد بسبب تغيير سياسة توزيع الأرباح. وقد أشارت الدراسة إلى وجود ثلاثة نظريات تؤثر على سلوك المستثمرين، هي:

تؤثر توزيعات الأرباح على سلوك الأسهم في ظل عدم وجود ضرائب، وتماثل المعلومات، وعدم وجود تكاليف على المعاملات.	نظرية Irrelevant
توزيعات الأرباح هي وسيلة ينقل بها المديرون المعلومات من جهات داخلية إلى السوق، ومن ثم فهي توقعات عن المستقبل ولذلك تؤثر على أسعار الأسهم.	نظرية الأشارات
التغير في سياسة توزيع الأرباح يؤدي إلى تغيير تفضيلات المستثمرين بتغيير أحجام التداول/ سعر السهم.	نظرية العملاء

وبعد استعراض الدراسات السابقة التي طرحت عوامل مؤثرة على سلوك المستثمرين بشكل عام ننتقل إلى العوامل التي تم التوصل إليها بعد دمج علم النفس، والاقتصاد والمحاسبة.

فقد ناقشت دراسة (الضب وآخرون، ٢٠١٧) الانحرافات الظاهرة في أسواق رأس المال التي فشلت النماذج المالية التقليدية في تفسيرها، ومدى تفسير النظرية المالية السلوكية في شرح وفهم ما يحدث في

أسواق رأس المال حيث تقدم هذه النظرية. وتشير لوجود تحيزات سلوكية تؤثر على سلوك المستثمرين وتدفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية لا تتسم بالرشد، وتنعكس بالسلب على الأداء الاستثماري. فبعد الأزمات المالية، والتقلبات الحادة التي شهدتها العالم اتضح فشل فرضية كفاءة سوق رأس المال الآخذة في الاعتبار عقلانية المتعاملين وأنها غير قادرة على تفسير سلوك الأسواق خاصة فيما يتعلق بالحالات الشاذة **Anomalies** والألغاز **Puzzles** وأن هناك حالات عديدة تؤثر فيها العاطفة والحالة النفسية.

وبعد إجماع عدد من الباحثين عن فشل فرضية السوق الكفؤ توصلوا لمجموعة من التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق رأس المال كما وضحتها (الضب واخرون، ٢٠١٧).

تأثيرات الظاهرة	نوع الظاهرة	
ميل عوائد الأسهم للانخفاض يوم الاثنين وقد تكون سالبة أو أقل من عوائد باقي الأسبوع حيث تميل يوم الجمعة للارتفاع.	أثر نهاية الأسبوع The Weekend Effect	التشوهات الموسمية
العوائد ترتفع في بداية السنة إلى مستويات تفوق المستويات لعوائد باقي الأشهر.	أثر جانفي January Effect	
ميل العوائد إلي الانخفاض في شهر رمضان مقارنة ببقية الأشهر في الدول الإسلامية.	أثر رمضان Ramadan effect	
المنشآت ذات مضاعف الربحية (نسبة السعر إلى ربح السهم) منخفض هي الأكثر ارتفاعاً في العوائد مقارنة بالمنشآت ذات مضاعف الربحية المرتفع.	أثر القيمة Book to Market (BM)Value	التشوهات المتعلقة بخصوصية المنشآت
المنشآت ذات رأس المال الصغير تحقق عوائد أكبر من تلك المنشآت ذات رأس المال الكبير.	أثر الحجم Size effect	
استمرار الأسهم الرابحة بالتفوق على بقية الأسهم واستمرار الأسهم الخاسرة بنفس الأداء.	أثر الزخم Momentum Effect	تشوهات أخرى
الأسهم الأقل عوائد في ثلاث إلى خمس سنوات ماضية تميل إلى تحقيق عوائد أكبر في ثلاث إلى خمس سنوات مقبلة.	أثر الارتداد طويل الاجل Reversal and	
الأيام التي طقسها جيد تكون فيها عوائد مرتفعة.	أثر الطقس Weather Effect	
الفائز في المزاد غالباً هو الخاسر الحقيقي.	لعنة الفائز Winners Curse	

كما توجد العديد من الانحرافات والظواهر الأخرى في أسواق رأس المال وسميت بالألغاز **Puzzles** من أهمها:

- الاستجابة المبالغية والضعيفة لأسعار الأصول المالية **Over reaction**.
- لغز الذعر المالي والتداول المكثف.
- لغز علاوة الملكية **Equity premium** وجود مستويات عالية وغير واقعية في علاوة الأصول المالية.
- لغز الربح الخاسر يقصد به قيام المستثمرين ببيع الأصول الربحة بسرعة والاحتفاظ بالأصول الخاسرة لفترة طويلة.
- كذلك فقد أشارت الدراسة إلى وجود أنواع من المستثمرين في أسواق المال، ولعل أبرزهم والمعترف به طبقاً للنظرية السلوكية هو:
- المتعامل غير العقلاني**: فهم مستثمرين ليس لديهم خبرة كافية (ذوي سذاجة استثمارية) مما يجعلهم يتبعون تصرفات آخرين (سلوك القطيع) ويبنون التوقعات على أساس معلومات زائفة. وقد أُطلق عليهم اسم آخر (تجار الضوضاء) يسيرون خلف أي إشارة ويفشلون في إجراء التنويع اللازم ويحركون محافظهم بعنف، ويبيعون الأسهم الربحة، ويحتفظون بالأسهم الخاسرة. مما ينتج عنه زيادة الالتزامات الضريبية فهم يفتقرون الخبرة ولديهم سوء توقيت ويتبعون الحالة النفسية ومن هنا ظهرت المالية السلوكية.
- المالية السلوكية** هي فرع من فروع الاقتصاد السلوكي **Behavioral Economics** الذي يُعد منهجا حديثا من مناهج التحليل الاقتصادي، الذي يدمج التبصر السيكولوجي بسلوكيات الأفراد، بهدف وصف، وتحليل السوق، وإعطاء نتائج تتفق بدرجة أكبر مع الواقع. وتستند النظرية المالية السلوكية على ثلاثة عناصر هي:
- عاطفة المستثمرين Sentiment Investors**: إن قرارات المستثمرين غير العقلانية تتأثر بالعوامل النفسية، والعاطفية. وينعكس ذلك على السوق، وعند اتخاذ القرارات المالية. وقد أشار الكتاب للتحيزات التالية في هذا المنطلق:

التمثيل Representativeness	هو شكل من أشكال التحيز الإدراكي ويقوم على مبدأ الأعداد الصغيرة.
تحيز الإتاحة Availability	يطلق عليه تحيز الأحداث الأخيرة، حيث يعطي المستثمرون وزن أكبر للأحداث الحديثة مثال: مستثمر قام بعمل 15 صفقة وكانت آخر 10 صفقات رابحة، ومستثمر آخر كانت آخر 5 صفقات خاسرة. سيؤثر ذلك على عقلية المستثمر وثقته.

يعد هذا التحيز من أكثر التحيزات توثيقاً في أدبيات المالية السلوكية حيث يقصد بدرجة الثقة الاعتقاد المرتبط بصحة الحكم، أو القرار. أما تحيز الثقة المفرطة يقصد به أن الأفراد يضعون ثقة زائدة بشأن أحكامهم الخاصة، وهو ما يسمى بوهم السيطرة فمن الممكن أن يؤدي للتقليل من وزن المخاطر خاصة المساهمين الذين يعانون من تحيز الاسناد الذاتي Self attribution bias وهو ما يؤدي للثقة والزخم في اسعار الاصول أو تحيز الادراك المتأخر وشهد العالم هذا التحيز وفي فقاعة الأزمة المالية العالمية حيث كان هناك دلائل واضحة قبلها.	الإفراط في الثقة Over Confidence
هو أحد أبرز المغالطات الفكرية وهو يعني الاعتماد على معلومات قليلة جداً.	الترسيخ أو الارتكاز Anchoring
هو التحيز الأكثر شيوعاً، ووسط المستثمرين في أسواق راس المال، حيث يتبع المستثمرون سلوكاً غير عقلائي اتجاه المعلومات الواردة إلى السوق، سواء أكانت سارة أو غير سارة.	المبالغة والاقبال في ردة الفعل Over react and

تفضيلات المستثمرين Behavioral Preferences : يشكل العنصر الثاني حيث هناك عدة نماذج

وأطر لتفسير تفضيلات سلوك الأفراد في أسواق رأس المال. وفيما يلي أهم التفضيلات السلوكية:

تحيز كره الخسارة، وشعور الأفراد بالأسف الشديد يعادل ضعفي فرحهم بما حققوه من أرباح فالأفراد يتجنبون المخاطر لحماية الثروة الموجودة، ويتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر هذا السلوك غير عقلائي يؤدي لقرارات خاطئة.	النفور من الخسارة Loss aversion
يقصد به تفضيل البدائل ذات الاحتمالات المعروفة على البدائل ذات الاحتمالات غير المعروفة (عدم اليقين)، أو الخوف من دخول استثمارات تشغيلية لتفضيل قيام المستثمرين باتخاذ قرارات تشابه القرارات الاستثمارية لفئة كبيرة من المستثمرين بالسوق.	تجنب الغموض Ambiguity Aversion Bias
أو المحاسبة النفسية أو المحاسبة الذهنية، ويقصد بها ميل الأفراد إلى وضع أحداث معينة في حسابات عقلية مختلفة، مثلاً: عندما يقوم المستثمرين بتجزئة أموالهم إلى حسابات منفصلة لأسباب مختلفة فبدلاً من النظر للمحفظة أو المشهد بأكمله يتم النظر للقرارات الفردية.	سلوك القطيع Herd Behavior
حيث يندفع بعض المستثمرين نحو استغلال الفرص المتاحة أمامهم خوفاً من ضياعها، وعدم تكرارها في المستقبل. وبالتالي يؤدي هذا التحيز إلى الإسراع في إسراف الأموال، وتضييع فرص أفضل في المستقبل ومنه اتخاذ قرارات مالية سيئة.	المحاسبة العقلية Mental Accounting
تهتم بالإصرار والمضي في القرارات الخاطئة والدافع من وراء ذلك عدم خسارة التكاليف التي وقعت بالفعل في تلك القرارات والتي لا يمكن استعادتها حيث يتم بيع السهم إذا زاد سعره عن سعر التكلفة بدلاً من إمكانية تطور السهم مستقبلاً.	الخوف من ضياع الفرص الاستثمارية
	مغالطة التكاليف الغارقة Sunk Cost

محدودية المراجعة Limited Arbitrage : النظرية المالية التقليدية تنص على أن المستثمرين

العقلانيين يصححون دائماً حالات التسعير الخاطيء للأوراق المالية الناتج عن سلوك المستثمرين غير العقلانيين والتي تتسم بالعشوائية .

وبالتالي فإن آلية المراجعة تلعب دوراً مهماً في إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي غير أن النظرية المالية السلوكية ترى أن جميع المستثمرين غير عقلانيين بسبب التحيزات، مما يؤدي إلى صعوبة إرجاع السعر لقيمته الحقيقية، وبالتالي عدم فعالية المراجعة في التسعير العادل.

إن عملية المراجعة محفوفة بالمخاطر، وبالتالي، تصبح محدودة الأثر فضلاً عن وجود تكاليف تنفيذ عالية تجعلها عملية غير مرغوب فيها.

المراجع العربية

- الضب واخرون، (٢٠١٧). الخلفية النظرية المالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال. مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة. المجلد الاول. العدد الثاني.

المراجع الأجنبية

- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure. *the Journal of Finance*, 69(5), 2237-2278.
- Felimban, R., Floros, C., & Nguyen, A. N. (2018). The impact of dividend announcements on share price and trading volume: Empirical evidence from the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Journal of Economic Studies*, 45(2), 210-230.
- Hou, T. C. T., Hung, W., & Gao, S. S. (2014). Investors' reactions to analysts' forecast revisions and information uncertainty: evidence of stock price drift. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 29(3), 238-259.
- <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2017/advanced-information/>
- Ismail, T. H., & Shehata, N. F. (2011). Disclosure practices in Egypt: what are factors beyond the low level?.
- Kamal, M. (2014). Studying the validity of the Efficient Market Hypothesis (EMH) in the Egyptian exchange (EGX) after the 25th of January revolution.
- Suh, I., & Ugrin, J. (2015). Negativity Bias in Investors' Reactions to Board of Directors' Risk Oversight Disclosure. In *Advances in Accounting Behavioral Research* (pp. 33-68). Emerald Group Publishing Limited.
- Taylor, E., & Riley, J. (2017). Leveling the playing field for less-sophisticated non-professional investors: Does plain English matter?. *Journal of Capital Markets Studies*, 1(1), 36-57.