



الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

أثر المتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لصرف الليرة السورية

The Impact of Behavioral Variables on the Current crisis Of Syrian Pound

أطروحة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد الطالبة جيلان الشعار

إشراف الدكتور همام الجزائري

دمشق ٢٠١٨

لجنة الحكم المؤلفة من كل من السادة الأساتذة

١. الدكتور أكرم حوراني.....عضواً
٢. الدكتور أحمد العلي.....عضواً
٣. الدكتور همام الجزائري.....عضواً مشرفاً

شكر وتقدير

أُتقدم بجزيل الشكر والتقدير للأستاذ المشرف الدكتور همام الجزائري على كل ماقدمه من خبرته الأكاديمية والعملية لإنجاز هذا العمل، كما كانت الثقة التي منحني إياها خير دافع وحافز لإتمام هذا البحث العلمي.

كل الشكر والعرفان إلى الدكتور ياسر المشعل على كل ماقدمه من دعم وتوجيهات كان لها عظيم الأثر في إنجاز هذا العمل.

كما أتوجه بوافر الشكر للسادة أعضاء لجنة الحكم: الأستاذ الدكتور أكرم حوراني والأستاذ الدكتور أحمد العلي لتفضلهم بقبول المشاركة في تحكيم هذه الأطروحة، ومنحهم من وقتهم الثمين لتقييم هذا البحث العلمي فلهم كلّ الثناء والتقدير.

كذلك أخص بالشكر لكل من الأساتذة: الدكتور ياسر بوحسون، الدكتور سليمان موصلي، الدكتور عمار ناصر آغا على دعمهم المعنوي و ملاحظاتهم الهامة التي ساهمت في إثراء هذا العمل. أخيراً أتقدم بأسمى آيات الشكر إلى عمادة كلية الاقتصاد في جامعة دمشق، وأساتذتي الأفاضل الذين ساهموا من خلال علمهم وخبرتهم بالوصول إلى تحقيق هذا الهدف.

إهداء

إلى عائلتي: أمي، أبي، إخوتي.

إلى صديقات الدّرب: نرمين داود، راما الحمصي.

إلى جميع الأصدقاء الذين وقفوا بجانبي لأصل إلى تحقيق هدي.

ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم النظرية الاقتصادية التقليدية من خلال التعريف بنموذج فكري احتل مكانة متصاعدة في مقدمات الأدبيات الاقتصادية والمالية يشكك في فرضية عقلانية الأفراد وكفاءة السوق التي تعتبر حجر الزاوية الذي قامت عليه النظرية الاقتصادية التقليدية. كذلك فقد هدفت إلى تسليط الضوء على المتغيرات السلوكية (النفسية) بوصفها أحد أدوات التحليل في العلوم المالية السلوكية الحديثة، ودراسة أثر هذه المتغيرات في تذبذب سعر صرف الليرة السورية خلال الأزمة التي تعيشها سورية.

أشارت الدراسة إلى أن النظريات الاقتصادية بأدواتها التقليدية عجزت عن تفسير العديد من التشوهات الملاحظة في أسواق المال وفي السوق النقدي على حد سواء. حيث نجد أنه باعتمادها على العوامل الرسمية فقط كسعر الفائدة والعرض النقدي لتفسير سلوك سعر الصرف بقيت عاجزة عن إعطاء تفسير واضح عن سبب تذبذبه في الأجل القصير.

كما أن التناقض الملاحظ بين السلوك النموذجي للمتعاملين في سوق الصرف وفق ما جاءت به النظرية الاقتصادية التقليدية، وبين السلوكيات العشوائية وغير العقلانية الملاحظة في الواقع الفعلي، كانت السبب الكامن وراء تفاقم معظم الأزمات الراهنة وذلك من خلال اتباعهم مجموعة من التحيزات الإدراكية لدى اتخاذهم القرار الاقتصادي.

وعليه أتت النظرية المالية السلوكية لتدارك النقص الهام في النظرية الاقتصادية التي أقصت الجوانب الإنسانية في تحليلها مما كان السبب وراء عجزها عن تفسير بعض الانحرافات السلوكية، ولذا يمكن لهذه النظرية أن تعمل على تكملة هذا الجانب المهمل وسد بعض الثغرات في النظرية الاقتصادية التقليدية دون إلغاء أهمية تلك النظرية.

في هذا الإطار تناولت الدراسة الحالة السورية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١١ و ٢٠١٥ كحالة نموذجية (حدية) لقياس محددات سعر الصرف السلوكية في إطار ممنهج. حيث حاولنا في هذه الدراسة توضيح أثر العوامل النفسية الناتجة عن كلٍ من الأحداث السياسية والأحداث الإرهابية على سعر صرف الليرة السورية. وفي ذلك قمنا باستخدام نموذج $GARCH(1,1)$. حيث بينت النتائج أن كلا المتغيرين أثر على سعر الصرف من خلال زيادة تذبذبه. الأمر الذي أسهم في تقديم تفسير جديد لأداء سعر

الصرف يبتعد عن المقاربة التقليدية التي أتت بها جميع النظريات السابقة والتي اعتمدت على محددات الاقتصاد الحقيقي لتفسير أداء سعر الصرف.

بينت النتائج وجود علاقة طردية بين المتغيرات السلوكية والتي تمثلت في الخوف وانعدام الثقة وسلوك القطيع الناتج عن الأحداث الإرهابية والأحداث السياسية وبين سعر صرف الليرة السورية حيث أدت إلى زيادة تذبذبه في الأجل القصير.

وقد توصلنا إلى عدد من النتائج الهامة في تقييم النظرية المالية السلوكية وحدودها و كفاءتها، وذلك على كل من المستوى النظري والأكاديمي والتطبيقي.

وفي الختام، قُدمت بعض المقترحات والتي نرجو أن توضع موضع التطبيق من قبل الجهات المعنية، والتي تسهم في الحد من تذبذب سعر صرف الليرة السورية لاسيما في الفترات التي تشهد عدم استقرار في البيئة الأمنية والسياسية.

فهرس المحتويات

الصفحة

البيان

الإطار العام للبحث

مقدمة.....	١
أولاً: أهمية البحث.....	١
ثانياً: مشكلة البحث.....	٢
ثالثاً: أهداف البحث.....	٢
رابعاً: منهج البحث.....	٣
خامساً: مجتمع وعينة البحث.....	٣
سادساً: فترة البحث.....	٣
سابعاً: محددات البحث.....	٤
ثامناً: فرضيات البحث.....	٤
تاسعاً: الدراسات السابقة.....	٤

الفصل الأول: دور علم التمويل السلوكي في تفسير العوامل النفسية الكامنة خلف الأزمات

الاقتصادية.....	١١
١-١- التوجهات الرئيسة الحديثة لعلم التمويل السلوكي (دراسة تحليلية مقارنة).....	١٣
١-١-١- تعريف علم التمويل السلوكي.....	١٣
١-١-٢- دراسة العلاقة ما بين العلوم الإدراكية والفلسفية وبين علم التمويل السلوكي.....	١٦
١-١-٣- دراسة التطور التاريخي لعلم التمويل السلوكي.....	١٨
١-١-٤- دور إسهامات المدرسة السلوكية القديمة في تبلور علم التمويل السلوكي.....	٢٣

٢٩.....	١-١-٥- دور إسهامات المدرسة السلوكية الحديثة في تبلور علم التمويل السلوكي
٣٨.....	١-٢-٢- دراسة مناهج علم التمويل السلوكي ومعرفة دور العوامل السلوكية في اتخاذ القرارات الاقتصادية
٣٨.....	١-٢-١- دراسة مناهج علم التمويل السلوكي
٤٢.....	١-٢-٢- دور العوامل السلوكية في اتخاذ القرارات الاقتصادية
٤٤.....	١-٢-٣- دراسة المتغيرات السلوكية المتحكم بالقرار الاقتصادي
٥٧.....	١-٣-٣- الفرضيات الأساسية لعلم التمويل السلوكي
٥٧.....	١-٣-١- الفرضية الأولى: السلوك اللاعقلاني للأفراد
٦١.....	١-٣-٢- الفرضية الثانية: عدم كفاءة السوق
٦٦.....	الفصل الثاني: أثر سعر الصرف ودوره في المحافظة على القوة الشرائية للعملة
٦٧.....	١-٢- أهمية سعر الصرف ودوره في تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي
٦٧.....	١-١-٢- مفهوم سعر الصرف
٦٩.....	١-٢-٢- أشكال سعر الصرف
٧٣.....	١-٢-٢- النظريات المفسرة لسعر الصرف
٧٣.....	١-٢-٢- النظريات المفسرة لسعر الصرف على المدى الطويل
٨٤.....	١-٢-٢- النظريات المفسرة لسعر الصرف على المدى القصير
٩٠.....	١-٢-٣- دراسة أثر الحروب والأخبار السياسية والإرهاب على أسعار الأصول المالية والنقدية
٩٠.....	١-٢-٣-١- أثر الحروب على أسعار الأصول المالية والنقدية
٩٤.....	١-٢-٣-٢- أثر الأخبار السياسية على أسعار الأصول المالية والنقدية
٩٦.....	١-٢-٣-٣- أثر الإرهاب على أسعار الأصول المالية والنقدية
١٠٢.....	١-٢-٣-٤- أثر الشائعات على أسعار الأصول المالية والنقدية

الفصل الثالث: دراسة تحليلية تطبيقية لأثر المتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية.....	١٠٥
٣-١- دراسة تطور سياسة سعر الصرف في سورية.....	١٠٦
٣-٢- أثر المتغيرات الاقتصادية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية.....	١٠٧
٣-٢-١- أثر العقوبات الاقتصادية المفروضة على سورية.....	١٠٨
٣-٢-٢- أثر تراجع الناتج المحلي الإجمالي.....	١٠٩
٣-٢-٣- أثر التضخم.....	١١١
٣-٢-٤- أثر عجز الميزان التجاري.....	١١٢
٣-٣- دراسة تحليلية لأثر المتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية... ١١٥	
٣-٢-١- مجتمع وعينة الدراسة.....	١١٥
٣-٢-٢- فترة الدراسة.....	١١٥
٣-٢-٣- مصادر البيانات.....	١١٦
٣-٢-٤- أساليب التحليل الإحصائي.....	١١٦
أولاً- الإحصاء الوصفي.....	١١٧
ثانياً- الإحصاء الاستدلالي واختبار الفرضيات.....	١٢٦
خاتمة.....	١٤٢
النتائج.....	١٤٣
التوصيات.....	١٤٥
قائمة المراجع.....	١٤٧

قائمة الملاحق..... ١٥٩

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
١-١-١	مفهوم علم التمويل السلوكي	١٤
١-٢-١	الخطأ في الإدراك البصري	٤٢
٢-٢-١	تجربة Solomon لإثبات سلوك القطيع	٥٣
١-٢-٢	العلاقة بين كمية النقود ومستوى الأسعار	٨١
١-٢-٣	آلية تأثير العقوبات في الاقتصاد السوري	١٠٩
٢-٢-٣	تغيرات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥	١١٠
٣-٢-٣	تغير معدل التضخم خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥	١١٢
٤-٢-٣	تطور الصادرات والمستوردات السورية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥	١١٣
١-٣-٣	التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة	١١٨
٢-٣-٣	معاملات التوزيع الطبيعي لسلسلة سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي	١١٩
٣-٣-٣	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي	١٢١
٤-٣-٣	اختبار جذر الوحدة لاستقرار سلسلة سعر صرف الليرة السورية عند المستوى Level	١٢٢
٥-٣-٣	اختبار جذر الوحدة لاستقرار سلسلة سعر صرف الليرة السورية عند الفرق الأول	١٢٣
٦-٣-٣	سلسلة سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي بعد الأخذ بالفرق الأول	١٢٤
٧-٣-٣	اختبار ثبات بواقي معادلة الانحدار الخطي البسيط	١٢٥
٨-٣-٣	تحليل نموذج الانحدار غير الخطي (1,1) Garch	١٢٩
٩-٣-٣	الشكل الفعلي والمقدر لنموذج (1,1) Garch	١٣١
١٠-٣-٣	اختبار الارتباط الذاتي لأخطاء نموذج (1,1) Garch	١٣٢
١١-٣-٣	اختبار تجانس الأخطاء العشوائية لنموذج (1,1) Garch	١٣٣

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
١	أهم الأحداث الإرهابية التي أثرت على سعر صرف الليرة السورية خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٥	١٣٥
٢	أهم الأحداث السياسية التي أثرت على سعر صرف الليرة السورية خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٥	١٣٨

الإطار العام للبحث

مقدمة

يعتبر سعر الصرف واحداً من أهم المؤشرات الاقتصادية المعبرة عن حالة الاقتصاد لأي دولة سواء أكانت من الدول المتقدمة أم الدول النامية، حيث أنه يؤثر على معظم المؤشرات الاقتصادية الأخرى كالبطالة ومستويات الدخل الفردي وميزان المدفوعات وغيرها.

هذا وأنه يوجد العديد من المحددات التي تتحكم في سعر الصرف، منها ما هو اقتصادي كسعر الفائدة، معدلات التضخم، العرض النقدي، العرض والطلب على العملة في الأسواق وغيرها من العوامل الاقتصادية الحقيقية. ومنها ما هو نفسي كالخوف والثقة ومحاكاة الأغلبية أو ما يسمى بسلوك القطيع.

وتعتبر الأزمات التي يمر بها بلد ما بيئة خصبة لظهور العوامل النفسية آنفة الذكر، ذلك أنها تعتبر اختلال في الحالة السكنية التي يعيشها الفرد المتمثلة بالأمن والاستقرار في مختلف النواحي. وعليه فإن الانتقال إلى وضع الاضطراب الأمني والسياسي من شأنه أن يزيد النزعة اللاعقلانية للأفراد ويؤثر على خياراتهم لاسيما الاقتصادية منها.

من هنا جاء هذا البحث ليلسط الضوء على هذه المحددات ويبرز الدور الهام الذي لعبته العوامل السلوكية في التأثير في سعر صرف الليرة السورية خلال الأزمة التي شهدتها سورية منذ عام ٢٠١١ ولاتزال تزال مستمرة إلى يومنا هذا. وذلك من خلال دراسة كلاً من الأحداث السياسية والإرهابية ومعرفة ما إذا كان هناك أثر للخوف وعدم الثقة وسلوك القطيع المرافق لهما في تذبذب قيمة الليرة السورية والضغط على سعر الصرف. مقدماً بذلك مقارنة جديدة في تفسير أداء سعر الصرف في سورية خلال الأزمة الراهنة. إضافة لقيامه بالتعريف بنموذج جديد يفسر النقاط التي عجزت النماذج الاقتصادية التي سبقته عن تفسيرها.

أولاً: أهمية البحث

تتبع أهمية كونه يدرس أثر المتغيرات السلوكية التي تحدث عنها علم التمويل السلوكي في تذبذب سعر الصرف خلال الأزمات التي يعيشها بلد ما، وكيف يمكن لهذه المتغيرات أن تكون أبلغ تأثيراً من المتغيرات الاقتصادية التقليدية في الكثير من الأحيان.

إن تطبيق هذه الدراسة على سعر صرف الليرة السورية في سورية يكسبها أهمية إضافية، نظراً لكونها حاولت الربط بين العوامل النفسية وسعر الصرف من خلال نموذج اقتصاد قياسي، وهو الأمر الذي يكمل الدراسات السابقة التي تناولت المحددات التقليدية فقط لسعر الصرف.

ثانياً: مشكلة البحث

تتمحور مشكلة البحث حول إمكانية المتغيرات السلوكية تفسير التذبذب الحاصل في سعر صرف الليرة السورية خلال الأزمة الحالية، انطلاقاً من قصور النماذج التقليدية في تفسير سلوك سعر الصرف خلال الأزمات لا سيما في الأجل القصير بالاعتماد على المتغيرات التقليدية التي تكون أكثر قدرة على التفسير في الأجل الطويل أكثر منها في الأجل القصير. حيث أثبتت الدراسات التي تناولت العلاقة بين سعر الصرف والمتغيرات الأخرى التقليدية وجود علاقة معنوية فيما بينها، إلا أن النموذج الرياضي تضمن وجود بواقي الأمر الذي يدل على وجود عوامل أخرى لم تأخذها تلك الدراسات في الحسبان مثل الخوف والثقة وسلوك القطيع وغيرها من العوامل السلوكية، وهذه كانت نقطة انطلاقنا. حيث قمنا بالبحث بأهم الأحداث التي من شأنها أن تحرك الدوافع غير العقلانية للأفراد وتدفعهم إما للاحتفاظ بالليرة السورية وإما للتخلي عنها. ويمكن أن نلخص مشكلة البحث في التساؤلين التاليين:

١. ما مدى قدرة المتغيرات السلوكية على تفسير التذبذب الحاصل في سعر صرف الليرة السورية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١١ و ٢٠١٥؟

٢. هل بإمكان النظرية السلوكية أن تقدم نموذجاً رياضياً يمتلك مقومات التفسير لسلوك سعر الصرف في المدى القصير؟

ثالثاً: أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى:

١. تحديد دور المتغيرات السلوكية في تفسير قرارات المتعاملين في سوق الصرف، الأمر الذي من شأنه أن يرمم النقص في النظريات الاقتصادية التقليدية.
٢. معرفة العلاقة بين تلك المتغيرات وبين تذبذب سعر صرف الليرة السورية.

٣. إبراز أهمية المتغيرات السلوكية كأحد المحددات التي تمتلك القدرة التفسيرية لتذبذب سعر صرف الليرة السورية خلال الأزمة الحالية.

٤. تقديم نموذج قياسي يدعم النتائج النظرية التي توصل إليها البحث، لا سيما وأن المتغيرات التي تناولها البحث هي متغيرات كيفية صعبة القياس.

٥. فتح المجال للبحث في هذا المضمار من قبل باحثينا وإثراء مكتبتنا العربية بهكذا أبحاث خصوصاً بعد التقدم المذهل الذي حققه في الأوساط الأكاديمية الأجنبية.

رابعاً: منهج البحث

تم اعتماد منهج البحث الوصفي التحليلي، حيث يقوم المنهج الوصفي على وصف واستعراض الإطار النظري من خلال تسليط الضوء على الأدبيات السابقة فيما يخص علم التمويل السلوكي كذلك بالنسبة لمفهوم لسعر الصرف ومحدداته، في حين أن المنهج التحليلي يتبع استخدام الأساليب الإحصائية القياسية في تحليل بيانات عينة الدراسة باستخدام برنامج التحليل الإحصائي (Eviews 9).

خامساً: مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع الدراسة في سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي في الجمهورية العربية السورية انطلاقاً من أهمية سعر الصرف في الحياة الاقتصادية وكونه المرآة التي تعكس الواقع الاقتصادي والمعيشي في أي بلد، وكذلك جميع الأحداث التي شهدتها البلاد خلال تلك الفترة.

اقتصرت عينة البحث على سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي خلال فترة الأزمة السورية والتي امتدت من ٢٠١١ إلى ٢٠١٥ كونها الفترة التي تطرق إليها موضوع بحثنا. وكذلك أهم الأحداث السياسية والإرهابية التي شهدتها تلك الفترة. وقد بلغ عدد المشاهدات ١٤٨٣ مشاهدة، وهي قيمة جيدة جداً لإجراء تحليلنا الإحصائي والوصول إلى نتائج موضوعية.

سادساً: فترة البحث

تناولت فترة الدراسة سلسلة زمنية مكونة من خمس سنوات امتدت ما بين عامي ٢٠١١ و ٢٠١٥، وتم اختيار هذه الفترة كونها الفترة التي شهدت فيها الجمهورية العربية السورية الأزمة التي تعيشها، الأمر

الذي انعكس بدوره على استقرار سعر صرف الليرة السورية، لاسيما فيما يتعلق بالانعكسات النفسية لكل من الأحداث السياسية والإرهابية التي زعزعت الثقة بالعملة الوطنية، وهو موضوع دراستنا.

سابعاً: محددات البحث

تمثلت محددات البحث في اقتصار الأحداث التي ساهمت في خلق العوامل النفسية التي أثرت في سعر صرف الليرة السورية على كلاً من الأحداث السياسية والإرهابية، ذلك بسبب صعوبة حصر جميع الأحداث كالأحداث الاجتماعية والتصرّيات الحكومية وغيرها من جهة، وكون تأثير الخوف والثقة المرافق للأحداث السياسية والإرهابية هو الأكثر وضوحاً من حيث تأثيره على تذبذب سعر الصرف من جهة أخرى.

إضافة إلى عدم تضمين المتغيرات الاقتصادية التقليدية التي تؤثر في سعر الصرف كسعر الفائدة والتضخم وميزان المدفوعات في الدراسة العملية وذلك كون النموذج المستخدم في هذه الدراسة يتضمن بيانات يومية للمتغيرات موضوع الدراسة الأمر الذي يقتضي استخدام بيانات يومية كذلك للمتغيرات التقليدية آنفة الذكر وهو الأمر الذي لم نتمكن من الحصول عليه في الوقت الراهن. وهو ما تنوي إرجاءه للدراسات المقبلة.

ثامناً: فرضيات البحث

بناء على مشكلة الدراسة المطروحة يمكن صياغة فرضية البحث وفق الصيغة العدمية التالية:

فرضية العدم H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية بين عامي ٢٠١١ و ٢٠١٥.

الفرضية البديلة H_1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية بين عامي ٢٠١١ و ٢٠١٥.

تاسعاً: الدراسات السابقة

لقد كانت الدراسات التي تناولت هذا الموضوع باللغة العربية محدودة، حيث أنه لم تطرق أي دراسة باللغة العربية _على حد علم الباحثة_ لبناء نموذج قياسي يربط بين العوامل النفسية وبين تذبذب سعر

الصرف. إلا أنه هناك بعض الدراسات التي اقتصررت على دراسة مفهوم علم التمويل السلوكي وكذلك دراسة العوامل النفسية التي تؤثر على الأداء الاقتصادي ضمن الإطار النظري فقط. وكذلك دراسة تطرقت لعلاقة علم المال السلوكي بسلوك أسعار الأسهم. إلا أنه هناك العديد من الدراسات باللغة الأجنبية التي تطرقت لهذا الموضوع، وفيما يلي نسلط الضوء على أبرز هذه الدراسات:

الدراسات باللغة العربية

١. دراسة (حبقة) عام (٢٠١٣) بعنوان (أثر السلوك اللاعقلاني للعملاء على حركة الودائع المصرفية في سورية في ظل الأزمة الحالية).

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة سلوكيات العملاء لدى المصارف العاملة في سورية، والوقوف على مستوى عقلانيتها وذلك من خلال دراسة تأثير كل من: الخوف، سلوك القطيع، غلبة التفكير العاطفي على التفكير العقلاني، التعود والتكرارات السابقة على حركة الودائع لدى المصارف السورية.

وفي سبيل الوصول لذلك تم الاعتماد على أسلوب الاستبيان كأداة لجمع وتصنيف وتحليل البيانات احصائياً باستخدام برنامج SPSS، حيث أظهرت النتائج وجود أثر ذو دلالة إحصائية مابين العوامل السلوكية السابقة ومابين حركة الودائع المصرفية.

الدراسات باللغة الأجنبية

١. دراسة (Odhuno) عام (٢٠٠٩) بعنوان (Does Civil War Violence Contribute

To Exchange Rate Fluctuations? Evidence from Uganda.)

تناولت هذه الدراسة أثر عنف الحرب الأهلية في أوغندا على قيمة الشلن الأوغندي، وذلك خلال الفترة ما بين ١٩٩٨ و ٢٠٠٦. في محاولة للابتعاد عن المتغيرات التقليدية لتفسير تذبذب قيمة الشلن في تلك الفترة، لاسيما مع ازدياد حدة الصراع مابين المتمردين والقوات الحكومية. وقد كان الهدف من هذه الدراسة معرفة ما إذا كان بالإمكان اعتبار عنف الحرب الأهلية في أوغندا يعتبر أحد المحددات لتقلب سعر الصرف.

استخدمت هذه الدراسة نموذج general ADL، وتوصلت لنتيجة مفادها أن هناك علاقة عكسية ما بين هجمات المتمردين وقيمة الشلن الأوغندي، حيث تسببت في انخفاض قيمته أمام الدولار الأمريكي. في حين هناك علاقة طردية ما بين عمليات الجيش الحكومي لحفظ السلام وقيمة الشلن الأوغندي، حيث ساهمت في تحسن قيمته أمام الدولار الأمريكي.

٢. دراسة (Spulbar & Nitoi) عام (٢٠١٢) بعنوان (The Impact Of Political And

Economic News On The EURO/RON Exchange Rate: A GARCH Approach)

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير كلاً من الأخبار السياسية والأخبار الاقتصادية على تذبذب سعر صرف الرون الروماني مقابل اليورو EURO/RON. وتم جمع بيانات الدراسة على أساس يومي وذلك للفترة ما بين ٢٠١١/٨/١ و ٢٠١٢/٨/٢٣، ذلك أن هذه الفترة شهدت عدم استقرار سياسي في رومانيا تمثل في انتخاب عدة رؤساء وزراء، وتعليق أعمال رئيس رومانيا، واتخاذ العديد من القرارات السياسية المتعارضة مع بعضها البعض في كثير من الأحيان، الأمر الذي ولد ردود فعل عالمية ومحلية جعلت من رومانيا بيئة مضطربة سياسياً بالنسبة للمستثمرين.

وللقيام بذلك تم استخدام نموذج GARCH(1,1)، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين كل من الأخبار السياسية والأخبار الاقتصادية و تذبذب سعر الصرف، وهذا يعني ضمناً انخفاض قيمة الرون الروماني.

٣. دراسة (Ochieng) عام (٢٠١٣) بعنوان (The Effect Of Political Risk On

(Exchange Rates In Kenya

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر المخاطر السياسية على قيمة سعر الصرف في كينيا، مستخدمة لذلك سلسلة بيانات يومية للفترة ما بين ٢٠١٠ و ٢٠١٣ وذلك لثلاث عملات وهي الدولار الأمريكي، واليورو، والشلن الأوغندي.

استندت هذه الدراسة إلى منهجية Event study (دراسة الحدث)، وذلك لمعرفة كيف أثرت مواعيد الانتخابات في فترة الدراسة على قيمة سعر الصرف في كينيا مقابل العملات الثلاث المذكورة وذلك من

خلال حساب كلاً من العائد غير الطبيعي (AR) Abnormal Returns والعائد غير الطبيعي التراكمي (CAR) Cumulative Abnormal Returns.

وقد توصلت الدراسة إلى أن الأحداث السياسية كان لها تأثير ذو دلالة إحصائية على قيمة سعر الصرف في كينيا مقابل الدولار الأمريكي. في حين أن قيمته مقابل الشلن الأوغندي لم تظهر مثل هذه العلاقة الهامة. أما العملة الأخرى قيد الدراسة والتي كانت اليورو فقد أظهرت رد فعل ضئيل جداً على الأحداث السياسية.

٤. دراسة (Lulu) عام (٢٠١٦) بعنوان (How Does News Related To War Affect the exchange rate in Ukraine?)

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تأثير الأخبار المتعلقة بالنزاع العسكري في شرق أوكرانيا على سعر الصرف في السوق السوداء للفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٥. وللوصول إلى ذلك تم تطبيق تحليل الانحدار الكلاسيكي على بيانات عينة الدراسة حيث أظهر علاقة طردية بين الأخبار ذات الصلة و تطور سعر السوق السوداء. وهذا يعني أن تصعيد الصراع في شرق أوكرانيا يؤدي إلى انخفاض الهريفنيا الأوكرانية في السوق السوداء وذلك لمدة ما بين ٢ - ٤ أيام. كما أشار تحليل الانحدار إلى أن عدد المناطق التي يسقط فيها مدنيون جرحى يؤثر بشكل كبير على تذبذب سعر الصرف.

٥. دراسة (Devi & haskaran) عام (٢٠١٥) بعنوان (Impact of Social Media Sentiments and Economic Indicators in Stock Market Prediction.)

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تأثير وسائل التواصل الاجتماعي، أسعار الذهب، سعر الصرف، و أسعار النفط، على مؤشر بورصة الهند. حيث أن سوق الأوراق المالية يعتبر واحداً من المصادر الرئيسية لرغد موارد الهند وهو بمثابة المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في البلاد.

حيث تم الاعتماد على البيانات التالية لبناء نموذج الدراسة: مؤشر بورصة الهند (Sensex, Nifty)، سعر صرف الروبية الهندي مقابل الدولار الأمريكي (INR/USD)، مؤشر سعر النفط (WTI)، كذلك فقد تم جمع أخبار مواقع التواصل الاجتماعي من (Twitter and Money Control). حيث كانت الفترة التي تم جمع البيانات خلالها من ٢٠١٣/٠١/٠٢ إلى ٢٠١٤/٠٧/٣١.

وقد تم استخدام الاختبارات الإحصائية التالية: Correlation Analysis، Unit Root Test، Granger Causality Test وتم التوصل لنتيجة أن هناك علاقة موجبة ما بين أخبار مواقع التواصل الاجتماعي والمؤشرات الاقتصادية السابقة وما بين مؤشر بورصة الهند.

٦. دراسة (Boubaker & Talbi) عام (٢٠١٣) بعنوان (The Impact of Overconfidence on Investors' Decisions)

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير تحيز الإفراط في الثقة على قرارات المستثمرين، وتحديدًا لتقييم العلاقة ما بين التحيز وحجم التداول والتقلبات. وقد أظهرت الدراسة التجريبية لعينة مكونة من ٢٧ شركة مدرجة في بورصة تونس خلال الفترة ما بين ٢٠٠٢ - ٢٠١٠، وباستخدام كل من النماذج VAR model و ARMA-EGARCH وجود تأثير هام لتحيز الإفراط في الثقة على سلوك التداول في بورصة تونس، وبالتالي تحليل خصائص السوق المالية التونسية.

٧. دراسة (Abdelbaki) عام (٢٠١٥) بعنوان (The Impact of Arab Spring on Stock Market Performance)

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والأحداث الخارجية التي رافقت الثورة المصرية التي بدأت في ٢٥/٠١/٢٠١١ على أداء البورصة المصرية. وقد تم تحليل بيانات عينة الدراسة من خلال استخدام نموذج Vector Error Correction Model (VECM). هذا وقد بينت النتائج أن أداء البورصة المصرية يتأثر وبشكل كبير بالاحتجاجات التي كانت تحدث في ميدان التحرير كل يوم جمعة تقريباً والمربعات الأخرى في المدن الرئيسية في أنحاء مصر. وبينت الدراسة كذلك أن الاستقرار السياسي يعتبر المحدد الرئيسي لاستقرار أسعار الأصول المالية في بورصة مصر.

٨. دراسة (Redi) عام (٢٠١٥) بعنوان (Noisy news and exchange rates: A SVAR approach)

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر الصدمات الإخبارية على سعر صرف الدولار الأميركي خلال الفترة ما بين ١٩٨٦-٢٠١٣ وذلك باستخدام SVAR approach. وقد أظهرت الدراسة بأن أخبار الضوضاء (أو الإشاعات) قد فسرت ما يقارب خمس تباين الخطأ العشوائي المتوقع لسعر الصرف الاسمي. كذلك

فقد أوضحت الدراسة بأن الصدمات الإخبارية تكون ذات أهمية أكبر خلال الفترات التي تشهد تغيرات في السياسات النقدية على سبيل المثال السياسة النقدية المخففة في الولايات المتحدة الأميركية عام ١٩٩٠، والسياسة النقدية المتشددة عام ٢٠٠١، والسياسة النقدية غير العادية خلال الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨.

٩. دراسة (Bashir and others) عام (٢٠١٣) بعنوان: (Influence Of Terrorist Activities On Financial Markets: Evidence From KSE)

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر الأعمال الإرهابية التي حدثت في باكستان على بورصة كراتشي خلال الفترة ما بين ٢٠٠٥-٢٠١٠. استخدمت الدراسة GARCH Model لدراسة العلاقة ما بين متغيرات الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى أن الأعمال الإرهابية تؤثر بشكل كبير على أداء الأسواق المالية وبشكل خاص على بورصة كراتشي خلال الفترة المدروسة. حيث كانت ذات دلالة إحصائية علاوة على أنها سالبة، وذلك بسبب ازدياد الأعمال الإرهابية في باكستان الأمر الذي يؤثر على عوائد الأسهم المدرجة في بورصة كراتشي بشكل سلبي.

١٠. دراسة (Baumert and others) عام (٢٠١٣) بعنوان: (The impact of terrorism on Stock Markets: The Boston Bombing Experience in Comparison with Previous Terrorist Event)

هدفت الدراسة إلى دراسة أثر تفجيرات بوسطن على مؤشرات أسواق المال العالمية، وتوصلت لنتيجة أنه بالإمكان اعتبار الأثر غير طبيعي وذلك مقارنة ب ٣٠ يوم تداول ما قبل تلك التفجيرات. كذلك ومقارنة بأحداث الحادي عشر من أيلول فقد أظهرت سلوكاً مشابهاً.

كذلك فقد تطرقت الدراسة إلى تأثير وسائل التواصل الاجتماعي وتحديداً ال Twitter على مؤشر داو جونز. حيث كان هناك أثر كبير سلبي لتدفق كل معلومة جديدة أثناء التفجيرات. إضافة كونها درست تأثير الإشاعات التي تستغل وسائل التواصل الاجتماعي في التأثير على أسعار الأصول لا سيما الأسهم والعملات لتحقيق مكاسب غير طبيعية مستغلة الأثر النفسي لتلك الإشاعات على القرار الاقتصادي للفرد.

على الرغم من الأهمية العلمية التي تمتعت بها الدراسات السابقة، إلا أنه هناك بعض النقاط التي تميزت بها هذه الدراسة على الجانب النظري والتطبيقي وهي:

- قدمت الدراسة في الجانب النظري إطاراً نظرياً شاملاً لعلم التمويل السلوكي يغطي جميع الجوانب التي تهم الباحث في هذا المجال سواء أكان من خلال عرض التطور التاريخي لهذا العلم، مناهجه، فرضياته، أهم التحيزات السلوكية المتحكمة بقرار الفرد الاقتصادي، وصولاً لتسليط الضوء على أهم الأفكار والطروحات الحديثة التي طالت هذا العلم في حين أن الدراسات والأبحاث السابقة تطرقت لأحد أو بعض تلك الجوانب دون الإحاطة بها جميعها.
- تناولت هذه الدراسة في الجانب التطبيقي أثر المتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية والذي يعتبر إضافة نوعية كأول بحث أجري في سورية يتناول دراسة العلاقة ما بين علم التمويل السلوكي وما بين سعر الصرف.
- يقدم دراسة عملية وتحليلية إحصائية لأثر المتغيرات السلوكية في تذبذب سعر صرف الليرة السورية موضحاً من خلال نموذج قياسي كيف يمكن أن تؤثر النزعة اللاعقلانية للأفراد على قيمة الليرة السورية من جهة، وكيف يمكن لهذا النموذج أن يوضح آلية عمل نظرية تجار الضوضاء التي تناولها البحث في الجانب النظري من خلال نموذج كمي قياسي.

الفصل الأول: دور علم التمويل السلوكي في تفسير العوامل النفسية الكامنة خلف الآزمات الاقتصادية

تعتبر نظرية كفاءة السوق التي وضع أسسها الأولى عالم الرياضيات الفرنسي "لويس باشولي" (Louis Bachelier) *، وقام بتطويرها عام ١٩٦٥ يوجين فاما (Eugene Fama) * إحدى الركائز الأساسية لفرضية العقلانية التي ترى أن جميع المعلومات السابقة والحالية حول أصل ما، تتعكس في أسعاره وبالتالي فهي محصلة آراء جميع المستثمرين. وأن السوق يصل إلى نقطة التوازن بين المشتريين والبائعين عند السعر الصحيح، والشيء الوحيد الذي يمكن أن يُخل بهذا التوازن هو حدوث صدمة خارجية.

كذلك فقد اعتمدت هذه النظرية منذ تشكلها على الرياضيات، مما جعلها توصف بكونها نموذجاً علمياً. غير أن الإغراق في العلمية جعلها تبتعد عن الواقع، وتقف عاجزة عن تفسير بعض التشوهات الملاحظة في سوق المال و في السوق النقدي، وكثير من الاختلالات التي كان وراءها سلوك بشري غير مطابق للنموذج النظري. فالإنسان في الواقع لا يتصرف كما تمليه عليه النظرية، كما أنه لا يفكر برشادة وعقلانية تامة وإنما يكون سلوكه في معظم الحالات وليد اللحظة خاصة عند اتخاذ لقرار اقتصادي.

ثم أتت الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ لتؤكد عجز النماذج الاقتصادية التقليدية لا سيما نظرية الكفاءة في التنبؤ بتلك الفقاعات والتعاطي معها وتفسيرها، الأمر الذي فرض حتمية التغيير وضرورة البحث عن نموذج اقتصادي جديد يمتلك رؤية أكثر واقعية، وأكثر قدرة على تفسير العوامل النفسية الكامنة خلف الآزمات الاقتصادية. الأمر الذي فتح الباب على مصراعيه لظهور علم التمويل السلوكي كنموذج يمتلك مقومات التفسير. وهو ما أثمر عن نيل العديد من الباحثين في هذا المجال جوائز نوبل للاقتصاد أمثال روبرت شيللر وجوزيف ستغليتز ومؤخراً ريتشارد ثالر.

هذا وأن النموذج السلوكي السابق يقوم على افتراض أساسي وهو أن سلوك الأفراد غالباً ما يتسم باللاعقلانية ويحمل في ثناياه الكثير من التصرفات غير المتوقعة. وحتى ولو تصرف الفرد بعقلانية فليس

* لويس جان بابتيست ألفونس باشيلييه (١٨٧٠ - ١٩٤٦) كان عالم رياضيات فرنسي في مطلع القرن العشرين. ويعود الفضل إليه في كونه أول شخص يضع نموذجاً للعملية العشوائية واستخدامها لتقييم خيارات الأسهم التي تسمى الآن الحركة البراونية ، كجزء من أطروحة الدكتوراه بعنوان نظرية المضاربة ١٩٠٠.

* يوجين فاما Eugene Fama ولد عام ١٩٣٩ هو عالم اقتصاد أمريكي، اشتهر بأبحاثه النظرية و التجريبية في نظرية المحفظة وتسعير الأصول، أكثر ما تميز به هو تطويره لنظرية كفاءة السوق، والتي حصل على إثرها على جائزة نوبل للاقتصاد عام ٢٠١٣.

بالضرورة أن تؤدي العقلانية الفردية إلى عقلانية على مستوى الاقتصاد ككل. إضافة إلى أن السوق لا تتصف بالكمال والمثالية بل يوجد هناك أوجه قصور لا بد من الوقوف عندها.

١-١- التوجهات الرئيسية الحديثة لعلم التمويل السلوكي (دراسة تحليلية مقارنة)

ظهر علم التمويل السلوكي في السنوات الأخيرة كفرع جديد من العلوم الاقتصادية والمالية. حيث أنه يمثل وبطرق محددة ابتعاداً عن الاقتصاد التقليدي. وقد طرح عدد من الأسئلة ذات الطبيعة الفلسفية، المنهجية، والتاريخية. ولدى البحث في هذا الاتجاه تبين أن هذا العلم ليس حديث العهد كما يبدو في الواقع، فقد سبق وأن حاول بعض الباحثين تقديمه للوسط الأكاديمي، غير أنه لم يلاقِ الترحيب والقبول آنذاك ثم عاد للظهور من جديد لا سيما بعد الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ التي وضعت الافتراضات الأساسية للنظرية النيوكلاسيكية لا سيما فيما يتعلق بعقلانية الأفراد و كفاءة السوق على المحك.

فإذا اعتبرنا علم الاقتصاد هو مجموعة من الأفكار والمفاهيم التي يؤمن بها الاقتصاديون، ويحاولون صياغتها، بمعنى آخر يعتبر (ثقافة)، فإن علم التمويل السلوكي يعتبر تحولاً في تلك الثقافة. لذلك فمن الضروري التعرف على مفهوم علم التمويل السلوكي وكيفية تطوره عبر تاريخ الفكر الاقتصادي.

١-١-١- تعريف علم التمويل السلوكي

على الرغم من التطور الرياضي الهائل الذي يحتويه علم الاقتصاد، إلا أنه وبشكل أساسي عبارة عن دراسة سلوك الإنسان، حيث أن فهم هذا السلوك يبدأ من الافتراض الرئيسي بأن المؤسسات والوكالات لديها أهداف وتختار دائماً الطريقة الأمثل لتحقيق تلك الأهداف، وهذا هو السبب الذي دفع الاقتصاديين لاستخدام مصطلح "العقلانية". ومع ذلك فإن الملاحظات العملية أثبتت بأن فرضية الاختيار العقلاني غالباً ما تعجز عن تفسير السلوك الفعلي للإنسان^١.

مما تقدم نستنتج أن هناك عوامل غير عقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها من العوامل التي تؤثر على عملية اتخاذ القرار الاقتصادي، وقد جاء علم التمويل السلوكي لدراسة هذا المقدار من اللاعقلانية الذي يشوب عملية اتخاذ القرار. فضلاً عن شرحه للحالات الشاذة في السوق والتي انحرفت عن مفهوم كفاءة السوق، وتقديمه لنتبؤات جديدة في هذا السياق مدعومة تجريبياً بالبيانات التي توضحها^٢.

وللوقوف على مفهوم هذا العلم الذي وجده الباحثون وسيلة مجدية لترميم القصور الذي اتسمت به النظريات الاقتصادية التي سبقتها، لا سيما من حيث قدرته على دمج كل من علم النفس وعلم الاجتماع

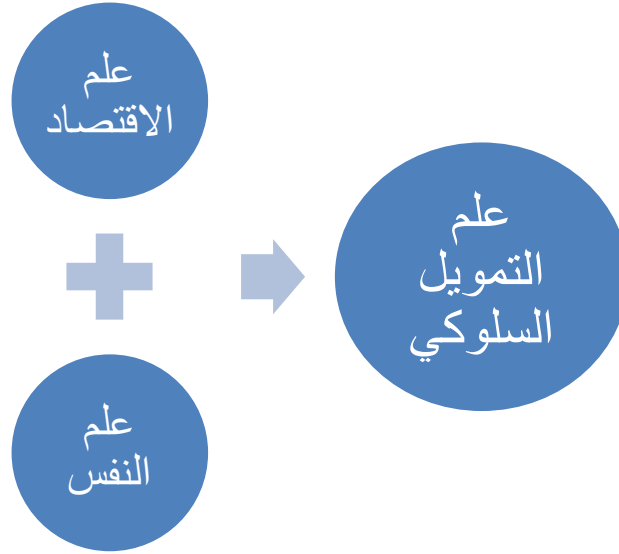
¹ Park, J.W. and Zak, P.J. (2007,) Neuroeconomics Studies: Analyses and Critic, Journal of Philosophy and Social Theory, Berlin, Germany, Vol. (29).P.382.

² Shleifer, Andrei. (2000), Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance, Oxford University, New York, USA, P.2.

في علم الاقتصاد، قمنا بتقديم العديد من التعاريف من وجهة نظر العديد من المفكرين الذين وضحت أبحاثهم ماهية هذا العلم.

بدايةً قام كلاً من كامرر ولوينشتاين Loewenstein & Camerer بتعريفه على أنه : العلم الذي يحاول زيادة القوة التفسيرية والتنبؤية للنظرية الاقتصادية، من خلال تزويدها بالمزيد من الأسس النفسية المعقولة^١.

الشكل (١-١-١) مفهوم علم التمويل السلوكي



المصدر: من إعداد الباحثة.

من ثم أتى فرومليت Formlet* ليوضح بأن علم التمويل السلوكي ما هو إلا جسر يصل بين الأحداث الاقتصادية في السوق، وبين سلوكيات الأفراد. وفي ذلك قدم التعريف التالي: "علم التمويل السلوكي هو ذلك العلم الذي يجمع ما بين السلوك الفردي والظواهر السوقية، ويستخدم المعرفة المأخوذة من كل من المجال النفسي و النظرية المالية"^٢.

جاء بعد ذلك من عرفه على أنه: " العلم الذي يقدم وجهة نظر مختلفة، معقدة جداً وغير تقليدية. مفترضاً بأن قرار الاستثمار يتأثر ونسبة كبيرة بالعوامل السلوكية والعاطفية. حيث أن المشاعر الإنسانية

¹ Camerer, Colin F. and Loewenstein, George. (2003), Behavioral economics: Past, present, future, Russell Sage Foundation Press and Princeton University Press, New York, USA, p.1.

* هوبرت فرومليت: اقتصادي سويدي حاصل على ماجستير ودكتوراه في إدارة الأعمال من جامعة فورتسبورغ. وقيل ذلك كان كبير الاقتصاديين في سويدبانك ، استوكهولم ، وأستاذ في معهد بليكينج للتكنولوجيا. كما شغل فرومليت منصب كبير الاقتصاديين في بنك التعاون، استوكهولم.

² Fromlet, Hubert. (2001), Behavioral Finance – Theory and Practical Application, the National Association for Business Economists, Sweden, Vol. 36, No. 3, P.65.

المتداخلة تضم المشاعر البدائية التالية: الخوف، الذعر، القلق، السرور، الطمع، الرضا، الطموح، الغرور، وغيرها من المشاعر التي تتداخل مع اتخاذ القرار الاستثماري".^١

أما مايكل بومبيان Micheal Pompian* عرفه على النحو التالي: "هو عبارة عن دراسة علم النفس وعلم الاجتماع لفهم سلوك المستثمرين، وتأثيرهم بالتالي على الأسواق لاسيما سوق الأوراق المالية. حيث أنه يساعد على فهم لماذا يشتري الناس أو يبيعون الأوراق المالية دون القيام بالتحليل الأساسي ويتصرفون بطريقة غير عقلانية في اتخاذ القرار الاستثماري".^٢

كذلك فإن البعض ميز بين علم التمويل السلوكي الجزئي والكلّي وذلك على النحو التالي:

١- علم التمويل السلوكي الجزئي (BFMI) Behavioral Finance Micro هو العلم الذي يحدد سلوكيات وانحرافات المستثمرين الأفراد والتي تميزهم عن أولئك المستثمرين الذين صورتهم النظريات التقليدية.

٢- علم التمويل السلوكي الكلّي (BFMA) Behavioral Finance Macro هو العلم الذي يكتشف ويصف الحالات الشاذة الموجودة في فرضية السوق الكفاء والتي من الممكن أن تفسرها النماذج السلوكية.^٣

كذلك يمكن تعريفه على أنه: ذلك العلم الذي يفسر لماذا يتخذ الأفراد قرارات مغايرة لتلك التي من المتوقع أن يتخذوها، ولماذا يتصرف السوق بطريقة مغايرة لتلك التي من المتوقع أن يتصرف وفقها.^٤ وبناءً على ما سبق يمكن أن نعرف علم التمويل السلوكي على أنه: العلم الذي يجمع ما بين علم الاقتصاد وعلم النفس وكذلك علم الاجتماع، بمعنى أنه محاولة لتفسير سلوك الفرد الاقتصادي في ضوء المتغيرات السلوكية التي تتسم بالتقلب وعدم الاستقرار، والأخذ في الاعتبار البعد الإنساني لعلم الاقتصاد كأحد العلوم الإنسانية.

من خلال العرض السابق لمفهوم علم التمويل السلوكي وتعريفه من وجهة نظر العديد من الباحثين في هذا المضمار نجد أنه لا بد من دراسة واقعية تحليلية لكل من الخلفية الفكرية، الفلسفية، والتاريخية لهذا العلم.

¹ BIRĂU, FELICIA. R. (2012), The Impact Of Behavioral Finance On Stock Markets, University Of Craiova, Faculty of Economics and Business Administration, Craiova, Romania, No.3, P.45.

* مايكل بومبيان: باحث اقتصادي أميركي، حاصل على درجة الماجستير في التمويل من جامعة تولين في ولاية نيواورليانز. له العديد من الأبحاث والمقالات في مجال التمويل السلوكي وإدارة الثروات على مستوى العالم، وهو مؤلف كتاب (التمويل السلوكي وإدارة الثروات) عام ٢٠٠٦.

² Bhatt, Babarajuk and Chauhan, Apurva. (2014), Behavioral Finance: A New Paradigm Of Finance, International Journal of Application or Innovation in Engineering & Management, Gujarat State, India, Vol. 3, No. 2, P.359.

³ Pompian, Michael .M. (2006) Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, P.9.

* يقصد بها الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨

⁴ Chaudhary, Amar Kumar. (2013), Impact of Behavioral Finance in Investment Decisions and Strategies: A Fresh Approach, International Journal of Management Research and Business Strategy, India, Vol. 2, No. 2, P.85.

١-٢-١ - دراسة العلاقة ما بين العلوم الإدراكية والفلسفية وما بين علم التمويل السلوكي

إن الجذور الفكرية لهذا العلم يُمكن أن تُعزى إلى علم النفس الإدراكي Cognitive Psychology. حيث يعتبر علم النفس الإدراكي ذلك العلم الذي يهتم بالدراسة الفعلية للإدراك و العمليات العقلية التي تعتبر المحرك الأساسي للسلوك البشري. إضافة إلى أنه يتناول العديد من المواضيع، التي تضم كلاً من الذاكرة، الانتباه، الإدراك، المعرفة، المنطق، الإبداع، وحل المشاكل. وقد ظهر في الفترة ما بين ١٩٤٠-١٩٥٠ كناقذ للمذاهب التي حيّدت الوجوديات (مثل المفاهيم والأفكار) التي لا يمكن ملاحظتها بسهولة وقياسها بشكل موثوق.

وبالعودة إلى علم التمويل السلوكي نجد أنه كذلك ظهر كناقذ للاقتصاد النيوكلاسيكي، وبذلك يُمكن اعتبار علم التمويل السلوكي بمثابة ردة فعل على الفكرة التي اعتُمدت من قبل العديد من النيوكلاسيكيين، والتي تؤكد بأنه على العلوم الاجتماعية والسلوكية تجنب الإشارة إلى الحالات العاطفية والإدراكية التي لا يمكن ملاحظتها بشكل مباشر. وشكّل بذلك دعوة لإعادة التفكير في مسلمات العلوم الاقتصادية. هذا ما أكدّه جوزيف ستغلنز في قوله: "إذا كان العلم يُعرّف بقدرته على التنبؤ بالمستقبل، فإن فشل علم الاقتصاد في رؤية الأزمة المالية العالمية قادمة يجب أن يكون محط اهتمام كبير، وعلى الاقتصاديين البحث عن نماذج جديدة".^١

هذا بالنسبة للخلفية الفكرية لعلم التمويل السلوكي، أما بالنسبة للخلفية الفلسفية فقد تمثلت في كونه طرح تساؤلاً هاماً ألا وهو: هل علم الاقتصاد هو علم واقعي؟ ذلك أن العلم إما أن يكون واقعي أو معياري (Positive or Normative). حيث أن الأبحاث الواقعية توضح ما يقوم به الوكلاء الاقتصاديون على أرض الواقع بشكل فعلي. أما الأبحاث المعيارية توضح ما يجب أن يقوموا به. بالتالي فإن علم التمويل السلوكي قدم تفسيرات أكثر صلاحية وقدرة على البقاء حول الفجوات الناقصة ما بين ما يجب علينا القيام به وبين ما نقوم به فعلاً. حيث أن التناقض بين النظريات الاقتصادية التقليدية المعيارية والنماذج الوصفية السلوكية الواقعية يمكن أن يفسر على أنه يمثل اللاعقلانية المنهجية في

* جوزيف ستغلنز: اقتصادي أميركي ومدرس في جامعة كولومبيا ولد عام ١٩٤٣، وقام بدراسة الاقتصاد الجزئي والكلّي ويعتبر أبرز الباحثين في مجال التوقعات الرشيدة. وحاز على جائزة نوبل عام ٢٠٠١.

¹Stiglitz, J. (2010), Needed: a new economic paradigm, online article on Financial Times. P.1.

التفكير البشري وقدراته المعرفية. فإذا كان الباحث يدّعي بأن الحقيقة X يمكن تفسيرها من خلال السلوك Y، فإنه يبدو من الحكمة التحقق فيما إذا كان الناس فعلاً يتصرفون وفقاً للسلوك Y^١.

مما سبق نجد بأن المبادئ الضمنية خلف فلسفة أي علم غالباً ما يتم التغاضي عنها وذلك في العديد من الأبحاث الأكاديمية لمجموعة واسعة من التخصصات العلمية، ولعل هذا ما يتجلى بوضوح في علم الاقتصاد. وذلك بهدف المحافظة على تعاميم عامة مقبولة حول الظواهر الاقتصادية. إلا أننا يجب أن نتذكر أن النظرية تميل لأن تكون مقبولة ليس فقط من أجل أدلتها واختباراتها العملية لكن كذلك بسبب قدرة الباحثين على أن يقنع أحدهم الآخر بأن النظرية صحيحة وذات صلة بالسلوك البشري الفعلي^٢.

وبالنتيجة يتبين من خلال دراسة كل من الخلفية الفكرية والفلسفية لعلم التمويل السلوكي مايلي:

- تميزت الخلفية الفكرية لعلم التمويل السلوكي بتوضيحها لحقيقة الصلة ما بينه وما بين العلوم الإدراكية.

- تميزت الخلفية الفلسفية لعلم التمويل السلوكي بإلقائها الضوء على المضمون الفلسفي الذي تناوله علم التمويل السلوكي، حيث أنه حلل الواقع من خلال طرحه لأسئلة تقع في عمق علم الاقتصاد وحقيقة الدور الذي من المفترض أن يقوم به كعلم وُجد أساساً ليكون لصيقاً بسلوك الإنسان الفعلي وينطلق منه لبناء نظرية اقتصادية حقيقية.

مما سبق نجد من الضرورة بمكان الانتقال للبحث في الخلفية التاريخية لهذا العلم ومعرفة بذوره الأولى التي طرحت عبر تاريخ الفكر الاقتصادي. والهدف من ذلك تكوين صورة متكاملة عن علم التمويل السلوكي.

¹Barberis, N. and Thaler, R.H. (2003), A Survey of Behavioural Finance, Handbook of the Economics of Finance, Elsevier, North Holland, Amsterdam, edition. 1, Vol. (1), P.65.

* المقصود هنا بالأزمة هي الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨.

²Black, F. (1986,) Noise, Papers and Proceedings of the Forty Fourth Annual Meeting of the America Finance Association, Journal of Finance, New York, USA, Vol.41, No. 3, P.537.

١-١-٣- دراسة التطور التاريخي لعلم التمويل السلوكي

على الرغم من أن علم التمويل السلوكي سطع نجمه في السنوات التي أعقبت الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ إلا أن معظم الأفكار التي تم طرحها من قبله لا تعتبر جديدة. في الواقع فإن الكثير منها قد تم طرحه من قبل اقتصاديين كثر بدءاً من آدم سميث مروراً بإرفينج فيشر وجون مينارد كينز وغيرهم من الأعلام البارزة في الفكر الاقتصادي. وعليه سنقوم بعرض لأهم المحطات التي مر بها هذا العلم حتى تبلور بالشكل الذي هو عليه اليوم.

بدايةً فإن آدم سميث Adam Smith* الذي اشتهر بمفهوم "اليد الخفية" وصاحب الكتاب الشهير "ثروة الأمم" (Wealth of Nations 1776)، ألّف كتاب أقل شهرة بعنوان "نظرية المشاعر الأخلاقية" (The Theory of Moral Sentiments 1759)، حيث ضم هذا الكتاب المبادئ النفسية للسلوك الفردي والتي يمكن القول بأنها عميقة بالقدر ذاته الذي اتسمت به أفكار سميث الاقتصادية. كذلك فقد تضمن الكثير من الأفكار حول طبيعة النفس البشرية، حيث أن العديد منها تتبأ بالتطورات الراهنة في علم التمويل السلوكي.

ففي الوقت الذي كان فيه الاقتصاديين في عهد سميث ينظرون إلى الناس على أنهم كأملي العقلانية، جادل سميث بأن كل إنسان قد ولد وهو يمتلك بوصلة أخلاقية جوهرية، وهي مصدر نفوذ وتأثير شأنها شأن العوامل الخارجية كالقانون والمنطق. واعتبرها سميث بأنها هي تلك اليد الخفية التي توجه السلوك الاجتماعي والاقتصادي على حد سواء، بمعنى أنه عندما يواجه الناس خيارات أخلاقية، فإنهم يتخيلون وجود « مراقب محايد » يفكر جيداً ويقدم لهم النصيحة الصائبة وبدلاً من أن يتبع الناس مصالحهم الخاصة، فهم يسرون وراء نصيحة هذا المراقب التخيلي. بهذه الطريقة يقرر الناس على أساس التعاطف، لا الأنانية. والأكثر من ذلك أن كتابه هذا أشار إلى الكثير من المفاهيم التي لم يناقشها علماء التحليل النفسي الفرويديون بالتفصيل إلا بعد أكثر من قرن من الزمان على صدور الكتاب؛ فمفهوم (الأنا الأعلى) الذي صاغه فرويد- وهو الضمير الذي يمنع الإنسان من القيام بأفعال محددة ويجعله يشعر بالذنب إذا لم ينصت إليه، ليس ببعيد عن شخصية المراقب المحايد التي ذكرها سميث^١.

ولتوضيح بعض الأفكار السلوكية التي جاء بها سميث نأخذ على سبيل المثال ما كتب في كتابه: "نحن نعاني عندما نسقط من الحالة الأفضل إلى الحالة الأسوأ، أكثر مما نستمتع عندما نرتفع من الحالة السيئة إلى الحالة الأفضل"^٢. في إشارة منه إلى الطبيعة الفطرية للإنسان التي تدفعه إلى تجنب

^١ باكولز، تود جي: أفكار جديدة من اقتصاديين راحلين: مدخل للفكر الاقتصادي الحديث، الطبعة الأولى، دار كلمات عربية للترجمة والنشر، القاهرة، مصر، ٢٠١٣، ص ٤١.

* آدم سميث ١٧٢٣- ١٧٩٠. فيلسوف أخلاقي وعالم اقتصاد اسكتلندي. يعد مؤسس علم الاقتصاد الكلاسيكي، ومن رواد الاقتصاد السياسي. اشتهر بكتابه الكلاسيكي "نظرية المشاعر الأخلاقية" ١٧٥٩، وكتاب "بحث في طبيعة ثروة الأمم وأسبابها" ١٧٧٦ وهو رائعة آدم سميث ومن أهم آثاره. وهو أول عمل يتناول الاقتصاد الحديث وقد اشتهر اختصاراً بـ "ثروة الأمم". دعا إلى تعزيز المبادرة الفردية، والمنافسة، وحرية التجارة، بوصفها الوسيلة الفضلى لتحقيق أكبر قدر من الثروة والسعادة.

²Smith, Adam. (1759), the Theory of Moral Sentiments, the New York Public Library, USA, P.311.

الخسارة Loss aversion. وهذه الفكرة تحديداً تم البحث فيها بشكل موسع لاحقاً من قبل الاقتصاديين الذين بحثوا في علم التمويل السلوكي.

إن الأفكار السلوكية التي جاء بها سميث على الرغم من قلتها مقارنة بما قدمه للنظرية الاقتصادية إلا أنها تعتبر عميقة ولصيقة بالسلوك البشري بشكل كبير الأمر الذي جعلها نقطة ارتكاز للكثير من الاقتصاديين السلوكيين ومهد لهم الطريق للخوض أكثر في هذا المضمار. ذلك أنه ركز على نقاط نفسية غاية في الأهمية، حيث نجد أن الأخلاق أو مأسماه (المراقب الداخلي) يعتبر الفيصل في الكثير من قراراتنا الاقتصادية. على سبيل المثال فإنه عندما يقرر شخص ما أن يحتفظ بعملة بلده التي تتعرض لانخفاض في قيمتها بدل من استبدالها بعملة أكثر استقراراً على الرغم من تعرضه لخسائر مادية جراء ذلك فإنه يقوم بذلك مندفعاً بحس الانتماء والوطنية وهو بذلك يسلك السلوك الذي أملاه هليه (المراقب الداخلي) على حد تعبير سميث الذي جعله يختار على أساس التعاطف وليس على أساس الأنانية.

بعد ذلك أتى جيرمي بينثام Jeremy Bentham* الذي شكل مفهومه للمنفعة الأساس للاقتصاد النيوكلاسيكي، فقد كتب وعلى نطاق واسع حول الأسس النفسية للمنفعة الاقتصادية، والكثير من أفكاره حول محددات المنفعة باتت الآن فقط تكون موضع تقدير. كتب في ذلك بينثام في كتابه مبادئ الأخلاق والتشريع Principles of Morals and Legislation (1789): "إن مبدأ المنفعة هو المبدأ الذي يوافق أو لا يوافق أي عمل مهما كان، وفقاً للاتجاه الذي يزيد أو يقلل من سعادة مجموعة ما، بعبارة أخرى هو ذلك الشيء الذي يعزز أو يقوض من تلك السعادة".¹ مما سبق نجد أنه وبالنسبة لبينثام فإن كل فعل إنما يسعى لتعظيم المنفعة، كذلك فإن السعادة والتي يمكن القول بأنها تجربة ذاتية، تعتبر غاية الإنسان القصوى، الأمر الذي يجعل من المستحيل أن يخلو أي حساب اقتصادي أو أخلاقي من العواطف بشكل مطلق.²

مما تقدم نرى كيف أن أفكار بينثام التي ربطت دالة المنفعة بالتجربة الشعورية للسعادة تظهر أن المتغيرات السلوكية هي الدافع الأساسي لأي عمل نقوم به الأمر الذي يعزز دور هذه العوامل في التأثير في مجمل الحياة الاقتصادية. من جهة أخرى إن هذا الربط بفضي إلى نتيجة هامة ألا وهي الاختلال في

* جيرمي بينثام 1748-1832. عالم قانون وفيلسوف إنكليزي، ومصلح قانوني واجتماعي، وكان المنظر الرائد في فلسفة القانون الأنجلو-أميريكي. ويشتهر بدعوته إلى النفعية وحقوق الحيوان. كما شملت مواقفه الحجج المؤيدة للفرد، والحرية الاقتصادية، الفائدة، والفصل بين الكنيسة والدولة، حرية التعبير، والمساواة في الحقوق للمرأة، الحق في الطلاق. كما طالب بإلغاء الرق وعقوبة الإعدام وإلغاء العقوبات البدنية، بما في ذلك للأطفال.

¹Bentham, Jeremy. (1789), An Introduction to the Principles of Morals and Legislation, Oxford: Clarendon press, UK, P.7.

* إيرفينج فيشر 1867-1947. اقتصادي وإحصائي ومخترع أميركي. يعتبر من أول الاقتصاديين الأمريكيين المنتمين لمدرسة الاقتصاد الكلاسيكي الحديث. ساهم فيشر بشكل هام في عدة مفاهيم اقتصادية منها نظرية التوازن العام وكان أول من دعا إلى الاكتفاء بتقييم الأوراق النقدية بالأوراق المالية والاستغناء عن الذهب كعملة.

²Pompian, Michael .M. (2006) Op. Cit, P.22.

النتائج النهائية، ذلك أن سعادة المرء تكون أحياناً من خلال اتباعه سلوك لاعقلاني الأمر الذي يؤدي إلى أن تكون نتيجة الفعل مخالفة للمنطق.

مع بداية الثورة النيوكلاسيكية تم رفض علم النفس الأكاديمي من قبل الاقتصاديين بحجة أنه يعطي أرضية غير مستقرة لعلم الاقتصاد. وقاموا ببناء نظريتهم على افتراض أن الإنسان كائن عقلاني أو ما أطلقوا عليه Homo economics. الأمر الذي أدى إلى حركة استئصال لعلم النفس من علم الاقتصاد إلا أن هذه الحركة حدثت ببطء. ذلك أنه ومع مطلع القرن العشرين كانت لاتزال هناك كتابات لبعض الاقتصاديين تتناول الجانب النفسي للفرد الاقتصادي. وهذا ما يتضح في كتابات إيرفينج فيشر* مؤلف كتاب "الوهم النقدي" Money illusion عام ١٩٢٨، الذي لم تخلو أعماله من المضامين النفسية التي باتت اليوم تشكل حجر الزاوية في علم التمويل السلوكي. حيث يقصد بالوهم النقدي كما عرفه فيشر بأنه: "الفشل في إدراك أن قيمة الدولار، أو أية وحدة أخرى من النقود، قد زادت أو نقصت في القيمة الحقيقية"^١. حيث وضح فيشر في كتابه بأن "الوهم النقدي يسهم في تقلبات دورة الأعمال، وذلك كونه يخفي عن الأنظار السبب الرئيسي- أي عدم استقرار الدولار- لتلك التقلبات، وكذلك فإنه يخفي أهمية استقرار الدولار"^٢. إذاً وحسب وجهة نظر فيشر، فإن الوهم النقدي يجعل تقلبات دورة الأعمال أكثر حدة مما ستكون عليه في غيابه.

وبذلك يكون فيشر من أوائل المبشرين بمفهوم الوهم النقدي الذي كان سبباً لتفسير الكثير من الظواهر الاقتصادية وكان نقطة الارتكاز التي استند إليها علم الاقتصاد العصبي Neuroscience لاحقاً ليوضح كيف يسهم الوهم النقدي في تضليلنا ويكون سبباً لاتخاذنا سلوكاً لاعقلانياً في بعض الأحيان.

لاحقاً، ومع اندلاع أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩ وعجز الأفكار الكلاسيكية عن إيجاد مخرج للأزمة برز جون مينارد كينز* صاحب كتاب "النظرية العامة" The General Theory of Employment, Interest and Money (1936)، الذي نادى أفكاره بضرورة تدخل الدولة وسلطت الضوء على النزعات الغرائزية الكامنة خلف الأزمات. هذا ما أكدّه جورج أكريلوف George A. Akerlof في محاضراته التي نال على إثرها جائزة نوبل للاقتصاد على أهمية ما قدمه كينز في هذا المضمار. بل إن كتابه النظرية العامة كانت أكبر مساهمة في علم التمويل السلوكي. حيث أن كينز ينحرف عن النظرية النيوكلاسيكية بطرق متعددة، كذلك فإنه يلفت النظر لعنصر هام من عناصر علم

¹Fisher, Irving. (1928), The money illusion, New York: Adelphi Company, USA, P.4.

²Fisher, Irving. (1928) Op. Cit, P.6.

* جون ماينارد كينز ١٨٨٣-١٩٤٦. اقتصادي و كاتب بريطاني ذو شهرة عالمية. فهو مؤسس الاقتصاد الكلي الكينزي ومن أعماله استخلص الاقتصاد الكينزي، الاقتصاد الكينزي الجديد، والكينزية الجديدة أو ما بعد الكينزية. تولى العديد من المناصب الاستشارية الرسمية و غير الرسمية للعديد من السياسيين، وكان من الشخصيات الرئيسية باتفاقية بريتون وودز، من بعد الحرب العالمية الثانية. عمله الأكبر بلا جدل كان «النظرية العامة حول العملة، والفائدة، والمال ١٩٣٦.

الاقتصاد السلوكي ألا وهو " النزعات الغرائزية Animal Spirits ". ذلك أن الغريزة والشعور، غالباً ما تكون المحرك الأهم في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية وذلك باعتبار أن البشر مخلوقات عاطفية وتتأثر معرفياً بمجموعة واسعة من العوامل¹.

استناداً لما سبق وإذا ما قمنا بالنظر في المقطع الشهير التالي على سبيل المثال من كتاب النظرية العامة والذي يقول فيه كينز: "بعض النظر عن عدم الاستقرار في الاقتصاد بسبب المضاربة، إلا أنه هناك عدم استقرار بسبب سمة من سمات الطبيعة البشرية ألا وهي أن نسبة كبيرة من الأنشطة الإيجابية لدينا تعتمد على التفاؤل العفوي وليس على التوقع الرياضي، سواء أكانت أنشطة معنوية أو أنشطة تتعلق بالمتعة أو أنشطة اقتصادية. فإنه و على الأرجح، فإن معظم قراراتنا للقيام بشيء ما إيجابي، ستكون نتائجها الكاملة و التي ستضح على مدى عدة أيام قادمة، لا يمكن أن تُفسر إلا كنتيجة للنزعات الغرائزية أي الرغبة العفوية للعمل بدلاً من التقاعس عن العمل، وليس نتيجة للمتوسط المرجح للفوائد الكمية مضروبة بالاحتمالات الكمية"².

مما سبق نستنتج أن كينز ينحرف عن النظرية التقليدية في ناحيتين على الأقل:

- أولاً: بإظهاره أن السلوك الفعلي لم يتم وصفه على نحو كاف من خلال نموذج المنفعة المتوقعة.
- ثانياً: عن طريق توضيحه دوافع السلوك الاقتصادي الفعلي.

إن أفكار كينز عززتها الوقائع بشكل كبير لا سيما الأزمات الاقتصادية التي حملت في ثناياها الكثير من الدوافع السلوكية التي فاقت في تأثيرها في بعض الأحيان العوامل الاقتصادية حيث نجد أن عوامل مثل الخوف، الثقة، سلوك القطيع وغيرها تعتبر المحرك الأساسي للفعل ذلك أننا في كثير من الأحيان نعجز عن فصل تلك العوامل عن تفكيرنا العقلاني ونمضي في خياراتنا متبعين الحدس وليس المنطق على الرغم من إدراكنا عدم عقلانية هذا السلوك.

إلا أنه وبحلول منتصف القرن العشرين كانت النقاشات حول أثر علم النفس في علم الاقتصاد قد اختفت. لتعود من جديد خلال النصف الثاني من القرن العشرين وذلك من خلال نقض مفهوم (العقلانية التامة)، وتقديم بديل عنها أكثر واقعية ألا وهو Bounded rationality (العقلانية المقيدة)، والذي ظهر للمرة الأولى على يد هيربرت سايمن Herbert A. Simon. الذي أوضح بأن صناع القرار هم عقلانيون،

¹Akerlof, George A. (2003), Behavioral macroeconomics and macroeconomic behavior, the 2001 Nobel Prize lecture, University of California, Berkeley, USA, vol.47, No.1, P.37.

²Keynes, John Maynard. (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, Palgrave Macmillan, UK, P.161.

لكن كنتيجة للسّمات الإدراكية والعاطفية للإنسان فهم يفشلون أحياناً في أكثر القرارات التي يتخذونها أهمية. بمعنى آخر فإنّ الناس يميلون لأن يكونوا عقلانيين لكن محدودية المعلومات التي يمتلكونها ومحدودية الإدراك لعقولهم، وكذلك محدودية الوقت الذي يمتلكونه لاتخاذ القرار يجعلهم يفشلون في بعض الأحيان في اتخاذ القرارات الصائبة.

إن طرح سايمون يعتبر منطقياً وملائماً للواقع الفعلي، ذلك أنه لم يضيفي صفة اللاعقلانية بالمطلق على الأفراد بل استخدم مصطلح العقلانية المقيدة والتي توضح أن الأفراد هم بالأساس عقلانيين وقادرين على اتخاذ قرارات اقتصادية عقلانية، إلا أن النزعات الغرائزية التي وضحها كينز سابقاً تحول دون استخدامهم لعقلانيتهم بالشكل الأمثل. وإذا ما قمنا بإسقاط هذا الكلام على أرض الواقع نجد أن الأفراد أحياناً يسلكون سلوكاً يبتعد عن العقلانية التامة لا سيما عندما يتعرضون لمؤثر خارجي (اضطراب أمني أو سياسي أو...) وهو ما يحرك مخاوفهم ويدفعهم لاتخاذ قرارات اقتصادية غير صائبة بسبب عدم قدرتهم على معالجة المعلومات المتوفرة بشكل عقلائي.

لاحقاً بدأ هذا العلم بالتبلور في مطلع التسعينات وظهور العديد من الباحثين أمثال تيفرسكي، كاهنيمان، ثالر، كامرر، لوينشتاين، رابين، لايبينسون. ليصبح لعلم التمويل السلوكي في مطلع عام ٢٠٠٠ بنية غنية وواسعة نتيجة زيادة مساهمة الأبحاث والمقالات الأكاديمية فيه. الأمر الذي أدى خلال الأعوام الماضية إلى زيادة ملحوظة في عدد الاقتصاديين، علماء النفس، وعلماء الاجتماع الذين قاموا بالاستقصاء عن سبلٍ يمكنهم من خلالها أن يكيّفوا الرؤية التقليدية للإنسان كصانع قرار عقلائي مع العناصر غير العقلانية في السلوك الإنساني والتي تتمثل في الخوف، الطمع، التقليد، التحيزات الإدراكية وغيرها الكثير.

من خلال العرض السابق للخلفية التاريخية لعلم التمويل السلوكي تبين أنه قد طُرِح - ولو بالحد الأدنى- من قبل أعمال مغمورة لمفكرين ذائعي الصيت؛ أمثال آدم سميث، جيرمي بينثام، إرفنج فيشر، وجون مينارد كينز. وبناءً عليه نجد ضرورة البحث بشكل مفصل وتحليلي لأهم المفكرين الذين تناولوا في كتاباتهم موضوع علم التمويل السلوكي. خاصةً و أن مراحل تطوره شملت عدة مراحل تاريخية، الأمر الذي سينعكس حكماً على فرز أولئك المفكرين على أساس مدرستين متميزتين:

- الأولى: المدرسة القديمة.

- الثانية: المدرسة الحديثة.

والهدف من هذا الفرز هو الوصول إلى معرفة التحول الكبير لعلم الاقتصاد ذو البعد الرياضي فقط إلى بعد جديد ألا وهو أنسنة علم الاقتصاد، وتفسير ما يمر به الإنسان من حالات نفسية تنعكس سلباً أو إيجاباً على منطقية اتخاذ القرار الاقتصادي، وكذلك توضيح الجذور الكلاسيكية لعلم الاقتصاد السلوكي التي اعتمد عليها أولئك المفكرين. وذلك من خلال دراسة تحليلية مقارنة.

١-١-٤- دور إسهامات المدرسة السلوكية القديمة في تبلور علم التمويل السلوكي

عندما نتكلم عن علم التمويل السلوكي القديم فإننا نقصد بذلك أولئك الاقتصاديين الذين ظهرت بعد مرحلة الحرب العالمية الثانية، والذين امتلكوا بشكل عام استياءً من الاقتصاد التقليدي، ورغبةً بتطوير بديل أكثر واقعية. ولعل أبرز الاقتصاديين القدامى الذين أسسوا لما يعرف اليوم باسم "علم التمويل السلوكي" هما العملاقين هيربرت سايمون وجورج كاتونا Herbert Simon & George Katona.

أراد هؤلاء المؤسسين أن يستبدلوا النموذج الاقتصادي القديم بآخر أكثر واقعية، كذلك فقد حاولوا أن يزيّدوا القوة التفسيرية للاقتصاد من خلال إعطائه المزيد من الأساس السيكولوجي (النفسي) الواقعي. فبينما كان الاقتصاديون التقليديون يستنبطون مبادئ علم الاقتصاد من خصائص الطبيعة الإنسانية، مفترضين أن تكون صحيحة في جميع الأوقات، وفي جميع الثقافات، فإن كلاً من سايمون وكاتونا حاولوا أن يشرحوا السلوك الحقيقي للوكلاء الاقتصاديين.

✓ هيربرت سايمون Herbert Simon:

وضح هيربرت سايمون Herbert Simon* الأفكار الأساسية التي قادت إلى علم التمويل السلوكي الحديث. حيث أن عمله في مجال علم النفس، العلوم الإدراكية، علوم الكمبيوتر وكذلك علم الاقتصاد قد أسهم وبشكل كبير في إدخال المقاربة السلوكية إلى التحليل الاقتصادي. إضافة لما سبق فقد انتقد سايمون كلاً من علماء الاقتصاد وعلماء علم الاجتماع على حدٍ سواء. حيث أنه وحسب وجهة نظر سايمون فإن علماء الاقتصاد قد أسهموا وبشكل مبالغ فيه ومغلوط بترسيخ مفهوم أن الإنسان الاقتصادي

*ولد هيربرت سايمون في ميلووكي في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩١٦. وقد تمكن من تحقيق قاعدة واسعة من المعرفة في الاقتصاد والعلوم السياسية مع تحقيق مهارات متقدمة في الرياضيات والمنطق الرمزي والإحصاء الرياضي. توفي عام ٢٠٠١.

هو شخص كلي المعرفة ويمتلك الأدوات اللازمة التي تمكنه من استخدام معرفته بشكل عقلاني مطلق. بينما علماء الاجتماع الذين اتبعوا فرويد قللوا من أهمية المعرفة والإدراك وقدرتها على التأثير في القرار الاقتصادي. وكنتيجة لما سبق أضحت العلوم الاجتماعية تعاني من حالة فصام حاد على حد تعبيره¹.

لم يكتف سايمون باستخدام علم النفس للإجابة على الفرضيات الأساسية للنظرية الاقتصادية، إنما قدم بدائل للأمور التي انتقدها. على سبيل المثال فقد قدم مفهوم العقلانية المقيدة عوضاً عن مفهوم العقلانية التامة الذي تناولته النظرية الاقتصادية التقليدية². حيث قام بشرح مفهوم العقلانية المقيدة في منتصف عام ١٩٥٠، الأمر الذي وفر نقطة البداية لعلم التمويل السلوكي من جهة وكان السبب الرئيسي لترشيح سايمون لنيل جائزة نوبل للاقتصاد من جهة أخرى. كذلك فقد وضح في كتاباته بأنه ليس بوسع متخذي القرار الاقتصادي الحصول على كافة المعلومات المتعلقة بالمشكلة في الوقت المناسب لاتخاذ القرار، وحتى لو أمكنهم الحصول على المعلومات في الوقت المناسب إلا أنه سيكون من غير الممكن أن يعالجوا تلك المعلومات بالطريقة المثلى³. كما أن عقلية الإنسان مقيدة بمحدودية تفكيره وبيئته، الأمر الذي يجعل الإنسان بحكم هذه المحدودية لا يدرك إلا بدائل قليلة ونتائج أقل فلا يستطيع أن يختار البديل الأمثل وإنما يكتفي بالبديل المناسب، والإنسان وفق هذا المفهوم هو اكتفائي وليس منفعي يسعى لتحقيق المنفعة القصوى.

هذا وقد استندت نظريات سايمون على النموذج الكلاسيكي الذي تناول الإنسان ككائن مثالي كامل العقلانية لدى اتخاذ القرار الاقتصادي، وعليه فإن هذا النموذج وفقاً لسايمن سهل الانتقاد، إلا أن المشكلة لا تكمن في انتقاد النموذج الكلاسيكي وحسب إنما تتعدى ذلك إلى فهم وتحليل كيفية اتخاذ القرارات على المستوى الجزئي والكلي على حد سواء. وعليه طالب سايمون بأن ننظر للعقلانية على أنها متغير لا يمكن لأحد (سواء أكان فرد أم منظمة) أن يفي بمتطلباته وفقاً للنموذج الكلاسيكي لاتخاذ القرار. وبالتالي فإن عدم وجود حدود للنظرية العقلانية ستجعلها نظرية منقوصة لأنها عندئذ ستكون عبارة عن مبدأ واحد ألا وهو إذا اخترت البديل الأمثل من البدائل المتاحة ستصل إلى تحقيق أهدافك بالكامل.

¹Simon, Herbert .A. (1957), Administrative behavior: A study of decision- making process in administrative organization, Macmillan Publishers, New York, USA, P. xxiii.

²Hosseini, Hamid. (2003), The arrival of behavioral economics:from Michigan, or the Carnegie School In the 1950s and the early 1960s?, The Journal of Socio-Economics, Elsevier, North Holland, Amsterdam, Vol. 32, P.401.

³ Schwartz, Hugh. (2002), Herbert Simon and behavioral economics, The Journal of Socio-Economics, Elsevier, North Holland, Amsterdam, Vol. 31, P.181.

إلا أن الحاجة إلى نظرية واقعية تكمن في أن هناك حدود عملية للعقلانية البشرية، كما أن هذه الحدود ليست ثابتة، كونها تعتمد على البيئة التنظيمية التي يتم فيها اتخاذ الأفراد لقراراتهم الاقتصادية ومهمة الإدارة هي تصميم تلك البيئة بحيث يقترب الفرد أقرب ما يمكن من العقلانية في اتخاذ القرار. وبناءً على ذلك ميز سايمون بين نوعين من الأفراد: الفرد الاقتصادي، والفرد الإداري. حيث انطلق من المقارنة الكلاسيكية التي توضح النموذج المثالي للفرد الاقتصادي ذو العقلانية المطلقة لينتقل من ثم ليوضح حدود تلك العقلانية من خلاله توضيحه لمفهوم الفرد الإداري وكيفية اتخاذه للقرار الاقتصادي في الواقع وفقاً لما أسماه العقلانية المقيدة.

وبناءً عليه يُمكن تعريف العقلانية بالنسبة لسايمنون على أنها علاقة توافق بين الغايات ووسائل تحقيقها. ويشمل هذا التوافق على ثلاث خطوات:

- ✓ إدراج جميع البدائل الممكنة.
- ✓ تحديد كل العواقب التي سوف تحدث في المستقبل نتيجة اعتماد كل من هذه البدائل.
- ✓ المقارنة بين البدائل التي ينبغي تقييمها من قبل مجموعة العواقب التالية لكل واحد منهم، وفقاً للغايات المحددة بشكل مسبق (المنفعة والربح أو أي دالة أخرى)¹.

مما سبق نستنتج بأن سايمنون كان على بينة من حقيقة أن نظرية الاختيار النيوكلاسيكية لا تمثل وصفاً صحيحاً للطريقة التي يتخذ وفقها الأفراد قراراتهم، إنما تعتبر "كجهاز للتنبؤ بالخيار". على النقيض من ذلك فإن نظرية العقلانية المقيدة تعتبر أكثر واقعية، وذلك من خلال محاولتها الإحاطة بالعملية الفعلية لاتخاذ القرار؛ فضلاً عن جوهر القرار النهائي نفسه². بمعنى آخر إنَّ المسافة ما بين العقلانية و السلوك يتم الوصل بينها من خلال مفهوم القرار، حيث أن عقلانية الأفراد كمعيار لعملية الاختيار ما بين البدائل المتاحة، تعتبر كمبدأ بإمكانه تفسير السلوك الإنساني.

مما تقدم نرى كيف أن سايمنون استطاع من خلال أفكاره التي قدمها خلق نوع من التقارب ما بين علم الاقتصاد وعلم الاجتماع وعلم النفس. حيث حاول وصف سلوك الأفراد كما هو على أرض الواقع بكل ما يحمله من تناقضات. كذلك كيف تمكن من الانتقال من موقع المنتقد للنظرية إلى موقع المفكر القادر

¹ Barros, Gustavo. (2010), Herbert A. Simon and the concept of rationality: Boundaries and procedures, Brazilian Journal of Political Economy, Brazil, vol. 30, P.457.

² Simon, Herbert.A. (1987b), Bounded rationality, The New Palgrave: A dictionary of economics, New York, USA, First Edition, P.267.

على تقديم حلول وبدائل، ليسهل بذلك عملية توصيف المشكلة بشكل دقيق والخروج بحلول لصيقة بالسلوك الفعلي للإنسان وليست حلول تنسم بالمثالية التي جاءت بها النظريات الأخرى.

هذا وبعد استعراضنا للأفكار الأساسية التي قامت عليها أبحاث هربرت سايمون، أصبح بإمكاننا الانتقال إلى الباحث الآخر ألا وهو جورج كاتونا لنبين أهم أفكاره، ولنوضح كذلك النقاط التي تقاطع فيها مع سايمون.

✓ جورج كاتونا (George Katona):

ضمت أعمال جورج كاتونا George Katona* العديد من الكتب والمقالات التي أسهمت في وضع أسس علم التمويل السلوكي، وقد وضع من خلالها وجهة نظره وأفكاره فيما يتعلق بذلك.

بدايةً فإن كاتونا شأنه شأن سايمون من حيث انتقاده للعديد من فرضيات الاقتصاد النيوكلاسيكي وتقديم بدائل لها. على سبيل المثال فإنه على عكس النيوكلاسيكيين الذي يفترضون دالة منفعة مفترضة، ركز كاتونا على اكتشاف القوانين العملية التي تصف السلوك بشكل صحيح وملائم قدر الإمكان. كذلك فإنه في حين افترضت النظرية النيوكلاسيكية وجود علاقة مابين العقلانية وتعظيم المنفعة، فإن كاتونا بحث في الآثار المترتبة عن ابتعاد السلوك الفعلي عن ذاك الذي طرحته افتراضات النظرية النيوكلاسيكية¹. كذلك وضع بأن العمليات الاقتصادية تتبع مباشرة من السلوك البشري إلا أن هذه الحقيقة البسيطة ولكن المهمة لم تلقى حقها في التحليل الاقتصادي الحديث².

فضلاً عن ذلك فقد انتقد كاتونا استخدام افتراض العقلانية المطلقة في الاقتصاد النيوكلاسيكي حيث أكد أنه وعلى خلاف النظريات التقليدية (النقية)، لن نفترض في البداية وجود السلوك العقلاني، أو أن السلوك العقلاني يشكل موضوع التحليل الاقتصادي، بل سندرس السلوك الاقتصادي كما وجدناه بالواقع. كذلك سنقوم بوصف و تصنيف ردود الأفعال المختلفة، فضلاً عن الظروف التي أثارته، كما أننا

*ولد George Katona في هنغاريا عام ١٩٠١، حيث درس الحقوق، ومن ثم وكنتيجة للاضطرابات السياسية التي شهدتها هنغاريا بعد الحرب العالمية الأولى انتقل إلى ألمانيا لدراسة علم النفس التجريبي متأثراً بعالم النفس الشهير Muller، حيث نال شهادة الدكتوراه. عمل في مركز البحوث لبنك فرانكفورت بهدف تحسين دخله، الأمر الذي جعله يولع بدراسة الاقتصاد خاصة تحت تأثير التضخم الكبير الذي شهدته ألمانيا. منعت بعض أعماله من النشر من قبل حكومة هتلر عام ١٩٣٣ الأمر الذي اضطره إلى الهجرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية، حيث شغل عدة مناصب وألف أهم كتبه التي تناولت موضوع علم الاقتصاد السلوكي. توفي George Katona في ألمانيا عام ١٩٨١.

¹Sent, Esther-Mirjam. (2004), Behavioral Economics: How Psychology Made Its (Limited) Way Back Into Economics, History of Political Economy, Duke University Press, USA, Vol. 36, No. 4, P. 742.

² Katona, George. (1951), Psychological Analysis of Economic Behavior, McGraw-Hill Education, New York, USA, P.iii.

سنطرح سؤال عما إذا كان وبأي معنى يمكن لبعض ردود الأفعال أن تسمى (عقلانية). وبعد أن نحصل على الإجابة عن هذا السؤال، وبالتالي تعريف مصطلحاتنا، سنقوم بدراسة المشكلة الأساسية ألا وهي: تحت أي ظروف تظهر النماذج العقلانية للسلوك بشكل أكبر، وتحت أي ظروف تظهر بشكل أقل^١.

علاوة على ما سبق فإن أهم الانتقادات الجوهرية التي وجهها كاتونا إلى الاقتصاد النيوكلاسيكي، هي تلك المتمثلة بفشله على الأخذ بعين الاعتبار أهمية المتغيرات السلوكية. وفي ذلك يعلق كاتونا على عبارة مثل: (إن الإنفاق الاستهلاكي هو تابع للدخل) بالتالي: "إن التغير في النفقات التقديرية ليس تابعاً فقط للمقدرة على الشراء بل كذلك للرغبة في الشراء"^٢. بالطبع فإن الاستعداد للشراء، وكذلك الأمر بالنسبة للدوافع والسلوك والتوقعات، كلها أمثلة من المتغيرات التدخلية أو بمعنى آخر (السلوكية) الهامة لتفسير الظواهر الاقتصادية. ذلك أن تلك المتغيرات التدخلية أمر جوهري للتحليل النفسي ذلك أنه بدونها سيظل وصفنا للسلوك الاقتصادي غير مكتمل، وفهمنا للسلوك محدود، وتوقعاتنا للسلوك المستقبلي غير صحيحة^٣.

لهذا السبب وصف كاتونا النيوكلاسيك بالمذنبين كونهم لم يأخذوا بعين الاعتبار أهمية المتغيرات التدخلية (السلوكية)، حيث افترضوا أن البشر يتصرفون بطريقة ميكانيكية، بمعنى أنهم يظهرون دائماً نفس ردود الفعل على نفس التطورات في البيئة الاقتصادية^٤. وكذلك كونهم ارتكزوا في نموذجهم على فرضيات كعقلانية الأفراد والسوق الكفاء واعتبروا أن أي خلل في أحد تلك الفرضيات هو انهيار للنموذج ككل الأمر الذي يفقده قدرته على التفسير. وبالتالي افتقار نموذجهم للمرونة والقدرة على التكيف مع أي خلل يطرأ على المتغيرات الخارجية التي أخلت بأحد مكونات نموذجهم النظري.

هذا وقد سعى كاتونا إلى تطوير نمط جديد للمعرفة يصل الفجوة ما بين علم الاقتصاد وعلم النفس، حيث أنه لم يكن منتقداً لما يسمى علم الاقتصاد بدون علم النفس فحسب، لكنه كذلك انتقد علم النفس من دون علم الاقتصاد^٥. ذلك وأنه حسب وجهة نظره فإن الحاجة الأساسية لعلم النفس في البحث الاقتصادي تكمن في الحاجة لاكتشاف وتحليل العوامل الكامنة خلف العملية الاقتصادية، وكذلك العوامل

¹Katona, George. (1951) Op. Cit, P. 16.

²Katona, George. (1951) Op. Cit, P. 11.

³Katona, George. (1951) Op. Cit, P. ٣١.

⁴Katona, George. (1951) Op. Cit, P. 6

⁵Hosseini, Hamid. (2011), George Katona: A Founding Father of Old Behavioral Economics, Journal of Socio-Economics, Elsevier, North Holland, Amsterdam, Vol 40. P.979.

المسؤولة عن الأفعال الاقتصادية، القرارات، والخيارات... وبالتالي فإن علم الاقتصاد من دون علم النفس لم ينجح في شرح العمليات الاقتصادية الهامة وأيضاً علم النفس من دون علم الاقتصاد لم يكن لديه الفرصة لشرح العديد من النواحي الشائعة في السلوك الإنساني¹.

كذلك يبين كاتونا بأن دوافع وسلوك وتوقعات المستهلكين ورجال الأعمال تلعب دوراً هاماً في تحديد الإنفاق و الإدخار والاستثمار وبذلك فإن علم النفس الحديث يوفر الأدوات التصورية وكذلك المنهجية لاستكشاف السلوك الاقتصادي².

أيضاً فقد وضع مهام علم التمويل السلوكي بطريقة مبسطة فذكر بأنها تلك التي تساعدنا في:

✓ فهم الاتجاهات الاقتصادية في مكان ما وفي وقت ما؛

✓ التنبؤ بالاتجاهات الاقتصادية باستخدام البيانات التجريبية للتغيرات في المواقف وتوقعات

المستهلكين ورجال الأعمال كأداة تنبؤية.

✓ دعم السياسة الاقتصادية.

✓ تحسين النظرية الاقتصادية³.

أضف على ذلك فإنه يعتبر أول المبشرين بظهور علم التمويل السلوكي كعلم مستقل بحد ذاته حيث أكد أنه خلال العقود الثلاثة الأخيرة ظهرت عدة دراسات تطبيقية حول علم التمويل السلوكي وفسرت أسسه النظرية وبات هناك تطور سريع وترايط فيما بين البيانات، النظرية، والمنهجية. وبالتالي يمكن القول أن فرعاً جديداً يدعى علم التمويل السلوكي قد ظهر⁴.

مما تقدم نستنتج بأن كلاً من سايمون وكاتونا مهدا الأرضية لعلم التمويل السلوكي من خلال نقضهم لمبادئ ومسلمات الاقتصاد النيوكلاسيكي التي تمثلت بالعقلانية المطلقة. كذلك لم يبقوا في موقع المنتقد وحسب بل قاموا بتقديم بدائل أكثر واقعية تناسب سلوك الأفراد في العالم الحقيقي لا سيما من خلال تقديمهم لمصطلح العقلانية المقيدة. علاوة على ذلك نجد أنهم ارتكزوا في كثير من أفكارهم على الأفكار التي جاء بها من سبقهم من الاقتصاديين الكلاسيك أمثال سميث والتي سبق وتكلمنا عنها، حيث أنهم اعتبروها نقطة الانطلاق في أبحاثهم وحجز أساس في بناء نظرياتهم. هذا ما دفعنا للبحث عن الرواد

¹Hosseini, Hamid. (2011) Op. Cit, P. 9-10.

²Katona, George. (1975), Psychological Economics, Elsevier Scientific Publishing Company, New York, USA, P.4.

³Katona, George. (1975) Op. Cit, P.19-21.

⁴Katona, George. (1980), Behavioral Economics, University of Michigan press, USA, P.3.

الجدد للمدرسة السلوكية الحديثة ومعرفة دور المدرسة القديمة في إثراء أفكارهم، ودراسة الطروحات التي قدموها في هذا السياق.

١-٥ - دور إسهامات المدرسة السلوكية الحديثة في تبلور علم التمويل السلوكي

سنقوم فيما يلي باستعراض أهم المفكرين الاقتصاديين ضمن المدرسة السلوكية الحديثة والذين ارتكزوا في أبحاثهم على الإسهامات التي قدمها رواد المدرسة السلوكية القديمة، وقاموا بتطوير بدائل واقعية تناسب السلوك البشري الفعلي. وقد تكللت نتائجهم الفكرية في هذا المضمار بنيل العديد منهم جائزة نوبل للاقتصاد عن إسهاماتهم القيمة في مجال علم التمويل السلوكي.

✓ دانيال كاهنيمان وأموس تيفرسكي Amos Tversky and Daniel Kahneman:

بدأ كلاً من دانييل كاهنيمان* وأموس تيفرسكي* عملهما في السبعينات بتحدي مفهوم أن الجهات المالية الفاعلة هي روبوتات عقلانية. وقد حاز كاهنيمان على جائزة نوبل في الاقتصاد عام ٢٠٠٢ عن هذا العمل. وقد تم توجيه عملهم الرائد نحو الوهم النقدي وغيره من نقاط الضعف النفسي، مثل ميلنا إلى الشعور بالأسى عند خسارة ١٠٠٠ دولار مثلاً، أكثر من شعورنا بالفرح عند كسبنا هذا المبلغ نفسه (وهو الأمر الذي يتقاطع مع أفكار آدم سميث التي سبق ووضحناها).

كذلك فقد عُرف كاهنيمان وتيفرسكي باهتمامهما بالمناهج النفسية لدراسة المحاكمة العقلية للإنسان واتخاذ القرار. ولعل أهم بحثين قُدا من قبلهما هما:

- البحث الأول: " Judgment under Uncertainty: Heuristics and biases " المحاكمة العقلية في ظل عدم اليقين: التحيز والاستدلال (Tversky and Kahneman 1974). يوضح هذا البحث بأن الناس يعتمدون على عدد محدد من مبادئ الاستدلال والتي تقلل المهام المعقدة للاحتمالات المقدرة والقيم التنبؤية وذلك لتبسيط عمليات المحاكمة العقلية. كذلك فقد تناول البحث الآلية الضمنية للمحاكمة العقلية للإنسان وكذلك عملية اتخاذ القرار. وبنفس الوقت فقد اهتم بالحالات التي تقودنا فيها تلك الآلية

* دانيال كاهنيمان: عالم نفس أميركي ولد عام ١٩٣٤ اشتهر بأبحاثه حول نفسية المستثمر لدى اتخاذ القرار وكذلك قدم العديد من الأبحاث الهامة حول علم الاقتصاد السلوكي. حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام ٢٠٠٢ بالاشتراك مع فيرنون سميث نتيجة بحثه حول نقض عقلانية الافراد التي قدمتها النظرية الاقتصادية التقليدية.

* أموس تيفرسكي: عالم نفس أميركي ولد عام ١٩٣٧. انصبت أبحاثه حول علم النفس المعرفي والرياضي. قدم الكثير من الأبحاث مع دانيال كاهنيمان حول التحيزات الإدراكية للطبيعة البشرية، وكيفية اتخاذ القرار في ظل عدم التأكد والخطر.

للخطأ^١. كذلك فقد وضحو بأن كل مبدأ من مبادئ الاستدلال سواء أكان : التمثيل، الإتاحة، الارتكاز، والتكيف، فإنه يترافق مع صفات تحيزية والتي تظهر في ظروف معينة. وقد أوضحوا بأن الفهم الأفضل لمبادئ الاستدلال هذه - والتي تقع في صلب الآلية الضمنية التي يقوم بموجبها الناس بمحاكماتهم العقلية - من الممكن أن يحسن هذه الآلية وكذلك يحسن عملية اتخاذ القرار في ظل عدم اليقين^٢.

- البحث الثاني: "Prospect Theory: An analysis of decision under risk" نظرية التوقع: تحليل اتخاذ القرار تحت الخطر (Tversky and Kahneman 1979). طور كاهنيمان نظرية التوقع، حيث أنه أولى فيها اعتباراً للأخطاء التجريبية التي لاحظها في نظرية المنفعة التقليدية، حيث أن نظرية المنفعة التقليدية تضع افتراضات منطقية لا تعكس اختيارات الناس الحقيقية لأنها لا تأخذ التحيزات السلوكية بعين الاعتبار. كذلك فإنه يمكن لنظرية التوقع استيعاب مجموعة واسعة من السلوك المتناقض، مثل حقيقة أن الكثير من الناس يقامرون وفي الوقت نفسه يقومون بشراء التأمين^٣.

لاقى البحث السابق قبولاً واسعاً من قبل الأكاديميين ولعل أبرز ما كُتب حول هذا الموضوع كان ما كتبه كلاً من دافيد لايبسون وريتشارد زيخوسر *David Laibson and *Richard Zeckhauser: تعتبر الورقة التي لاقى شهرة منقطعة النظير هي تلك التي نشرت في صحيفة *Econometrica* والتي وجهت الانتقاد إلى نظرية المنفعة المتوقعة كنموذج وصفي لاتخاذ القرار تحت الخطر، وطورت نموذج بديل، تدعى نظرية التوقع *Prospect Theory* " ^٤.

إضافة لما سبق فقد وضح كلاً من تيفريسكي وكاهنيمان الكيفية التي يتخذ فيها الأفراد قراراتهم ويفاضلون بين البدائل المتاحة ليقوموا أخيراً باتخاذ قراراتهم ويختاروا البديل المناسب لهم. كذلك فقد تضمنت المقال شرحاً للجوانب النفسية التي تحكم عملية اتخاذ القرار. وقد تمثل نقدهم الرئيسي لنظرية

¹Tversky, Amos and Kahneman, Daniel. (1974), Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, Science, American Association for the Advancement of Science, USA, Vol.185, No.4157, P.1124.

² Tversky, Amos and Kahneman, Daniel. (1974). Op. Cit, P.1131.

³ Tversky, Amos and Kahneman, Daniel (1979) Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*, USA, vol (47) No (2), P.263.

* ديفيد إسحاق لايبسون (من مواليد ١٩٦٦) هو أستاذ الاقتصاد في جامعة هارفارد. يركز بحثه على الاقتصاد الكلي ، والاقتصاد السلوكي والاقتصاد العصبي. في عام ٢٠١٦ ، أصبح رئيساً لقسم الاقتصاد في جامعة هارفارد. * ريتشارد جاي زيخاوزر (من مواليد ١٩٤٠) هو عالم اقتصاد أمريكي. تركز أعماله على إدارة المخاطر ، وعلوم القرار ، والاستثمار ، وصنع السياسات في ظل عدم اليقين.

⁴Laibson, David and Zeckhauser, Richard. (1998), Amos Tversky and the ascent of behavioral economics, *Journal of Risk and Uncertainty*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, the Netherlands, Vol. (16).P.8.

القرار التقليدي في ملاحظتهم لما أطلقوا عليه مسمى آثار التأطير "framing effects". والتي تعني: " التغيرات غير المنطقية في صياغة مشاكل الاختيار والتي تؤدي إلى تبدلات هامة في التفضيلات"^١.

وُصفت أعمال تيفريسكي وكاهنيمان بالرائدة في مجال علم التمويل السلوكي، ذلك أنهم كعلماء نفس استطاعوا أن يخاطبوا علماء الاقتصاد بلغتهم الاقتصادية، كذلك نتيجة امتلاكهم القدرة والرغبة في مخاطبة الاقتصاديين بلغة الاقتصاد القياسي. هذا ما أكدته كلاً من دافيد لابسون وريتشارد زيخوسر David Laibson and Richard Zeckhauser الذين كتبوا على دور كل من تيفريسكي وكاهنيمان في تغيير تاريخ الفكر الاقتصادي من خلال إدخالهم للمبادئ السلوكية التي ضمها علم التمويل السلوكي إلى النظرية الاقتصادية التقليدية. حيث أكدوا أن منشورات كل من تيفريسكي وكاهنيمان قد غيرت تاريخ الفكر الاقتصادي، ذلك أنها أدخلت برنامج بحث التمويل السلوكي إلى الاقتصاد التقليدي^٢.

✓ ريتشارد ثالر Richard Thaler:

على عكس تيفريسكي وكاهنيمان فقد حصل ريتشارد ثالر* على شهادة الدكتوراه في علم الاقتصاد وليس في علم النفس. وقد بدأ ثالر بداية الأمر بمراقبة سلوك الناس من حوله الذي يتخذون وفقه قراراتهم في الحياة الفعلية وأحاط علماً بالطرق المختلفة التي انحرفوا بها عن المثالية التي تحدثت عنها نظرية الاختيار الاقتصادي التقليدية. تأثر ثالر بأعمال كل من تيفريسكي وكاهنيمان، وقد ساعدته أبحاثهم لشرح الحالات الشاذة التي لاحظها في الحياة الواقعية. هذا وأن المساهمة الفعلية الأولى لثالر في علم التمويل السلوكي هي الورقة التي قدمها عام ١٩٨٠ بعنوان: (نحو نظرية واقعية لاختيار المستهلك Toward a positive theory of consumer choice). ترى هذه الورقة بأن الاعتماد على النظرية المعيارية لاختيار المستهلك بشكل حصري قادت الاقتصاديين إلى ارتكاب أخطاء في وصف أو التنبؤ بخيارات المستهلكين^٣.

¹Tversky, Amos and Kahneman, Daniel. (1981), The framing of decisions and the psychology of choice, Science, American Association for the Advancement of Science, USA, Vol. (211). P.457.

² Laibson, David and Zeckhauser, Richard. (1998), Op. Cit, P.19.

* ريتشارد ثالر: عالم اقتصاد أمريكي ولد عام ١٩٤٥. تميز في بحثه في العلوم السلوكية والاقتصاد في كلية بوث لإدارة الأعمال بجامعة شيكاغو. كان ثالر رئيس الرابطة الاقتصادية الأمريكية في عام ٢٠١٥. نال جائزة نوبل للاقتصاد عام ٢٠١٧ عن إسهاماته الهامة في مجال علم الاقتصاد السلوكي.

³Thaler, Richard. (1980), Toward a positive theory of consumer choice, Journal of Economic Behavior and Organization, USA, Vol. (1), No.(1). P.39.

كذلك فقد قام ثالر بدراسة الحالات الشاذة في سلوك المستهلكين ووضعها في المقام الأول، باعتبارها الوسيلة لتحقيق الغاية، والغاية هي تطوير نظرية تجريبية وصفية كافية لاختيار المستهلك.

من ثم تابع ثالر أعماله في هذا المجال و أسفرت أبحاثه عن عمل هام قدمه في عام ١٩٨٥ بعنوان: (المحاسبة العقلية واختيار المستهلك Mental accounting and consumer choice). طور من خلالها نموذج جديد لسلوك المستهلك مستخدماً مزيج من علم النفس الإدراكي والاقتصاد الجزئي¹. حيث أن ثالر استخدم علم النفس الإدراكي لسببين:

- الأول: لتحديد الطرق التي تتحرف وفقها خيارات الناس تلك التي تتبأت بها نظرية الخيار العقلاني التقليدية.

- الثاني: لتطوير نظريات أكثر شمولاً وتجريبية. وذلك من خلال توضيح الآثار المترتبة على القرارات الاقتصادية وذلك فيما يخدم التسويق.

علاوة على ما سبق فقد أمضى ثالر الكثير من الوقت في توضيح آثار البحث في القرار السلوكي، نظرية التوقع، وغيرها الكثير، مما ساعد بالتأكيد على إيصال أهمية هذه التطورات إلى الاقتصاديين وكذلك الأمر إلى علماء الاجتماع؛ ممن لديهم اهتمام في مجال القرارات الاقتصادية. هذا وقد شارك ثالر في تأليف كتاب بعنوان "التنبيه" (Nudge) الذي حقق أعلى المبيعات في العالم ويبحث الأسباب التي تدفع الأشخاص للاختيارات السيئة أو غير العقلانية في قراراتهم الاقتصادية. ودفعت أبحاث البروفيسور ثالر بريطانيا إلى تأسيس "وحدة للتنبيه" خلال ولاية رئيس الوزراء ديفيد كامرون. وجرى إنشاء هذه الوحدة في عام ٢٠١٠ للتوصل إلى سبل إبداعية لتغيير السلوك العام ولديها مكاتب في بريطانيا ونيويورك وسنغافورة وسيدني. وقد أسفرت جهود ثالر خلال السنوات الماضية عن نيله جائزة نوبل للاقتصاد عام ٢٠١٧ بوصفه أحد الآباء المؤسسين لعلم التمويل السلوكي.

¹Thaler, Richard. (1985), Mental accounting and consumer choice, Marketing Science, Institute for Operations Research and the Management Sciences, USA, Vol. (4), No.(93), P.199.

✓ جورج أكريلوف George Akerlof:

يعتبر أكريلوف* من أهم المساهمين في تطوير العناصر المكونة لعلم التمويل السلوكي لا سيما أعماله تلك التي حاول من خلالها توضيح الأفكار التي جاء بها كينز والتي سبق ونوهنا لها في معرض بحثنا ألا وهي تلك المتعلقة بالنزعات الغرائزية وكيفية تحكمها بقرارات الفرد الاقتصادية. الأمر الذي جعل أكريلوف يفوز بجائزة نوبل للاقتصاد عام ٢٠٠٢ عن جهوده الخلاقة في هذا المضمار.

هذا وأنه على خلاف الاقتصاد التقليدي فإن أبحاث أكريلوف في علم التمويل السلوكي اتسمت بأنها أكثر انفتاحاً. حيث نجده فتح الباب على مصراعيه للإجابة على تساؤلات لم يكن علم الاقتصاد التقليدي يقبل الإجابة عنها كونه يعتبرها من المسلمات، مثل عقلانية الفرد وكفاءة السوق. كذلك نجد أنه لم يكن ينظر إلى أي موضوع على أنه مسلمات (مثل أن الفرد يسعى إلى تعظيم المنفعة فقط) بل على العكس كان يجادل للوصول إلى الحقيقة الواقعية والمرضية. هذا وأن أبحاثه لم تكن تعتمد على النمذجة الرياضية الجافة فقط بل إنها كانت مرنة بالحد الذي يسمح لها التكيف مع السلوك الإنساني.

يعتبر أكريلوف رائداً في البحث في تطوير نظريات كفاءة الأجور، وقد وجد من خلال بحثه بأن التفسيرات النفسية والاجتماعية لتلك النظريات هي الأكثر ملائمة وقبولاً من سواها^١. منطلقاً في ذلك من أفكار كينز التي تجادل بأن العمال في الحقيقة يقاومون تخفيض الأجور الاسمية. حيث وجد أن فرضيته تلك تتوافق تماماً مع النظريات النفسية والأدلة التجريبية، لا سيما فيما يتعلق باستجابة الأفراد للتغيرات التي تطرأ على ظروفهم وتحديد المادية، حيث نجدهم يربطون تلك التغيرات بنقطة مرجعية معينة (أجورهم السابقة على سبيل المثال)، كذلك فإنهم يعطون وزناً أكبر للخسائر أكثر منها للمكاسب وهذا ما يفسر عملياً مقاومتهم لتخفيض أجورهم الاسمية^٢. باختصار فإن أكريلوف أكد بأن السلوكيات الهامة التي درسها علماء النفس والاجتماع مثل: سلوك القطيع- الوهم النقدي- العدالة وغيرها الكثير تساعد في

* جورج أكريلوف: هو عالم اقتصاد أمريكي ولد عام ١٩٤٠. وهو أستاذ جامعي في كلية ماكورت للسياسة العامة في جامعة جورج تاون، وأستاذ علوم الاقتصاد في جامعة كوشلاند في جامعة كاليفورنيا. ركزت أبحاثه على عدم اليقين في اتخاذ القرار الاقتصادي، ومشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق وأثرها على كفاءة السوق. فاز بجائزة نوبل للاقتصاد عام ٢٠٠١ مع مايكل سينس وجوزيف ستغلتز.

¹ Akerlof, G.A. (2002), Behavioral macroeconomics and macroeconomic behavior, American Economic Review Journal, USA, Vol. (92), No(3), P.415.

² Akerlof, G.A. (2002). Op. Cit, P.420.

تفسير الانحرافات الكبيرة للاقتصاد في العالم الحقيقي أكثر مما تستطيع أن تفسره نماذج التوازن العام وغيرها^١.

كذلك فقد بحث في مجال فاعلية السياسة النقدية معتمداً بذلك على علم النفس الإدراكي الذي يرى بأن صناع القرار في كثير من الأحيان يعتمدون على قواعد قريبة من العقلانية (أي ليست عقلانية بالمطلق) الأمر الذي يجعلهم يتجاهلون بعض العوامل التي تؤثر على النتيجة النهائية لقراراتهم^٢.

✓ روبرت شيلر Robert Shiller:

قضى روبرت شيللر* الكثير من حياته الأكاديمية في دراسة الفقاعات أو ما يسمى ب (حالات الانتعاش المؤقتة) التي تنشأ في أسعار الأصول لاسيما الأسهم والسندات وأسعار المساكن. ودرس مايسمى بنماذج ردود الأفعال Feedback Models على اعتبار أنها واحدة من أقدم النظريات حول الأسواق المالية والتي تدرس كيف يمكن أن تؤدي أسعار الأصول عندما ترتفع إلى خلق حالة مضاربة في السوق وذلك كونها تحقق مكاسب للبعض الأمر الذي يحفز العامة لاقتناء تلك الأصول نتيجة توقعهم أن أسعارها سترتفع الأمر الذي يدفع أسعارها إلى مزيد من الارتفاع، وبعد سلسلة من عمليات الشراء سيتولد (فقاعة مضاربة) ستفجر في نهاية المطاف ذلك أن ارتفاع الأسعار ليس حقيقياً ولن يستمر إلى الأبد إنما عبارة عن توقعات ضمنية وهمية، بمعنى آخر فإن تلك الفقاعة تحمل بذور تدميرها.

وعليه جاء كتابه الوفرة اللاعقلانية (Irrational Exuberance) لينتكم عن تلك الفقاعات وتحديداً في الفترة التي كان يسيطر عليها انتعاش شركة الدوت كوم (شركة الانترنت)، أي الارتفاع المفاجئ لأسعار الأسهم مما أدى بالنهاية إلى انقلاب الأوضاع في عام ٢٠٠١ حيث بدأت فترة الركود في الولايات المتحدة الأميركية ومن ثم انفجرت تلك الفقاعة. موضحاً من خلاله كيف يمكن أن تكون نماذج ردود الفعل مصدراً أساسياً للكثير من "العشوائية" التي لا يمكن تفسيرها و التي نراها في أسعار السوق المالية^٣.

^١ Akerlof, G.A. (2002). Op. Cit, P.42٨.

^٢ Akerlof, G.A. (2002). Op. Cit, P. 416-417.

* روبرت جيمس شيلر (ولد عام ١٩٤٦) اقتصادي أمريكي بارز وأستاذ في جامعة ييل وباحث في المكتب القومي للابحاث الاقتصادية، شيلر يعتبر من أهم ١٠٠ اقتصادي تأثيراً في العالم ومن أكثر المؤلفين رواجاً. حصل على جائزة نوبل عام ٢٠١٣ عن (التحليل التجريبي للأصول الاقتصادية).

^٣ Shiller, Robert. (2003), From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, The Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, USA, Vol. (17), No.(1), PP. 91-93.

لم يكتف شيلر بذلك بل قام بالبحث بأهم النزعات الغرائزية التي تعتبر المحرك الأساسي لأي فعل وعلى وجه الخصوص حين نكون أمام اتخاذ قرارات تتعلق بالمال. ولعل كتابه الشهير (Animal Spirits) الذي ألفه بالتعاون مع جورج أكريلوف يعتبر مرجعاً هاماً وملهماً لكثير من الباحثين في علم التمويل السلوكي. حيث وضح فيه كيف يمكن لعوامل مثل الثقة والعدالة والمساواة أن تلعب دوراً محورياً في الحياة الاقتصادية. مؤكداً على أنه إذا تمت هندسة العوامل البشرية “human-factors-engineered” عندها فقط سيعمل السوق بشكل جيد وسيبتعد قدر المستطاع عن الفقاعات التي تتولد عن عوامل نفسية¹.

✓ جوزيف ستغلitz Joseph Stiglitz:

اهتم ستغلitz بالعمل على دراسة ديناميكية الأسواق، وكذلك مشكلة عدم اليقين في الاقتصاد الأمر الذي دفعه إلى العمل على البحث في الدور الذي تلعبه المعلومات في الاقتصاد. وبالتحديد في مجال عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry وأثرها على الفاعلين في السوق. وهو الأمر الذي أدى لنيله جائزة نوبل في الاقتصاد عام ٢٠٠١.

وقد أوضح في كتابه اقتصاديات القطاع العام (Economics Of The Public Sector) بأن المعلومات هي عبارة عن سلعة عامة، لذلك من غير المحتمل أن يقوم القطاع الخاص بتوزيع فعال للموارد وذلك على اعتبار أن المعلومات هي عامل داخلي. ولعل إقامته في كينيا كانت عاملاً هاماً في تطور فكره المتعلق باقتصاد المعلومات Information Economics* حيث لاحظ بشكل عملي ما تعانيه الدول الفقيرة من صعوبات في الحصول على المعلومات اللازمة لاتخاذها القرار الاقتصادي العقلاني².

إن عمله في اقتصاد المعلومات جنباً إلى جنب مع G.A. Akerlof جورج اكريلوف و A.M. Spencer سبينسر كان خطوة هامة باتجاه نفي مثالية السوق منقداً بذلك الكلاسيك والنيوكلاسيك الذين افترضوا بأن كلاً من البائعين والمشتريين لديهم معلومات كاملة عن السوق بمعنى أنهم يعرفون من الذي

¹Shiller, Robert. (2014), Speculative Asset Prices, American Economic Review Journal, USA, Vol. (104), No.(6), P.1486.

* اقتصاد المعلومات أو اقتصاديات المعلومات هو فرع من نظرية الاقتصاد الجزئي التي تدرس كيفية تأثير المعلومات ونظم المعلومات على الاقتصاد والقرارات الاقتصادية.

² Stiglitz, Joseph. (2002), Information and the Change in the Paradigm in Economics, American Economic Review Journal, USA, Vol. (92), No.(3), P.461.

يبيع بسعر أقل ومن القادر على الشراء بأعلى سعر وبالتالي فهم يمتلكون قوى متساوية وفرص متساوية للوصول إلى السعر المرضي. إلا أن الحقيقة ليست كذلك، حيث أنه وفقاً لاستغلتز فالبعض لديه معلومات أكثر عن السلع المعروضة وعن ظروف السوق، والبعض لا يمتلك أية معلومات، وبالتالي فإن هذه الحالة القائمة في السوق من عدم إمكانية الوصول للمعلومات لا تسهم في إعادة التوزيع الأمثل للموارد المتاحة للمجتمع، وبعبارة أخرى فإن النظرية الاقتصادية بحاجة إلى سد هذه الثغرة واستكمال النقص الموجود فيها ذلك أنها أهملت أهمية التطور التكنولوجي وأثره في إمكانية الوصول إلى المعلومات وبالتالي التأثير على عقلانية اتخاذ القرار الاقتصادي.

من ثم أتت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ لتؤكد أفكار ستغلتز حيث أن نماذج التوازن التقليدية عجزت عن تفسيرها بما في ذلك مصدر الاضطراب في الاقتصاد الذي يؤدي إلى ظهورها، ولماذا تتضخم الصدمات بهذا الشكل والتي كان من المفترض أن يقوم النظام باستيعابها. كذلك لماذا استمرت ولم يعد الاقتصاد إلى حالة التوظيف الكامل كما هو مفترض في أدبيات نماذج التوازن، كل هذا من وجهة نظره لا يعتبر إخفاقات بسيطة إنما قصور حاد في النموذج ، وعليه أكد على أهمية الاعتماد أكثر على ما توفره نماذج اقتصاد المعلومات والاقتصاد السلوكي من تفسيرات أكثر واقعية وهكذا اختلالات^١.

¹ Stiglitz, Joseph. (2017), Where Modern Macroeconomics Went Wrong, NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, USA, No. (23795), P.٢.

الخلاصة:

مما تقدم نستنتج أن مدرسة علم التمويل السلوكي الحديثة تضمنت العديد من الباحثين أمثال تيفريسكي، كاهنيمان، ثالر، أكريلوف، شيللر، وستغلتر. والجدير ذكره بأن أولئك المفكرين لم يكونوا جميعهم مختصين بعلم الاقتصاد، على العكس فإن من بينهم من كان مختص بعلم النفس. إلا أن القاسم المشترك بينهم جميعاً، هو امتلاكهم لقناعة مفادها، بأن علم الاقتصاد لا يمكن التعامل معه كعلم مجرد بعيد عن الحياة الاجتماعية للأفراد وعزله عن الحالات النفسية التي يمر بها الإنسان. بمعنى أن جهودهم كانت تصب في بوتقة واحدة ألا وهي البحث في البعد الإنساني لعلم الاقتصاد بالقدر الذي يجعله أكثر قدرة على تفسير الأحداث الاقتصادية وفقاً لما هو عليه، وليس وفقاً لما أملته كتب علم الاقتصاد ونظرياته التقليدية. لكن ومن جهة أخرى لا بد من التنويه إلى خطورة دخول علماء الاجتماع وعلماء النفس إلى هذا المجال، ذلك أن علم الاقتصاد هو علم يستند إلى الأرقام والمعادلات ويعتمد عليها لبرهان نظرياته وبالتالي دخول غير المختصين من الممكن أن يسهم في ابتعاد علم الاقتصاد عن منطقته وعلميته. الأمر الذي يقتضي وجود حالة توازن مابين المقاربتين (السلوكية والتقليدية) لتفسير سلوك المتغيرات الاقتصادية.

هذا وبعد أن تم تقديم جميع أولئك المفكرين في المدرستين القديمة والحديثة، تبرز ضرورة لمعرفة المناهج التي اعتمدها لتوضيح نظرياتهم، وكذلك العوامل السلوكية الكامنة خلف القرارات الاقتصادية التي تؤثر بدورها على مجمل الحياة الاقتصادية في أي مكان و أي زمان.

١-٢- دراسة مناهج علم التمويل السلوكي ومعرفة دور العوامل السلوكية في اتخاذ القرارات الاقتصادية

إن علم التمويل السلوكي شأنه شأن باقي العلوم الأخرى، لديه مناهج ارتكز عليها لتفسير نظريته، وإيضاح مفاهيمه التي قام عليها. كذلك فإنه حاول توضيح أهم العوامل السلوكية ودراسة أثرها في اتخاذنا لقرار اقتصادي معين. وعليه سنقوم في هذا المبحث باستعراض أهم تلك المناهج، وتوضيح العوامل السلوكية الكامنة خلف اتخاذنا لقراراتنا الاقتصادية.

١-٢-١ - دراسة مناهج علم التمويل السلوكي

تضمن علم التمويل السلوكي عدة مناهج اعتمد عليها في برهنة الأفكار والطروحات التي قدمها ولعل أبرزها كان الآتي:

أ- الخيارات الافتراضية Hypothetical choices

يعتمد هذا المنهج على تحليل استجابة الأفراد للخيارات الافتراضية. بمعنى آخر، خلق تجربة شعورية للمشاركين في تلك التجربة من خلال الطلب منهم بأن يتخيلوا ماذا سيفعلون فيما لو واجهوا حالة معينة يجب عليهم فيها أن يتخذوا قراراً معيناً.

وفي هذا الصدد قدم كلاً من ساره ليشنستاين وباول سلوفيك Sarah Lichtenstein and Paul Slovic عام ١٩٧١ ورقة بعنوان (التفضيلات المعاكسة Preference Reversal). حيث إن إحدى الاختبارات التي استخدمت في تلك الورقة كانت التالية: تم إخبار أحد المشاركين في التجربة بأنه يملك تذكرة للعب الرهان، ومن ثم طلب منه أن يحدد الحد الأدنى لسعر بيع التذكرة، بحيث أنه من المفترض ألا يكون مبال للعب الرهان أو الحصول على سعر بيع التذكرة، طالما أنه يعلم بأن قراره مجرد تخيل^١. وقد أتت النتائج متباينة الأمر الذي يدل على اتباع المشاركين لأنماط سلوكية مختلفة ما بين راغب بلعب الرهان وآخر راغب في الحصول على ثمن التذكرة، وهذا إن دل على شيء فإنه يدل على انحراف المشاركين في التجربة الشعورية الافتراضية على الرغم من إدراكهم لحقيقة كونها محض خيال.

¹ Lichtenstein, Sarah and Slovic, Paul. (1971), Reversals of preference between bids and choices in Gambling decisions, Journal of Experimental Psychology, American Psychological Association, USA, Vol. (89),P.47.

على نحو مشابه أراد كل من تيفريسكي وكاهنيمان في عملهم الخلاق "نظرية التوقع" Prospect Theory أن يعرضوا نقاط ضعف حقيقية موجودة في نظرية المنفعة المتوقعة كما سبق وأسلمنا. ولذلك قاموا بالعديد من التجارب التي تفترض حالة معينة يجب على المشاركين في التجربة أن يتخيلوا أنفسهم فيها. وقد تم دراسة نتائج تلك التجارب من خلال تحليل الدافع النفسي الكامن خلف اختيار المشاركين لإجابة دون سواها أو اتخاذ سلوك معين. إحدى تلك التجارب كانت دراسة ردود أفعال المشاركين من الطلاب وأعضاء الهيئة التدريسية في إحدى الجامعات على مشكلة الخيارات الافتراضية. وقد تم عرض المشكلة التالية عليهم:

✓ ٥٠% احتمال الفوز ب \$١٠٠٠ و ٥٠% فرصة لعدم الفوز بشيء

✓ الفوز ب \$٤٥٠ بشكل مؤكد

وقد طلب من المشاركين أن يتخيلوا أنهم يواجهون بالفعل الخيار الموضح أعلاه وتحديد القرار الذي سيتخذونه في هكذا حالة^١. وقد افترض الباحثين السابقين أن المشاركين - على الأقل بعضهم - لديه فكرة عن الكيفية التي سيختار وفقها في ظل ظروف مغايرة للواقع. وبناء عليه قاموا لاحقاً بتحليل النتائج التي حصلوا عليها. حيث أظهرت نتائجهم أن معظم المشاركين في التجربة اختاروا الاحتمال الثاني الفوز ب \$٤٥٠ بشكل مؤكد، ذلك أن الاحتمال الأول على الرغم من أن فرصة الربح فيه تفوق الاحتمال الثاني إلا أنه ينطوي على احتمالية الخسارة، الأمر الذي يتقاطع بشكل تجريبي مع الأفكار التي جاء بها سميث (تجنب الخسارة).

بالنسبة لثالر فقد تألف الأساس الاستدلالي لأبحاثه من التجارب الذهنية: وهي عبارة عن حالات افتراضية للنماذج الاقتصادية للسلوك والتي تعارضت مع النظرية الاقتصادية التقليدية. تلك التجارب استلهمها ثالر من ملاحظة سلوك من حوله لاسيما زملاؤه الاقتصاديين، فعلى سبيل المثال: سأل ثالر الشخص محل التجربة أن يتأمل السيناريو التالي: أعجب السيد S بمعطف من الكشمير ثمنه \$١٢٥ في قسم بأحد المتاجر، لكنه امتنع عن شراءه لشعوره بأن ثمنه مبالغ فيه. لاحقاً في ذلك الشهر تلقى المعطف نفسه كهدية من زوجته بمناسبة عيد ميلاده، الأمر الذي جعله يشعر بسعادة بالغة. مع العلم أن السيد والسيدة S لديهم حساب بنكي مشترك^٢.

¹ Tversky, Amos and Kahneman, Daniel (1979). Op. Cit, P.264.

² Thaler, Richard. (1985), Mental accounting and consumer choice. Op. Cit, P.199.

كما نلاحظ من التجربة السابقة فإن سلوك السيد S يعتبر سلوكاً غير عقلاني، حيث أنه من البديهي أن ثمن المعطف سيتم دفعه من حسابه في كلا الحالتين، إلا أن مجرد فكرة أنه لن يقوم بدفع الثمن بنفسه ستمنحه نوعاً من الراحة النفسية. وهو الأمر الذي يؤكد دور التحيزات الإدراكية في تقييم البدائل الاقتصادية.

ب- التجارب مع النتائج الفعلية Experiments with actual outcomes

لم يكن الباحثين في علم التمويل السلوكي راضين عن منهج الخيارات الافتراضية بمفرده، بل تطلعو إلى اختبار نتائجهم باستخدام التجارب مع النتائج الفعلية. على سبيل المثال فإن البحث الذي قدمه كلاً من ساره ليشنستاين وباول سلوفيك Sarah Lichtenstein and Paul Slovic عام ١٩٧١ بعنوان "التفضيلات المعاكسة" preference reversal وعلى الرغم من أن نتائج التجربة كانت مصممة بحيث تكون النتائج المتنبئ بها ستحدث تحت ظروف محددة بحيث تحقق أقصى قدر من التحفيز وأقل قدر من عدم الاكتراث واللامبالاة. ومع ذلك لم تذهب نتائج تجاربهم بعيداً، الأمر الذي دفعهم في وقت لاحق، إلى تكرار النتائج نفسها في كازينو لاس فيغاس، بحيث يقوم المشاركون في التجربة باختبار كل شيء بشكل فعلي، حتى أن المكاسب والخسائر ستدفع بشكل فعلي^١. وهو الأمر الذي يعزز مصداقية تلك التجارب. وبالفعل كانت النتائج أكثر دقة ومصدقية في هذه الحالة أكثر منها في حالة الاعتماد على منهج الاختيارات الافتراضية.

مع مرور الوقت، بدأت التجارب التي تتطوي على نتائج فعلية تحل تدريجياً مكان الخيارات الافتراضية (كمعيار ذهبي) للأبحاث في مجال علم التمويل السلوكي. ولعل أحد أهم الباحثين البارزين في هذا المجال كان كاهنيمان ونيتش وثالر Kahneman, Knetsch and Thaler الذين قاموا بالبحث فيما يسمى تأثير الهبات أو المنح "endowment effect". حيث أن العلماء الثلاثة قاموا بتسجيل نتائجهم بالاستناد إلى تجارب واقعية متضمنة تبادل حقيقي لأشياء تذكارية وكذلك سلع استهلاكية متنوعة^٢. في تلك التجارب قام المشاركون بتبادل مواد كأكواب قهوة ومنظار كتذكارات ذات قيمة، بمعنى أن تلك التذكارات التي تم تبادلها فيما بينهم يمكن استبدالها بنقود حقيقية بنهاية التجربة. وقد

¹Lichtenstein, Sarah and Slovic, Paul. (1973), Response-induced reversals of preference in gambling: An extended replication in Las Vegas, Journal of Experimental Psychology, American Psychological Association, USA, Vol. (101), P. 16-20.

² Kahneman, Daniel, Knetsch, Jack L. and Thaler, Richard H. (1990), Experimental tests of the endowment effect and the cease theorem, Journal of Political Economy, University of Chicago Press, USA, Vol (98). P.1328.

سمحت هذه التجربة للباحثين بالوصول لنتيجة مفادها أن تأثير المنح أو الهبات هو آني، بمعنى أن القيمة التي يحددها الأفراد لتلك المواد تزداد بشكل ملحوظ لحظة امتلاكهم لها بنهاية التجربة¹.

ت - الإجراءات العملية Process measures

استخدم علماء التمويل السلوكي ما يشير إليه علماء النفس بالإجراءات العملية Process measure أي الطرق التي تزودنا بتلميحات أو إشارات حول العمليات المعرفية والعاطفية الضمنية في صناعة القرار.

ولعل أكثر الإجراءات العملية المستخدمة حالياً، هي عملية مسح الدماغ باستخدام أسلوب التصوير بالرنين المغناطيسي الوظيفي (fMRI)، والذي يتيح للباحثين تحديد الأجزاء المنشطة في دماغ الفرد وذلك استجابة لمهمة معينة أو قرار معين. الأمر الذي يساعد على الفهم الأفضل للعلاقة ما بين وظيفة الدماغ العقلية والعصبية². وفي عدة تجارب قام بها الباحثين جرى تتبع أثر الوهم النقدي في مركز صنع القرار في الدماغ. وقد أصبح المقدم الجبهي الأوسط للقشرة الدماغية VMPFC أكثر نشاطاً لدى الأشخاص محل التجربة عندما عُرضت عليهم أرباح وهمية. حيث اعتبروا أن الدخل المرتفع هو مكسب، مع أن القوة الشرائية الحقيقية لم تتغير. وهو الأمر الذي فتح الباب على مصراعيه لاستخدام هذا الأسلوب من قبل علماء التمويل السلوكي لقياس نشاط الدماغ وطريقة محاكاته للأمور أثناء انخراطه بأنشطة إدراكية لا سيما تلك المتعلقة باتخاذ القرارات الاقتصادية³.

مما تقدم نجد أن مناهج علم التمويل السلوكي تنوعت ما بين التجارب الافتراضية التي تعتمد على تخيل الفاعلين فيها على الحالة التي يتم طرحها من قبل الباحث، وما بين التجارب الفعلية التي اكتسبت مصداقية أكبر كون الإنسان الذي يخضع للتجربة بإمكانه أن يعيش الحالة بتفاصيلها الأمر الذي ينعكس بدوره على مصداقية النتائج، كذلك فقد اعتمدت بعض المناهج على الإجراءات العملية كالمسح الدماغية الذي يظهر تأثير مناطق معينة من الدماغ لدى خضوع الفرد لمنبه خارجي لا سيما فيما يتعلق بحالات لها علاقة مباشرة بالنقود.

¹ Kahneman, Daniel, Knetsch, Jack L. and Thaler, Richard H. (1990). Op. Cit, P.1343-1342.

² Paul W. Glimcher and others. (2009), Neuroeconomics: Decision Making and the Brain, Academic Press of Elsevier, USA, P.6.

³ Bandettini, P.A, Wong, E.C, Hinks, R.S. et al. (1992), Time course EPI of human brain function during task activation, Magnetic Resonance in Medicine Journal, USA, PP.390 – 397 .

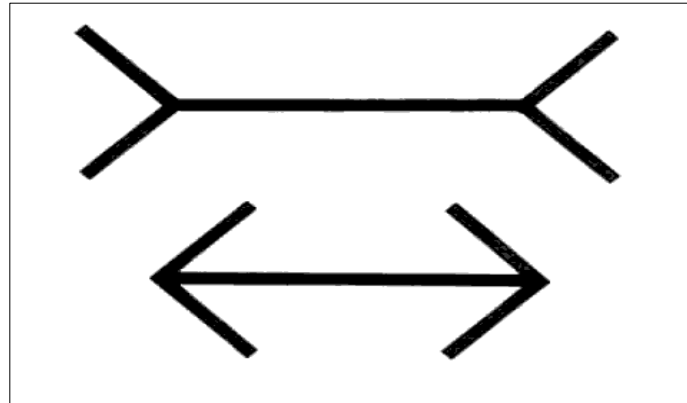
هذا وبعد العرض السابق لتلك المناهج يبدو من الهام استعراض أهم العوامل السلوكية التي أشارت تلك المناهج لوجودها و التي تؤثر على الأفراد لدى اتخاذهم قرار اقتصادي معين، ودور تلك العوامل في انحراف الأفراد في بعض الأحيان عن الاختيار العقلاني ما بين البدائل الاقتصادية المتاحة.

١-٢-٢- دور العوامل السلوكية في اتخاذ القرارات الاقتصادية

إن الإنسان بطبيعته ميّال لأن يكون عاطفي وانفعالي في كثير من المواقف، وهو بذلك عكس ما افترضت النظريات الاقتصادية التقليدية بأنه ذلك الإنسان العقلاني بالمطلق الذي يقوم بتحليل كافة المعطيات لديه ليتخذ بعدها القرار اللازم بمنتهى العقلانية. وهذا ما يجعله في كثير من الأحيان عرضة لاتخاذ القرارات الخاطئة نتيجة انحراف طريقة تفكيره عن المسار الصحيح.

وإذا ما عدنا إلى علم النفس نجد أن مصطلح (الانحراف) يشير إلى الاختلاف بين الطريقة التي يفترض بالإنسان أن يفكر بها كي يصل إلى أفضل النتائج الممكنة، وبين الطريقة التي يفكر بها في الواقع، والانحراف في طريقة التفكير قد ينجم عنه وجود خطأ في المعلومات المقدمة للإنسان راجع لوجود خطأ على مستوى الحواس وهذا ما يعرف بالخطأ الإدراكي. ولتوضيح ذلك لدينا الشكل أدناه على سبيل المثال:

الشكل (١-٢-١) الخطأ في الإدراك البصري



المصدر: Kahneman, Daniel, (2011), "Thinking, fast and slow", New York : Farrar, Straus and Giroux, P 29.

يبدو من الشكل أعلاه أن الخط العلوي أطول من الخط السفلي وهذا خطأ، فكلاهما متساويان في الطول إلا أن هذا يعتبر خطأ في الإدراك البصري. وعلى غرار هذا الخطأ يمكن لقراراتنا واختياراتنا (خاصة حين تتعلق بتوظيف الأموال) أن تكون غير سليمة بفعل الأخطاء الإدراكية.

وإذا ما تعمقنا أكثر في البحث لمعرفة سبب هذا الانحراف نجد بأن أدمغتنا تتألف من نظامين¹:

- **النظام الأول:** يفكر بسرعة، يعمل بطريقة تلقائية، بديهية، لاإرادية، ودون بذل أي جهد. وكمثال على ذلك الأعمال التي نقوم بها كقيادة السيارة، قراءة تعبيرات الوجه الغاضب، أو تذكر عمرنا.

- **النظام الثاني:** يفكر ببطء، كذلك فإنه يتطلب البطء في التعاطي مع الأمور، حل المشكلات، المنطق، الحساب، التركيز، الأخذ بعين الاعتبار البيانات الأخرى، عدم القفز إلى الاستنتاجات السريعة. وكمثال على ذلك حسابنا لمشكلة رياضية، اختيار مكان الاستثمار الأنسب لأموالنا، تعبئة نموذج معقد.

إن النظامين السابقين غالباً ما يتعارضان مع بعضهما البعض. حيث أن النظام الأول يعمل على الاستدلال والذي غالباً ما يكون غير دقيق. أما النظام الثاني فيتطلب جهداً لتقييم تلك الاستدلالات وهذا عرضة للخطأ.

علاوة على ذلك فإن الإنسان محكوم بما يسمى النزعات الغرائزية (animals spirits) التي تحتم عليه في بعض الأحيان أن يكون أسيراً لها دون إرادة منه. إن مصطلح "animal spirits"، اكتسب نوعاً ما معاني مختلفة في الاقتصاد المعاصر. إنه الآن مصطلح اقتصادي يشير إلى حالة التقلب وعدم الاستقرار في الاقتصاد. كما أنه يشير إلى العلاقة الغريبة مع الغموض وعدم اليقين التي نكون أحياناً مشلولين من قبلها. و في أحيان أخرى تنعشنا وتنشطنا للتغلب على خوفنا².

بعد أن وضعنا ماهية العوامل السلوكية وأسباب الانحرافات في التفكير البشري وكذلك النزعات الغرائزية التي تحكم قراراتنا الاقتصادية، سنستعرض أهم تلك المتغيرات السلوكية.

¹ Kahneman, Daniel. (2011), thinking fast and slow, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA, P. 22.

² Akerlof, George .A and Shiller, Robert.J. (2009), Animal Spirits, Princeton University Press, USA, P.27.

١-٢-٣- دراسة المتغيرات السلوكية المتحركة بالقرار الاقتصادي

سنستعرض فيما يلي أهم المتغيرات السلوكية التي تلعب دوراً محورياً في كيفية تفكير الإنسان، وآلية اتخاذ القرارات الاقتصادية:

١. الثقة Confidence

تعتبر الثقة من أهم العوامل السلوكية التي تتحكم بقراراتنا بشكل عام، وقراراتنا الاقتصادية بشكل خاص. ذلك أن الثقة هي المحرك الأساسي للفعل، بمعنى أنه في حال كانت المؤشرات من حولنا تشعرنا بالأمان فإن قراراتنا الاقتصادية ستكون على قدر كبير من العقلانية، والعكس صحيح.

ولعل هذا هو السبب الذي دفع الصحف والنقاد بأن يخبرونا أنه من الضروري عندما يدخل الاقتصاد في مرحلة الكساد أن " نحبي الثقة". وهذا كان توجه J.P.Morgan بعد انهيار سوق الأوراق المالية عام ١٩٠٢. ولقد اتبع نفس الاستراتيجية عام ١٩٠٧ حيث انهارت البورصة فاقدة ٥٠% من قيمتها. الأمر ذاته دفع فرانكلين روزفلت* أن يعلن في خطاب تنصيبه الأول عام ١٩٣٣ عقب الكساد الكبير بأن: " الشيء الوحيد الذي يجب أن نخافه هو الخوف نفسه". إشارة منه إلى أهمية عامل الثقة في الحياة الاقتصادية ودورها في خلق الأزمات، و في التغلب عليها بذات الوقت.

إن الدلالات الأكبر لمفهوم الثقة تكمن في ما وراء العقلانية. حيث أن الشخص في الواقع غالباً ما ينبذ أو حتى لا يصدق معلومات مؤكدة. ربما حتى لا يقوم بمعالجة تلك المعلومات بعقلانية، وحتى لو قام بمعالجتها بعقلانية، فإنه ربما سيتصرف على نحو غير عقلائي. سيتصرف وفقاً لما يثق هو بأنه صحيح^١.

إضافة لما سبق فإن مصطلح الثقة- المتضمن السلوك المتواري ما وراء المقاربة العقلانية في اتخاذ القرار- يشير إلى السبب الذي يجعله يلعب دوراً أساسياً في الاقتصاد الكلي. ببساطة يمكن التعبير عنه على النحو التالي: عندما يثق الناس فإنهم ينطلقون ويقومون بالشراء، وعندما يفقدون الثقة فإنهم يتراجعون ويقومون بالبيع. والتاريخ الاقتصادي حافل بالأمثلة على مثل دورات الثقة هذه التي تتبعها تراجع. حيث أن

¹Akerlof, George .A and Shiller, Robert.J. (2009). Op. Cit, P.39 - 40.

* هو رجل دولة وزعيم سياسي أمريكي شغل منصب الرئيس الثاني والثلاثين للولايات المتحدة من عام ١٩٣٣ حتى وفاته في عام ١٩٤٥. تولى روزفلت منصبه بينما كانت البلاد ترزح تحت أسوأ أزمة اقتصادية في تاريخها.

ظاهرة ارتفاع الأسعار إلى مستويات لا يمكن تحملها لتتحطم فجأة، قد حدثت مراراً وتكراراً على مدى مئات السنين. وهذه بعض الأمثلة^١:

- هَوس زهور التوليب Tulip Bubble: حيث استسلم الهولنديون لموجة جنونية من شراء درنات التوليب tulip bulbs من عام ١٦٣٤ إلى عام ١٦٣٧، لدرجة أنهم عرضوا أراضيهم ومجوهراتهم للبيع لإشباع شغفهم بهذه الزهور.

- فقاعة بحر الجنوب South sea bubble ١٧٢٠: كان القرن الثامن عشر وقتاً لازدهار شركات التقانة (dot-com). فقد قام البريطانيون بدفع أموال للشركة التي منحت حقوق الاحتكار لجميع عمليات التجارة مع شركة بحر الجنوب. وقد وُلد نجاح هذه الشركة في جمع الأموال قطيماً من المقلدين. حتى أن اسحاق نيوتن مؤسس علم الفيزياء الحديثة قد خسر ثروته في هذه الفقاعة.

- الاندفاع الجنوبي إلى سوق الأسهم في عهد الرئيس هيرت هوفر*: تدفق المستثمرون السذج إلى السوق في عام ١٩٢٨، وبعد تنصيب الرئيس هوفر في الشهر ٣/١٩٢٩؛ أدى ارتفاع جنوني للأسعار إلى انهيار شنيع للسوق في الشهر ١٠/١٩٢٩.

مما تقدم نستنتج بأن الثقة تعد الركيزة الأساسية لاتخاذ أي قرار اقتصادي وإذا ما أردنا أن نعرفها باختصار فهي: "ذلك الشعور الذي يمنحنا القدرة على المحاكمة العقلانية للبدائل المتاحة والمضي قدماً في اتخاذنا لقراراتنا الاقتصادية مع قدر كبير من التأكد بأن خياراتنا مبنية على أسس صحيحة ومنطقية، وبعيدة كل البعد عن اللاعقلانية التي يولدها الخوف".

٢. العدالة Fairness:

هناك الكثير من الدراسات التي تناولت مفهوم العدالة والتي دلت وبشكل كبير على أهمية هذا المفهوم في السيطرة على تأثير الدافع العقلاني في المعاملات الاقتصادية. لعل أهم تلك الدراسات كانت التي قام بها كل من كاهنيمان ونيش وثالر. تلك الدراسة اتخذت أسلوب الاستبيان، وذلك عبر طرحها عدة حالات افتراضية وسؤال المشاركين في الاستبيان فيما إذا كان ذلك يعتبر عادلاً أم لا.

¹ Chang, Victor and others. (2016), Review of Economic Bubbles, International Journal of Information Management, Elsevier, USA, P.498.

* هيرت هوفر (١٨٧٤ - ١٩٦٤): هو سياسي أمريكي جمهوري شغل منصب الرئيس الحادي والثلاثين للولايات المتحدة من عام ١٩٢٩ إلى ١٩٣٣ خلال فترة الكساد الكبير.

- الاستبيان الأول: كان عبارة عن حالة أسعار مجارف الثلج بعد عاصفة ثلجية، حيث تم طرح الإشكالية التالية: هنالك عاصفة ثلجية، وقد قام متجر الخردوات الموجود في البلدة برفع أسعار المجارف الثلجية. هل يعتبر هذا التصرف مقبولاً أو غير عادل؟

بلغة اقتصادية يمكن تفسير هذا الارتفاع بأسعار المجارف على النحو التالي: إن هذا الارتفاع يعتبر أمراً عارضاً طبيعياً، ذلك أن الارتفاع في الطلب على المجارف الثلجية (سببه أن الناس يجب أن يجرفوا الثلج من طرقاتهم وممراتهم) سيتبعه ارتفاع في أسعار المجارف. لكن نتيجة الاستبيان كانت على النحو التالي: ٨٢% من المشاركين في الاستبيان يعتقدون بأن رفع المتجر لأسعار المجارف من \$١٥ إلى \$٢٠ في خضم العاصفة سيكون غير عادل. حيث أن متجر الخردوات الذي لم ترتفع تكاليف شراءه لمجارف الثلج، سيحقق فائدة وريح من زبائنه سيئ الحظ. هذا ما دفع متجر البلدة بأن يستجيب لهكذا نوع من المشاعر لدى الزبائن بعد عاصفة Andrew أندرو عام ١٩٩٢ بأن يتجنب رفع أسعار الأزاميل الخشبية على حساب تحمله لجزء كبير من الزيادة في تكاليف الرقاقات الخشبية^١.

- الاستبيان الثاني: على فرض بأنك تستلقي على الشاطئ في يوم حار، ما السعر الذي ستحدده لمشروبك المفضل مع العلم أنه لديك احتمالين إما أن تبتاعها من فندق فاخر قريب منك، أو من متجر متواضع ؟

بالمتوسط فإن المشاركين بالاستبيان كان لديهم مخصص للسعر أعلى عندما أتى المشروب من فندق فاخر أكثر مما لو أتى من متجر عادي، حيث أن استعدادهم للدفع كان أعلى بمقدار ٧٥% .

لقد أظهر المشاركون بالاستبيان بأن اعتبارات العدالة ممكن أن تسيطر على محفزات الاقتصاد العقلاني. ذلك أنه وعلى فرض أن المشاركين بالاستبيان مهتمين فقط بمقدار المتعة الذي سيضيفه المشروب لاستقائهم على الشاطئ، في هذه الحالة يجب أن يدفعوا السعر نفسه للزجاجة، سواء أكانت قد ابتيعت من فندق فاخر أو من متجر رخيص. إلا أنهم فضلوا دفع مبلغ أعلى للفندق الفاخر وذلك بسبب

¹ Kahneman, Daniel, Knetsch, Jack L. and Thaler, Richard H. (1986), Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market, The American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol.(76), No. (4), P.729.

اعتقادهم أنه سيكون من غير العدل أن يقوم متجر صغير برفع السعر إلى ما يفوق الحد الأقصى الذي حددوه لسعر زجاجة المشروب¹.

كذلك فقد قدم علماء الاقتصاد التجريبي أدلة أخرى على دور العدالة. و لعل أبرز تلك التجارب هي تلك التي قدمها كلاً من إرنست فيهر وسايمون غاتشر Ernst Fehr and Simon Gächter والتي قاموا فيها بتطوير التجربة الشهيرة التي يتم عادة القيام بها في المختبرات التجريبية لاختبار تعاون المشاركين في التجربة ومدى ثقة كل منهم بالآخر. تقوم هذه التجربة على قيام المشاركين بوضع بعض النقود في وعاء، والذي بدوره سيزداد ومن ثم سيقومون باقتسامه مع بقية أعضاء الفريق المشاركين في التجربة. بالمحصلة إذا تصرف كل شخص منهم بتعاون فإن العائد الذي ستحصل عليه المجموعة ككل سيكون أكبر. لكن بنفس الوقت سيكون هناك أحدهم ممن سيتصرف بأنانية، حيث سيقول لنفسه: سأحقق أعظم عائد لنفسي إذا قام كل شخص غيري بوضع نقوده في الوعاء، وبالتالي سيزداد المال وسنتقاسمه، أما أنا فيجب أن أتصرف بأنانية. أظهرت التجارب من نفس النوع بأن المشاركين في بداية التجربة يتصرفون بتعاون، لكن مع تكرار اللعبة سيتعلمون أولاً بأن هناك بعض اللاعبين الآخرين يخرقون شروط اللعبة ومن ثم يقومون هم أنفسهم بخرق الشروط كذلك.

إن الإضافة التي قدمها فيهر وغاتشر لهذه التجربة هو الآتي، لقد قاموا بإجراء تعديل بسيط على التجربة ليحددوا ماذا سيحدث فيما لو تمكن المشاركين بالتجربة من معاقبة أولئك الذين يتصرفون بأنانية وعدم تعاون. لقد خمنوا بأن المشاركين سيقومون بمعاقبة الآخرين حتى لو اضطروا أن يدفعوا لقاء ذلك. وهذا ما وجدوه بالفعل: المشاركون كانوا على استعداد ليدفعوا مقابل معاقبة أولئك الذين تصرفوا بأنانية، حتى لو كان هناك تكلفة فردية لإلحاق هكذا عقاب بالآخرين. ومن المثير للاهتمام بأنهم وجدوا بأن مثل تلك الاحتمالية للعقاب قلصت وبشكل كبير السلوك الأناني. حتى مع تكرار التجربة عدة مرات بقي هناك العديد من المشاركين يضعون النقود في الوعاء.

بالطبع فإن الاستعداد للدفع من قبل المشاركين لمعاقبة الأشخاص الذين تصرفوا بأنانية فإنه إن دل على شيء إنما يدل على اهتمام أولئك بمفهوم العدالة. حيث ظهر غضبهم لدى تصرف الآخرين بأنانية. كذلك فقد قام فيهر بإعادة التجربة بينما يتم تصوير دماغ المشاركين بواسطة جهاز المسح الضوئي

¹ Kahneman, Daniel, Knetsch, Jack L. and Thaler, Richard H. (1986), Fairness and the Assumptions of Economics, The Journal of Business , The University of Chicago Press, USA, Vol.(59), No. (4), PP.287-288.

للدماغ. ولدى القيام بهكذا نوع من العقاب جعل منهم سعداء. لقد نشط منطقة الدماغ- المقدم الجبهي الأوسط للقشرة الدماغية- الذي يضيء في حال توقع مختلف أنواع الجزاء¹.

مما تقدم نرى كيف يمكن أن يكون لإدراك مفهوم العدالة دور هام في اتخاذ قراراتنا الاقتصادية وكيف يمكن أن يؤثر على السوق بشكل مباشر أو غير مباشر.

٣. الوهم النقدي Money Illusion:

يحدث الوهم النقدي عندما تتأثر القرارات الاقتصادية بالقيم الاسمية للنقود. حيث يعتقد الاقتصاديون بأنه لو كان الناس "عقلانيين" فإن قراراتهم من المفروض أن تتأثر فقط بما سيتمكنون من شراؤه أو بيعه في الأسواق بتلك القيم الاسمية. وعليه قاموا بتعريف الوهم النقدي على أنه: "الميل للتفكير بالقيم الاسمية، أكثر من التفكير بالقيم النقدية الحقيقية"². حيث أن ظاهرة الوهم النقدي ترتبط في الأساس بموضوع التمييز بين الأجور الحقيقية والأجور النقدية، ويقصد بالأجور النقدية أنها كمية النقود التي يحصل عليها العمال لقاء قيامهم بعمل ما، أما الأجور الحقيقية فأنها تعني كمية السلع والخدمات التي يستطيع العمال أن يحصلوا عليها أو يشتروها بواسطة أجورهم النقدية. وبتعريف آخر هو زيادة في مقدار دخل الفرد والذي يقابله زيادة بنفس المقدار في ارتفاع الأسعار للسلع والخدمات وبالتالي ينخدع الفرد بمقدار النقود التي يحصل عليها وهي زادت بالكمية فقط ولكن قيمتها ظلت كما هي لأنها تشتري نفس القدر من السلع والخدمات التي كانت يشتريها الفرد بدخله قبل الزيادة الإسمية وليست الحقيقية لدخله.

علاوة على ما سبق فقد قدمت كتب الاقتصاد مادة النقود كالتالي: لقد وضحو بأن النقود استخدمت كوسيط في المبادلات، مخزن للقيمة، و وحدة قياس. و قد تم تحليل أول وظيفتين للنقود بشكل وافٍ من قبل الاقتصاديين، حيث أن تلك الوظائف أتت في صميم ما أطلقوا عليه "الطلب على النقود" والذي يتعلق بمقدار النقود التي يريد أن يحتفظ بها الناس لكل من دخلهم ومعدل سعر الفائدة السائد. لكنهم أعطوا اهتمام أقل لوظيفة النقد كوحدة قياس، والذي يعني بأن الناس يفكرون بماهية النقود أي بالقيم الاسمية للنقود فقط³.

¹ Fehr, Ernst and Gächter, Simon. (2000), Cooperation and Punishment in Public Goods Experiments, American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol.(90), No. (4), PP.980-994.

² Shafir, Eldar. Diamond, Peter and Tversky, Amos. (1997), Money illusion, The Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press for Harvard University Department of Economics, USA, Vol. (112). No. (2), P.341.

³ Akerlof, George .A and Shiller, Robert.J. (2009), Op. Cit, P.79-87.

كان هذا بالنسبة للمفهوم النظري، أما بالنسبة للحالة الفعلية للمفهوم فقد قام علماء التمويل السلوكي بالكثير من التجارب والاستبيانات التي تؤكد حقيقة وجود الوهم النقدي في التعاملات الاقتصادية لدى الناس، وكذلك لدى اتخاذهم لقراراتهم الاقتصادية من بين تلك التجارب والاستبيانات سنقوم بطرح التالي:

- **التجربة الأولى:** حيث أن درجة رضا الناس عن دخلهم لا تعتمد فقط على قوته الشرائية، لكنها تعتمد كذلك على مقدار الدخل الحالي مقارنة بالدخل السابق أو بالمقارنة مع دخل العاملين الآخرين. وعليه فقد قام الباحثين في هذه التجربة بطرح المشكلة التالية: على فرض لدينا شخصين، X و Y ، واللذين وجدا نفس العمل. بدأ X العمل براتب سنوي مقداره \$36,000 في منشأة حيث وسطي الأجور الابتدائية هو \$4,000. بينما بدأ Y العمل براتب سنوي مقداره \$34,000 في منشأة حيث وسطي الأجور الابتدائية هو \$3,000. لاحظ بأن X لديه راتب حقيقي أعلى بينما Y لديه دخل أعلى بالمقارنة مع متوسط أجور العاملين في الشركة التي يعمل فيها. و عندما تم سؤال المشاركين في المجموعة الأولى في الاستبيان والذين بلغ عددهم 180 مشارك، من باعتمادكم هي الأكثر سعادة X ام Y ؟ فإن 80% من الإجابات كانت بأن Y هو الأسعد، والذي هو صاحب الراتب الحقيقي الأقل، لكن الراتب الأعلى مقارنة بوسطي أجور العاملين. ولدى سؤال المشاركين في المجموعة الثانية من الاستبيان والذين بلغ عددهم 175 مشارك، من باعتمادكم هو الأكبر احتمالية بأن يترك عمله الحالي للعمل في شركة أخرى؟ فإن 66% اختاروا X ، والذي هو صاحب الراتب الحقيقي الأعلى، لكن الراتب الأقل مقارنة بوسطي أجور العاملين.

- **التجربة الثانية:** على فرض لدينا شخصين، X و Y . وجد كلاهما نفس العمل في شركات للنشر. بدأ X عمله بأجر سنوي مقداره \$3,000. خلال العام الأول لعمله في الشركة لم يكن هنالك تضخم، وخلال عامه الثاني تلقى زيادة في الراتب مقدارها 2% (\$600). كذلك الأمر فإن Y بدأ عمله بأجر سنوي مقداره \$3,000. خلال عامه الأول في العمل كان هنالك تضخم بمقدار 4%، وخلال عامه الثاني في العمل حصل على زيادة في الراتب مقدارها 5% (\$1500).

المجموعة الأولى: السعادة ($N=69$)

لدى دخولهم العام الثاني في العمل، باعتمادك من كان منهم أسعد؟

الإجابات: X : 36% Y : 64%

المجموعة الثانية: الانجذاب للعمل (N=139)

لدى دخولهم العام الثاني في العمل، فإن كلاً منهم تلقى عرضاً للعمل في شركة أخرى. باعتقادك من منهن على الأرجح سيغادر عمله الحالي للوظيفة الأخرى؟

الإجابات: X : ٦٥% Y : ٣٥%١.

مما تقدم يتضح بشكل عملي مبني على تجارب فعلية كيف أن الناس بمعظم الأحيان لا يأخذون بالحسبان الوهم النقدي، على العكس فإنهم ينخدعون به ويتخذون قرارات خاطئة نتيجة عدم إدراكهم لحقيقة هذا المفهوم.

٤. طريقة عرض المشكلة framing:

يقصد بذلك الأسلوب الذي يتعامل وفقه الأفراد مع طريقة عرض المشكلة، ففي حين أنه في النظرية الاقتصادية التقليدية يتعامل الناس مع المعلومات على اعتبارها مسألة مطروحة بشكل مجرد بغض النظر عن طريقة عرضها^٢. أتى علم التمويل السلوكي ليظهر بأن الناس يتخذون القرار الاقتصادي وفقاً للإطار الذي طرحت من خلاله المشكلة، أي كيفية صياغة السؤال وليس فقط المعلومة المقدمة لهم ليختاروا وفقها.

وقد أثبت كل من تيفريسكي وكاهنيمان ما سبق من خلال جملة استبيانات واختبارات أن معظم الأفراد يتأثرون بالطريقة التي شكل أو قدم بها الموضوع، وذلك دون التعمق في التفكير أو البحث أكثر، ويقومون بتغيير تفضيلاتهم مباشرة عقب إعادة صياغة الموضوع أو الإشكال، خاصة حين يتعلق الموضوع المقدم بمسألة مالية أو بمسألة حياة أو موت. ومن جملة الاختبارات التي أجريها نذكر الاختبار التالي :

قاما بتوزيع استبيان على طلبة جامعتي ستانفورد وكولومبيا

أولاً : الصياغة الأولى للإشكال تم تقديمها لعينة مكونة من ١٥٢ طالبا (N=152)

¹Shafir, Eldar. Diamond, Peter and Tversky, Amos. (1997), Op. Cit, P.350-352.

² Bracker, Kevin. (2013), Introducing Behavioral Finance: A Student Quiz, Journal of Financial Education, Financial Education Association, USA, Vol. (39), No. 3/4, P.80.

تستعد الولايات المتحدة لمواجهة مرض جديد قادم من آسيا، تتوقع أنه سيقضي على حوالي ٦٠٠ شخص، وقد وضعت لمواجهة برنامج مع توقعات علمية دقيقة لنتائج كل منهما. وكان ذلك على النحو التالي:

إذا قامت بتطبيق البرنامج (A): سينجو ٢٠٠ شخص.

إذا تم تطبيق البرنامج (B): هناك احتمال ٣/١ بأن ينجو ٦٠٠ شخص، واحتمال ٣/٢ بأن يموت الجميع. فأي البرنامجين تختار؟

تضمنت طريقة تقديم هذا المشكل احتمالات النجاة، ولذا فإن أغلب من أجابوا حاولوا تجنب الخطر (Risk averse) باختيار البرنامج الأول حيث سينجو ٢٠٠ شخص.

ثانياً: الصياغة الثانية للمشكل، تم تقديمها لعينة مكونة من ١٥٥ طالباً (N = ١٥٥)

إذا تم تطبيق البرنامج (C): فسيموت ٤٠٠ شخص.

إذا تم تطبيق البرنامج (D): فهناك احتمال ٣/١ ألا يموت أحد، واحتمال ٣/٢ بأن يموت ٦٠٠ شخص فأي البرنامجين تختار ؟

نلاحظ بأن المشكل هو نفسه، فقط تمت صياغته من جديد بشكل يظهر الخسائر المتوقعة، ولذا فإن أغلب من أجابوا قاموا بالمخاطرة (risk-taking) واختاروا البرنامج (D) لأن احتمال موت الجميع أكثر قبولاً من موت مؤكد ل ٤٠٠ شخص. إذاً نلاحظ من خلال هذا الاختيار كيف تغيرت تفضيلات الأفراد اتجاه نفس المشكل بمجرد تغيير صياغته.

٥. سلوك القطيع Herding behavior:

يحدث سلوك القطيع عندما تتأثر معلومات الفرد الشخصية بمعلومات العامة حول اتخاذ قرار معين. إن تأثير الجماعة في العديد من القرارات المالية والاقتصادية يترافق إلى حد كبير مع العقلانية المقيدة: بمعنى أنه في عالم يسوده عدم التأكد، إذا ما كان اعتقادنا بأن تقييمنا الشخصي للأمور معرض للخطأ، سيكون من العقلاني أن نفترض بأن الآخرين أكثر اطلاعاً ونقوم بالتالي باتباعهم. هذا وأن العديد من نماذج الاقتصاد الجزئي لسلوك القطيع تفترض بأن المعلومات الاجتماعية حول

قرارات الآخرين تستخدم في عملية الاستدلال الإحصائي لدى مواجهة قرار اقتصادي يتطلب منا المفاضلة بين عدة بدائل.

إضافة لما سبق يعرف بأنه: "الخطأ الشائع حيث يميل المستثمرين لاتباع القرارات الاستثمارية التي تم اتخاذها من قبل الأغلبية. وكنتيجة لذلك فإن المستثمر لن يشتري أو يبيع الأسهم حتى ولو كان هذا القرار مدعم من قبل التحليل الفني أو الأساسي. المستثمر سيتكيف مع تأثير الأقران عليه. أولئك يهتمون أكثر بما يفكر فيه الآخرون حول قراراتهم الاستثمارية. وكنتيجة لسلوك القطيع هذا، فإن المستثمرين يخسرون فريديتهم خلال عملية صنع القرار".¹

كذلك يمكن أن يعرف سلوك القطيع في السوق المالي على أنه: ميل الأفراد لاتباع الإجراءات التي يقوم بها المستثمرون الآخرون في السوق المالي سواء أكان سلوك أولئك المستثمرون عقلاني أم غير عقلاني. ويعتبر سلوك القطيع عقلانياً عندما يستند على المعلومات، بمعنى عندما يقوم المستثمرون باتباع سلوك المستثمرين الآخرين الذين يمتلكون نفس الأسهم التي يمتلكونها في حال حصولهم على معلومات جديدة. أما سلوك القطيع غير العقلاني فإنه يستند إلى التقليد الأعمى من قبل المستثمرين لغيرهم دون الحصول على معلومات كافية ودون إدراكهم لخطر القيام بذلك.²

إذاً يمكن بالنهاية تعريف سلوك القطيع أو الحشد على أنه تشارك مجموعة من الأفراد الاعتقاد ذاته واتباع نمط من السلوك المنقاد لشخص أو جماعة مرجعية في محاكاة غير منطقية ومبنية على التقليد غير العقلاني وغير المدروس من مبدأ وأن رأي الأكثرية لا بد وأن يكون صحيح، أو لثقة مفرطة في سلوك الآخرين مترافقة مع ضعف ثقة الشخص بذاته وعدم امتلاكه ربما للمعلومات الكافية أو لعدم قدرته على معالجة ما توفر لديه من معلومات الأمر الذي يدفعه إلى تفضيل سلوك الانقياد للمجموع بدلاً من انتهاج سلوك ذاتي خاص به.

ولعل أبرز التجارب العملية التي تثبت سلوك القطيع هي تلك التي قام بها الدكتور سولومون آش **Solomon Asch*** حيث تضم التجربة من سبعة إلى ثمانية مشاركين يتم عرض بطاقتين مع خطوط عامودية مختلفة الأطوال عليهم ويتم سؤالهم أي خط من خطوط البطاقة اليمنى هو نفسه الموجود في

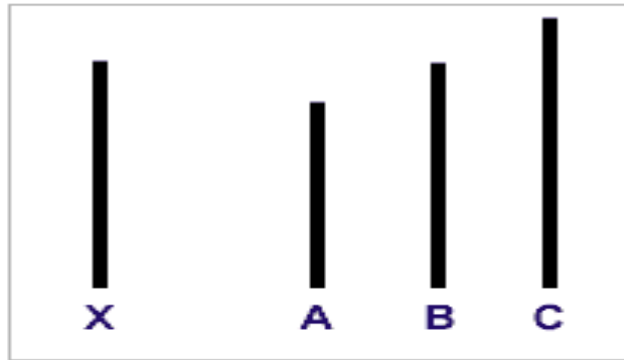
¹Bhatt, Babarajuk and Chauhan, Apurva. (2014), Behavior Finance: A New Paradigm of Finance, Op. Cit, P.360.

² Devenow, Andrea and Ivo Welch. (1996), Rational Herding in Financial Markets, European Economic Review, Elsevier, USA, Vol. (40), No.(3-4), P.30.

* سولومان البيوت آش: عالم نفس بولندي، ولد عام ١٩٠٧. قدم أعمالاً مبدعة فيما يتعلق بتشكيل الانطباع، التوافق وسلوك القطيع وغيرها من الموضوعات الأخرى في علم النفس لاجتماعي.

البطاقة اليسرى. الجواب وكما هو موضح في الشكل أدناه سيكون (B). إلا أنه يطلب من جميع المشاركين في التجربة باستثناء الشخص الأخير أن يختاروا الإجابة الخاطئة ولتكن (A). ولدى قيامهم بالتجربة وإجابتهم عن السؤال بصورة خاطئة (عمداً) كما طلب منهم يقوم المشارك الأخير في معظم الحالات باتخاذ سلوك زملاءه والإجابة بشكل خاطئ بأن الإجابة الصحيحة هي (A) عوضاً عن (B). إن هذه التجربة بالرغم من بساطتها إلا أنها تظهر بوضوح تأثير سلوك الجماعة في سلوك الفرد والتي اصطلح على تسميتها بسلوك القطيع¹.

الشكل (٢-٢-١) تجربة Solomon لإثبات سلوك القطيع



المصدر: Solomon E. Asch. (1955), "Opinions and Social Pressure", Scientific American, USA, Vol. (193), No. (5), P.32.

وبالعودة للأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ نجد أن ما حدث في الأزمة كان خير دليل على سلوك القطيع حيث أن الارتفاع الهائل في أسعار المساكن دفع الناس إلى الاعتقاد بأن الاستثمار فيها هو رهان مضمون وقد تسبب سلوك القطيع هذا في أن أعداداً هائلة من الناس تشاركت الاعتقاد ذاته مما دفع الأسعار إلى الاستمرار في الصعود هكذا إلى أن انكشف عري قراراتهم فبدأ الذعر يتفشى بين الجميع وبدؤوا يتدافعون للخروج من السوق وحدث الانهيار. مع العلم أن إدراك الكثير من محرري الصحف لمدى أهمية سلوك القطيع دفع بهم إلى تجنب استخدام كلمة "انهيار" خلال الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ في محاولة لتفادي انتشار الذعر بين الناس.

¹ Solomon E. Asch. (1955), "Opinions and Social Pressure", Scientific American, USA, Vol. (193), No. (5), P.31-32.

٦. المبالغة في الثقة Overconfidence:

يمكن تعريف المبالغة في الثقة على أنها الإيمان غير المبرر في المنطق البديهي للشخص، محاكمته، ومقدراته الإدراكية. هذا وأن مفهوم المبالغة في الثقة مستمد من مجموعة كبيرة من التجارب والدراسات الاستقصائية النفسية المعرفية التي يقوم الفاعلين فيها بالمبالغة بتقييم كلاً من مقدراتهم التنبؤية ودقة المعلومات التي حصلوا عليها.

باختصار فإن الناس يعتقدون بأنهم الأذكى ويمتلكون المعلومات الأفضل أكثر مما هم عليه في الواقع. على سبيل المثال، ربما يحصلون على نصيحة من خبير مالي أو يقرؤون شيء ما في الانترنت، ومن ثم يصبحون جاهزين لأخذ فعل معين، كاتخاذ قرار استثماري، اعتماداً على المعلومات التي تلقوها. وعليه يمكننا أن نذكر بعض الخصائص للأشخاص الذين يمتلكون صفة المبالغة في الثقة، على النحو التالي:

- إن المستثمرين المفرطين بالثقة يقيمون مقدراتهم في تقييم الشركة كاستثمار محتمل بأكثر مما هي عليه في الواقع. وكنتيجة لذلك، يصبحون عمياناً تجاه أي معلومات سلبية من الممكن أن تكون إشارة تحذير إما لعدم شراء أصل معين، أو أن الأصول التي تم شراؤها يجب أن تباع.
- إن المستثمرين المفرطين بالثقة بإمكانهم المتاجرة بإفراط كنتيجة لاعتقادهم بأنهم يمتلكون معرفة مميزة لا يمتلكها الآخرون. وبالتالي فإن سلوك التجارة المفرطة سيقود إلى عوائد ضئيلة عبر الزمن.
- كونهم إما لا يعلمون، لا يدركون، أو لا يلتفتون إلى إحصائيات أداء الاستثمار التاريخية، فإنهم يقللون من تقييم مخاطره السلبية. وكنتيجة لذلك سيعانون بشكل غير متوقع من أداء ضعيف لمحفظتهم.
- يحتفظ المستثمرون المفرطون بالثقة بمحافظ غير متنوعة، بأخذهم المزيد من الخطر بدون تغيير مكافئ في احتمال الخطر. غالباً، المستثمرون المفرطون بالثقة لا يعلمون حتى بأنهم يقبلون المزيد من الخطر أكثر مما يتحملون بشكل طبيعي¹.

وعليه فإن المبالغة في الثقة بالنفس لدى المستثمرين ورجال الأعمال يؤدي إلى تقليل التنوع وزيادة الاستثمارات السيئة. كذلك فإنهم يميلون إلى إجراء عدد كبير من الصفقات مقارنة بغيرهم، وذلك بسبب

¹Pompian, Michael .M. (2006), Op. Cit, P.51,54.

اعتقادهم أنهم الأفضل في اختيار الأصل الأنسب في الوقت الأنسب. الأمر الذي يجعل استجاباتهم للمعلومات الجديدة أقل من غيرهم الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض عوائدهم عن العائد السوقي¹.

ولمعرفة مقدار تمتع الناس بشكل عام بصفة المبالغة في الثقة ما عليك إلا سؤال مجموعة من الأفراد عما إذا كانوا يعتبرون أنفسهم من بين ال ٥٠% التي تحسن القيادة أو من بين ال ٥٠% المقابلة، فستلاحظ عندها أن حوالي ٩٨% يعتبرون أنفسهم من الفئة الأولى، في حين من المفروض أنه وفي محيط يتمتع أفرادها بالعقلانية بصورة حقيقية، سيعتبر النصف أنفسهم من الفئة الثانية، هذا ما دلت عليه النتائج التي توصل إليها الباحثون في ولاية تكساس الأميركية لدى قيامهم باستبيان مماثل².

من جانبه ذكر روبرت شيلر أن المبالغة في الثقة هي أحد أسباب وجود المضاربين في السوق. ذلك أنه في مجتمع عقلاني من المفترض أن يعتبر ٥٠% من الناس أنفسهم دون المتوسط في القدرة على التداول وبالتالي سيكونوا غير راغبين بإجراء المضاربات في السوق مع النصف الآخر الذي من وجهة نظرهم هم قادرين على التغلب عليه. إلا أن ما يحدث هو العكس الأمر الذي يؤدي إلى وجود حالة المضاربة وفوضى السوق³.

الخلاصة:

إن الهدف الرئيسي من هذا المبحث تمثل في عرض مناهج علم الاقتصاد السلوكي، وكذلك عرض أهم المتغيرات أو العوامل السلوكية التي تلعب دوراً في اتخاذ القرار الاقتصادي.

وقد تم التوصل من خلال الدراسة إلى أن علم التمويل السلوكي ونظراً لارتباطه الوثيق بالعلوم الإدراكية، التي تأخذ بعين الاعتبار المشاعر والأفكار التي تحكم القرار الفردي، فإن مناهجه قد ارتكزت إلى حد كبير على التجارب والاستبيانات التي توضح ردود أفعال المشاركين تحت ظروف معينة، والتي تؤدي في معظم الحالات إلى اتخاذهم قرارات بعيدة كل البعد عن العقلانية التي ادعتها النظرية الاقتصادية التقليدية. ومن أهم تلك المناهج كان التالي: الخيارات الافتراضية، التجارب مع النتائج الفعلية، الإجراءات العملية.

¹ Chaudhary, Amar Kumar. (2013), Op. Cit, P. 88.

² Bracker, Kevin. (2013), Op. Cit, P.75.

³ Shiller, Robert J. (2015), Irrational Exuberance, Princeton University Press, USA, P.172.

كذلك فقد توصلت إلى نتيجة مفادها أن قراراتنا الاقتصادية لا يمكن وأن يتم اتخاذها بمعزل عن البيئة الاجتماعية التي نعيش فيها، وبمعزل عن مخزوننا الثقافي والفكري الذي لا بد وأن يظهر بلحظة اتخاذنا لقراراتنا. ولعل أهم تلك العوامل السلوكية هو: الثقة، العدالة، الوهم النقدي، طريقة عرض المشكلة، وسلوك القطيع.

الآن وبعد أن تشكلت لدينا خلفية كافية إلى حد ما، حول مناهج علم الاقتصادي، وما هو المقصود بالعوامل السلوكية كمتغير مؤثر في مجمل الحياة الاقتصادية. نقف أمام تساؤل ألا وهو: ماهي الفرضيات التي قام عليها هذا العلم، و ماهي انتقاداته للنظرية الاقتصادية التقليدية. هذا ما سيتناوله المبحث الثالث والأخير في فصلنا الأول من هذا البحث.

١-٣- الفرضيات الأساسية لعلم التمويل السلوكي

تكمن المشكلة الأساسية في معظم النظريات الاقتصادية بما فيها النظرية النيوكلاسيكية بأنها تتدرج تحت عنوان واحد ألا وهو اعتماد "النماذج العقلانية للسلوك غير العقلاني". فمعظم الاقتصاديين بالغوا في استخدام مصطلح الإنسان الاقتصادي العقلاني وجعلوه نقطة ارتكاز في نظرياتهم، لتأتي الوقائع خلافاً لذلك لاسيما أثناء الأزمات الاقتصادية.

هذا يضعنا أمام تساولين هامين:

- الأول: لماذا نتكلم عن المثاليات في عالم لم يوجد أساساً ليكون مثالياً؟
- الثاني: إذا كان الأفراد يتصرفون حقاً بطريقة غير عقلانية، لماذا لا نطور النموذج الاقتصادي ليلانم ذلك السلوك؟

هذا ما حاولنا إيضاحه في هذا المبحث حيث أن علم التمويل السلوكي في واقع الأمر ليس مجرد اللجوء إلى علم النفس كاتجاه جديد، يتم اتباعه مع إقصاء كل جانب اقتصادي، وإنما هو نموذج علمي منهجي يقوم أولاً على نقد داخلي لنظرية الكفاءة بالاستناد إلى الواقع، هذا النقد يقوم في طياته على بعض المعارف النفسية فالواقع ليس إلا تفاعلاً للمجتمع البشري، ثم اللجوء إلى علم النفس في محاولة لتفسير التشوهات الملحوظة. حيث أن علم التمويل السلوكي ما هو إلا نتيجة لتزاوج نظرية المستثمرين الجاهلين (غير العقلانيين) (NTA Noise Trader Approach) والنظرية النفسية في اتخاذ القرار التي طورها كل من "دانيال كاهنيمان و"أموس تيفريسكي".

- وقد قام علم التمويل السلوكي على فرضيتين أساسيتين نابعتين من ملاحظة الأداء الفعلي للسوق:
 - أولهما؛ عدم تمتع كافة المستثمرين بالرشادة، حيث يتأثر سلوكهم الاستثماري باعتقاداتهم وانفعالاتهم.
 - وثانيهما؛ أن السوق لا تكون كفوءة في كثير من الأحيان.
- وقد اعتمدنا في إيضاح هاتين الفرضيتين على الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالبنوك الأمريكية والأوروبية في خريف ٢٠٠٨، والتي تعود جذورها إلى فوضى سوق العقارات، والتي شكلت مختبراً لفحص أهم أدوات النظرية النيوكلاسيكية الاقتصادية والمتمثلة بالسلوك الفردي العقلاني، كفاءة السوق وقدرته على تحقيق التوازن الاقتصادي العام، والكفاءة السعريّة.

١-٣-١ - الفرضية الأولى : السلوك اللاعقلاني للأفراد

منح الاقتصاديون افتراض السلوك العقلاني الذاتي نقاوة (قدسية) غير مضمونة في حين أن افتراضات بديلة ككون الوكلاء الاقتصاديين يتبعون الممارسة العملية، أو أن الاعتبارات النفسية

والاجتماعية ذات تأثير، أو أنهم يتصرفون أحياناً (على نحو غير عقلاني) بكل ما للكلمة من معنى فقد تم منح مثل هذه الافتراضات البديلة التجاهل التام¹.

علاوة على ما سبق فقد سادت صفة الإنسان - الاقتصادي "Homo- Economics" بشكل كبير في نصوص و أدبيات النظرية الاقتصادية منذ بداية القرن العشرين و تعززت خصوصاً في النصف الثاني منه. كانت فرضية الإنسان الاقتصادي قد جعلت من الخصائص السيكلوجية للعنصر الاقتصادي غير مناسبة و غير وثيقة الصلة بالتحليل الاقتصادي. علاوة على ذلك، فقد شكلت هذه الفرضية حاجزاً وقائياً ضد أفكار و ملامح بقية العلوم الاجتماعية و المتعاطية مع السلوك الإنساني، بل و ضد تعقيد السلوك الإنساني كما هو على أرض الواقع. لقد أرست دراسة سلوك الفاعلين الاقتصاديين كنماذج رياضية منفصلة عن واقعها الحقيقي. في ظل افتراضات النظرية التقليدية المعيارية، فإنه ينتظر من الفرد أن يكون كامل العقلانية، مدفوعاً بحب المصلحة الشخصية، مهتماً فحسب بتعظيم المنفعة و الإشباع الشخصي، مدعوماً بحساب اقتصادي رزين، و كل هذا دونما اهتمام بالغير. في حين أنه على أرض الواقع، نجد أن الناس الحقيقيين (غير الافتراضيين كما هو مسجل في مداخل النظريات) أكثر تعقيداً مدفوعين ليس بحب الذات و بالمصلحة الشخصية "self-interest" فحسب، بل بالغيرية "altruism" أيضاً، بالشعور بالإثم، بالحب و غيرها من المشاعر الإنسانية؛ مهتمين ليس فقط بما يحصلون عليه وحدهم بل بما يحصل عليه الآخرون أيضاً. أضف إلى ذلك، نجد الأفراد الحقيقيين جاهزين للتضحية بمكاسب شخصية مقابل الوصول إلى توزيع عادل لهذه المكاسب على صعيد المجتمع؛ باحثين عن المعاملة العادلة و ليس ببساطة عن أعظم دخل ممكن². ولعل أكبر دليل على ذلك هو ما قدمه العالم جون ناش John Nash* في نظرية الألعاب والتي نال على إثرها جائزة نوبل للاقتصاد.

وعليه فإن الواقع الفعلي يؤكد أن فرضية السلوك اللاعقلاني للأفراد هي فرضية بعيدة عن الواقع، لاسيما خلال الأزمات وهنا نستذكر الأزمة المالية العالمية حيث نجد أنه لدى الحديث عنها يذكر الجميع وجود ما سمي (فقاعة عقارية) مردداً نوع من التفكير اللاعقلاني الذي أسهم بدوره في دفع أسعار العقارات لمستويات عالية غير مسبقة لتعود تلك الفقاعة وتتفجر لاحقاً³. هناك الكثير من النظريات المفسرة لتلك الفقاعات والتي يمكن أن تصنف بناءً على معتقدات المستثمر أو على تفضيلات المستثمر. ولعل أهمها هي تلك التي فسرت الأزمة المالية العالمية من وجهة نظر معتقدات المستثمر والتي تنص

¹Akerlof, George. A. and Yellen Janet. A. (2003), Rational models of irrational behavioral, The American Economic Review, USA, Vol.(77), No. (2). P.137.

* جون فوربس ناش John Forbes Nash، (١٩٢٨ - ٢٠١٥)، عالم رياضيات واقتصادي أميركي، اهتم بنظرية الألعاب والهندسة التفاضلية، ويعتبر إسهامه الأكبر في نظرية الألعاب هو في نظرية التوازن التي باتت تعرف باسم توازن ناش والتي رشحته لاحقاً لنيل جائزة نوبل في الاقتصاد عام ١٩٩٤.

² Stark O, Wang Y Q, Wang Y.(2005). Altruism: Evolution and a Repercussion, In Agarwal B., Vercelli A. (2005). Psychology, Rationality and Economic Behaviour: Challenging Standard Assumptions, International Economic Association (IEA conference vol. (142), P.85.

³ Barberis, Nicholas. (2011), Psychology and the Financial Crisis of 2007-2008, Yale School of Management; National Bureau of Economic Research (NBER), USA, P.2.

على أن الفقاعات تحدث بسبب ما يسمى (تحيز التمثيل) والذي يفترض أن الناس يفرطون في الاعتماد على الماضي لدى وضع توقعاتهم حول المستقبل وهذا الأمر هو الذي دفع مشتري المنازل في الأزمة إلى الإفراط في الاعتماد على النمو السابق في أسعارها وهو مادفع بهم إلى القبول بأسعار الفائدة المرتفعة على قروضهم.

هذا لا يعني بأن الناس كانوا غير مدركين لحقيقة أنهم يعرضون أنفسهم لمخاطرة عالية، على العكس تماماً، إلا أنهم من خلال التلاعب بمعتقداتهم خدعوا أنفسهم بأنهم بمنأى عن الخطر وذلك من خلال إطفاء الصبغة العقلانية على سلوكهم اللاعقلاني. ولتوضيح هذا التفسير على أسس نفسية سنقوم بتفسيره وفق ما يسمى بعلم النفس بالتنافر المعرفي Cognitive dissonance وهو الشعور بعدم الارتياح الذي نشعر به عندما نقوم بعمل يتعارض مع صورنا الذاتية الإيجابية عادةً، ولإزالة هذا الشعور يقوم الناس بالتلاعب بمعتقداتهم. وأكبر مثال على ذلك ما يقوم به المدخن عادةً، حيث يسأل نفسه: طالما أنا إنسان عاقل فلماذا أقوم بعمل سيء لنفسي؟ ولتقليل هذا التنافر بإمكانه التوقف عن التدخين لكنه شيء صعب بالنسبة إليه ولذلك يلجأ إلى التلاعب بمعتقداته من خلال إقناع نفسه بأن التدخين ليس مضر للجميع كما يدعي البعض، وأكبر دليل على ذلك جاره البالغ من العمر ٨٥ عاماً والذي عاش طيلة حياته كمدخن ومازال بصحة جيدة لغاية اليوم^١.

إن التلاعب المعرفي ساعد الفاعلين في الأزمة المالية العالمية في وضع سلوكهم اللاعقلاني ضمن قالب عقلاني، وفيما يلي الأطراف الأساسية للأزمة والاعتقادات العقلانية لها:

١. **بنوك الاستثمار:** اعتقدت أن سلوكها عقلاني عندما سوقت قروضها بضمانات العقارات بمعدلات فائدة متغيرة، وشروط قانونية تحميها ضمن عقد البيع وكذلك عندما ورقت أو سندت تلك الديون دولياً، وتتبع عقلانيتها في هذا السلوك من توظيفها لأموالها لتحقيق أرباح إضافية في سوق متنامية، وهنا استغنت البنوك عن التحليل المالي والاقتصادي للمدينين، وعن تدعيم قرارات الائتمان بمؤشرات بسيطة لنوعية الائتمان، وذلك لكسب موقع تنافسي أكبر في سوق العقارات.

٢. **المستثمرون الدوليون:** سواء كانوا أفراداً أم صناديق استثمارية، أم مؤسسات، اعتقدوا أن سلوكهم عقلاني بشراء سندات الرهن العقاري لتنويع محافظهم الاستثمارية، لتعظيم عوائدهم وأرباحهم منها، كون تلك السندات مضمونة، ومدعومة بأصول عقارية ذات قيمة سوقية كبيرة، وصادرة عن مؤسسات مالية عريقة، وذات سمعة وخبرة كبيرة في مجال التمويل والإقراض، كما أنه كان باعتمادهم أنهم عقلانيون عندما رهنوا تلك السندات للاستدانة بضماناتها أيضاً.

٣. **شركات التأمين:** اعتقدت أن سلوكها عقلاني عندما وافقت على التأمين على سندات الرهن العقاري بأقساط شهرية يدفعها حامل السند لشركة التأمين لقاء التزامها بتعويضه عن تلك القيمة في حال أفلس

¹ Barberis, Nicholas. (2011), Op. Cit, P.4-8.

المصرف أو صاحب العقار كونها سندات مضمونة بالعقارات، وأصحابها هم مستثمرون ذوو سمعة، وملاءة.

٤. **المستهلكون الأفراد:** اعتقدوا أن سلوكهم عقلاني بشراء المنازل ضمن تسهيلات ائتمانية كبيرة تسمح لهم بذلك، وكونهم يحققون منفعة شخصية مباشرة من شراء المنزل.

٥. **البنك المركزي الأمريكي:** اعتقد أن سلوكه عقلاني عندما بدأ برفع معدلات الفائدة على الإقراض لضبط السيولة والإفراط في عمليات الإقراض المصرفي.

والنتيجة النهائية المترتبة على اعتبار كل لاعب اقتصادي من اللاعبين السابقين نفسه "لاعب عقلاني"، هي أزمة عمت قطاع المال وبدأت تنتشر بالاقتصاد كله، وتهدد بركود اقتصادي طويل، فالتفاعل بين "عقلانيين اقتصاديين على المستوى الجزئي" أدى إلى "لا عقلانية اقتصادية كلية"، ويتطابق سلوك الفاعلين الاقتصاديين أولئك مع نظرية "جمهور الملعب" التي تقول أنه في لحظات الحماس والاندفاع يقف كل صف من صفوف المتفرجين ليؤمن لنفسه أكبر قسط ممكن من المشاهدة (أي من المنفعة الذاتية الخاصة)، الأمر الذي يدفع بالصف الذي يليه لاتباع السلوك نفسه ليحقق المنفعة ذاتها من حضور المباراة، وبتتابع وقوف الصفوف وراء بعضها البعض يصبح من العسير على الجميع تحقيق المستوى نفسه من المشاهدة، والمتعة التي كانت محققة له قبل الوقوف، وبالتالي فإن محاولة كل فرد الوصول إلى أقصى منفعة ذاتية ممكنة أدى في النهاية إلى أن تتناقص المنفعة الكلية للمجموع^١.

يقول الاقتصادي الحائز على جائزة نوبل بول كروجمان من جامعة برينستون في مقال نشرته مجلة نيويورك تايمز تحت عنوان "كيف ارتكب الاقتصاديون خطأ فادحاً من هذا القبيل؟": "لم يكن في الاقتصاد شيء يشير إلى احتمال حدوث مثل ذلك النوع من الانهيار الذي حدث في خريف ٢٠٠٨ والسبب في ذلك هو أن خبراء الاقتصاد خلطوا بين الجمال المتشع بالرياضيات وبين الحقيقة. وعلى هذا فقد قدموا رؤية مثالية لاقتصاد حيث يتفاعل فيه الأفراد العقلانيين في سوق تتسم بالكمال. لكن المؤسف أن هذه الرؤية المطهرة للاقتصاد قادت أغلب الاقتصاديين إلى تجاهل كل الأمور التي كان من المحتمل أن تسوء وأدت إلى تغلب الأناقة على الحقيقة. لذا فقد بات لزاماً على خبراء الاقتصاد أن يتقبلوا أهمية السلوك غير العقلاني وغير المتوقع في كثير من الأحيان. وأن يتصدوا لأوجه القصور في السوق والتي كثيراً ما تتسم بالخصوصية. وأن يتقبلوا أن نشوء نظرية اقتصادية أنيقة شاملة لكل شيء ما زالت بعيدة المنال"^٢.

^١ أسد، أيهم: نقد عقلانية السوق، الأزمة المالية نموذجاً، ورقة عمل، مركز الإعلام العربي في دمشق، دمشق، سورية، ٢٠٠٨، ص. ٢-٣.

^٢ Krugman, Paul. (2009), How did economists get it so wrong?, online article on New York Times, p. 2.

١-٣-٢ - الفرضية الثانية: عدم كفاءة السوق

ارتكزت نظرية كفاءة السوق على أفكار نظرية السير العشوائي random walk theory التي أسس لقيامها عالم الرياضيات الفرنسي Bachelier Louis لويس باتشولييه عام ١٩٠٠ حيث أكد من خلال عمله وجود استقلالية إحصائية في سير عوائد الأسهم، بمعنى أن أسعار الأسهم كانت تسير وفق سلسلة عشوائية. وفي عام ١٩٣٨ كان " Williams Burr john " في عمله عن القيمة الحقيقية واحداً من الأوائل الذين حاولوا التعرف على ما تحمله أسعار الأسهم من معلومات محتملة، وجادل بأن أسعار الأسهم تعتمد على أسس اقتصادية. بينما كانت الفكرة المسيطرة قبل ذلك والتي اقترحها الاقتصادي الشهير جون كينز هي أن أسعار الأسهم مبنية على أساس المضاربة أكثر منها على أسس اقتصادية.

وفي عام ١٩٥٣ طرح الإحصائي البريطاني " Kendall Maurice " بحثه المثير للجدل بعنوان تحليل السلاسل الزمنية الاقتصادية الذي أجراه على العوائد الأسبوعية لمؤشر السوق البريطاني، وتوقع فيه أن يجد سلوكاً منتظماً لحركة الأسهم، لكنه لاحظ أن أسعار الأسهم تتبع سلوكاً عشوائياً ولا يمكن التنبؤ بها مستقبلاً. كذلك الأمر بالنسبة للبحث الذي أجراه " Roberts Harry " عام ١٩٥٩ والذي وجد نتائج مشابهة في مؤشر Dow Jones الصناعي.

في عام ١٩٦٥ قدم يوجين فاما " Fama Eugene " نتائجاً شاملة ليس فقط من حيث الاستقلالية الإحصائية بل أيضاً من حيث جدوى نتائج التحليل الفني تدعم فرضية السير العشوائي لأسعار الأسهم. حيث قام بدراسة معامل الارتباط لسلسلة أسعار أسهم مؤشر داو جونز الصناعي المكون من ٣٠ سهم، ووجد أن التغيرات اليومية لأسعار هذه الأسهم لها ارتباط ضئيل جداً ويقترب من الصفر، مما دفعه إلى استنتاج خاصية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية. تقوم هذه الخاصية على فكرة أنه إذا كان هنالك تدفق في المعلومات بدون عوائق إلى الأسواق المالية والمشاركين فيها، فإن أسعار يوم الغد ستعكس فقط أخبار الغد، وستكون مستقلة عن أسعار اليوم. هذا يعني أنه لا يمكن التنبؤ بأي تغير في أسعار الأوراق المالية بناء على معلومات اليوم. وحتى ذلك الوقت لم يكن قد تبلور بعد المعنى الحقيقي لأسعار الأسهم وارتباطها بأسس اقتصادية¹.

بعد ذلك قام Fama عام ١٩٧٠ بنشر بحثه الشهير "كفاءة سوق رأس المال: استعراض للنظرية و اختبار تجريبي" والذي شكل الإطار النظري لفرضية كفاءة السوق. تطور فيما بعد مفهوم كفاءة السوق تدريجياً، ليعبر السوق الكفاء عن السوق الذي يتصف بسرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه لأية معلومات جديدة، كما تعني كفاءة السوق أن سعر الورقة المالية في تلك السوق وفي تاريخ معين يعكس كافة المعلومات المتاحة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومة جديدة عن هذه الورقة ستعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحتها للمتعاملين في السوق.

¹Malkiel, Burton G. (2003), The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, Journal of Economic Perspectives, The American Economic Association, USA, Vol. (17), No. (1), P.59.

تفترض نظرية كفاءة السوق بأن المستثمرين هم أفراد عقلانيين بالمثل، وبالتالي فهم حكماً عقلانيين في خياراتهم الاستثمارية كذلك. وعلى فرض قام بعض المستثمرين بالتصرف على نحو غير عقلائي فإن أسعار الأسهم لن تتأثر بسلوكهم، ذلك كون تبادلاتهم ستلغي بعضها البعض بفعل السير العشوائي لأسعار الأسهم¹. من جهة أخرى فإنه وعلى فرض وتصرف البعض بطريقة غير عقلانية فإن تأثير سلوكهم على أسعار الأسهم سيتم تصحيحه من قبل أولئك المستثمرين العقلانيين².

انطلاقاً مما سبق نجد أن فرضية كفاءة السوق تتجاهل الجانب النفسي للمستثمر في عملية صنع القرار. وبالتالي فإنها غير قادرة على تقديم تفسير كامل لقرار المستثمر.

إضافة لما ذكرنا سابقاً فإن أسواق المال في الواقع ليست أسواقاً مثالية، وهذا يعود لوجود ما أطلقنا عليه اسم المستثمرون الجاهلون أو تجار الضوضاء (noise trader). مما يقتضي بالضرورة وجود المحكمين لأجل إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين والعودة بالسعر إلى قيمته الحقيقية، غير أن هذه العملية قد تكون محدودة الأثر بفعل الارتباط بين السلوكيات غير العقلانية للعامة (سلوك القطيع) التي تتفاقم، مما يضعف من قدرة المحكمين على إلغاء أثرها كما افترضت النظرية التقليدية، ويجعل التحكم بالسوق في يد الفئة العادية (تجار الضوضاء).

وعليه فإن هناك العديد من النقاط التي ارتكز عليها علم التمويل السلوكي في نقضه لنظرية كفاءة السوق، وفيما يلي نستعرض أهم تلك النقاط:

- **توفر المعلومات وإمكانية الوصول إليها:** وفقاً لنظرية كفاءة السوق فإن السوق تتسم بالكفاءة المعلوماتية، أي أنه بإمكان الأفراد الوصول إلى المعلومات المتاحة. وكنيجة لذلك فإنه من الصعب استغلال المعلومات المتعلقة بالاستثمار. هذا من الناحية النظرية، إلا أنه ومن الناحية العملية يعتبر من الصعب تحقيق ذلك. والسبب يرجع إلى عدة عوامل منها: روتين الحياة اليومية واختلاف أنماط الحياة الذي يفرض على الأشخاص أوقات فراغ متباينة وكذلك طرق مختلفة للوصول إلى المعلومات. كذلك فإن الحركة المتسارعة للأحداث عبر الزمن، العولمة، والعدد المتزايد من أساليب الاستثمار المتاحة جعل الناس غير قادرين على اللحاق بركب تلك التغيرات. هذا فضلاً عن أن المعلومات تتدفق عبر قنوات مختلفة (الانترنت - التلفاز - الإذاعة - الصحف...) الأمر الذي يجعل من الصعوبة على الأفراد استيعاب تلك المعلومات وتوضيحها لا سيما وأن معظم المشاركين في السوق لا يعتبروا مختصين في هذا المجال. هذا من جانب الوصول إلى المعلومات، أما من جانب توفر تلك المعلومات فإن فرضية الكفاءة تفترض توفر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، وهو الأمر الذي يعتبر نقطة الضعف الأخرى في النظرية، ذلك أن المعلومات تكون متاحة لمجموعة محددة من المستثمرين وهم (المضاربين) قبل وقت طويل من

¹ Lindhe, Emma. (2012), Herd Behavior in Stock Markets: A Nordic Study, Master's Thesis, Lunds University, Sweden, P.7.

² Shleifer, Andrei. (2000), Op. Cit, P.2.

أن تصبح متاحة لجمهور المتعاملين. لذلك فإن المستثمرين القادرين على الوصول لتلك المعلومات هم القادرين على الحصول على المنفعة منها دون سواهم. هذا وأنه بصرف النظر عن أهمية المعلومات يجب التركيز على كيفية إيصال تلك المعلومات من خلال الوسائل المحايدة كالصحف أو محلي السوق. وعليه فقد توصل علم التمويل السلوكي إلى نتيجة مفادها أن السوق غير كفء معلوماتياً.

- **التحليل الفني:** إن فرضية السوق الكفاء تنص على أن عملية الاستثمار يجب أن تترافق مع المعلومات والأسعار الحالية و لا يجوز أن تكون الرسوم البيانية والبيانات التاريخية المحور الأساسي الواجب التركيز عليه في البحوث أو الوسائل لتحقيق عوائد عالية. وهي بذلك تتناقض مع التحليل الفني الذي يفترض القدرة على التنبؤ باتجاه الأسعار من خلال دراسة بيانات السوق التاريخية.

وهنا يأتي الواقع العملي ليثبت أن افتراضات وأسس التحليل الفني مثل (التاريخ يكرر نفسه) و (الاقتصاد يدور في حلقة مفرغة) كان لها أكبر التأثير على الناس ولا سيما المستثمرين منهم الذين يعتمدون على دراسة السلوك السابق للأصل وتوقع الأثر المترتب عليه بالمستقبل. حيث نجد أن قراراتهم الاستثمارية في كثير من الأحيان لا تعتمد على دراسة العوامل الاقتصادية ومدى تأثيرها على الأصل، على العكس تماماً فإنهم يعتمدون على المنحنيات البيانية وكيف بإمكان الأحداث السابقة أن تعيد نفسها في الحاضر الأمر الذي يدل أن نظرية كفاءة السوق لم تحقق فرضيتها بما يتعلق في هذا الجانب.

- **مثالية السوق:** وفقاً لنظرية كفاءة السوق فقد تم النظر إلى المتعاملين في سوق المال أو الاستثمار على أنهم مجموعة موحدة اللون بمعنى أن لديهم صفات الاستثمار المشتركة، ويتخذون نفس الأساليب والمناهج في التبادلات وكذلك الأمر بالنسبة لمواقفهم تجاه في مختلف الحالات. في حين أن عوامل مثل: الجنس، الخبرة، تأثير العائلة والأصدقاء قد تم إقصاءها وتجاهل تأثيرها الكبير على القرارات الاستثمارية. الأمر الذي أكسب الأسواق صفة المثالية. في حين أن الواقع العملي يشير إلى عكس ذلك.

- **ظهور الفقاعات الاقتصادية:** تعتبر نظرية كفاءة السوق بأن السوق كفء والأفراد عقلانيين، وهو الأمر الذي يدعو للتساؤل طالما أنها كذلك ما السبب الذي أدى إلى نشوء الفقاعات الاقتصادية وانفجارها مراراً وتكراراً على مر التاريخ الاقتصادي الحافل بالنماذج على ذلك وقد سبق وأوردنا العديد من الأمثلة على تلك الفقاعات¹.

¹ Gupta, Ekanshi and others. (2014), Efficient Market Hypothesis V/S Behavioural Finance, IOSR Journal of Business and Management, Vol. (16), No. (4), P.58-60.

الخلاصة:

مما تقدم رأينا كيف باتت الأزمة المالية العالمية ساحة للسجال والجدل بين ما يسمى "بأقتصادي المياة العذبة" على النحو الذي تصوره كلية الاقتصاد بجامعة شيكاغو التي تجتاح أفكارها صانعي السياسة في الحكومة منذ أوائل الثمانينات والتي تسلم بنموذجية السوق وعقلانيته. وبين "اقتصادي المياة المالحة" التي أشارت أفكارهم على المزيد من الانفتاح تجاه الأفكار التي سادت في الثلاثينات من قبل جون مينارد كينز - ومفادها أن الاسواق الحرة تتصرف بشكل غير فعال في كثير من الأحيان، وكذلك فإن الناس والمؤسسات يتصرفون في كثير من الأحيان على نحو يفتقد للعقلانية ويسلكون طرقاً تتعارض مع مصالحهم الخاصة. الأمر الذي ساعدنا في شرح فرضيات علم التمويل السلوكي المتمثلة بعدم عقلانية الفرد، وعدم كفاءة السوق.

خاتمة الفصل الأول:

حاولنا من خلال الفصل الأول تقديم الإطار النظري لعلم التمويل السلوكي، سواء ذلك من خلال التعريف به كفرع مستقل في علم الاقتصاد والتمويل ومتابعة التطورات التي شهدتها عبر تاريخ الفكر الاقتصادي. وكذلك الأمر التعريف بأهم المفكرين الذين أسهموا من خلال أبحاثهم في تقديم رؤية حقيقية وأكثر واقعية لعملية اتخاذ القرار الاقتصادي، متبعة في ذلك عملية فرز لأولئك المفكرين ما بين قديم وحديث. بعد ذلك تم عرض مناهج علم التمويل السلوكي التي ساعدت في إيضاح جميع الأفكار الهامة التي تناولها هذا العلم، وكذلك تم توضيح أهمية النزعات الغرائزية أو ما اطلق عليه اسم العوامل السلوكية في مجريات الحياة الاقتصادية ذلك أنها تحد بشكل او بآخر من عقلانية الفرد الاقتصادية التي كانت الركيزة الأساسية للنظرية الاقتصادية التقليدية. بنهاية الفصل تم شرح الفرضيات التي قامت عليها نظرية علم التمويل السلوكي، والمتمثلة بعدم عقلانية الأفراد وعدم كفاءة السوق.

هذا لا يعني أن أفكار مدرسة شيكاغو لم تعد مفيدة، فبالرغم مما تعانيه النظرية النيوكلاسيكية من قصور وبالرغم من الانتقادات التي وجهت إليها، إلا أنه من غير المعقول والمنطقي إلغائها. بل على العكس فإن البعض يرى من النموذج السلوكي فرصة جديدة لإحياء النظرية النيوكلاسيكية بالاعتماد على أدوات النظرية السلوكية.

الفصل الثاني: أثر سعر الصرف ودوره في المحافظة على القوة الشرائية للعملة

ظهر سعر الصرف كأداة لربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي، ففي حين تتم تسوية المبادلات وعمليات التجارة ضمن الدولة الواحدة بالعملة المحلية، يجري التبادل مع الدول الأخرى بعملات مختلفة، وهذا أدى إلى ضرورة إيجاد آلية يتم بناءً عليها حساب القيمة التبادلية للعملات المختلفة، وتحويلها فيما بينها أثناء قيام المعاملات الاقتصادية والمالية والتجارية بين هذه الدول.

ويعتبر سعر الصرف عنصراً مؤثراً في العلاقات الاقتصادية الدولية ويلعب دوراً هاماً على مستوى النشاط الاقتصادي سواء في الإنتاج والتصدير والاستيراد والاستثمار وغيرها، وبالتالي يؤثر على مقدرة الاقتصاد التنافسية في معدلات النمو وفي وضعية ميزان المدفوعات ومعدلات التضخم... الخ. ولقد واكب التطورات الاقتصادية العالمية تطوراً ملحوظاً في أنظمة الصرف من التثبيت إلى المرونة، وفي النظريات المفسرة له، والعوامل المؤثرة عليه على المدى القصير والطويل.

و عليه سنقوم في هذا الفصل بالتعريف بمفهوم سعر الصرف وأشكاله، و من ثم دراسة أهم النظريات التي فسرت سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه على المدى الطويل والقصير، كذلك على كيفية تأثره بكل من الحروب والأحداث السياسية والإرهابية وكذلك بالشائعات.

٢-١ - أهمية سعر الصرف و دوره في تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي

٢-١-١ - مفهوم سعر الصرف:

يجسد سعر الصرف أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فضلاً عن كونه وسيلة هامة للتأثير على ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة المواد المستوردة، وبالتالي على التضخم والإنتاج والعمالة. وهو بالإضافة إلى ذلك يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية، فالسعر العالمي والسعر المحلي للسلعة مرتبطان من خلال سعر الصرف^١.

من جهة أخرى يعرف سعر الصرف على أنه "عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو هو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة المحلية"^٢. بعبارة أخرى هو عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى"^٣.

إضافة لما سبق فقد عرفه البعض بأنه "ثمن عملة دولة مقومة في شكل عملة دولة أخرى أو هو نسبة مبادلة عملتين"^٤.

كما يمكن تعريفه على أنه "سعر عملة بعملة أخرى أو هو نسبة مبادلة عملتين، فأحد العملتين تعتبر سلعة و العملة الأخرى تعتبر ثمناً لها^٥. وبالتالي يمكن القول أن سعر الصرف لعملة ما، هو عبارة عن سعر إحدى العملات بدلالة عملة أخرى والذي يتم على أساسه المبادلة.

مما تقدم يمكن أن نُقدم التعريف التالي : سعر الصرف هو عبارة عن عدد الوحدات من عملة معينة اللازمة للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى، و يقصد به عملية تحويل عملة أجنبية لعملة محلية أو تحويل عملة محلية مقابل عملة أجنبية أي سعر عملة بعملة أخرى بحيث تعتبر الأولى سلعة و الثانية ثمناً لها .

^١ قدي، عبد المجيد: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ٢٠٠٥، ص ١٠٣.

^٢ مطر ، موسى سعيد وشيقي ، نوري موسى و المومني، ياسر : التمويل الدولي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٦، ص ٤٣.

^٣ الطاهر، لطرش: تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ٢٠٠٣، ص ٩٦.

^٤ عوض الله ، زينب حسين : الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية الجديد، الجزائر، ٢٠٠٤، ص 44 .

^٥ شهاب، مجدي محمود و ناشد، سوزي عدلي: أسس العلاقات الاقتصادية الدولية ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2006، ص 129.

بعد توضيحنا لمفهوم سعر الصرف، لابد من معرفة طرق تسعير العملات، حيث تصنف وفقاً لما يلي:

- التسعير المباشر: هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، وهناك قلة من الدول التي تستعمل هذا النوع من التسعير كبريطانيا في مركزها المالي في لندن.

- التسعير غير المباشر: هو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، ومعظم الدول تستعمل هذه الطريقة في التسعير بما في ذلك سورية^١.

الآن وبعد استعراضنا لكل من مفهوم سعر الصرف و طرق تسعير العملات، نجد من الأهمية بمكان الانتقال لاستعراض أشكال سعر الصرف المختلفة.

^١ الطاهر لطرش: مرجع سابق، ص ٩٦.

تسعى الاقتصاديات العالمية إلى تحقيق الاستقرار النقدي لما له من دور هام في دفع الحركة الاقتصادية وفي تجنب الاقتصاد الآثار السلبية للتغيرات التي تعصف به، ويعتمد هذا الاستقرار النقدي بشكل رئيسي على استقرار سعر الصرف فإذا كان هذا السعر يتسم بالواقعية فإنه يخدم الأهداف الاقتصادية التي تتطلبها الدولة لتحقيقها، ويسهم في تحسن وضع الحساب الجاري لميزان المدفوعات والاستمرار في تعزيز احتياطات الدولة من العملات الأجنبية اللازمة لإدارة سعر الصرف إلى جانب دوره في تجنب الاقتصاد الوطني للضغوط التضخمية، بالإضافة إلى أن تغيره يؤثر على أسعار السلع الدولية المتاجر بها مقارنة بالسلع المحلية. ونتيجة لاختلاف أسعار هذه السلع بين الدول واختلاف معدلات التضخم أصبح ينظر بشكل رئيسي إلى قدرة أسعار الصرف على تنفيذ المعاملات الدولية وليس على تسمية السعر الرسمي المعلن في الدولة والذي تشتري وتباع به هذه السلع، وتبعاً لذلك ظهرت أشكال مختلفة لأسعار الصرف.

١. سعر الصرف الاسمي (NER) : Nominal Exchange Rate

يُعرف سعر الصرف الاسمي بأنه مقياس لقيمة عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر، حيث تتم عمليات شراء وبيع العملات حسب أسعار هذه العملات بين بعضها البعض. ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعاً للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما، كما وينقسم إلى سعر صرف رسمي، أي المعمول به فيما يخص المبادلات الجارية الرسمية، وسعر صرف موازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية. وهذا يعني إمكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة في نفس البلد.^١

يعرفه آخرون على أنه: "هو سعر عملة ما يُحدد عن طريق اللقاء بين العرض والطلب في سوق الصرف، وتكون العلاقة ثنائية إذا تم التبادل مع عملة واحدة فقط".^٢

وعادةً ما تلجأ الدولة إلى تحديد سعر صرف رسمي لعملتها لزيادة حجم صادراتها أو حتى دعم المستوردات من السلع وفي إعاقه بعض المعاملات التي يقوم بها القطاع الخاص في مجال الاستيراد، إلا أن استخدام سعر الصرف الرسمي يترافق أيضاً مع بعض العيوب كتحميل الاقتصاد تكاليف عديدة من خلال إساءة توزيع الموارد الإنتاجية.^٣ ولاشك أن سعر الصرف الاسمي هو محدد رئيسي "للثمن" المحلي للعملة الأجنبية، لكنه ليس المحدد

^١ عبد القادر، مراد: دراسة أثر المتغيرات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي: رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، ٢٠١١، ص ٤.

^٢ شوقي، طارق: أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية، رسالة ماجستير، جامعة الحاج لخضر، الجزائر، ٢٠٠٩، ص ٢٠.

^٣ بربور، مشهور: العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن: رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، ٢٠٠٨، ص ٦٣.

الوحيد، حيث يميل هذا السعر إلى التقلب تبعاً لظروف العرض والطلب، ويمكن تثبيت سعر الصرف الاسمي إذا حافظت السلطات على مستوى مستقر لسعر الصرف الرسمي إما عن طريق التدخل (بيع أو شراء العملات الأجنبية) في سوق الصرف أو عن طريق عدم السماح بتنفيذ المعاملات بالنقد الأجنبي إلا من خلال مؤسسة رسمية (مثل البنك المركزي) وبسعر محدد قانونياً^١.

٢. سعر الصرف الحقيقي (RER) : Real Exchange Rate :

يعد سعر الصرف الحقيقي مؤشراً يجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي و معدلات التضخم. حيث أن حدوث تغيير في سعر الصرف الاسمي، قد لا يعطي صورة كاملة عن مدى التغير الذي يحدث في القدرة التنافسية الدولية للبلد موضع الاهتمام، على سبيل المثال إذا حدث انخفاض في القيمة الاسمية للعملة بمعدل أقل من نسبة ارتفاع مستوى الأسعار قياساً إلى الوضع في دولة أخرى، فإن القدرة التنافسية للدولة المعنية قد تميل إلى الانخفاض بالرغم من حدوث انخفاض في سعر الصرف الاسمي^٢.

وتظهر العلاقة بين سعر الصرف الاسمي وسعر الصرف الحقيقي من خلال المعادلة التالية:

$$E = \frac{EP^*}{P}$$

(E): سعر الصرف الاسمي.

(P): مستوى الأسعار في البلد المحلي.

(P*): مستوى الأسعار في البلد الأجنبي.

حيث أن (E) يعكس الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية^٣.

تستعمل عدة مقاييس إحصائية لحساب سعر الصرف الحقيقي أهمها:

- المقياس الأول: الحساب الشائع والذي يعتمد على مؤشر أسعار الاستهلاك، إلا أنه يؤخذ عليه أنه يقيس القوة الشرائية للسلع الاستهلاكية فقط.

- المقياس الثاني: السعر النسبي للسلع القابلة للإنتاج P^T والسعر النسبي للسلع غير القابلة للإنتاج P^N .

^١ بوعلام، مولاي: سياسات سعر الصرف في الجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، ٢٠٠٥، ص ٣.
^٢ هالوود، سي بول- ماكdonald، رونالد: النقود والتمويل الدولي، ترجمة: حسني، محمود حسن، دار المريخ، الرياض، السعودية، ٢٠٠٧، ص ٥٥.
^٣ بلقاسم، العباس: سياسات أسعار الصرف، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط في الكويت، العدد ٢٣، الكويت، ٢٠٠٣، ص ٢.

- المقياس الثالث: قيمة الأجور النسبية والمحسوبة بالدولار والذي يستخدم لتقادي مشكلة المؤشرات النسبية التي تتغير من دولة لأخرى^١.

٣. سعر الصرف الاسمي الفعال (NEER) :Nominal Effective Exchange Rate

تشهد أسواق الصرف في بعض الأحيان ارتفاعاً في قيمة العملة المحلية مقابل إحدى العملات الأجنبية، وفي نفس الوقت تسجل انخفاضاً مقابل عملات أجنبية أخرى، وبناءً على ذلك يختلف مستوى الأهمية التجارية للدولة مع الدول الأخرى حيث تكون التغيرات في قيمة العملة المحلية مقابل الشركاء التجاريين الرئيسيين أكثر أهمية من تلك التي تحدث مع الشركاء التجاريين الأقل أهمية، ولهذا السبب تم تطوير ما يعرف بالرقم القياسي لأسعار الصرف الاسمية الفعالة.

وبذلك يمكن تعريف سعر الصرف الاسمي الفعال على أنه المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعال يساوي متوسط عدة أسعار صرف اسمية، وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة أو سلة من العملات الأخرى^٢.

إضافة للتعريف السابق يمكن تعريفه على أنه: سعر صرف يحسب بحسب الاعتماد على المتوسط المرجح لأسعار الصرف لدولة ما مقارنة بعملات مختلف شركائها التجاريين^٣. وحتى يعكس هذا السعر الأهمية النسبية لكل شريك يتم إدخال الشركاء التجاريين الرئيسيين للدول لحساب هذا المتوسط.

٤. سعر الصرف الحقيقي الفعال (REER) :Real Effective Exchange Rate

هو مؤشر تم تصميمه لقياس التغيرات في التكاليف في بلد ما أو الأسعار التنافسية في الأسواق العالمية حيث يبدأ هذا المؤشر بسعر الصرف الفعلي الاسمي ولكن يتم تعديله لمراعاة التضخم في الاقتصاد المحلي وبقية العالم^٤.

هذا وأنه يمكن بناء هذا المؤشر انطلاقاً من متوسط حصص الصادرات أو متوسط حصص الواردات، أو متوسط الاثنين معاً. و هو يعطي قياس لسعر الصرف الحقيقي المتعدد و يعرف كذلك تحت اسم سعر

^١ بلقاسم، العباس: المرجع السابق، ص ٥.

^٢ قدي، عبدالمجيد: مرجع سابق، ص ١٠٥.

^٣ طارق، شوقي: مرجع سابق، ص ٢٠.

^٤ جعفري، عمار: إشكالية اختيار نظام الصرف الملازم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، ٢٠١٢، ص ١٨.

الصرف الحقيقي المرجح تجارياً أو بكل بساطة سعر الصرف الفعلي. أي أن سعر الصرف الحقيقي الفعلي هو المتوسط الهندسي المنقل لسعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية ما بين الدول المتعاملة تجارياً^١. ويمكن احتساب مؤشر سعر الصرف الحقيقي الفعال من خلال المعادلة التالية^٢:

$$E_{xr} = E_{xn}(P^d / P^f)$$

حيث:

E_{xr} : سعر الصرف الحقيقي الفعال.

E_{xn} : سعر الصرف الاسمي الفعال.

P^d : الرقم القياسي لأسعار الدولة المحلية.

P^f : الرقم القياسي لأسعار الشركاء التجاريين الرئيسيين.

الخلاصة:

تعرفنا من خلال المبحث السابق على مفهوم سعر الصرف، وقدما تعريفه من وجهة نظر العديد من الباحثين في هذا المجال. الأمر الذي مهد للتعرف بشكل مفصل على أشكال سعر الصرف. حيث وجدنا أن هناك عدة أشكال لسعر الصرف مثل سعر الصرف الاسمي، سعر الصرف الحقيقي، سعر الصرف الاسمي الفعال، سعر الصرف الحقيقي الفعال. وحددنا القواسم المشتركة فيما بينها وكذلك نقاط الاختلاف. الأمر الذي يوفر الخلفية الضرورية للبحث في النظريات المفسرة لسعر الصرف سواء في الأجل الطويل أم في الأجل القصير، وذلك من خلال المبحث القادم.

^١ عبد الجليل، هجيرة: أثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، ٢٠١١، ص ٣٣.

^٢ العروق، حنان: سياسة سعر الصرف والتوازن الخارجي، رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، ٢٠٠٥، ص ٦٣.

٢-٢ - النظريات المفسرة لسعر الصرف

٢-٢-١ - النظريات المفسرة لسعر الصرف على المدى الطويل

أولاً- نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP purchasing power parity)

- ماهية نظرية تعادل القوة الشرائية:

يعود تقديم أو نشأة نظرية تعادل القوة الشرائية إلى ريكاردو (Ricardo) (1817)، حيث تدافع هذه النظرية عن فكرة مفادها أن: " قيمة العملة هي نفسها في كل مكان ". ليأتي بعده الاقتصادي السويدي غوستاف كاسل Gustav Cassel (١٩١٦) ليطور هذه النظرية عندما أصدر كتاباً بعنوان " النقود وأسعار الصرف الأجنبي " وذلك بعد أن تخلت الدول عن قاعدة الذهب وطرحت مشكلة تحديد أسعار التعادل بين مختلف العملات. ويرى كاسل أن سعر أية عملة يتحدد وفقاً للقوة الشرائية لهذه العملة في السوق المحلية مقارنة بقوتها الشرائية الخارجية، أي أن العلاقة بين عملة دولة معينة وعملة أي دولة أخرى تتحدد وفقاً للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كل من الدولتين. أو بعبارة أخرى فإن سعر الصرف الحقيقي لأي من العملتين يساوي النسبة بين القوة الشرائية للعملة في السوق المحلي والقوة الشرائية للعملة في الأسواق الخارجية. وهي امتداد لقانون السعر الواحد^١، والذي ينص على أن المنتجات المتماثلة يجب أن تباع بنفس السعر في البلدان المختلفة بغض النظر عن البلد المنتج لها^٢. وذلك في حالة أن الأسواق الدولية خالية من الحواجز الرسمية للتجارة (التعريفات) وتكلفة النقل.

ولقد تم اللجوء إلى نظرية تعادل القوة الشرائية لأن قانون السعر الواحد يطبق على السلع الفردية بينما نظرية تعادل القوة الشرائية تطبق على المستوى العام للأسعار المركب من سلة السلع الداخلة في التبادل^٣.

وتفترض النظرية أن تغيرات سعر الصرف ترجع إلى تغير القوة الشرائية المحلية بينما لا تؤثر تغيرات سعر الصرف في القوة الشرائية المحلية، أي أن العلاقة السببية هي في تغير القوة الشرائية المحلية وما يترتب عليها من تغير في سعر الصرف^٤.

¹Rogoff, Kenneth. (1996), The Purchasing Power Parity Puzzle, Journal of Economic Literature, American Economic Association, USA, Vol. (34), No. (2), P.649.

² Hubbard, R.Glenn and Patrick O'brin, Anthony. (1994), Money, banking and the financial system, Pearson Education, USA, 3rd edition, P.232.

³Krugman, paul R.and others. (2015), International Economics Theory & Policy, Pearson Education, USA, P387.

^٤ بوعلام، مولاي: مرجع سابق، ص ٢١.

إضافة لما سبق فإن الأساس النظري لهذه النظرية يتمثل في أن أسعار الصرف بين أي بلدين سوف تتعدل لتعكس التغيرات في مستويات السعر للبلدين^١. أي أن أسعار الصرف في الفترة الطويلة يجب أن تكون في المستوى الذي يجعل من الممكن شراء نفس الكمية من السلع و الخدمات بالكمية المكافئة لعملة أي بلد.

- فرضيات نظرية تعادل القوة الشرائية:

قامت هذه النظرية على ثلاث فرضيات رئيسية:

- الفرضية الأولى: الأسواق هي مثالية، غياب الرقابة على عمليات الصرف وكذلك على تكلفة الصفقات والضرائب.
- الفرضية الثانية: أسواق السلع والخدمات هي مثالية، حركة السلع والخدمات حرة ودون تكلفة النقل والرسوم الجمركية، كما أن المنتجات المحلية والأجنبية هي متجانسة، كذلك لا يوجد هناك احتكار للسوق.
- الفرضية الثالثة: يوجد منتج استهلاكي واحد في كل الدول، وفي حال وجود عدة منتجات، فلا بد أن يتم استهلاك نفس سلة هذه المنتجات، كما أن المنظومة الاستهلاكية للمتعاملين الاقتصاديين هي نفسها في كل الدول (نفس السلوكيات ونفس الأذواق الاستهلاكية)^٢.

- صور نظرية تعادل القوة الشرائية:

لنظرية تعادل القوة الشرائية صورتان، صورة مطلقة وصورة نسبية.

أ- الصورة المطلقة لنظرية تعادل القوة الشرائية Absolute P.P:

تعتبر هذه الصيغة امتداد لقانون السعر الواحد Law of one price الذي يفترض أن السوق سوق منافسة كاملة، تغيب عنه الحواجز الجمركية أمام حركة السلع والخدمات، إضافة إلى أن المعلومات تامة الانتقال، وتتوفر سوق دولية في ظل المنافسة الكاملة، فضلاً عن تجانس السلع في كل البلدان.

ونفترض الصيغة المطلقة للنظرية بأن سعر الصرف بين عملتين عبارة عن النسبة بين مستوى الأسعار في كل من الدولتين، أي أن القوة الشرائية لعملة الدولة الأولى تكون مماثلة لقوتها الشرائية في الدولة الثانية، وعلى هذا الأساس إذا ما ارتفعت الأسعار المحلية في دولة ما مقارنة بشركائها التجاريين فإن سعر صرف عملة هذه الدولة يجب أن يتم تخفيضه حتى يتحقق تعادل القوة الشرائية^٣.

¹Mishkin, Frederic S. (2016), The Economics of money, banking and financial markets, Pearson Education, USA, P.439.

^٢ طارق، شوقي: مرجع سابق، ص ٢١.

^٣ خضر، زاهر: تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، ٢٠١٢، ص ٣٥.

إضافةً لما سبق فإنه وفق هذه الصورة فإن سعر صرف العملة مقوماً بوحدات من عملة أخرى، يتوقف على القوة الشرائية للعملة، كل عملة في بلدها، ومنه يتحدد سعر الصرف بإيجاد النسبة بين مؤشرات الأسعار - الأرقام القياسية للأسعار - في البلدان المختلفة، ويكون سعر صرف أي عملة يساوي النسبة بين مؤشري الأسعار في بلدي العملة. وهذا ما يمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية^١:

$$E = P/P^*$$

حيث أن:

P: مستوى السعر المحلي.

P*: مستوى السعر الأجنبي.

وتؤدي هذه المعادلة إلى نتيجة أخرى وهي توحيد أسعار السلع والخدمات في مختلف البلدان، أي أن مستوى السعر المحلي يساوي ناتج سعر العملة الأجنبية مقوماً بالعملة المحلية مضروباً بمستوى السعر الأجنبي، بحيث تكون المعادلة كالتالي:

مؤشر الأسعار المحلية = سعر الصرف × مؤشر الأسعار الأجنبية

هذا و أن الصورة المطلقة لنظرية تعادل القوة الشرائية تقوم على الفرضيات التالية:

- ✓ عدم وجود تكاليف النقل.
- ✓ لا توجد عوائق للتبادل (لا وجود لتعريفات أو أية قيود على حرية تدفق التجارة الدولية).
- ✓ يجب أن يكون لدينا تجانس كامل بين السلع المحلية والأجنبية (فرضية الاستبدال التام).
- ✓ وجود المنافسة التامة، أي لا وجود للاحتكار^٢.

لكن بالإضافة إلى انتشار نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة إلا أنها لاقت انتقادات تتمثل بصعوبة إلغاء تكاليف الحصول على المعلومات وتكاليف انتقال السلع بين الأسواق.

^١ علة، محمد: الدولار ومشاكل عدم استقرار النقد وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، الجزائر، ٢٠٠٢، ص ٦٤.

^٢ صحراوي، سعيد: محددات سعر الصرف: دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية و النموذج النقدي في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، ٢٠٠٩، ص ٦٥.

ب- الصورة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية Relative P.P.P:

ظهرت نظرية تعادل القوة الشرائية النسبية نتيجة للانتقادات التي لاقتها نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة. حيث اهتمت هذه الصيغة بتحديد سعر الصرف التوازني من خلال إدراج مؤشر التضخم، حيث يعمل سعر الصرف الاسمي على إلغاء فوارق التضخم بين البلدين^١.

هذا وأن هذه النظرية تفترض أن التغير في سعر الصرف عبر فترة من الزمن يجب أن يكون متناسباً مع التغيرات النسبية في الأسعار في كل من الدولتين عبر نفس الفترة من الزمن^٢. كما وأنه تراعي النظرية في صورتها النسبية التغيرات التي تحدث لسعر الصرف التوازني من وقت لآخر. فحسب النظرية يتحقق سعر التوازن عندما يتساوى معدل التغير في سعر الصرف مع معدل التغير في النسبة بين الأسعار. وإذا وجدت معدلات مختلفة من التضخم المحلي فإن سعر الصرف سيتحرك حتى تتساوى الفروق بين هذه المعدلات. ووفق هذه الصورة، فإن أي ارتفاع في مستوى الأسعار الداخلي لا يتبعه ارتفاع في مستوى الأسعار الدولي، سينعكس على قيمة العملة الخارجية، بنفس مقدار ارتفاع الأسعار.

إضافة لما سبق فإن النظرية النسبية تنص على أن سعر التوازن يتحقق عندما يتساوى فارق التضخم بين أسواق السلع المحلية والخارجية مع التغير في سعر الصرف. ويمكن أن يعبر جبرياً عن هذه النظرية كمايلي:

$$\frac{\text{سعر الصرف الجديد}}{\text{سعر الصرف القديم}} = \frac{\text{الرقم القياسي للأسعار في الدولة المحلية}}{\text{الرقم القياسي للأسعار في الدولة الأجنبية}}$$

$$\frac{IP_D}{IP_E} = \frac{E_{t1}}{E_{t0}}$$

E_{t1} : سعر الصرف الجديد (فترة t1)

E_{t0} : سعر الصرف القديم (فترة t0)

IP_E : مؤشر الرقم القياسي للأسعار في الخارج

IP_D : مؤشر الرقم القياسي للأسعار في الداخل

وقد أثبتت الدراسات أهمية هذه النظرية في تحديد سعر الصرف وأنه يجب استخدامها بحذر عند قياس تخفيض أو زيادة قيمة العملة. بالإضافة إلى قدرتها على عكس الصدمات النقدية داخل الاقتصاد على

^١ خضر، زاهر: مرجع سابق، ص ٣٦.

^٢ صحراوي، سعيد: مرجع سابق، ص ٦٦.

الأسعار بنفس النسبة وبدون تغيير. وأدت إلى تفسير تحركات سعر الصرف في الأجل الطويل خاصة عند اختلاف معدلات التضخم السائدة في الدول بدرجة كبيرة. كما أدت دوراً في إبراز العلاقة بين مستويات الأسعار في مختلف الدول وأسعار الصرف ما بين عملاتها في ظل نظام حرية الصرف^١.

- الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية:

على الرغم من أن نظرية تعادل القوة الشرائية تعطي بشكل عام تنبؤات صحيحة حول التحركات في أسعار الصرف على المدى البعيد، إلا أنها لم تستطع تفسير التحركات في أسعار الصرف على المدى القصير وقد تعرضت لانتقادات عديدة منعته من أن تكون تفسيراً كاملاً لأسعار الصرف وأبرز هذه الانتقادات:

- صعوبة تركيب الأرقام القياسية للأسعار، فالكثير من السلع لا تدخل في نطاق التجارة الدولية وبالتالي فإن أسعارها لا تؤثر على تحركات سعر الصرف.
- إن تقلبات سعر الصرف لا تخضع للميزان التجاري فقط وإنما لحركات رؤوس الأموال والاستثمارات الدولية الطويلة والقصيرة الأجل.
- أن القدرة التنافسية في مجال التجارة الدولية لا تتوقف على سعر السلعة فقط، وإنما يوجد عوامل أخرى هامة مثل الأذواق، القيم، العادات، المستوى الثقافي، خدمات ما بعد البيع، دقة مواعيد التسليم، ... الخ.
- تهمل مرونة الدخل ومرونة الطلب السعرية على الصادرات والواردات^٢.
- اختلافات أساليب قياس التضخم حسب نوع الأسعار المعتبرة : أسعار استهلاك، أسعار الإنتاج، أسعار الصادرات و الواردات.....الخ.
- هناك مشكلة في تمييز المتغير التابع من المتغير المستقل، ذلك أن النظرية تفترض مستوى الأسعار هو المتغير المستقل و أن سعر الصرف هو المتغير التابع. إلا أنه يمكن أن نلاحظ بأن التغيرات في أسعار الصرف تؤدي إلى إحداث تغيرات في مستوى الأسعار والأزمة السورية خير مثال على ذلك^٣.

^١ محمد، علة: مرجع سابق، ص ٦٥.

^٢ عناني، السعيد: آثار تقلبات سعر الصرف وتدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهتها - حالة مؤسسة الملح بسكرة، رسالة ماجستير، جامعة الحاج لخضر - باتنة، الجزائر، ٢٠٠٦، ص ٤٧.

^٣ هرmez، نور الدين و قنوع، نزار: الاقتصاد الدولي، جامعة تشرين، مركز التعليم المفتوح، سورية، ٢٠٠٨، ص ٢٥٩.

إلا أنه وعلى الرغم من هذه العيوب تعتبر هذه النظرية من الجهود العلمية التي يمكن الاعتماد عليها في تحديد اتجاهات سعر الصرف بالنسبة إلى تغيرات مستويات الأسعار عند حدوث اضطرابات نقدية دولية. ويرى العديد من الكتاب بأن فعالية هذه النظرية تكون في المدى الطويل خاصة بعد الدراسات الإحصائية كالتى أجريت في الفترة ما بين ١٩٥٧ إلى ١٩٧٦ والتي خصت ٢٥ بلداً غير اشتراكي بالاعتماد على مؤشرات أسعار الاستهلاك ومعدلات الصرف نهاية كل شهر مع نقص معطيات بعض الدول (الدانمارك بعد عام ١٩٦٦ والأرجنتين والبرازيل و إندونيسيا) وقد أوضحت هذه الدراسة أن:

- فوارق التضخم وتعديل سعر الصرف يسلكان نفس الاتجاه ومن نفس الإشارة.
- تم ملاحظة أن تغيرات الصرف لبعض الدول ذات العملة القوية (سويسرا، ألمانيا وهولندا...) كانت أكبر حتى من فوارق التضخم^١.

ثانياً- نظرية تعادل أسعار الفائدة The Theory of Interest-Rate Parity

- ماهية نظرية تعادل أسعار الفائدة:

بدأ جون مينارد كينز (J.M.Keynse) منذ العام ١٩٢٣ باستكشاف العلاقة الموجودة بين سعر الصرف وسعر الفائدة، حيث أخذ بعين الاعتبار مسألة تكون سعر الصرف الآجل ووضع على ضوء ذلك علاقته الشهيرة لتكافؤ أسعار الفائدة. حيث تسعى نظرية تعادل أسعار الفائدة للكشف عن الترابط الموجود بين السوق النقدي الوطني وسوق الصرف، من خلال المبدأ المتمثل في أن تغير معدلات الفائدة في بلدين لا بد وأن يؤثر في نسبة تغير سعر الصرف، فأي اختلاف بين معدلات الفائدة بين بلدين ينتج عنه إما تحسن أو تدهور للعملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية^٢.

وبناءً عليه فإن معدل التدهور أو التحسن في عملة ما اتجاه عملة أخرى إنما يرجع حسب هذه النظرية إلى التباين في معدلات الفائدة فالرفع من سعر الفائدة يؤدي إلى تنشيط حركة رؤوس الأموال نحو هذه الدولة بقصد الاستثمار، بمعنى أنه في حال كان سعر الفائدة المطبق هو أعلى منه في الدول الأخرى فيزداد الطلب الأجنبي على العملة المحلية ومنه ارتفاع قيمة العملة المحلية ويحدث العكس تماماً عند انخفاض سعر الفائدة. بعبارة أخرى نظرية تعادل معدلات الفائدة تشير إلى أن معدل تأخير الاستلام ومعدل تأجيل التسليم

^١ عناني، السعيد: مرجع سابق، ص ٤٧.

^٢ خضر، زاهر، ٢٠١٢: مرجع سابق، ص ٣٧.

لعملة أجنبية يجب أن يعكس فروق معدلات الفائدة بين البلدين بمعنى أن أسعار الصرف الآجلة للعملات الأجنبية تتغير وتعديل على أساس تعادل معدلات الفائدة^١.

- أسعار الصرف المحددة لهذه النظرية:

أ- **سعر الصرف العاجل Spot exchange rate**: وهو السعر الذي يتعلق بالتسليم المباشر حسب السعر المتفق عليه وعادات السوق وكفاءة الاتصالات ويمكن أن يحدث تأخير زمني لمدة يومين بين سعر الشراء وسعر البيع.

ب- **سعر الصرف الآجل Forward exchange rate**: ويقصد بهذا السعر تبادل عملة دولة معينة بعملة دولة أخرى، حيث يتم التسليم في وقت لاحق حسب السعر المتفق عليه، ويتراوح وقت التسليم بين ٢٠ - ٩٠ يوماً أو أكثر من ذلك ويحدد سعر الصرف الآجل وفقاً للصيغة الرياضية التالية:

$$sf1 = \frac{Cc(r2 - r1)}{1 + r1} + Cc$$

حيث أن:

Sf1: سعر الصرف الآجل.

Cc: سعر الصرف العاجل.

r1: سعر الفائدة في البلد المحلي.

r2: سعر الفائدة في البلد الأجنبي^٢.

- الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل سعر الفائدة:

هناك العديد من الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية لعل أبرزها:

- المحكمون لا يقدمون كثيراً على معدلات الفائدة دون سواها في عملياتهم.
- إمكانية وجود حواجز على حركة انتقال رؤوس الأموال في حالة الرقابة على الصرف.
- أسعار الفائدة تشكل عاملاً واحداً مهماً ولكن هناك عوامل أخرى مؤثرة كالسيولة مثلاً.
- المضاربة يمكن أن تحدث آثاراً تذبذبية^٣.

^١ أعمار، جعفري: مرجع سابق، ص ٣١.

^٢ أخضر، زاهر: مرجع سابق، ص ٣٧-٣٩.

^٣ أعمار، جعفري: مرجع سابق، ص ٣٢.

ثالثاً - نظرية كمية النقود Quantity theory of money:

- ماهية نظرية كمية النقود:

تركز هذه النظرية عند الكلاسيك على أهمية عرض النقود، في حين تهتم النظرية النيوكلاسيكية بالطلب على النقود وتأثيره على الكمية المعروضة في التداول. كما أن النظريتين تؤكدان على أن المستوى العام للأسعار عبارة عن دالة في كمية النقود.

هذا وأن نظرية كمية النقود تقوم على مطابقة حسابية أساسها أن أي مبادلة تجري بين البائع والمشتري تتطلب استبدال النقود بالسلع أو الخدمات أو الأوراق المالية. ويترتب على ذلك حقيقة مفادها أن قيمة النقود يجب أن تساوي قيمة السلع أو الخدمات أو الأوراق المالية التي تم تبادلها بالنقود. ففي أي لحظة من الزمن يجب أن تتساوى قيمة السلع والخدمات والأوراق المالية مع عدد المعاملات في تلك اللحظة (T) مضروباً في معدل سعر المعاملات (p) وعليه فإن (PT) ستكون مساوية إلى قيمة التدفق الذي يتمثل في كمية النقود (M) مضروباً في سرعة تداول النقود (V) ويتم التعبير عن هذه المطابقة كالتالي^١:

$$MV = P * T \quad (1)$$

حيث:

M: ترمز إلى كمية النقود المعروضة في لحظة زمنية معينة، يتحدد مقداره من طرف البنك المركزي.

T: ترمز إلى كمية المبادلات من السلع والخدمات في نفس اللحظة الزمنية، وهي دالة في مستوى الدخل (ثابتة في الأمد القصير).

P: ترمز إلى المستوى العام للأسعار.

V: ترمز إلى سرعة دوران النقد، وهي ثابتة ومستقلة عن باقي المتغيرات الأخرى M، P، T

ويكون مستوى السعر كالتالي:

$$P = \frac{MV}{T} \quad (2)$$

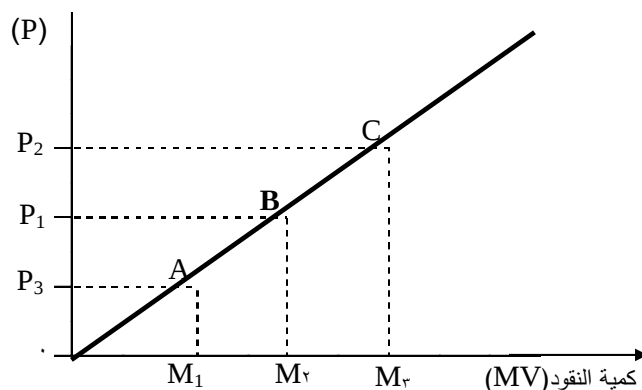
^١ كنعان، علي: النقود والصيرفة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، ٢٠١٢، ص ٩٢.

من المعادلة رقم (٢) يظهر أن مستوى السعر يعتمد على كمية النقود، وأن التغير في السعر يكون بمقدار التغير في كمية النقود، أي أن السعر يتضاعف إذا تضاعفت كمية النقود، مع ثبات كل من T, V ^١.

فإذا زادت كمية النقود المعروضة مع ثبات سرعة التداول وعدد المعاملات، فإن هذه الزيادة تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام لأسعار السلع والخدمات، وبالتالي ينعكس ذلك على سعر صرف العملة، أي أن زيادة كمية النقود أدت إلى انخفاض سعر صرف العملة. ومثال ذلك ما حدث في انكلترا حيث أن الزيادة في كمية النقود المتبادلة أدت إلى ارتفاع الأسعار مما أدى إلى ضعف قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية وبالتالي حدوث عجز في ميزان مدفوعاتها، مما اضطرها إلى القيام بتخفيض الجنيه الإسترليني عن قيمته الاسمية. كذلك الأمر بالنسبة لما حدث في مصر (١٩٣٩ - ١٩٤٥) حيث كان معدل الزيادة في مستوى الأسعار يقارب معدل الزيادة في كمية النقود^٢. ويعبر عن النظرية بيانياً بالشكل أدناه رقم (٢-٢-١).

الشكل رقم (٢-٢-١) العلاقة بين كمية النقود ومستوى الأسعار

مستوى الأسعار



المصدر: كنعان، علي: النقود والصيرفة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، ٢٠١٢، ص

٤٦٦

^١ مراد، عبد القادر: مرجع سابق، ص ١٣.

^٢ حسون، سمير: الاقتصاد السياسي في النقود والبنوك، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ٢٠٠٤، ص ٥٠.

أما في حال نقصان كمية النقود المعروضة، فيحدث العكس أي تقل تكاليف الصادرات، ومنه زيادة الطلب على السلع والخدمات مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية وأخيراً ارتفاع سعر الصرف بسبب زيادة الطلب على العملة.

مما تقدم نستنتج بأن الزيادات المفرطة في عرض النقود تترتب عنها مستويات عالية من التضخم، وتنعكس على ميزان المدفوعات مخلفة أوضاعاً مختلفة، وهو ما يتطلب تغيير سعر الصرف تماشياً مع المستوى العام للأسعار الجديدة^١.

- الانتقادات الموجهة لنظرية كمية النقود:

ظهرت الانتقادات الواقعية لهذه النظرية في فترة الكساد الكبير (١٩٢٩-١٩٣٣) ومن أهم الانتقادات الموجهة لها :

- لا يمكن اعتبار التغيرات في مستوى الأسعار تعتمد على التغيرات في كمية النقود وبالتالي، فإن التغيرات الحاصلة في سعر الصرف لا يمكن ربطها بهذه التغيرات فقط، وكمثال على ذلك المارك الألماني لم تتأثر قيمته خلال الحرب العالمية الأولى رغم الزيادة الكبيرة في كمية النقود ومعدل دورانها وارتفاع مستوى الأسعار.
- يرى كينز أن الزيادة في كمية النقود لا أثر لها أكثر من مجرد زيادة الطلب على النقود عندما تسود حالة الكساد، ويقع الاقتصاد في نطاق مصيدة السيولة. وفي هذه الحالة لا يمكن للسياسة النقدية التأثير على مستوى الأسعار^٢.
- إن سرعة تداول النقد ليست ثابتة كما افترضت النظرية، فهي تخضع للحالة النفسية للمنتج والمستهلك وبالتالي فهي عرضة للتغير، ومثال ذلك ما حدث في الصين (١٩٣٧-١٩٤٧) حيث ارتفعت الأسعار بمعدلات أسرع بكثير من الزيادة في كمية النقود نتيجة الزيادة السريعة والكبيرة لسرعة دوران النقود في تلك الفترة والناجمة عن الانخفاض في التفضيل النقدي للأفراد^٣.
- يرجع الكلاسيكيون حجم المبادلات إلى نظرية التشغيل الكامل، في حين أن الواقع يشير إلى تأثرها بالأوضاع الاقتصادية.

^١مراد، عبد القادر: مرجع سابق، ص ١٣-١٤.

^٢مراد، عبد القادر: مرجع سابق، ص ١٤.

^٣حسون، سمير: مرجع سبق سابق، ص ٥١.

- إن ارتفاع الأسعار لا يعود بالضرورة إلى زيادة الكمية النقدية أولاً، فقد ترتفع الأسعار نتيجة توقعات المنتجين أو المستهلكين^١.

رابعاً- نظرية ميزان المدفوعات (الأرصدة) Balance of Payments Theory

- ماهية نظرية ميزان المدفوعات:

- ترتكز هذه النظرية في تحديد سعر الصرف على نتيجة ميزان المدفوعات للدولة ويشترط لتحقيقها ما يلي:
- تقدير النتيجة النهائية لميزان العمليات الجارية في أقرب فترة ممكنة، وآثار التغيرات الدولية في الناتج والتوظيف في الفترة قصيرة الأجل.
 - تقدير النتيجة النهائية لميزان المدفوعات في حالة الاضطرابات النهائية.
 - تقدير التغير الضروري في سعر الصرف.
- ففي حالة تحقيق الدولة فائضاً في ميزان مدفوعاتها يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على العملة مقابل العملات الأجنبية وبالتالي ارتفاع سعر صرف عملتها مقابل العملات الأخرى، مما ينجم عنه ضعف في القدرة التنافسية في الأسواق الدولية، وبالتالي انخفاض الطلب على سلع هذه الدولة، وانخفاض صادراتها وزيادة وارداتها مما يؤدي إلى انخفاض سعر صرفها.
- أما عندما تحقق الدولة عجزاً في ميزان مدفوعاتها فإن الآلية السابقة نفسها تعمل لكن باتجاه معاكس، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة الكمية المعروضة من العملة الوطنية وانخفاض سعر صرفها مقابل العملات الأجنبية الأمر الذي يؤدي إلى زيادة صادراتها وانخفاض وارداتها مما يؤدي إلى تحسن وضع ميزان المدفوعات وارتفاع سعر صرف العملة من جديد.
- وبناءً على هذه النظرية يمكن لسعر الصرف المساهمة في معالجة الاختلالات الحاصلة في ميزان المدفوعات للدولة (العجز أو الفائض)، وذلك من خلال تخفيض أو زيادة سعر الصرف^٢.

^١ سنقر، عبد الرحيم: النقد وتطوره التاريخي، دار كنعان للدراسات والنشر، دمشق، سورية، ١٩٩٨، ص ١٠٠.

^٢ علة، محمد: مرجع سابق، ص ٦٩.

٢-٢-٢ - النظريات المفسرة لسعر الصرف على المدى القصير

- نظرية تجار الضوضاء Noise Trader Theory:

تم طرح مصطلح تجار الضوضاء Noise Traders من قبل albert kyle * (١٩٨٥)، ثم ما لبث أن أصبح إلى حد ما من العناصر الأكثر شهرة في نماذج دراسة أسواق الصرف^١. كذلك فقد درس كلاً من Frankel and Froot (١٩٩٠) نماذج أسواق سعر الصرف التي تضم تجاراً يتسمون بالعقلانية غير التامة أو يستخدمون مبادئ غير مرتكزة إلى أساسيات الاقتصاد في عمليات المبادلة التي يقومون بها^٢.

إضافة لما سبق فهناك دراسة قام بها كل من Krugman and Miller (١٩٩٣) وضحا فيها بأن العلاقة بين سعر الصرف وأساسيات الاقتصاد الكلي هي علاقة غير منتظمة بمعنى أنه حتى لو كانت أساسيات الاقتصاد الكلي من المفترض أن تؤدي إلى تحسن في قيمة العملة إلا أن العكس من الممكن أن يحدث (تدهور العملة) وذلك مرده إلى دخول تجار الضوضاء إلى سوق الصرف وقيامهم بأثر معاكس عليه^٣.

كذلك فقد حلل Hau (١٩٩٨) الدخول غير المشروط للتجار الذين يحملون توقعات ضوضائية Noisy expectations إلى سوق الصرف الأجنبي، ليجد بأن التأثير المؤقت لتلك التوقعات من الممكن أن ينتج عنه تقلبات أعلى في سعر الصرف مع وجود عدة توازنات^٤. ولعل الدراسة الأبرز كانت تلك التي قدمت من قبل Jeanne and Rose (٢٠٠٢) حيث قدمت هذه الدراسة نموذجاً لنظام سعر الصرف يبتعد عن المقاربة التقليدية وذلك بإدخالهم لمفهوم تجار الضوضاء - أولئك التجار الذين يعتمدون على أهوائهم وعواطفهم بدلاً من اعتمادهم على المتغيرات الاقتصادية- في هذا النموذج. وضحا كذلك من خلال دراستهم بأنه بإمكان سياسة سعر الصرف تقليل تذبذب سعر الصرف وذلك عبر قناتين:

- القناة الأولى: وهي القناة التقليدية التي تكون بتقليل تذبذب المتغيرات الاقتصادية التقليدية.

* ألبرت كاييل، باحث اقتصادي، درس الفلسفة والاقتصاد في جامعة أكسفورد، وأكمل دراسته في الدكتوراه في جامعة شيكاغو. ركزت أبحاثه على إدارة الأصول وتمويل الشركات وتسعير الخيارات والمضاربات في الأسواق ودراسة سلوك القطيع في الأسواق.

¹ Osler, Carol. (1998), Identifying Noise Traders: The Head-And-Shoulders Pattern in U.S.A, Federal Reserve Bank of New York, USA, No. (42), P.1.

² Frakel, Jefferey and Foot, Kenneth. (1990), the rationality Of The Foreign Exchange rate: Chartist, Fundamentalists, and trading in the Foreign Exchange markets, American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol. (80), No. (2), P.183.

³ For further details, please refer to Krugman, Paul and Miller, Marcus. (1993), Why have a target zone? , Carnegie Rochester Conference series on Public Policy, Elsevier, Amsterdam, Netherlands, Vol. (38).

⁴ Hau, Harald. (1998), Competitive Entry and Endogenous Risk in the Foreign Exchange Market, Review of Financial Studies, The Society for Financial Studies, USA, Vol. (11), No. (4), P. 780.

- القناة الثانية: هي من خلال عدم تشجيع تجار الضوضاء على دخول سوق الصرف وهذه القناة هي التي تم التركيز عليها في معرض دراستهم¹.

- مفهوم تجار الضوضاء

يمكن تعريف تجارة الضوضاء على أنها: عملية المبادلة غير المترافقة مع التغيرات في أساسيات الاقتصاد أو في القيمة الجوهرية للأصل، والتي تحدث نتيجة قيام المستثمرين بالمبادلة على أساس الضوضاء (والتي تعني التبدل في المشاعر) كما لو أنها معلومات. وبالتالي فإن المدى الذي يقوم من خلاله تجار الضوضاء بتحريك أسعار الأصول المالية، يسهم بالتالي في تذبذب العوائد².

يعرفه آخرون بأنه التغيرات اللاعقلانية في الطلب، والتي تحدث كنتيجة في التوقعات أو الأحاسيس والتي لا تكون مبررة بالمعلومات. تلك التغيرات من الممكن أن تكون استجابة لإشارات زائفة Pseudo-Signals يعتقد المستثمرون بأنها تعطي معلومات عن العوائد المستقبلية لكنها لن تكون كتلك المعلومات الموجودة في النموذج الكامل العقلانية³.

إضافة لما سبق يعرف تجار الضوضاء بأنهم مجموعة المستثمرين الذين يقومون بخلق تذبذب إضافي في أسواق الصرف من خلال ردود أفعالهم تجاه المعلومات الجديدة أو من خلال سلوك القطيع، وبحيث يزيد تذبذب سعر الصرف من خطر السوق⁴.

كذلك يعرف البعض تجار الضوضاء بأنهم: أولئك التجار الذين يتصفون بالثقة الزائدة والذين يقومون بالمتاجرة بقوة واندفاع أكبر من تلك التي يقوم بها التجار العقلانيين وذلك باعتمادهم على معلوماتهم الصحيحة (باعتمادهم)، حيث أن ثقتهم المفرطة تلك مردها إلى سببين اثنين:

الأول: أنهم يقللون من شأن المخاطر،

¹ Jeanne, Oliver and Andrew rose. (2002), noise trading and exchange rate regimes, Quart Journal of Economics, Oxford University Press for Harvard University Department of Economics, UK, Vol. (117), No. (2), PP.538-540.

² Scruggs, John T. (2007), Noise trader risk: Evidence from the Siamese Twins, Journal of Financial Markets, Elsevier, Amsterdam, Netherlands, Vol. (10), No. (1), P.78.

³ Shleifer, Andrei and Summers Lawrence H. (1990), The noise trader approach to finance, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, USA, Vol. (4), No. (2), P.23.

⁴ De Long, J Bradford and Shleifer, Andrei and Summers, Lawrence H. and Waldmann, Robert J. (1990), Noise Trader Risk in Financial Markets, Journal of Political Economy, University of Chicago Press, USA, Vol. (98), No. (4), P. 703.

والثاني: المبالغة بتقدير القيم المتوقعة لاستراتيجيات التداول الخاصة بهم¹.

الأمر الذي يجعل من الأصول التي يمتلكونها أشد خطراً من سواها، لكن بالمقابل تكون عوائدها المتوقعة أعلى بالمقابل². وذلك كونهم يزدون كلاً من قيمة المبادلات وتذبذبها في آن واحد، الأمر الذي يؤثر سلباً على نتائج مبادلاتهم³.

آخرون عرفوهم على أنهم أولئك المستثمرين الشباب الذين لا يمتلكون خبرة مباشرة في عواقب تراجع الأسواق المالية، ويعتمدون في قراراتهم على سلوك تجار الضوضاء الآخرين⁴. أو بناءً على المعلومات المجزأة والتذبذب الآني للأسعار، ولعل أهم الإشارات السلوكية التي تتعلق بتجار الضوضاء هي ميلهم إلى البيع في حال انخفاض الأسعار الحالية، وإلى الشراء في حال ارتفاع الأسعار، الأمر الذي يزيد من تقلبات السعر في الأسواق⁵.

- أنواع التجار وفقاً لنظرية تجار الضوضاء:

هناك نوعين من المتداولين:

- أ- التجار المتميزين بالقدرة على التداول والذين يسمون (المُطلعين) أو الخبراء وذلك لأنهم يستطيعون تشكيل توقعات تضخمية عن المخاطر والعوائد بدون تكلفة.
- ب- في حين أن الآخرين لديهم توقعات عشوائية ويحتاجون إلى دفع تكاليف الاستثمار في الأصول ويسمون بالتجار العشوائيين (تجار الضوضاء).

¹ Shleifer, David and LuoGuo, Ying. (2001), on the survival of overconfident traders in a competitive securitiesmarket, Journal of Financial Markets, Elsevier, Amsterdam, Netherlands, Vol. (4), No. (1), P.74.

² Skala, Dorota. (2008), Overconfidence in Psychology and Finance- an Interdisciplinary Literature Review, Bank i kredyt, Poland, No.(4), P.43.

³ Gervais S., Odean T. (2001), learning to Be Overconfident, The Review of Financial Studies, Oxford University Press, UK, Vol. (14), No. (1), P.20.

⁴ Kaizoj, Taisei. (2010), A Behavioral Model of Bubbles and Crashes, International Christian University, Tokyo, Japan, P.3-4.

⁵ Plastun, Alex and Mynhardt, H. R. (2013), The Overreaction Hypothesis: The Case of Ukrainian Stock Market, University of South Africa, National Bank of Ukraine, Ukrainian Academy of Banking, Vol. (11), No.(1). P.409

فرضيات نظرية تجار الضوضاء:

تقوم نظرية تجار الضوضاء على الافتراضات التالية:

- يختلف التجار وفقاً لهذه النظرية تبعاً لتكاليف معالجتهم للمعلومات الجديدة وتكاليف الدخول في السوق. حيث أن التجار المطلعين يمكنهم اتخاذ قراراتهم على أساس التوقعات العقلانية ولا يتحملون أي تكلفة لدخول السوق، في حين أن تجار الضوضاء يتكبدون تكاليف لقاء حصولهم على المعلومات.
 - يتأثر إدراك تجار الضوضاء للحظة الأولى بالفوضى التي ليس لها علاقة بأساسيات الاقتصاد، في حين أنهم يدركون اللحظة الثانية للعائد الإضافي لقاء استثماراتهم بشكل صحيح. الأمر الذي ينشأ عنه تذبذب في سعر الصرف قصير الأجل يمتد ما بين لحظة الإدراك الأولى (الصدمة) وما بين اللحظة التالية والتي تمثل الإدراك العقلاني للمعلومات الجديدة الواردة.
 - الزيادة في عدد تجار الضوضاء يجعل التباين في معدل سعر الصرف يزداد بالمثل.
 - يلعب تجار الضوضاء دورين في هذا النموذج:
 - أ- الأول: يخلقون المخاطرة من خلال عدم إدراكهم العقلاني للمعطيات المتاحة أمامهم وبالتالي اتخاذهم سلوك تداول مغاير لما تقتضيه أساسيات الاقتصاد، الأمر الذي يضغط على سعر الصرف.
 - ب- الثاني: يتشاركون المخاطرة في نفس الوقت، وذلك من خلال ما يعرف بسلوك القطيع الذي تكلمنا عنه سابقاً، الأمر الذي يؤدي إلى تذبذب سعر الصرف في الأجل القصير.
- وإذا ما قمنا بإسقاط نظرية تجار الضوضاء على أرض الواقع نجد أن أولئك التجار هم أنفسهم تجار الأزمة أو المضاربين الذين يدخلون سوق الصرف بائعين أو مشترين على أسس لا تتعلق بالبيانات الأساسية لسوق الصرف، الأمر الذي يؤدي إلى تذبذب حاد في سعر صرف العملة خلال فترة قصيرة نسبياً.
- فإذا كان التقلب في المتغيرات الاقتصادية الأساسية قادراً على تفسير التغيرات الجذرية في سعر الصرف فهي غير قادرة على تفسير التقلبات الآنية أو يمكن القول أنها غير مسؤولة عنها و بالتالي لا بد من البحث عن أسباب التقلبات الآنية في سعر الصرف و المتغيرة بين يوم و آخر. يمكن القول أيضاً إن التغيرات الجدية في سعر الصرف المؤثرة على الاتجاه العام طويل الأجل هو نتيجة لتقلب في متغيرات الاقتصاد الكلي كالكتلة النقدية و الناتج المحلي الإجمالي و عجز ميزان المدفوعات بينما لا تفسر هذه المتغيرات التقلبات الآنية في سعر الصرف. يمكن إرجاع التقلبات الآنية الى متغيرات على مستوى الاقتصاد الجزئي المتعلقة بالسلوك الاقتصادي للمتعاملين في سوق الصرف أو وجود المضاربين (تجار الضوضاء).

ففي الحالة السورية لا يمكن تصور تغير أساسيات الاقتصاد الكلي بنسبة ١٠% مثلاً خلال ٤٨ ساعة لنقول بأن تغير سعر الصرف جاء نتيجة تغيرات البنية الهيكلية للاقتصاد السوري (بالطبع دون التقليل من الدور الحيوي لهذه البنية في تحديد سعر الصرف). لكن، يمكن الادعاء بأن تقلبات أسعار الصرف مكونة من جزأين: التقلبات الهيكلية و الضوضاء، و يعتمد حجم هذه الأخيرة على هيكلية السوق. فكلما زاد عدد تجار الضوضاء كلما ارتفعت التقلبات الآتية لسعر الصرف. حيث إنه عند مستوى محدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية يمكن أن تكون تقلبات أسعار الصرف عالية مع وجود عدد كبير من تجار الضوضاء و تقلبات منخفضة في سعر الصرف مع وجود عدد أقل من تجار الضوضاء و كلما زاد عدد هؤلاء المتعاملين أثر ذلك على بنية سوق الصرف باتجاه اللانظامية و اللاعقلانية و بالتالي ارتفعت تقلبات أسعار الصرف و هذه كانت حال سوق الصرف السورية التي شكلت فرصة استثمارية جذابة بسبب الربح السريع الذي يحققه هؤلاء التجار من جهة و بسبب نقص فرص الاستثمار الأخرى في السوق لسورية نتيجة الأزمة من جهة أخرى.

الجدير بالذكر أنه مع ارتفاع تقلبات المتغيرات الاقتصادية الأساسية و ارتفاع حالة عدم التأكد في الاقتصاد يزداد عدد المضاربين (تجار الضوضاء) و يأخذون اتجاهاً للتجمع و التعامل بشكل أكبر و بشكل أكثر تأثيراً في السوق و بالتالي تقلبات أكبر في سعر الصرف. حيث إن دخول تجار الضوضاء في سوق الصرف سوف يغير من هيكل العائد و المخاطرة بشكل يجذب تجار ضوضاء آخرين للدخول للسوق فيما يشبه سلوك القطيع باعتبار قرار دخولهم للسوق هو قرار عقلاني بشكل فردي^١.

الخلاصة:

تعرفنا من خلال المبحث السابق على النظريات المفسرة لسعر الصرف في الأجل الطويل ألا وهي: نظرية تعادل القوة الشرائية، نظرية تعادل أسعار الفائدة، نظرية كمية النقود، ونظرية ميزان المدفوعات. وكذلك بحثنا في مزايا وعيوب كل نظرية. لنجد أن جميع تلك النظريات تمتلك القدرة على تفسير سلوك سعر الصرف في الأجل الطويل بينما لا يمكنها تقديم أية تفسيرات في الأجل القصير، كذلك فإنها لم تأخذ بعين الاعتبار الجانب النفسي للأفراد المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي، فضلاً عن تجاهلها لأثر المضاربة في خلق تذبذب في سعر الصرف.

^١ المشعل، ياسر. خضر، قيس: العقلانية بين النظرية و التطبيق، دراسة نقدية حالة سوق الصرف السورية في ظل الأزمة، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، ٢٠١٥، ص ١٥-١٦.

ومن ثم انتقلنا للبحث في ماهية نظرية تجار الضوضاء وهي أحد أهم النظريات الحديثة المفسرة لسلوك سعر الصرف في الأجل القصير. الأمر الذي ساعدنا في فهم أعمق لأسباب تذبذب سعر الصرف في الأجل القصير وهو ما لم نجده في النظريات التقليدية آنفة الذكر التي نجحت في تفسير سلوك الصرف في الأجل الطويل فقط.

ما سبق مهد الانتقال إلى المبحث التالي، الذي يتكلم عن العوامل المؤثرة في سعر الصرف في الأجل القصير سواء أكانت حروباً أو أحداث سياسية أو إرهابية.

٢-٣-دراسة أثر الحروب والأخبار السياسية و الإرهاب على أسعار الأصول المالية والنقدية

أضحى تقلب المؤشرات الاقتصادية لا سيما مؤشر سعر الصرف مرتبطاً ارتباطاً وثيقاً بمجموعة من العوامل التي تشكل مجموعها عامل ضغط هام على نفسية المستثمر، والمتحكم الأساسي بقراراته الاستثمارية والاقتصادية. ذلك أنه ومع اشتداد حدة الصراع والحروب والإرهاب في مناطق متعددة حول العالم وترافق تلك العوامل مع التطور التكنولوجي الهائل لا سيما في ما يتعلق بوسائل التواصل الاجتماعي، التي باتت المرجع الرئيسي للخبر للكثيرين، الأمر الذي جعل للحدث ثمن حيث أن آلية انتقال الخبر باتت أسرع من ذي قبل بمئات المرات، وكذلك صعوبة التحقق من مصداقية الخبر في أحيان أخرى في ظل غياب الرقابة على معظم تلك المواقع. الأمر الذي فتح المجال أمام ظهور العديد من الشائعات التي تؤثر على مجمل تفاصيل الحياة الاقتصادية لا سيما فيما يتعلق باتخاذ قرارات الاحتفاظ بالأصول أو بيعها تحديداً في الأجل القصير.

من هنا، قمنا باستعراض كيفية تأثير كل من الحروب والأخبار السياسية وكذلك الأحداث الإرهابية على المؤشرات الاقتصادية بما فيها سعر الصرف للعديد من بلدان العالم سواء النامية منها أم المتقدمة. الأمر الذي يوفر قاعدة نظرية هامة يمكن الاستناد عليها تمهيداً للدراسة التطبيقية لهذا البحث.

٢-٣-١- أثر الحروب على أسعار الأصول المالية والنقدية:

اكتسب موضوع إيجاد العلاقة ما بين أداء الاقتصاد والحروب أهمية خاصة في السنوات الأخيرة لاسيما في الدول النامية. خاصة بعد التوصل لنتيجة مفادها أنه من الصعب تفسير سلوك سعر الصرف الحالي والمستقبلي في ضوء النظريات الاقتصادية التقليدية التي تأخذ بعين الاعتبار المتغيرات التقليدية فقط. في حين أن هناك أدلة تشير إلى أن تحركات سعر الصرف يمكن أن تفهم على نحو أفضل في حال تم إدراج المتغيرات الاجتماعية والسياسية والأمنية بشكل واضح في النماذج التجريبية لدراسة سعر الصرف. خاصة في بعض البلدان التي تغطي فيها الحروب.

ولتوضيح تلك العلاقة سنقوم باستعراض حالة بعض البلدان التي شهدت حروب سواء أكانت حروب أهلية أم حروب خارجية وكيف أثرت تلك الحروب والاضطرابات على مؤشرات الاقتصادية بما فيها سعر الصرف.

١. أثر الحروب في لبنان:

يعتبر لبنان نموذجاً مميزاً لمدى تأثير سعر الصرف بالحروب التي عانى منها على مدار عدة سنوات، حيث شهدت الليرة اللبنانية سلسلة من التدهور والتحسين في سعر صرفها تزامنت مع الأحداث السياسية الهامة التي أثرت عليها بشكل مباشر أو غير مباشر. حيث نجد أنه في سنة ١٩٦٧، تراجعت الليرة قليلاً بفعل حرب حزيران، التي زادت من عامل الخوف والقلق لدى الشارع اللبناني. حيث بلغ وسطي سعر صرف الليرة اللبنانية حوالي ٣,٢٣ ليرة لكل دولار أما في سنة ١٩٦٩ ضعفت الليرة قليلاً بسبب الاشتباكات بين الجيش اللبناني والفلسطينيين حيث بلغ ٣,٢٨ ليرة بعد أن شهد فترة استقرار.

أما في عام ١٩٧٥ اندلعت الحرب الأهلية اللبنانية، واندلع معها التضخم بأبشع صوره وظلت الليرة في تراجع مستمر حتى بلغت في عام ١٩٨١ نحو ٤,٦٢ ليرة لكل دولار. وفي عام ١٩٩٠ وصلت إلى ما يقارب ٨٤٢ ليرة وذلك بعد أن أعلن ميشال عون حرب الإلغاء ضد القوات اللبنانية وكذلك بداية حرب الخليج الأولى. ليصل بعدها إلى ١٥٥٢^١ عام ١٩٩٦ عقب هجوم إسرائيل لمواقع لبنانية فيما سمته (عملية عناقيد الغضب) وارتكابها لمجزرة قانا.

٢. أثر الغزو الأميركي للعراق:

تحدثنا سابقاً عن تأثير سعر صرف الليرة اللبنانية بالحرب الأهلية في لبنان وكذلك بالاضطرابات السياسية التي حدثت. أما في حالة العراق فسنقوم باستعراض تأثير أخبار ازدياد احتمالية الحرب على العراق على مؤشرات اقتصاد الولايات المتحدة الأميركية. ذلك أن هذه الحرب اختلفت عن سابقتها في كونها شهدت انقساماً حاداً بين مؤيد ومعارض لها في الشارع الأميركي لاسيما بعد الحرب على أفغانستان وتخوف الأميركيين من مجازفة جديدة تخوضها الولايات المتحدة. الأمر الذي جعل جميع المؤشرات الاقتصادية الأميركية تتأرجح بالتزامن مع ازدياد احتمالية الحرب العراق بما في ذلك مؤشر سعر الصرف.

^١ الموقع الرسمي لمصرف لبنان المركزي <http://www.bdl.gov.lb>

أظهرت العديد من الدراسات بأن الأسواق خلال الحرب على العراق عام ٢٠٠٣ عدلت سلوكها استجابةً لتغير الاحتمالية في سقوط نظام صدام حسين بالقوة وكذلك بناءً على النتائج النهائية للحرب^١. حيث أن ارتفاع احتمالية الحرب على العراق بنسبة ١٠% ترافق مع زيادة سعر برميل النفط بمقدار دولار واحد^٢. كذلك أظهرت أسواق الأسهم الأمريكية حساسية عالية وباتت أكثر عرضة للانخفاض حيث انخفض مؤشر S&P 500 ستاندرز آند بورز بمقدار ١,٥% نتيجة عدم اليقين الناجم عن خطر وشيك من الصراع السياسي. كما أسهمت كذلك في انخفاض العائد على أدون الخزينة، وانخفاض في قيمة الدولار الأمريكي^٣.

علاوةً على ما سبق فقد بينت الدراسات أن مخاطر الحرب في الأسابيع العشرة التي سبقت بدء الحرب قد فسرت بين ١٣-٦٣% من التغيرات في المتغيرات المالية والنقدية مثل مؤشر S&P 500، أسعار النفط، أسعار الذهب وكذلك قيمة الدولار الأمريكي^٤.

٣. أثر الحروب في بعض الدول النامية:

هناك العديد من الدول النامية التي شهدت حالات حروب و نزاع مسلح أسهمت في خلق حالة من عدم الاستقرار أدت إلى تدهور الحالة الاقتصادية لتلك البلدان بشكل ملحوظ. الأمر الذي انعكس مباشرةً على مؤشرات الاقتصاديات. وللوقوف على أثر تلك الأحداث على المؤشرات الاقتصادية لتلك الدول سنقوم باستعراض بعض الأمثلة مبينين ما تعرضت له من أحداث وكيف انعكس ذلك على تقلب أداءها ومؤشرات الاقتصاديات بما في ذلك سعر صرف عملتها.

بدايةً، سنأخذ حالة أوغندا التي شهدت نزاعاً مسلحاً على أراضيها الأمر الذي انعكس سلباً على سعر صرف عملتها، حيث أن هجمات المتمردين كان لها آثار عكسية على قيمة الشلن الأوغندي الأمر الذي تسبب في انخفاض قيمته أمام الدولار الأمريكي. في حين أن عمليات الجيش الحكومي الأوغندي لحفظ

¹Amihud, Y. and Wohl, A. (2004), Political news and stock prices: The case of Saddam Hussein contracts, Journal of Banking and Finance, Elsevier, Amsterdam, Netherlands, No. (28), PP. 1185-1200.

² Wolfers J, Zitzewitz E. (2009), Using markets to inform policy: the case of the Iraq war, Economica, Wiley-Blackwell, London School of Economics, UK, Vol. (76), No. (302), P.225- 226.

³ Leigh A, Wolfers J, Zitzewitz E. (2003), What do financial markets think of war in Iraq?, NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, USA, No. (9587). P.2

⁴ Guidolin, Massimo and La Ferrara, Eliana. (2005), The Economic Effects of Violent Conflict: Evidence from Asset Market Reactions, Working Paper, FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, USA, P.3.

السلام قد ساهمت في ارتفاع قيمته، الأمر الذي عزز مصداقية الحكومة بشأن استخدام القوة ضد المتمردين، من أجل المحافظة على المكاسب من أهداف الإصلاح الاقتصادي الأخيرة المتمثلة في استقرار عملة أوغندا^١.

كذلك يعتبر الصراع في منطقة إقليم الباسك Basque region في إسبانيا نموذجاً لتأثر أداء الاقتصاد فيها بالصراع الدائر في الإقليم. حيث تبين أنه عقب إعلان وقف إطلاق النار من قبل منظمة ETA* بين عامي ١٩٨٩ و ١٩٩٩، أن أسهم الشركات التي يقع نطاق نشاطها التجاري ضمن إقليم الباسك قد أظهرت استجابة إيجابية لوقف إطلاق النار. الأمر الذي يشير إلى أن تأثير تلك الأخبار كان ذو أثر معنوي في منطقة الباسك التي عانت من تلك الحروب على أراضيها^٢.

إن الحالات السابقة تظهر بأن أداء الاقتصاد يتأثر سلباً بالنزاعات والحروب الأهلية، الأمر الذي انعكس بالتالي بشكل إيجابي على أسعار الأصول عند انتهاء تلك الحروب. إلا أنها ليست القاعدة العامة حيث من الممكن وضمن بعض الدول أن يكون تأثير الاقتصاد إيجابياً في ظل ظروف النزاع نتيجة استفادة بعض أطراف النزاع من حالة الفوضى السياسية لتحقيق مكاسب إضافية غير مشروعة. وهذا ما يظهر جلياً في حالة أنغولا حيث أنه وبالتزامن مع قرب انتهاء الحرب (متمثلاً في وفاة زعيم المتمردين جوناس سافيمبي Jonas Savimbi*) أظهرت أسهم شركات التنقيب على الماس التي تمتلك امتيازات في الدولة عوائد غير طبيعية سلبية بدلاً من الإيجابية، وقد فسروا هذه النتيجة بأنه من المحتمل أن تكون هوامش الربح غير طبيعية للشركات ضمن بيئة الصراع. وهو ما يعكس حقيقة أنه من الممكن في البلدان النامية حيث يتفشى

1 Odhuno, Francis. (2012), Using Time-Series Data to Study Civil War Influence in a (Post) Conflict Economy, Uganda, 1997 – 2006 , A thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy, University of Otago, Dunedin, New Zealand, P.228.

* مارست منظمة إيٲا الاسبانية المسلحة، التي تسعى منذ نهاية الخمسينات الى الانفصال بأقليم الباسك عن إسبانيا وتأسيس دولة مستقلة اشتراكية، كل النشاطات المسلحة العنيفة من قتل وتفجير، واختطاف من أجل تحقيق هدفها. وأدت انشطتها منذ تأسست وحتى الان الى قتل المئات، وجرح الالاف، كما أضرت بالاستقرار السياسي في إسبانيا على مدار سنوات.

2 Abadie, A. and Gardeazabal, J. (2003), The Economic Costs of Conflict: A case Study of the Basque Country, American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol. (93), No.(1) , PP. 113-132.

* جوناس مالهير سافيمبي سياسي أنغولي إضافة إلى كونه زعيم ومؤسس حركة يونيتا المضادة للشيوعية. خاض سافيمبي مع حزبه يونيتا حرباً طويلة ضد حركة إمبلا الشيوعية في الحرب الأهلية الأنغولية حتى قتل في اشتباك مع قوات الحكومة في ٢٠٠٢.

الفساد أن تشكل الصراعات بيئة مواتية لتحقيق الأرباح غير الاعتيادية الأمر الذي يؤدي إلى تدهور أداء الاقتصاد لدى انتشار الأخبار الإيجابية حول انتهاء الصراع بدلاً من حدوث العكس¹.

٢-٣-٢- أثر الأخبار السياسية على أسعار الأصول المالية والنقدية:

خلال العقود الأخيرة ركزت العديد من الدراسات على الطريقة التي تؤثر فيها الأخبار السياسية على حالة الاقتصاد. حيث تناولت العديد منها كيف تؤثر مواضيع تتعلق بأنظمة الانتخابات، التحالف السياسي وغيرها على تطور وتذبذب سوق رأس المال وسوق سعر الصرف. مع الأخذ بعين الاعتبار سلوكيات المستثمرين غير المتجانسة، واستراتيجيات التداول المختلفة، كذلك القدرات المتفاوتة في تحليل وتقدير أثر كل معلومة جديدة تصل إلى السوق، حيث أن تلك الأخبار لا تؤدي فقط إلى تغير سعر الصرف إنما كذلك إلى ارتفاع معدل تذبذبه. وكذلك الأمر بالنسبة لأسعار باقي الأصول كأسعار الأسهم.

من جهة أخرى فإن الأحداث السياسية تؤثر على أسعار الأصول بطرق مختلفة، حيث أنه في بعض الحالات يكون لها تأثير كبير على الأسواق النقدية و المالية، في حين أنها تتفاعل بهدوء في أحيان أخرى. بمعنى أن استجابة السوق قد تختلف بشكل كبير من حيث المدى والعمق والمدة.

ولعل المثال الأبرز على أثر تلك الأحداث على سعر الصرف هو الاحداث السياسية التي شهدها لبنان. حيث إذا ما نظرنا بتاريخ سعر صرف الليرة اللبنانية نجد أنه ومنذ عام ١٩٥١ عاد الاضطراب إلى سعر صرف الليرة اللبنانية تجاه الدولار عندما اغتيل رئيس وزراء لبنان رياض الصلح حيث بلغت دركاً جديداً بلغ في ذلك الوقت ٣,٧٧ ليرات مقابل ٣,٤٤ ليرات في العام ١٩٥٠. ثم انطلق التحسن حينما انتخب الرئيس كميل شمعون رئيساً للجمهورية ١٩٥٢ - ١٩٥٨، والسبب أن الناس والمستثمرين كانوا على ثقة عمياء بالرئيس شمعون وبقدرته على إدارة الاقتصاد إدارة جيدة، وهذا ما حدث فعلاً. حيث شهد سعر صرف الليرة استقراراً في عهد الرئيس كميل شمعون، كذلك شهدت البلاد بعد طول معاناة معدلات تضخم أقل بكثير من معدلات التضخم في مرحلة ١٩٣٧ - ١٩٥٢. وبالرغم من نشوب ثورة ١٩٥٨ لم تتزعزع الليرة اللبنانية عن

¹ Guidolin, M., and La Ferrara, E. (2007), Diamonds Are Forever, Wars Are Not: Is Conflict Bad for Private Firms? , The American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol. (97), No. (5), PP. 1978-1993.

موقعها. وفي هذه السنة انتخب الرئيس فؤاد شهاب رئيساً للجمهورية ١٩٥٨ - ١٩٦٤ فازدادت الثقة بالأوضاع اللبنانية وخصوصاً الليرة اللبنانية^١.

بعد ذلك جاء اغتيال الرئيس رفيق الحريري ٢٠٠٥/٢/١٤ ليكون ضربة موجعة لليرة اللبنانية، حيث بلغ حجم التحويلات من الليرة اللبنانية إلى الدولار خلال الأشهر التي أعقبت الاغتيال ذروته حيث قدرت التحويلات بما يقارب ٦ مليارات دولار، الأمر الذي شكل عامل ضغط هام على سعر صرف الليرة اللبنانية.

أما في عام ٢٠١١ انعكست الأزمة السياسية التي شهدتها البلاد طلباً إضافياً على الدولار، بعد انفراط عقد حكومة الوحدة الوطنية. وتصاعدت موجة الطلب على الدولار بعد تأجيل المشاورات. وتسبب تصريح الوزير سعود الفيصل في ٢٠ / ١ / ٢٠١١ بأن المملكة "رفعت يدها" عن الوساطة التي أجرتها مع سورية لحل الأزمة في لبنان بطلب على الدولار كلف المصرف المركزي اللبناني التخلي عن ٢٠٠ مليون دولار في يوم واحد. هذا وأنه على الرغم من قيام المودعين بسحب إيداعاتهم من البنوك وكان هناك نزيف مستمر لليرة اللبنانية، إلا أن المضاربات نتيجة توقعات المستثمرين تجاه المستقبل السياسي غير المعروف أسهمت بشكل أكبر في الضغط على قيمة الليرة اللبنانية والدليل على ذلك أن الليرة اللبنانية عادت للتعافي بعد أن عادت السعودية وأعلنت عن إعادة دعمها للبنان.

بتاريخ ٢٠١٧/١١/٤ أعلن الرئيس سعد الحريري استقالته لتتسبب في تداعيات عديدة مباشرة وعلى المدى المتوسط، منها موجة مبيعات لسندات لبنان المقومة بالدولار خلال الأسبوعين اللذين تليا الإستقالة. وسجلت تكلفة التأمين على الديون اللبنانية أعلى مستوى لها منذ أواخر العام ٢٠٠٨، مع صعود عقود مبادلة مخاطر الائتمان اللبنانية لخمس سنوات ٣٠ نقطة أساس لتصل خلال أيام إلى ٦١٥ نقطة أساس. كذلك شهدت الفترة المذكورة موجة إقبال على المصارف، إما لتحويل عملات إلى الخارج خوفاً من تطور الأزمة، وإما لتحويل المبالغ المودعة بالليرة اللبنانية إلى عملات أجنبية لا سيما إلى الدولار تحاشياً لاحتمال هبوط سعر العملة الوطنية، أو ربما انهيارها. وقد بلغ مجمل الطلب على الدولار ما مجموعه في السوق عموماً ٣ مليارات دولار بين ٤ تشرين الثاني و ٢٠ منه، واستمر الطلب بوتيرة مقلقة على رغم كل الإجراءات التي بدأ مصرف لبنان تنفيذها منذ اليوم الأول للأزمة.

^١ رعد، ليلي: تاريخ لبنان السياسي والاقتصادي، مكتبة السائح، طرابلس، لبنان، ٢٠١٥، بتصرف.

إثر ذلك، اضطر مصرف لبنان إلى التدخل في سوق القطع بائعاً نحو مليار دولار أميركي لتلبية الطلب عليه. وزاد الطلب على الدولار بين المصارف نفسها ما رفع الفائدة في ما بينها التي تعتبر مؤشراً لتحرك الطلب على الدولار الأميركي والعملات الأخرى، من ٤ في المئة إلى ٨، ثم ١٥، ثم ٣٥، ثم ٧٠ في المئة وصولاً إلى ١٢٠ في المئة، قبيل تراجع حدة الأزمة. وهو مستوى لم تبلغه هذه الفائدة منذ عقود.

هذا وأن تلميح الرئيس الحريري إلى إمكانية العودة عن الإستقالة، وإمكان التوصل إلى تسوية للأزمة، هو بمثابة الصدمة الإيجابية الحقيقية، وإن هذا الأمر أدى إلى عودة التفاؤل إلى الأسواق المالية، وهو ما تجلّى في ارتفاع سعر سندات الخزينة للعام ٢٠٢٤. وهذا ما يؤكد أن الأزمة التي يشهدها لبنان هي من طبيعة سياسية لا نقدية.

٢-٣-٣- أثر الإرهاب على أسعار الأصول المالية والنقدية:

على الرغم من أن تهديد الإرهاب منتشر إلى حد ما في كل مكان إلا أن الهجمات الإرهابية تكون غير متوقعة لحظة حدوثها. وبالتالي ستكون بمثابة الصدمة الخارجية للأسواق الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدم اليقين الذي يقلل من العائد المتوقع على الاستثمار ويؤدي إلى تنقلات هامة في رؤوس الأموال عبر البلدان. كذلك فإن قيمة الأصول بما فيها سعر الصرف تستجيب لتلك التغيرات بشكل سلبي كما أنها تؤثر سلباً على أسواق الأسهم ومن ثم على الاقتصاد ككل.

مع ذلك، و على الرغم من أن العديد من الدراسات قد أظهرت وجود أثر سلبي للهجمات الإرهابية في الأسواق، إلا أن تلك الآثار تعتبر معتدلة كما أن الأسواق تميل إلى الانتعاش سريعاً بعدها، في حين أن العائد يكون منخفضاً فقط في اليوم أو الأيام التي تلي الحدث الإرهابي^١.

- آلية استجابة السوق للهجمات الإرهابية:

بعد فترة من حدوث صدمة، نتيجة عمل إرهابي، وذلك عندما يكون هناك رد فعل شعبي مبالغ فيه نتيجة لعدم التأكد المرافق للحدث فإنه بالإمكان اعتبار الأسواق المالية والنقدية المكان الأول لامتنعاص ونقل

¹ Kollias, C. and others. (2011), The Effects of Terrorism and War on the Oil and Prices – Stock Indices Relationship, Economics of Security Working Paper, German Institute for Economic Research , Berlin, Vol. (57), P.7-8.

الأخبار المتعلقة بذلك الهجوم الإرهابي أو أي كارثة مشابهة أخرى في المعلومات الاقتصادية، وإدراجها بكفاءة في أسعار الأصول، بحيث تعكس على الفور معظم التوقعات لمستقبل أداء هذه الأصول¹. وذلك انطلاقاً من مبدأ كفاءة السوق الذي ينص على أن أسعار الأصول كالأسهم مثلاً تعكس وفي جميع الأوقات كافة المعلومات الحالية، وبالتالي فإن أي استجابة أخرى تحدث فقط في حال ظهور معلومات جديدة². وكذلك الأمر بالنسبة لأسعار الصرف التي تتذبذب قيمتها استجابة لتلك الحوادث الإرهابية.

علاوة على ما سبق، فإن ضعف النظام الاقتصادي يصبح واضحاً بعد تلك الهجمات حيث لا يمكن استبعاد احتمال مزيد من الهجمات. من جهة أخرى تؤخذ بعين الاعتبار التكاليف المباشرة وغير المباشرة الناتجة عن تلك الهجمات، حيث أن تلك التكاليف تعتمد على حجم وكثافة تلك الهجمات، والتي من الممكن أن تؤدي إلى تباطؤ عام في النمو الاقتصادي يأخذ شكلاً في تقلب أعلى للأصول وزيادة علاوة المخاطرة. وكنتيجة لذلك فإن المستثمرين سيتجهون إلى إعادة ترتيب محافظهم الاستثمارية، والتخلص من الأسهم ذات المخاطر العالية لصالح الأصول المماثلة في السيولة ولكن مع قدر أكبر من الأمان، على سبيل المثال السندات الحكومية القصيرة الأجل أو ما شابه³. كما أنه يؤدي إلى ضعف الثقة بعملة البلد الأمر الذي يدفع المتعاملين لبيع العملة المحلية واستبدالها بعملات أخرى أكثر أماناً بالنسبة لهم مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها وتدهور سعر الصرف.

إن هذه الاستجابة تحدث على الفور وتعكس الرؤية العامة، وبسرعة ستعود الأسواق للوضع السابق بوقت قصير نسبياً. عادةً، فإنه ولكي تتحول هذه الرؤية السلبية تلك إلى متوسطة الأجل فإن لا بد أن يكون هناك سلسلة من الهجمات، أو على الأقل اعتقاد من قبل الوكلاء الاقتصاديين بأنه من المحتمل أن يحدث ذلك. بعبارة أخرى، إن تأثير الأحداث الإرهابية المنفردة على السوق النقدي والمالي هو غير ملحوظ على المدى البعيد.

¹ Johnston, R. B. and Nedelescu, O. M. (2005) . The Impact of Terrorism on Financial Markets, Working Paper, International Monetary Fund. USA , P.4.

² Abadie, A. and Gardeazabal, J. (2003), The Economic Costs of Conflict: A case Study of the Basque Country, Op. Cit, P.122.

³ Saxton, J. (2002), The Economic Costs of Terrorism, working paper, United States Congress Joint Economic Committee, USA, P.2.

في هذا السياق، فإن أسعار الأسهم وتقييم مؤشرات سوق الأسهم وكذلك سعر الصرف يعتبر مصدر جيد للمعلومات حول التأثير الاقتصادي للإرهاب، حيث أنه يعكس كلاً من توقعات الربح للشركات واحتمالية تحقق تلك الأرباح من وجهة نظر المستثمرين، حيث أن الهجمات الإرهابية تؤثر بهما على السواء وذلك على النحو التالي¹:

- أ- انخفاض توقعات الربح كنتيجة لدمار رأس المال المادي وغير المادي، وكذلك زيادة تكاليف نقل الإنتاج كنتيجة لزيادة التدابير الأمنية، وأيضاً انخفاض الطلب نتيجة خوف المستهلكين.
- ب- زيادة علاوة المخاطرة كون الأعمال الإرهابية خلقت قدراً أكبر من عدم اليقين حول آفاق المنشآت في السوق.

تعتبر أحداث الحادي عشر من أيلول لعام ٢٠٠١ التي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية إبان الهجوم الإرهابي على برجى التجارة العالميين ومبنى البنتاغون وراح ضحيتها أكثر من ٣٠٠٠ ضحية من الأحداث التي غيرت مجرى التاريخ المعاصر ليس على مستوى الولايات المتحدة فحسب، إنما على مستوى العالم ككل. لذلك ليس من المستغرب أن يترافق هذا الحدث بآثار سلبية على مستوى العديد من الاقتصاديات حول العالم. حيث أثرت تلك الأحداث بطريقة سلبية على مؤشراتها الاقتصادية بما في ذلك مؤشرات الأسهم وأسعار صرف العملات^٢. حيث أن سلوك التقلب لعوائد تلك الأصول قد تغير بشكل ملحوظ في الفترة التي تلت الأحداث، كذلك فإن هذا التحول المفاجئ في سلوك التقلب لا يمكن تفسيره بواسطة النظريات الاقتصادية التقليدية^٣.

من جهة أخرى فإن المعاني الضمنية لتلك الأحداث يمكن أن يوفر قاعدة تعلم للمستثمرين ومديري المخاطر حول الطبيعة الخاصة لتلك الأحداث وذلك من حيث:

¹ Frey, B., S. Luechinger, and Stutze, A. (2004), Calculating Tragedy: Assessing the Costs of Terrorism .Working Paper, CESifo Economic Studies, CESifo Group, Oxford University Press, UK, No. (1341), P.13.

^٢ Maillet B, Micheal T. (2005), The impact of the 9/11 events on the American and French stock markets, International Economic Review, Wiley-Blackwell, USA, Vol.(13), No.(3), P.597.

³ Ahmed, S and Farooq, O. (2008), The effect of 9/11 on the stock market volatility dynamics: Empirical evidence from a front line state, Journal of Finance and Economics ,Elsevier, Amsterdam, Netherlands, No.(16), PP. 71-83.

- أولاً : إن التأثير الأولي لتلك الأحداث على السوق من الممكن أن يكون مبالغ فيه ومن ثم يميل لأن يكون أخف في الأيام اللاحقة.

- ثانياً: بمجرد أن يخف الذعر فإن المستثمرين يقومون بإلقاء نظرة أكثر عقلانية على الآثار المتوسطة لتلك الأحداث .

- ثالثاً: إن آثار تلك الهجمات على الاقتصاد الجزئي من الممكن أن تكون أكثر خطورة منها على الاقتصاد الكلي.

- رابعاً: إن احتمالية أن يكون لتلك الهجمات آثار طويلة الأجل على الصناعات والبلدان يعتمد على ما إذا كانت تلك الهجمات تسببت بإعادة تقييم المستثمرين لمخاطرهم طويلة الأجل أم لا¹.

بالنهاية فإن معظم الاقتصاديين أجمعوا على أن تأثير الأحداث الإرهابية غالباً ما يكون قصير الأجل ولعل من أهم الدراسات هي تلك التي قدمها Chen and Siems (٢٠٠٤)، حيث قاما بتحليل ردود أفعال سوق الأسهم تجاه أربعة عشر هجوم إرهابي وعسكري، بدءاً من غرق لوسيتانيا عام ١٩١٥ إلى أحداث الحادي عشر من أيلول عام ٢٠٠١. وخلص الباحثون إلى أن كل من الهجمات الإرهابية والعمليات العسكرية لها تأثير قوي وآني على أسواق الأسهم العالمية، وإن كان هذا التأثير يختلف من حيث الشدة والمدة. ومع ذلك فإن هذه الآثار عادة ما تكون على المدى القصير^٢.

- أثر تطور وسائل الإعلام والتواصل الاجتماعي على تضخيم أثر الأحداث الإرهابية على أسعار الأصول المالية والنقدية:

تعتبر وسائل الإعلام من أهم مصادر المعلومات لدى المتعاملين في السوق النقدي والمالي، ذلك أنها توفر قاعدة معلومات هامة من خلال تغطيتها لمختلف الأحداث السياسية والاجتماعية والاقتصادية لحظة بلحظة. وقد لعبت دوراً محورياً عبر العصور في الكثير من الحروب والصراعات وأثرت بشكل كبير على

¹Tahir Suleman, Muhammad. (2012), Stock Market Reaction to Terrorist Attacks: Empirical Evidence from a Front Line State, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, University of Wollongong , Australia, Vol. (6), No. (1), P.98.

² Chen, A. H. and Siems, T. (2004), The effects of terrorism on global capital markets, European Journal of Political Economy, Elsevier, North Holland, Amsterdam, Vol. (20), No. (2)٠ PP. 363-365.

مجريات الأحداث، من خلال امتلاكها سلطة غير مرئية على المتلقي الأمر الذي جعل نابليون بونابرت يقول عن معنى قوة الكلمة: "إنني أُرهب صرير القلم أكثر من دوي المدافع".

اليوم ومع التطور التكنولوجي الهائل في وسائل الإعلام وظهور وسائل التواصل الاجتماعي كريدف لنقل الخبر بغض النظر عن موثوقيته في الكثير من الأحيان بات الدور الذي تلعبه أشد خطورة من ذي قبل. يضاف إلى ذلك عدم كفاية وعي غالبية المتعاملين مع تلك الوسائل الأمر الذي يفاقم من حدة تأثيرها على قراراتهم لاسيما الاقتصادية منها.

وللوقوف على حالة عملية لتأثير تطور وسائل الإعلام ووسائل التواصل الاجتماعي سنتطرق إلى تفجيرات بوسطن التي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية عام ٢٠١٣ مستعرضين لأهم الأخبار التي أثرت وبشكل مباشر على المؤشرات الاقتصادية في البلاد وتحديداً على أسعار الأسهم، الأمر الذي بإمكاننا إسقاط نتائجه على دراستنا التطبيقية حول تأثير سعر الصرف بالأحداث الإرهابية.

- تفجيرات بوسطن في الولايات المتحدة:

إن ما جعل تفجيرات بوسطن تكتسب أهمية خاصة ليس بكيفية استجابتها بالبداية للأخبار، إنما بكيفية تأثرها بالوقت الفعلي للخبر الذي قدمته وسائل التواصل الاجتماعي مثل (التويتر). ذلك أنه وبالمقارنة مع الهجمات الإرهابية الأخيرة التي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية (٢٠٠١/٩/١١)، نجد أنه في تلك الأحداث لم تكن وسائل التواصل الاجتماعي قريبة من الشارع كما هي اليوم لذلك فإن الأسواق (المالية والنقدية) كانت عمياء في الماضي عن تفاصيل تلك الهجمات الإرهابية. الآن ومع هذا العدد الهائل من الناس الذين يستخدمون وسائل التواصل الاجتماعي، فإن شرطة بوسطن استخدمت التويتر للتواصل مع العامة، وكذلك مع أسواق الأسهم، معطية تفاصيل ذلك الهجوم. تلك التفاصيل التي تضمنت عدد الجرحى والقتلى، وكذلك من الممكن أن يكون مسؤولاً عن ذلك التفجير. وكما تم الإشارة في دراسات سابقة، فإنه هنالك عاملين ذو تأثير هام على تحركات السوق:

أ- عدد الضحايا ذلك أنها الأداة الموضوعية المتاحة للمستثمرين لقياس حجم الهجمات،

ب- من هو المسؤول عن تلك الهجمات.

الآن وكون هذه المعلومات متاحة للعامة وبوفرة من خلال استخدامهم لوسائل التواصل الاجتماعي، فإن بإمكانهم وببساطة معرفة متى يحدث الهبوط في الأسواق وما هي الأخبار التي ساهمت في ذلك الهبوط.

إن الرعب وعدم اليقين الذي سببه التفجيران لم يتسرب فقط إلى عامة الناس فقط، بل كذلك إلى سوق الأسهم. واتضح ذلك من خلال هبوط جميع مؤشرات الأسهم الأمريكية، حيث كان الانخفاض على النحو التالي:

DAX30 (-0.39%)	MIB30 (-0.61)	CAC40 (-0.67)
FTSE 100 (-0.61%)	DOWJONES (-0.81)	
IBEX35 (-0.82)	NIKKEI (-0.41)	

كذلك هبوط مؤشرات الأسهم الأوروبية واليابانية. كما سجل الذهب انخفاض بمقدار ٩,٣ بالمائة في اليوم الأول للهجمات وكذلك ٤ بالمائة إضافية في اليوم التالي (ويعتبر هذين اليومين هما أكثر يومين خسر فيهما الذهب قيمته منذ عام ١٩٨٨^١).

مما لا شك فيه أن الخوف والتساؤلات الكثيرة التي رافقت التفجير كان له الحصة الأكبر في هذا الهبوط، حيث طفت إلى السطح الكثير من التساؤلات (هل القاعدة وراء التفجيرات؟ هل سيكون هناك تفجيرات أخرى؟ إذا كان هناك من تفجيرات أخرى فمتى ستحدث؟) تلك التساؤلات وغيرها خلقت حالة من الشك والتقلب في أسواق الأسهم العالمية.

هذا وأنه على خلاف الأحداث الإرهابية السابقة مثل أحداث الحادي عشر من أيلول (حيث أن وول ستريت لم تفتح أبوابها لغاية خامس يوم) وما حصل في لندن ٧/٧ (حيث أن الحكومة البريطانية قامت بالتحكم بوصول الأخبار إلى الجمهور)، فإن تفجيرات بوسطن حدثت خلال عمل الأسواق الأمريكية، الأمر الذي أتاح دراسة التأثير الآني والمباشر لتدفق الأخبار على مؤشر داو جونز. حيث كان لتلك الأحداث التي ضربت الولايات المتحدة تأثير سلبي. في الحقيقة، فقد خسر مؤشر داو جونز في ذلك اليوم أكثر من مئة نقطة نتيجة تلك التفجيرات. من الجدير ذكره أن مؤشر داو جونز كان قد بدأ موجة من الصعود قبل وقوع التفجيرات تلك بدقائق.

^١BAUMERT, THOMAS and others. (2013), The impact of terrorism on Stock Markets: The Boston Bombing Experience in Comparison with Previous Terrorist Events, Working Paper, Institute of Industrial and Financial Analysis (IAIF), Madrid, Spain, No. (88), P.14.

٢-٣-٤ - أثر الشائعات على أسعار الأصول المالية والنقدية

يمكن أن ينظر إلى الأسواق المالية عندما تتخربط في العمل الإرهابي ليس فقط على أنها ضحية، إنما أيضاً كأداة. حيث يمكن أن يتم استغلال المعلومات الداخلية حول تلك الأحداث للحصول على أرباح كبيرة لبعض الجهات وذلك من خلال نشرها لإشاعات مضللة مستغلة تأثير الإعلام ووسائل التواصل الاجتماعي على آراء المتعاملين وقراراتهم الاستثمارية.

هذا وبالعودة إلى حالة تفجيرات بوسطن فإنه و بعد ثمانية أيام من حدوث التفجيرات التي صدمت العالم وأسواقه المالية، تم اختراق حساب التويتر الخاص بوكالة الأنباء الأميركية (AP) Associated Press. تحديداً في ٢٣/٤/٢٠١٣ وحوالي الساعة ١٢:٠٧ مساءً نشرت الصفحة السابقة التغريدة التالية: "الانهايار: انفجاران يهزان البيت الأبيض، وباراك أوباما مصاب".

كانت التغريدة السابقة عبارة عن إشاعة، إلا أن مليوني شخص قاموا بقراءة تلك التغريدة، الأمر الذي دفع بمؤشر داوجنز إلى الانخفاض بمقدار ١٤٥ نقطة خلال دقائق معدودة من تلك الأخبار. على نحو مشابه فقد انخفض العائد على أدون الخزينة بمقدار أربع نقاط أساس، كذلك فقد انخفض مؤشر (VIX) بمقدار ٠,٤٢ بالمئة، وارتفع ما يسمى بمؤشر الخوف بمقدار ١٠%. وقد علق أحد المحللين بالتالي: " من المؤسف أن يكون للتويتر أثر قوي لدرجة يجعل الناس يأخذون كل تغريدة على محمل الجد وبالتالي تدفع السوق بكامله للتحرك". ومع ذلك وبعد وقت قصير تم تعليق حساب تويتر لوكالة AP وأعلنت بأن حسابها قد تم اختراقه وأن تلك التغريدة وهمية. وبعد أربع دقائق تقريباً من ذلك التعليق عاد مؤشر داوجنز إلى مستوياته التي كان عليها ما قبل التغريدة الوهمية تلك. وكذلك كان حال باقي المؤشرات التي عادت كذلك لمستوياتها الطبيعية. وعليه فإن هذا الحدث يطرح تساؤلات هامة بخصوص طبيعة الأنظمة المالية والنقدية وكيفية تفاعلها مع الأخبار المقدمة من قبل المنتديات ووسائل التواصل الاجتماعي سواء كانت وهمية أم حقيقية، وكيف بإمكان الإرهاب الالكتروني أن يكون قادراً على استخدام التكنولوجيا كوسيلة للتلاعب في السوق وجني الأرباح¹.

خلاصة:

مما تقدم نرى كيف يمكن أن يكون للحدث ثمن، سواء أكان ذلك الحدث سياسياً أم إرهابياً أم حالة حرب. ذلك الثمن هو الانخفاض الآني والمباشر لمعظم المؤشرات الاقتصادية لا سيما أسعار الصرف وأسعار الأسهم نظراً لحساسيتها الشديدة للتقلبات في البيئة الأمنية والسياسية.

¹Baumert, Thomas and others. (2013), Op. Cit, P.16.

وقد أوردنا العديد من الأمثلة سواء من البلدان المجاورة، أو من الدول النامية، وحتى الدول المتقدمة. وأوضحنا كيفية تأثرها بالأحداث التي شهدتها في جميع النواحي. كذلك فقد تطرقنا لموضوع هام ألا وهو أثر تطور وسائل التواصل الاجتماعي على تضخيم الأحداث ونشر الشائعات أحياناً مما ينعكس سلباً على المؤشرات الاقتصادية بما فيها سعر الصرف.

خاتمة الفصل الثاني:

تعرفنا في هذا الفصل على سعر الصرف كأحد المحددات الهامة لاستقرار عملة أي بلد والحفاظ على القوة الشرائية لها. حيث استعرضنا الإطار النظري له من حيث تعريفه، أشكاله، النظريات المفسرة له في الأجل الطويل، وكذلك تطرقنا لنظرية جديدة تفسر سلوك سعر الصرف في الأجل القصير ألا وهي نظرية تجار الضوضاء. ممهدين بذلك إلى الانتقال إلى دراسة أثر الحروب والاضطرابات السياسية وكذلك الأحداث الإرهابية على استقرار المؤشرات الاقتصادية بما فيها سعر الصرف مستعرضين في هذا السياق تجارب واقعية للعديد من البلدان حول العالم. وقد توصلنا إلى وجود علاقة وثيقة ما بين تلك المتغيرات الخارجية وما بين استقرار أسعار الأصول المالية والنقدية في الأجل القصير.

وعليه فإن ما سبق بإمكانه أن يعطي صورة تمهيدية لكيفية تأثير الأحداث التي مرت بها سورية خلال أزمتها الراهنة على سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار، ذلك أن تجارب تلك الدول التي تتشابه بمعظمها مع التركيبة الاجتماعية والسياسية لسورية تعطي أرضية فكرية للقارئ حول أهمية العوامل السلوكية من خوف وسلوك قطيع التي خلفتها تلك الأحداث في التأثير على العملة لا سيما خلال الأزمات الأمر الذي يقتضي ضرورة البحث معمقاً في التجربة السورية واستعراض أهم الأحداث التي أسهمت بتذبذب قيمة الليرة السورية وصياغة نموذج رياضي يوضح تلك النتائج ويدعمها وهو ما سنحاول توضيحه بشكل مفصل في الفصل الثالث والأخير من هذه الأطروحة.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية تطبيقية لأثر المتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر

صرف الليرة السورية

تأتي أهمية سعر الصرف كونه يمارس في كل الاقتصاديات العالمية تأثيراً كبيراً وجوهرياً على التجارة الخارجية، من خلال ارتفاع قيمته وانخفاضها الأمر الذي يجعل منه جزءاً محورياً هاماً في إطار السياسة الاقتصادية لكل الدول.

كذلك يشكل عامل استقرار العملة الوطنية مؤشر ثقة بالاقتصاد الوطني من جهة، وبالحكومة القائمة والسياسات الاقتصادية التي تتبعها من جهة أخرى. فضلاً عن الاستقرار في الأسواق وفي مستويات الأسعار، والقدرات الشرائية للأفراد. وعليه فإن تهوي قيمة العملة الوطنية يشكل خطراً اقتصادياً كبيراً على المواطنين، يدفع بإمكانياتهم وقدراتهم الشرائية نحو الانخفاض الكبير، كذلك ومما لا شك فيه يشكل أيضاً تهديداً خطيراً للركائز الأساسية للحكومات، ولكيانها الاقتصادي، ولأحد أهم أسس ومقومات الحفاظ على قوة الاقتصاد الوطني واستقراره.

تنطلق أهمية سعر صرف الليرة السورية كهدف وسيط للسياسة النقدية في سورية، ومع الأزمة أصبحت الأهداف المعلنة للسياسة النقدية تركز بالدرجة الأولى على استقرار سعر الصرف وذلك للحفاظ على قيمة الليرة السورية ومنع المضاربات في ضوء آلية العرض والطلب على القطع الأجنبي بوجه يوازن بين قوى السوق، ويحافظ في ذات الوقت على مستوى الاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية. إلا أن سعر الصرف شهد خلال الأزمة تذبذبات حادة مردها عوامل اقتصادية حيناً ونفسية أحياناً أخرى.

وبما أننا نتطرق في بحثنا هذا للعوامل السلوكية أو النفسية التي ساهمت في ذلك التذبذب فإنه من الأهمية بمكان أن نسلط الضوء على تطور سعر الصرف في سورية و أهم العوامل الاقتصادية التي ساهمت بانخفاض قيمة الليرة السورية تمهيداً لدراسة الأحداث التي ساهمت في خلق العوامل السلوكية.

٣-١- دراسة تطور سياسية سعر الصرف في سورية

اعتمدت سورية منذ كانون الثاني ١٩٨١ سياسة تعدد أسعار الصرف، ووصل بها الأمر في عام ١٩٨٨ لاعتماد حوالي تسعة أسعار صرف للدولار مقابل الليرة، أي أصبح لكل قطاع سعر الصرف الخاص به، وقد أدى هذا الإجراء لإحداث خلل هيكلي في الاقتصاد السوري في عقدي الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي، أي توجه المستثمرون للعمل في القطاعات التي تكون أسعار صرفها حرة مثل تصدير الخضار والفواكه والسياحة وغيرها^١.

هذا وأنه بعد إحياء مجلس النقد والتسليف عام ٢٠٠٣ قامت السلطات النقدية بإعادة النظر بأسعار الصرف المتعددة واستناداً لذلك قام مجلس النقد باتخاذ الإجراءات التالية:

- توحيد سعر صرف الليرة السورية، في مطلع عام ٢٠٠٧.
 - فك ارتباط الليرة السورية بالدولار الأمريكي مقابل ربطها بسلة عملات تماثل في أوزانها "وحدة حقوق السحب الخاصة" SDR، في عام ٢٠٠٧.
 - تفعيل مراكز القطع الأجنبي لدى المصارف المرخص لها التعامل بالقطع الأجنبي بهدف حماية المصارف من مخاطر تقلبات أسعار الصرف
 - إعادة دورة القطع إلى وضعها الصحيح من خلال دخول المصرف المركزي كلاعب أساسي في السوق النقدية وتدخله في بيع وشراء القطع الأجنبي من المصارف في عام ٢٠٠٦..
 - الترخيص لمزاولة مهنة الصرافة، واعتماد تطبيق مراكز القطع الأجنبي.
 - تنويع مكونات الاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية بما يتناسب ومكونات وحدة حقوق السحب الخاصة على اعتبارها السلة المرجعية لليرة السورية، متزامناً مع اعتماد عملة اليورو بدلاً من الدولار الأمريكي في جميع تعاملات القطاع العام والمشارك^٢.
- وتعد هذه الخطوة إيجابية باتجاه استقرار أسعار الصرف والحد من التقلبات وآثارها السيئة على الإنتاج. هذا وقد اعتمدت سورية منذ بداية ٢٠٠٥ سياسة الليرة القوية أي أن مجلس النقد والتسليف يتدخل ويدعم الليرة في حال انخفاضها وقد حدث ذلك في نهاية ٢٠٠٥ على أثر اتهام سورية بتقرير مليتس حول

^١ كنعان، علي: النظام النقدي والمصرفي السوري، دار الرضا للنشر، دمشق، سورية، ٢٠٠٠، ص ١٠٦.
^٢ حوراني، أكرم وآخرون: تقرير قطاعات النقد/ المصرفي والمالي والتجاري، مشروع السياسة الوطنية للعلوم والتقانة والابتكار، الهيئة العليا للبحث العلمي، رئاسة مجلس الوزراء، دمشق، سورية، ٢٠١٤، ص ٢٤.

استشهاد الرئيس رفيق الحريري رئيس وزراء لبنان الأسبق، وباعت آنذاك حوالي ٩٠٠ مليون دولار لدعم استقرار الأسعار^١.

خلال الأزمة الحالية التي بدأت عام ٢٠١١، لم تتجح السياسة النقدية في سورية بأن تكون أكثر فاعلية في التدخل لمواجهة الآثار السلبية للأزمة بالرغم من الاحتياطات الكبيرة بالعملات الصعبة المتوفرة لدى المركزي. فقد دفعت تلك الأزمة مصرف سورية المركزي إلى تخفيض قيمة العملة بحوالي ٦٧% حتى كانون الثاني عام ٢٠١٢ بهدف الحد من المضاربة على العملة الوطنية إضافة إلى تشجيع الصادرات غير النفطية. إلا أن هذا التخفيض لم ينجح في تفادي نشوء سوق صرف موازي غير رسمي تجاوزت فيه قيمة الدولار مقابل الليرة السورية حوالي ١٠٠ ل.س، لكن ومنذ نيسان ٢٠١٢ تم تثبيت الليرة السورية عند حدود ٦٨ ل.س وذلك من خلال التدخل المباشر للمصرف المركزي في السوق، إلا أنه ومنذ تشرين ٢٠١٢ بدأت موجة أخرى من الانخفاض في قيمة الليرة السورية. وبهدف الحفاظ على سعر صرف مقبول قام المصرف المركزي برفع أسعار الفائدة بنقطتين مؤبنتين، إلا أن هذا الرفع، وخاصة في ظل ظروف الأزمة، قد لا يؤدي إلى زيادة الطلب على الليرة السورية وبالتالي الحفاظ على قيمتها من الانخفاض. وبنفس الوقت وبشكل لا يتناسب مع الهدف من رفع أسعار الفائدة، قرر المركزي خفض نسبة الاحتياطي الإلزامي لدى المصارف من ١٠% إلى ٥%. الأمر الذي عمل على مخاوف السوق نتيجة للقرارات الاقتصادية المتناقضة^٢.

٣-٢- أثر المتغيرات الاقتصادية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية

تعرض سعر صرف الليرة السورية خلال الأزمة لانخفاضات حادة أوصلته في العام ٢٠١٥ إلى عتبة ال ٤٠٠ ليرة سورية للدولار الأمريكي الواحد. وجاء هذا التراجع نتيجة مجموعة من العوامل: اقتصادية (عجز ميزان المدفوعات، تدهور الاحتياطات الأجنبية، تراجع الإنتاج المحلي....)، وغير اقتصادية (التهديدات الأمنية والعسكرية للبلاد). وقد تباين تأثير تلك العوامل على مراحل عمر الأزمة.

وعليه قمنا باستعراض تأثير أهم العوامل الاقتصادية التي أسهمت بانخفاض قيمة الليرة السورية انخفاضات متتالية خلال الأزمة، وذلك بعد مرحلة اتسمت فيها قيمة الليرة السورية بالاستقرار طوال السنوات التي سبقت الأزمة الراهنة، تمهيداً لدراسة المتغيرات السلوكية التي أسهمت بذلك الانخفاض لاسيما في ظل ثبات أثر المتغيرات الاقتصادية الأخرى في مراحل معينة.

^١ كنعان، علي: النقود والصيرفة والسياسة النقدية، مرجع سابق، ص ٥١٩-٥٢٠.

^٢ نصر، ربيع وآخرون: الأزمة السورية: الجذور والآثار الاقتصادية والاجتماعية، المركز السوري لبحوث السياسات، دمشق، سورية، ٢٠١٣، ص ٤٧-٤٨.

٣-٢-١ - أثر العقوبات الاقتصادية المفروضة على سورية:

بحلول شهر كانون الأول من العام ٢٠١١، كانت رزمة العقوبات الاقتصادية الأميركية والأوروبية والعربية- التركية ضد سورية قد استكملت حلقاتها. ويتكامل أثر هذه العقوبات مع الأثر التراكمي للعقوبات الأميركية السابقة التي اتخذت مبكراً في عام ١٩٨٠ على خلفية تصنيف سورية في فئة الدول الداعمة للإرهاب، وفي عام ٢٠٠٤ تجلت في قانون "محاسبة سورية واستعادة سيادة لبنان"، وفي عام ٢٠٠٦ على خلفية تداعيات عملية اغتيال رئيس الوزراء اللبناني الأسبق رفيق الحريري.

وإذا كانت عقوبات عام ١٩٨٠ قد قامت على حظرٍ تكنولوجي، شمل جميع السلع والتجهيزات التي تشتمل على مكونٍ أميركي بنسبة ١٠% فأكثر، وأكدت في عام ٢٠٠٦ مترافقة مع عقوبات منهجية ضد النظام المصرفي، ولاسيما المصرف التجاري السوري؛ فإن عقوبات عام ٢٠١١ قد أضافت إلى ذلك الأثر التراكمي آثاراً جديدةً أمضى وأشمل تأثيراً، وأبعداً مختلفة اقتصادية ومالية ونفسية على القدرات الاقتصادية الكلية. حيث تضمنت تلك العقوبات تجميد أصول مسؤولين حكوميين، حظر الاستثمارات الجديدة في سورية من قبل أي شخص أميركي، استيراد النفط أو المنتجات النفطية من منشأ سوري، حظراً على الأسلحة، حظر السفر..... الأمر الذي أسفر عن إلحاق الضرر بكثير من القطاعات الحيوية في البلاد، لاسيما تراجع الإنتاج مما ساهم في الضغط على قيمة الليرة السورية^١.

^١ نصر، ربيع وآخرون: مرجع سابق، ص. ٦٥-٦٨.

الشكل (٣-٢-١) آلية تأثير العقوبات في الاقتصاد السوري



المصدر: الجزائري، همام: مؤتمر الحرب في سورية: تداعياتها وآفاقها، المحور الاقتصادي: رفع القيود عن الاقتصاد السوري، الجمعية البريطانية السورية، جامعة دمشق، سورية، ٢٠١٧، ص ١٣.

٣-٢-٢ - أثر تراجع الناتج المحلي الإجمالي:

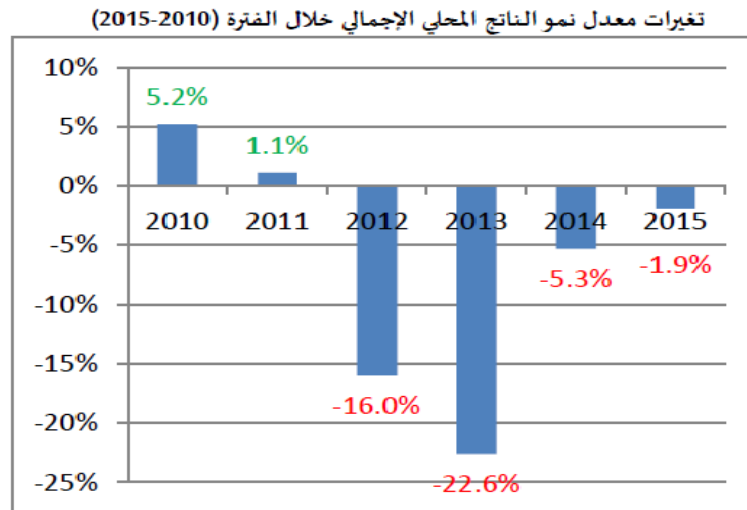
حققت سورية خلال الفترة الممتدة من العام ٢٠٠٥ إلى العام ٢٠١٠ معدلات نمو اقتصادي جيدة وصلت إلى ٥% سنوياً وصنفت ضمن الدول التي حققت أعلى معدلات نمو اقتصادي على مستوى الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وذلك نظراً لما تمتعت به البلاد من استقرار سياسي واقتصادي وخطط اقتصادية طموحة. بالإضافة إلى وجود إمكانيات اقتصادية كامنة وكبيرة في شتى المجالات.

لكن ونتيجة للأزمة التي تمر بها البلاد تعرض الاقتصاد الوطني للتدمير الممنهج على صعيد البنى التحتية كالطرق والجسور والسكك الحديدية، كما تعرضت معظم حقول النفط والغاز للنهب والتخريب على يد الجماعات المسلحة الأمر الذي أدى إلى صعوبة توفير حوامل الطاقة اللازمة (كهرباء، مازوت، فيول..) بالكميات والأسعار المناسبة. كذلك فقد تراجع إنتاج وتسويق المحاصيل الزراعية التي تشكل مدخلات

للصناعات النسيجية والغذائية وبالتالي الكميات المسلمة للجهات العامة المعنية بتسويق وتصنيع هذه المنتجات^١.

لا ننسى كذلك الأثر الكبير الذي خلفه سيطرة الجماعات المسلحة على معبر نصيب الحدودي مع الأردن. إضافة إلى خروج المراكز الحدودية الأخرى مع العراق وتركيا عن سيطرة الحكومة الأمر الذي أدى إلى صعوبات وتكاليف إضافية على الصناعة الوطنية سواء في مجال استيراد مستلزمات الإنتاج الخارجية أو تصدير المنتجات الجاهزة بسبب اضطراب المستوردين والمصدرين إلى اللجوء للنقل الجوي والبحري كلياً أو جزئياً لنقل إنتاجهم ومستلزماته من وإلى البلدان الأخرى المستوردة والمصدرة ما أضاف أعباء مالية وزمنية على كلف هاتين العمليتين إضافة إلى الصعوبات الأخرى التي فرضتها الأزمة فيما يتعلق بالمقاطعة والحصار وصعوبات التمويل والنقل والتأمين^٢. وقد أدت هذه الأسباب كافة، إلى تراجع كبير وغير مسبوق في الناتج المحلي الإجمالي فتدهور النمو الاقتصادي السنوي من + ٥ % في العام ٢٠١٠ إلى حوالي (- ١١,٥ %) وسطياً خلال سنوات الأزمة (٢٠١١ - ٢٠١٥)^٣.

الشكل (٢-٢-٣) تغيرات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ٢٠١٥-٢٠١٠



المصدر: تأثيرات الأزمة في الاقتصاد السوري، مركز دمشق للأبحاث والدراسات، دمشق، ٢٠١٥، ص ١١.

^١ التقرير السنوي لأعمال مصرف سورية المركزي، دمشق، سورية، ٢٠١٥، ص ٩.

^٢ اللحام، فؤاد: الصناعة السورية في ظل الأزمة.. الواقع و متطلبات التعافي، ورقة عمل لاحتفالية مرور خمسين عاماً على تأسيس جمعية العلوم الاقتصادية السورية، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، دمشق، سورية، ٢٠١٥، بتصرف.

^٣ تأثيرات الأزمة في الاقتصاد السوري، مركز دمشق للأبحاث والدراسات، دمشق، ٢٠١٥، ص ١٠.

٣-٢-٣- أثر التضخم:

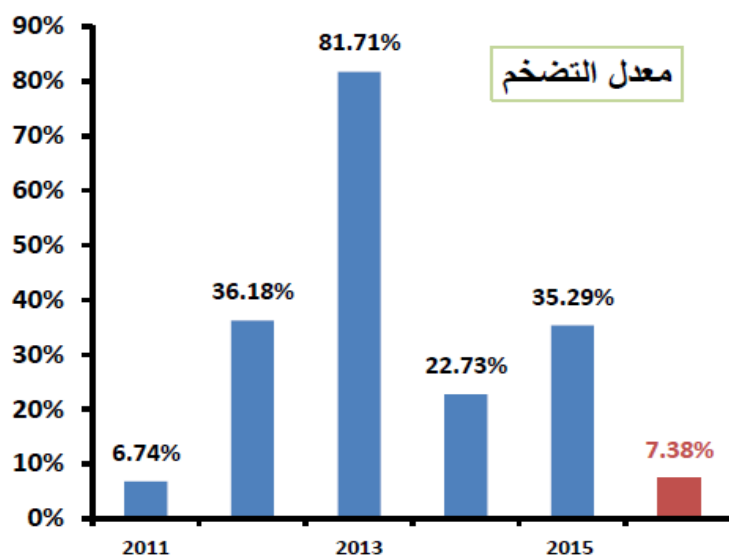
إن الحالة المعقدة التي تمر بها البلاد، والعوامل المتشابكة المتداخلة التي يصعب الفصل بينها، لم تنتج تضخماً صافياً عادياً، بل أدت إلى ركود تضخمي وهو عبارة عن أحد الأمراض الاقتصادية التي يعيشها الاقتصاد بالتزامن مع الحروب والأزمات^١. وتترافق هذه الحالة مع ارتفاع في أسعار السلع والمنتجات يقابله طلب ضعيف. وبالتالي، إذا كان التضخم يفسر بأنه زيادة في الطلب على العرض، ويكون علاجه عن طريق سياسة مالية ونقدية تقشفية تقوم على الحد من عرض النقود في السوق، فإن الانكماش (الركود) يفسر بأنه زيادة في العرض على الطلب، ويكون علاجه عن طريق سياسة توسعية بزيادة الانفاق الحكومي وزيادة في العرض النقدي، وبالتالي فإن علاج الأول هو عكس علاج الثاني. إن حالة الركود التضخمي التي تعيشها سورية اليوم هي نتيجة للخلل القائم بين الكتلة النقدية التي ازدادت بأكثر من ٢٠ % خلال الأزمة وتراجع الاقتصاد الحقيقي ممثلاً بالنواتج المحلي بحوالي (١١,٥ %) وسطياً. الأمر الذي أدى إلى ارتفاع مؤشر أسعار المستهلك أكثر من ٣٠٠% في الفترة الممتدة ما بين آذار ٢٠١١ وأيار^٢.

لقد سجل معدل التضخم في خلال سنوات الأزمة ارتفاعات كبيرة ومستمرة، وذلك نتيجة لتبعات الأزمة على الاقتصاد الوطني، إذ ارتفع معدل التضخم من ٦,٧٤ % عام ٢٠١١ إلى ٣٦,١٨ % عام ٢٠١٢ ليصل إلى ٨١,٧١ % في العام ٢٠١٣، ثم ليعود بعدها وينخفض في عام ٢٠١٤ ليصل إلى ٢٢,٧٣ %، غير أنه من المتوقع أن يرتفع معدل التضخم في عام ٢٠١٥ إلى حوالي ٣٦ % ويبين الشكل البياني التالي تغير معدل التضخم خلال سنوات الأزمة (٢٠١١ - ٢٠١٥) مقارنة مع وسطي معدل التضخم خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠١٠) والذي بلغ ٧,٤ %.

^١ النزاع في سورية: تداعيات على الاقتصاد الكلي وعقبات في طريق الأهداف الإنمائية للألفية، مقال منشور في الموقع الإلكتروني للاسكوا (ESCWA)، ١٠ أيلول ٢٠١٤. / <https://www.unescwa.org/ar/news>

^٢Gobat, Jeanne and Kostial, Kristina. (2016), Syria's Conflict Economy, working paper, International Monetary Fund, USA, NO. (16/123), P. 12-13.

الشكل (٣-٢-٣) تغير معدل التضخم خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥



المصدر: تأثيرات الأزمة في الاقتصاد السوري، مركز دمشق للأبحاث والدراسات، دمشق، ٢٠١٥، ص ٢٦.

٣-٢-٤ - أثر عجز الميزان التجاري:

تأتي أهمية قطاع التجارة الخارجية، من كونه المرآة التي تعكس نقاط القوة والضعف في الاقتصاد السوري، حيث تعكس مؤشراتها طبيعة الهيكل الإنتاجي للاقتصاد، ومستوى تطور هذا الاقتصاد من جهة، وتعكس أيضاً تحليلاً للعلاقات الاقتصادية الدولية، من حيث مستوى تطورها ودرجة ارتباطها بالاقتصاد العالمي من جهة أخرى، إضافة إلى مستوى تطور ذلك الاقتصاد والسياسات المتبعة في مختلف القطاعات وموقعه في مجال التبادل التجاري مع بلدان العالم.

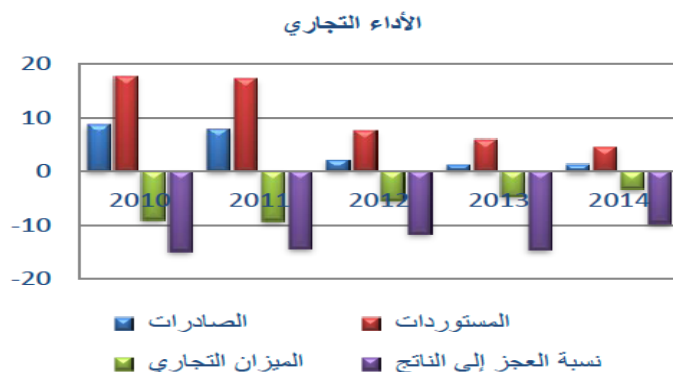
وانطلاقاً من تأثر التجارة سلباً و إيجاباً بالإنتاج الزراعي والصناعي، ومقدار تزايد الطلب على هذا الإنتاج في الأسواق الداخلية والخارجية، كان لهذا القطاع النصيب الأكبر من الخسارة التي تكبدها الاقتصاد في خلال

السنوات الماضية. حيث من المقدر أن خسائر القطاع التجاري وصلت إلى ٧٥٠ مليار ليرة سورية، مما انعكس سلباً على حركتي الصادرات والواردات، وبالتالي على الميزان التجاري وعلى الاستثمارات المنفذة^١.

الشكل (٣-٢-٤) تطور الصادرات والمستوردات السورية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٤

تطور الصادرات والمستوردات السورية خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٤)

(٢٠١٤):



المصدر: تأثيرات الأزمة في الاقتصاد السوري، مركز دمشق للأبحاث والدراسات، دمشق، ٢٠١٥، ص ٤٧.

يُلاحظ فيما يتعلق بالصادرات أنها تأثرت بشكل واضح بالأزمة التي تمر بها سورية، وبالعقوبات الاقتصادية التي أثرت بشكل مباشر على تمويل التجارة الخارجية، والمتمثلة في تشدد المصارف بتقديم التمويل للتجارة الخارجية مع اشتراط الضمانات المصرفية من المتعاملين لتمويل الصفقات التجارية. كذلك نتيجة فقدان الدولة السيطرة على العديد من المعابر الحدودية. وقد اقتصر الصادرات في تلك الفترة على الأغنام والفوسفات والخضروات والفواكه.

وفي جانب المستوردات فقد غيرت الأزمة من طبيعة الاستيراد حيث اقتصر على الأغذية والمواد الطبية والمنتجات النفطية وذلك بسبب انهيار الإنتاج النفطي والصناعات الطبية والغذائية. وبنفس الوقت فقد تراجع الطلب المحلي على السلع الوسيطة والكمالية^٢. إضافة لسياسة ترشيد الاستيراد التي انتهجتها الحكومة في

^١ تأثيرات الأزمة في الاقتصاد السوري، مرجع سابق، ص ٤٦.

^٢ Alienation and impact of Syria crises report 2014, (2015), Syrian Center for Policy Research supported by UNRWA and UNDP country.office in Syria, Damascuse, Syria, P.26.

خلال تلك الفترة. لتتخفض بذلك المستوردات خلال الفترة ذاتها بحوالي ٧٥ % من ١٧,٧ مليار دولار في العام ٢٠١٠ إلى ٤,٥ مليار دولار خلال العام ٢٠١٤.

خلاصة:

مما تقدم نجد كيف أن فترة الدراسة اتسمت بتقلب كبير في جميع مؤشرات الاقتصاد الحقيقي سواء أكان في الناتج المحلي الإجمالي أو في معدلات التضخم وكذلك في الميزان التجاري. وقد استعرضنا نسب تلك المؤشرات في السنوات التي سبقت الأزمة في محاولة لإجراء مقارنة توضح حجم الخسائر التي لحقت بالاقتصاد السوري. والهدف من هذا المبحث كان بشكل أساسي تسليط الضوء على تقلب تلك المؤشرات والتي تمثل المحددات التقليدية لسعر صرف الليرة السورية في محاولة لربطها بالدراسة التطبيقية التي تظهر تذبذب سعر الصرف بشكل حاد في فترات شهد فيها الاقتصاد السوري بداية التعافي، وانخفاض تذبذبه على الرغم من تدهور تلك المؤشرات.

٣-٣- دراسة تحليلية لأثر المتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية

من المفيد قبل أن نبدأ دراستنا العملية بأن نستذكر مجتمع الدراسة ومفردات العينة التي سيتم تطبيق التحليل الإحصائي عليها بالإضافة إلى فترة الدراسة، ومصادر البيانات التي سوف تقوم عليها دراستنا هذه لتكون بمثابة الإطار العام والأسس التي تحدد ماهية الدراسة العملية التي نقوم بها.

٣-٣-١- مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي في الجمهورية العربية السورية انطلاقاً من أهمية سعر الصرف في الحياة الاقتصادية وكونه المرآة التي تعكس الواقع الاقتصادي والمعيشي في أي بلد.

اقتصرت عينة البحث على سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي خلال فترة الأزمة السورية والتي امتدت من ٢٠١١ إلى ٢٠١٥ كونها الفترة التي تطرق إليها موضوع بحثنا والتي كانت غنية بالأحداث السياسية والإرهابية التي أثرت على استقرار سعر الصرف. وقد بلغ عدد المشاهدات ١٤٨٣ مشاهدة، وهي قيمة جيدة جداً لإجراء تحليلنا الإحصائي والوصول إلى نتائج موضوعية.

٣-٣-٢- فترة الدراسة

تناولت فترة الدراسة سلسلة زمنية لسعر صرف الليرة السورية مكونة من خمس سنوات امتدت ما بين عامي ٢٠١١ و ٢٠١٥، وتم اختيار هذه الفترة كونها الفترة التي شهدت فيها الجمهورية العربية السورية الأزمة التي تعيشها، الأمر الذي انعكس على استقرار سعر صرف الليرة السورية، لاسيما فيما يتعلق بالمنعكسات النفسية لكل من الأحداث السياسية والإرهابية التي زعزعت الثقة بالعملة الوطنية، وهو موضوع دراستنا.

٣-٣-٣- مصادر البيانات

تم الحصول على البيانات من مصادر ثانوية تمثلت في نشرة مصرف سورية المركزي لأسعار سعر صرف الدولار الأميركي مقابل الليرة السورية في السوق الموازي خلال الفترة ما بين ١/٧/٢٠١١ و ٢٦/٧/٢٠١٥، وتم اختيار البيانات لمتغيرات الدراسة على أساس يومي^١.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات السلوكية والمتمثلة بالخوف والثقة وسلوك القطيع المرافقة للأحداث الإرهابية و الأحداث السياسية فقد تم التعبير عنها من خلال متغير وهمي $Dummy(1,0)$. حيث تم جمع البيانات السابقة من خلال متابعة الأخبار اليومية في الإعلام المسموع والمرئي والمقروء الرسمية^٢.

٣-٣-٤- أساليب التحليل الإحصائي

تم تحليل بيانات الدراسة المتعلقة بالمتغيرات التابعة والمستقلة من خلال استخدام برنامج التحليل القياسي (EViews 9) كآلاتي:

أولاً: أدوات الإحصاء الوصفي: وتختص بتوصيف بيانات المتغيرات التي تم جمعها خلال الفترة المدروسة من خلال حساب كل من:

أ- المتوسطات الحسابية.

ب- الانحراف المعياري.

ت- أعلى قيمة وأدنى قيمة.

ثانياً: أدوات الإحصاء الاستدلالي :

تم استخدام نموذج الانحدار غير الخطي Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (1,1) GARCH، الذي يقيس العلاقة بين وجود أحداث إرهابية وسياسية خلال

^١ الملحق رقم (١).

^٢ وكالة سانا للأنباء <https://www.sana.sy/>.

فترة الدراسة وبين التذبذب الشرطي لسعر صرف الليرة السورية. حيث يعتبر نموذج GARCH تعميم لنموذج ARCH الذي يعتبر نموذج للانحدار غير الخطي، وهو نموذج ارتباط ذاتي مشروط بعدم تجانس تباينات الأخطاء، يستخدم للتنبؤ باتجاه المتغيرات الاقتصادية والمالية التي لديها سلاسل زمنية.

نُقدم فيما يلي دراسة تحليلية لكل متغير من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع مع مجموعة المقاييس الإحصائية الوصفية آنفة الذكر ثم ننتقل إلى اختبار فرضيات البحث باستخدام الأدوات الإحصائية الاستدلالية.

أولاً- أدوات الإحصاء الوصفي:

١- دراسة وصفية وتحليلية للمتغيرات

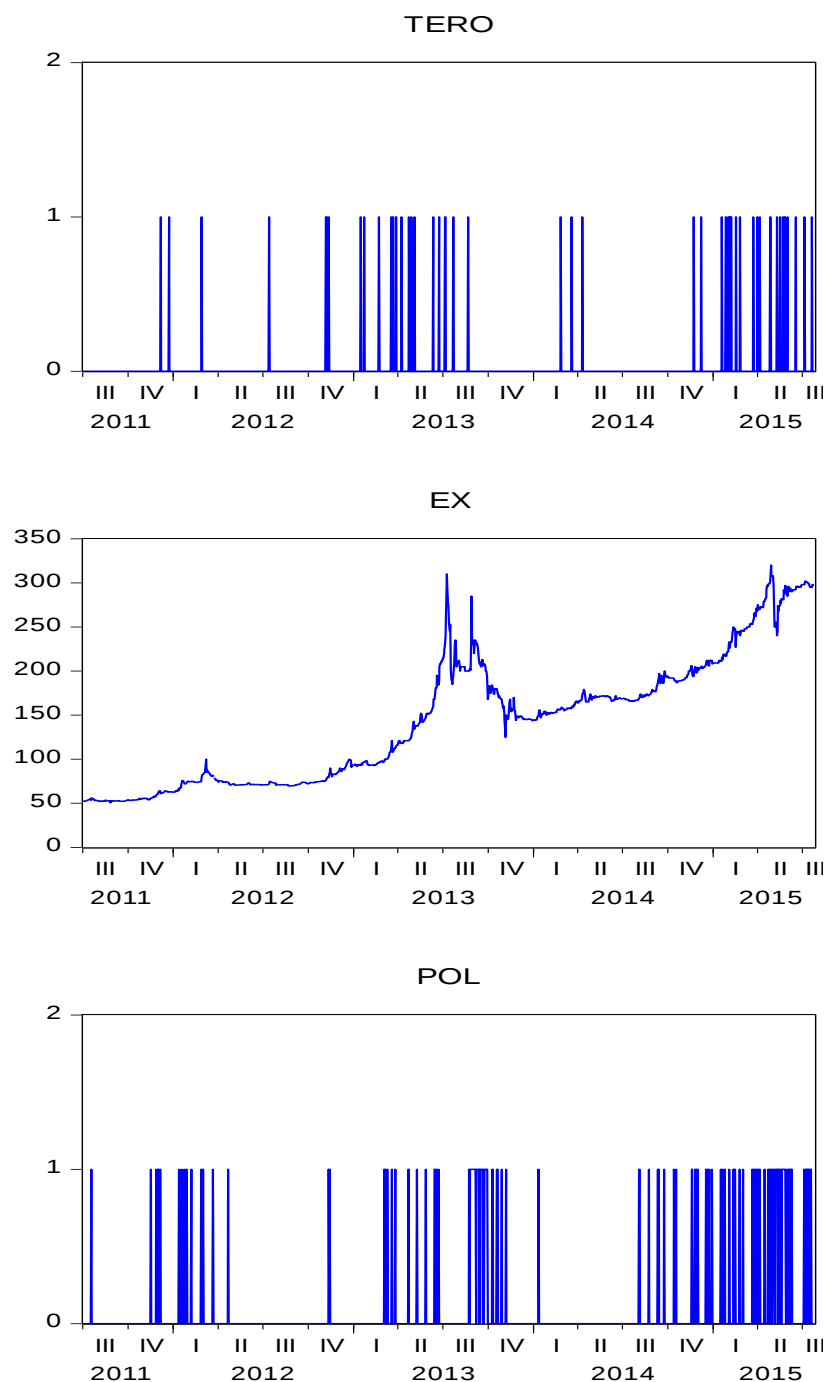
يتضمن النموذج متغيرين مستقلين يعبران عن المتغيرات السلوكية ندرجها كالآتي:

١- الأحداث الإرهابية **Terrorism events**: تم تمثيل هذا المتغير من خلال المتغير الوهمي Dummy(1,0) حيث يأخذ القيمة 1 في حال وجود حدث إرهابي، والقيمة 0 في حال عدم وجود حدث. وسيرمز لهذا المتغير بالرمز (Tero).

٢- الأحداث السياسية **Political events**: تم تمثيل هذا المتغير من خلال المتغير الوهمي Dummy(1,0) حيث يأخذ القيمة 1 في حال وجود حدث سياسي، والقيمة 0 في حال عدم وجود حدث. وسيرمز لهذا المتغير بالرمز (Pol).

٣- المتغير التابع: سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي، ورمزنا لهذا المتغير بالرمز (Ex).

الشكل (٣-٣-١) التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (9 eviews).

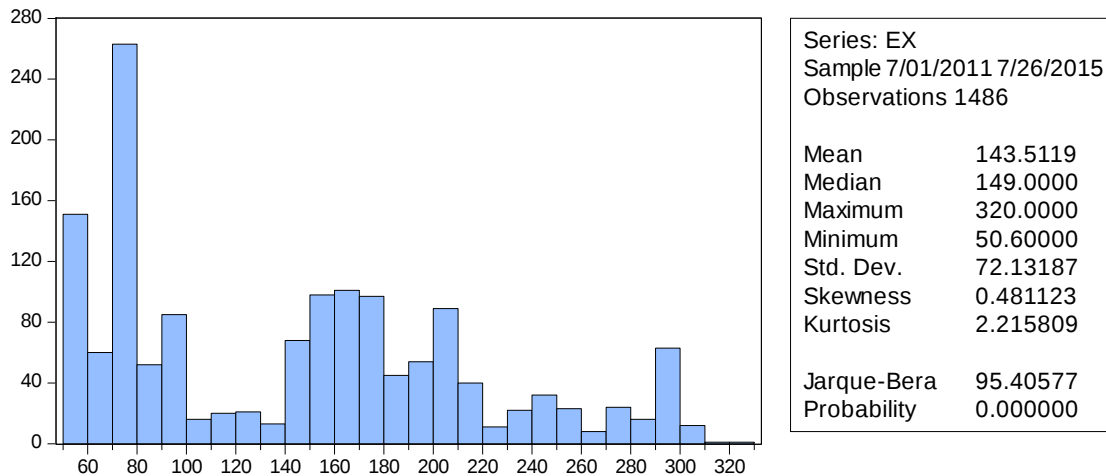
منحنى سعر الصرف EX: يتضح من خلال الشكل أعلاه وجود تذبذب واضح في سعر صرف الدولار الأميركي مقابل الليرة السورية أي أن السلسلة غير مستقرة. كذلك نلاحظ وجود اتجاهين عامين. هذا وأنه يتضح من خلال الشكل بأن سعر الصرف اتسم بالاستقرار النسبي خلال العامين ٢٠١١ و ٢٠١٢ إلا أنه خلال العام ٢٠١٣ بلغ قيمةً شاذةً وأخذ اتجاه تصاعدي ليعود وينخفض خلال العام ٢٠١٤، ليعود خلال عام ٢٠١٥ باتخاذ اتجاه تصاعدي آخر ويبلغ قيمةً شاذةً كذلك.

منحنى الأحداث الإرهابية TERO: شهد العامين ٢٠١٣ و ٢٠١٥ اضطرابات أمنية كبيرة الأمر الذي أدى إلى كثافة في تلك الأحداث وهو ما انعكس على تذبذب سعر صرف الليرة السورية.

منحنى الأحداث السياسية POL: شهد العامين ٢٠١٣ و ٢٠١٥ تغيرات هامة على الساحة السياسية الأمر الذي أدى إلى كثافة في تلك الأحداث وهو ما انعكس على تذبذب سعر صرف الليرة السورية.

٢- دراسة خصائص التوزيع الطبيعي لسلسلة EX:

الشكل (٣-٣-٢) معاملات التوزيع الطبيعي لسلسلة سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأميركي EX.



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (9 views).

❖ شهد سوق سعر الصرف تذبذباً حاداً خلال الفترة المدروسة ٢٠١١/٠٧/٠١ ولغاية ٢٠١٥/٠٧/٢٦ وقد

بلغ وسطي سعر الصرف خلال تلك الفترة (Mean1) (١٤٣,٥١١٩ ل.س).

❖ بلغت أقل قيمة لسعر الصرف (Minimum) (٥٠,٦ ل.س) وأعلى قيمة (Maximum) (٣٢٠ ل.س)

باحتمال (٩٥%) أي أنه عند مستوى دلالة (٥%) فإن سعر الصرف لن يقل عن ٥٠,٦ ل.س ولن يزيد عن ٣٢٠ ل.س.

❖ اختبار Jarque- Bera: من أجل اختبار فرضية العدم (السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي)، وقد بلغت احتماليته (٠,٠٠) وهي أقل من مستوى الدلالة المستخدم (٥%) ومنه نرفض فرضية التوزيع الطبيعي، أي أن توزيع سعر الصرف خلال الفترة المذكورة غير طبيعي، وبالتالي لا يمكننا استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط في التحليل.

٣- اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة سعر الصرف (Correlogram):

الشكل رقم (٣-٣-٣) دالة الارتباط الذاتي لسلسلة سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأميركي.

Date: 01/06/18 Time: 22:30

Sample: 7/01/2011 7/26/2015

Included observations: 1486

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.996	0.996	1476.3	0.000
		2	0.992	0.038	2942.1	0.000
		3	0.988	0.037	4398.2	0.000
		4	0.985	-0.002	5844.6	0.000
		5	0.981	-0.013	7281.1	0.000
		6	0.977	0.011	8707.9	0.000
		7	0.974	0.012	10126.	0.000
		8	0.970	-0.005	11534.	0.000
		9	0.967	0.026	12934.	0.000
		10	0.964	0.046	14326.	0.000
		11	0.961	0.022	15711.	0.000
		12	0.958	-0.003	17089.	0.000
		13	0.956	0.003	18460.	0.000
		14	0.953	0.009	19824.	0.000
		15	0.950	-0.005	21181.	0.000
		16	0.947	-0.019	22531.	0.000
		17	0.944	-0.016	23872.	0.000
		18	0.941	-0.006	25207.	0.000
		19	0.938	-0.022	26532.	0.000
		20	0.935	-0.002	27850.	0.000
		21	0.932	0.017	29160.	0.000
		22	0.929	0.009	30462.	0.000
		23	0.925	-0.009	31756.	0.000
		24	0.922	0.005	33043.	0.000
		25	0.919	-0.004	34322.	0.000
		26	0.916	-0.006	35594.	0.000
		27	0.913	-0.015	36858.	0.000
		28	0.910	-0.002	38114.	0.000
		29	0.907	-0.000	39362.	0.000
		30	0.904	-0.009	40603.	0.000
		31	0.901	0.009	41836.	0.000
		32	0.898	0.020	43061.	0.000
		33	0.895	-0.027	44279.	0.000
		34	0.892	0.006	45490.	0.000
		35	0.889	0.007	46693.	0.000
		36	0.885	-0.012	47888.	0.000

المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (9 eviews).

- Prob: إن الفرضية الصفرية (H_0) التي يتم اختبارها هنا هي فرضية غياب الارتباط الذاتي للمتغير، وبالتالي في حال كانت الاحتمالية أصغر من 0.05 فإن هناك ارتباط ذاتي للمتغير. وقد بلغت الاحتمالية (0,00) أي أن هناك ارتباط ذاتي للمتغير وبالتالي فإن سعر صرف الليرة السورية غير عشوائي، وهو عامل آخر يؤكد عدم القدرة على استخدام نموذج الانحدار الخطي في التحليل.

٤- اختبار جذر الوحدة لاستقرار سلسلة سعر صرف الليرة السورية باستخدام اختبار KPSS

الشكل رقم (٣-٣-٤) اختبار جذر الوحدة لاستقرار سلسلة سعر صرف الليرة السورية عند المستوى Level

Null Hypothesis: EX is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 31 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.226908
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.216000
5% level				0.146000
10% level				0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				823.0393
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				23846.55
KPSS Test Equation Dependent Variable: EX Method: Least Squares Date: 01/06/18 Time: 22:41 Sample: 7/01/2011 7/26/2015 Included observations: 1486				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	28.94678	1.489261	19.43701	0.0000
@TREND("7/01/2011")	0.154126	0.001735	88.83180	0.0000
R-squared	0.841708	Mean dependent var		143.5119
Adjusted R-squared	0.841601	S.D. dependent var		72.13187
S.E. of regression	28.70799	Akaike info criterion		9.553573
Sum squared resid	1223036.	Schwarz criterion		9.560711
Log likelihood	-7096.305	Hannan-Quinn criter.		9.556233
F-statistic	7891.088	Durbin-Watson stat		0.020749
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (9 views).

نلاحظ من الجدول عدم وجود استقرار في سلسلة سعر صرف الليرة السورية عند المستوى Level، حيث أن قيمة $KPSS > \text{critical value}$ عند مستوى الدلالة ٥%. وأنو يوجد اتجاه عام لحجم التداول حيث كانت احتمالية ال Trend أصغر من ٠,٠٥ لذلك سنقوم بأخذ السلسلة نفسها عند الفرق الأول.

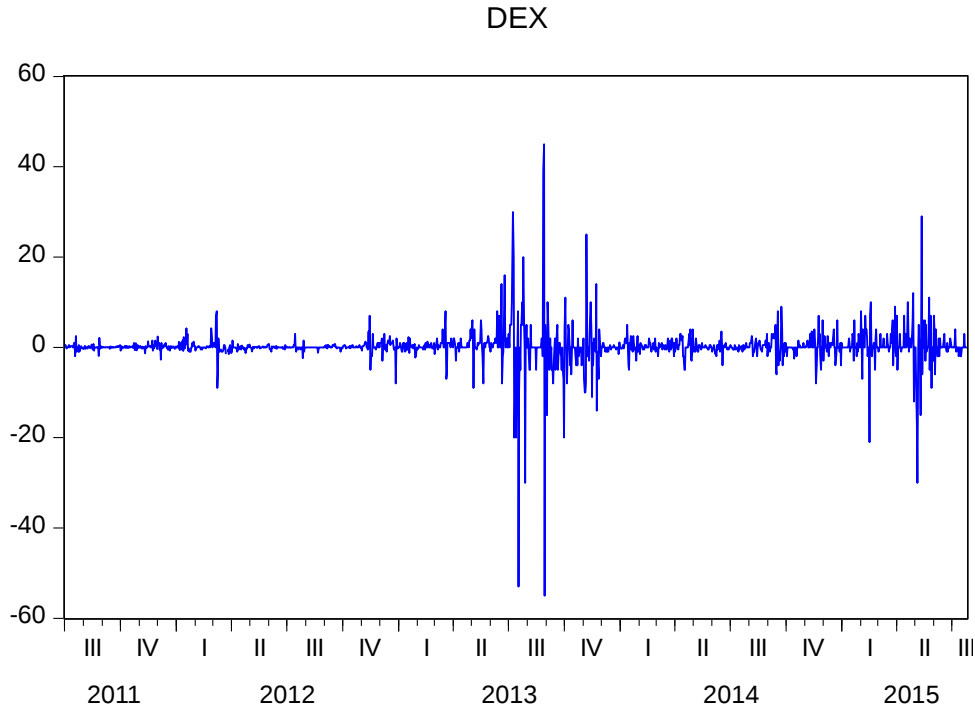
الشكل رقم (٣-٣-٥) اختبار جذر الوحدة لاستقرار سلسلة سعر صرف الليرة السورية عند الفرق الأول.

Null Hypothesis: D(EX) is stationary				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
		LM-Stat.		
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.034924		
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000		
	5% level	0.146000		
	10% level	0.119000		
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)		17.08296		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		15.87378		
KPSS Test Equation				
Dependent Variable: D(EX)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/18 Time: 22:46				
Sample (adjusted): 7/02/2011 7/26/2015				
Included observations: 1484 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.040368	0.215001	0.187755	0.8511
@TREND("7/01/2011")	0.000169	0.000250	0.676818	0.4986
R-squared	0.000309	Mean dependent var		0.166442
Adjusted R-squared	-0.000366	S.D. dependent var		4.135185
S.E. of regression	4.135941	Akaike info criterion		5.678654
Sum squared resid	25351.11	Schwarz criterion		5.685800
Log likelihood	-4211.561	Hannan-Quinn criter.		5.681317
F-statistic	0.458083	Durbin-Watson stat		1.884325
Prob(F-statistic)	0.498627			

المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (9 views).

نلاحظ بأن السلسلة استقرت عند الأخذ بالفرق الأول 1^{st} difference أي أن سعر الصرف غير مستقر بسبب تقلباته الكبيرة، إلا أن التغير في سعره (الفرق الأول) يعتبر مستقر وكذلك أصبح الاتجاه العام غير معنوي.

الشكل (٦-٣-٣) سلسلة سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي بعد الأخذ بالفرق الأول



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (9 views e).

يلاحظ من الاختبارات السابقة أن توزيع سلسلة سعر الصرف غير طبيعي، وأنه مرتبط ذاتياً، و بالتالي شروط استخدام الانحدار الخطي البسيط غير محققة. ولمزيد من التأكد تمّ اختبار ثبات تباين بواقي معادلة الانحدار الخطي البسيط **Heteroskedasticity Test** :

الشكل رقم (٣-٣-٧) اختبار ثبات بواقي معادلة الانحدار الخطي البسيط

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	250.2652	Prob. F(1,1484)	0.0000
Obs*R-squared	214.4390	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 01/07/18 Time: 04:32
Sample: 7/02/2011 7/26/2015
Included observations: 1486

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.57448	3.356767	3.150200	0.0017
RESID^2(-1)	0.379877	0.024013	15.81977	0.0000
R-squared	0.144306	Mean dependent var		17.05222
Adjusted R-squared	0.143730	S.D. dependent var		138.7937
S.E. of regression	128.4325	Akaike info criterion		12.55003
Sum squared resid	24478460	Schwarz criterion		12.55717
Log likelihood	-9322.672	Hannan-Quinn criter.		12.55269
F-statistic	250.2652	Durbin-Watson stat		2.051944
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (eviews 9).

إن الفرضية الصفرية (H_0) التي يتم اختبارها هنا هي فرضية وجود تجانس أخطاء معيارية، وبالتالي في حال كانت الاحتمالية أصغر من ٠,٠٥ فإنه لا يوجد تجانس أخطاء معيارية.

نلاحظ بأن Prob أصغر من ٠,٠٥ وبالتالي فإنه لا يوجد تجانس أخطاء معيارية. بمعنى آخر لدي ما يسمى ARCH effect، الأمر الذي يدل على وجود ما يسمى بال "volatility Clustering" أو عنقودية التذبذب. أي أنه بالإضافة إلى التذبذب الحاد في سعر الصرف فإنه كذلك يوجد تجمع لذلك التذبذب أي يوجد ترابط فيما بينه. بمعنى أنه لو كان هناك تذبذب في سعر الصرف في يوم معين فإن هذا التذبذب سيبقى لليوم التالي، والعكس بالعكس، أي أنه في الفترات التي يشهد فيها استقرار أو سكون فإنه سيستمر للفترة التالية. وبالتالي فإن التذبذب يرتبط حكماً بالأحداث التي حصلت في الفترة الزمنية السابقة والتي انعكست في سعر صرف الليرة السورية الحالي. الأمر الذي يدل على ضرورة الانتقال للعمل ضمن بيئة ARCH، ذلك أنها البيئة الأمثل في حال وجود تذبذب في سعر الصرف.

ثانياً: الإحصاء الاستدلالي واختبار الفرضيات:

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر المتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية، وفي البداية سوف نستعرض فرضيات البحث التي سبق وأوردناها في الإطار العام للبحث.

بناء على مشكلة الدراسة المطروحة يمكن صياغة الفرضية الرئيسة وفق الصيغة العدمية التالية:

فرضية العدم H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية بين عامي ٢٠١١ و ٢٠١٥.

الفرضية البديلة H_1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات السلوكية في الأزمة الراهنة لسعر صرف الليرة السورية بين عامي ٢٠١١ و ٢٠١٥.

وبناءً على الفرضيات المطروحة سابقاً نجد لدينا متغيرين مستقلين وهم: الأحداث السياسية والأحداث الإرهابية، ومتغير تابع وحيد وهو سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأميركي.

سوف يتضمن التحليل الإحصائي كما أشرنا سابقاً نموذج $GARCH(1,1)$ لقياس أثر المتغيرات السلوكية على تذبذب سعر الصرف.

الإطار النظري للنموذج الكمي باستخدام نموذج $GARCH(1,1)$:

إن السلاسل الزمنية المالية مثل أسعار الأسهم، سعر الفائدة وسعر الصرف... غالباً ما تُظهر نوع من عنقودية التذبذب أي "volatility Clustering" وذلك يعود للطريقة التي يفسر بها المتعاملون الأخبار التي يسمعونها والتي تؤثر على أسعار تلك الأصول. حيث نجد البعض يفسر تلك الأخبار بشكل تفاؤلي، والبعض الآخر يفسرها بشكل تشاؤمي. وعادةً ما يستمر تأثير ذلك لفترة من الزمن، ولذلك نرى أن التغيرات تلك عادة ما تكون موجودة على شكل نمط Pattern داخل سلسلة أسعار تلك الأصول.

استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي الشرطي غير ثابت التباين (Autoregressive conditional Heteroskedasticity). والذي يشمل عائلة كبيرة من النماذج أهمها:

- نموذج غارش GARCH Model (١,١):

يستخدم التذبذب الشرطي لسعر الصرف لتقدير تقلبات أسعار الصرف لليوم التالي المشروطة والتي يمكن أن تتغير خلال اليوم في حال ورود معلومات جديدة إلى السوق، كنموذج Arch, Garch, Tarch, Egrch وعليه تعد هذه النماذج أفضل من نماذج الانحدار الخطي البسيط، لأنها تعنى بتأثير عنصر الزمن.

وقد قمنا باستخدام نموذج Garch (1,1) ذلك كون جميع الدراسات السابقة استخدمت هذا النموذج لدى دراسة التقلبات في سعر الصرف، حيث أنه يعتبر كافياً ومفسراً لتقلبات سعر الصرف في الأجل القصير.

ويعتبر نموذج Garch (1,1) الشكل المبسط لنموذج الانحدار الذاتي الشرطي غير ثابت التباين، والذي تقوم فكرته على تقدير معلمات المعادلتين التاليتين:

الأولى: معادلة الوسط Mean equation والتي يجري فيها تقدير معلمات المتغير التابع كدالة في المتغير المستقل على النحو المعروف ولكن باستخدام طريقة الاحتمال الأعظم حتى يتسنى معالجة مشكلة عدم ثبات التباين.

$$y_t = y_0 + \varepsilon_t$$

حيث إن في معادلة الوسط المتغير التابع دالة في المتغيرات المستقلة وحد الخطأ.

الثانية: تقدير معادلة التباين المشروط Variance equation بناءً على المعلومات السابقة:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2$$

وفي نموذج Garch (1,1) فإن:

الرقم ١ الذي يأتي في الترتيب الأول داخل القوس يشير إلى الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى للتباين المبطئ σ_{t-1}^2 مكون Garch، أما الرقم ١ التالي فيشير إلى الوسط المتحرك من الدرجة الأولى لمربع الخطأ المبطئ ε_{t-1}^2 أو مكون Arch.

والمعادلة الثانية (معادلة التباين أو معادلة الخطر أو التقلب) يجري تفسيرها في سوق الصرف على أن المتعامل يتوقع تباين هذه الفترة الحالية من خلال:

(١) تكوين وسط مرجح لمتوسط طويل الأجل (يمثل الثابت في معادلة التباين).

(٢) التباين المتوقع من الفترة الماضية أو مكون Garch.

(٣) المعلومات عن التباين الذي جرى توقعه في الفترة السابقة أو مكون Arch.

(٤) المعلومات المفسرة في معادلة التباين.

تقتضي خصائص نموذج Garch أن تكون معاملات النموذج $(\beta, \alpha_1, \alpha_0)$ موجبة. وأن يكون مجموع

(α_1, β) أقل من الواحد لضمان استمرارية التباين الشرطي. هذا وأنه من خلال الاطلاع على قيم

معاملات النموذج يمكننا الوقوف على سلوك التباين والتذبذب.

اختبار الفرضية الرئيسية :

" لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات السلوكية في سعر صرف الليرة السورية".

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام **Garch (1,1)** من أجل التعرف على أثر المتغيرات السلوكية (الخوف - الثقة - سلوك القطيع) الناتجة عن (الأحداث الإرهابية - الأحداث السياسية) على تذبذب سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأميركي في العينة المدروسة. وباستخدام برنامج Eviews 9 توصلنا إلى النتائج التالية:

الشكل رقم (٣-٣-٨) تحليل نموذج الانحدار غير الخطي Garch (1,1)

Dependent Variable: DEX
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 01/07/18 Time: 01:19
Sample: 7/01/2011 7/26/2015
Included observations: 1487
Convergence achieved after 67 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1) + C(5)*POL + C(6)*TERO

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.040360	0.020520	1.966854	0.0492
Variance Equation				
C	0.025530	0.001856	13.75846	0.0000
RESID(-1)^2	0.264051	0.014692	17.97230	0.0000
GARCH(-1)	0.730135	0.006358	114.8361	0.0000
POL	5.570685	0.152855	36.44415	0.0000
TERO	1.841193	0.332653	5.534875	0.0000
R-squared	-0.000922	Mean dependent var	0.165770	
Adjusted R-squared	-0.000922	S.D. dependent var	4.131050	
S.E. of regression	4.132954	Akaike info criterion	3.658011	
Sum squared resid	25382.83	Schwarz criterion	3.679414	
Log likelihood	-2713.731	Hannan-Quinn criter.	3.665988	
Durbin-Watson stat	1.880800			

المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews 9).

- إن قيمة ARCH = 0.264051 وهو معنوي عند مستوى دلالة 5%، وهذا يعني بأن الأخبار حول تذبذب سعر الصرف في اليوم السابق تؤثر على تذبذب سعر الصرف الحالي بمقدار 0.2640 % . كذلك فإن المعامل α_1 يشير إلى استمرارية الصدمة على المدى القصير وهو ما يسمى ب Arch Effect.

- إن قيمة GARCH= 0.730135 وهو معنوي عند مستوى دلالة 5%، وهذا يعني بأن تذبذب الفترة السابقة والذي استمر للفترة الحالية مرتفع وبشكل كبير بنسبة 0.731 % . وإن القيمة الكبيرة للمعامل β تشير إلى استمرارية أثر التقلبات السابقة في التباين الحالي أو المستقبلي، كما يظهر كيف يعكس النموذج خاصية عنقودية التقلبات (التباين) Volatility Clustering حيث ان القيم الكبيرة ل σ_{t-1}^2 ستؤدي إلى قيم كبيرة في σ_t^2 . ويشير المعامل β إلى استمرارية الصدمة على المدى الطويل وهو الأثر Garch Effect.

- إن قيمة Coefficient للأحداث السياسية = 5.570 وهو معنوي عند مستوى دلالة 5%، وبالتالي فإن وجود حدث سياسي يؤثر وبشكل كبير على تذبذب سعر الصرف.

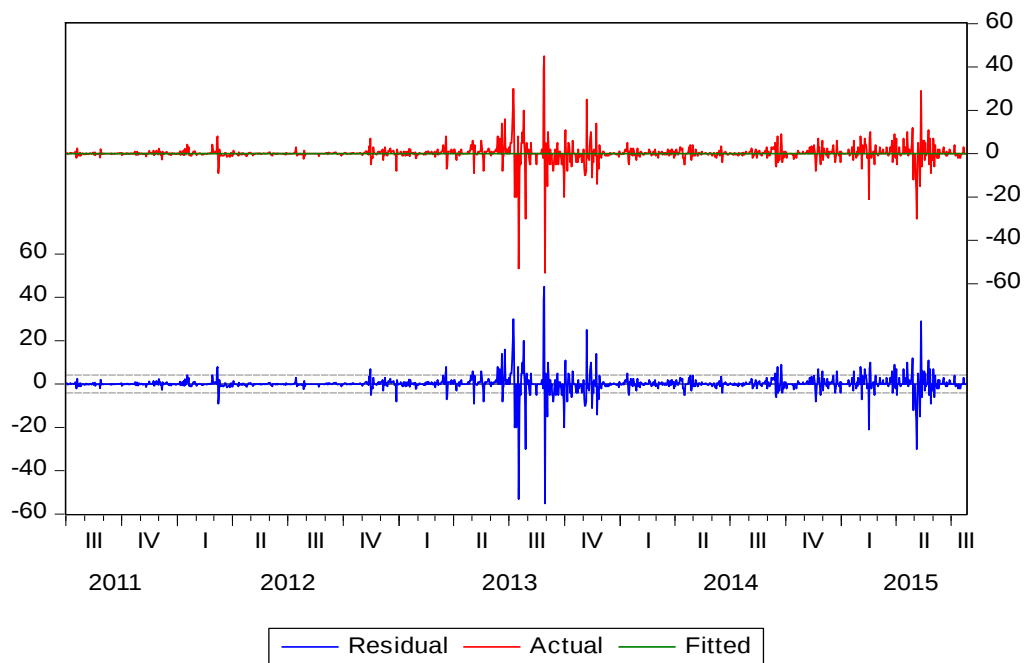
- إن قيمة Coefficient للأحداث الإرهابية = 1.184 الإرهابية وهو معنوي عند مستوى دلالة 5%، وبالتالي فإن وجود حدث إرهابي يؤثر وبشكل كبير على تذبذب سعر الصرف.

وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات السلوكية على سعر صرف الليرة السورية ونقبل الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغيرات السلوكية على سعر صرف الليرة السورية.

هذا وأنه للتأكد من سلامة النموذج قمنا بالاختبارات التالية:

١. الشكل الفعلي والمقدر لنموذج Garch(1,1) Actual, Fitted, Residual Table

الشكل رقم (٣-٣-٩) الشكل الفعلي والمقدر لنموذج Garch (1,1)



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (9 eviews).

من الشكل أعلاه يمكننا ملاحظة شبه المطابقة بين منحنى السلسلة الأصلية (Actual) والسلسلة المقدرة (Fitted).

٢. اختبار الارتباط الذاتي لأخطاء نموذج Garch (1,1) –Q- Statistics Correlogram:

الشكل رقم (٣-٣-١٠) اختبار الارتباط الذاتي لأخطاء نموذج Garch (1,1)

Date: 01/07/18 Time: 04:23
Sample: 7/01/2011 7/26/2015
Included observations: 1487

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	0.011	0.011	0.1743	0.676
		2	-0.005	-0.006	0.2190	0.896
		3	-0.010	-0.010	0.3628	0.948
		4	-0.006	-0.005	0.4108	0.982
		5	-0.018	-0.018	0.8894	0.971
		6	-0.009	-0.009	1.0193	0.985
		7	0.007	0.007	1.0869	0.993
		8	-0.015	-0.016	1.4381	0.994
		9	-0.017	-0.017	1.8925	0.993
		10	0.016	0.016	2.2899	0.994
		11	-0.006	-0.007	2.3372	0.997
		12	0.019	0.019	2.8665	0.996
		13	-0.009	-0.010	2.9985	0.998
		14	0.007	0.006	3.0674	0.999
		15	-0.001	-0.000	3.0682	1.000
		16	-0.010	-0.010	3.2096	1.000
		17	-0.017	-0.017	3.6601	1.000
		18	-0.004	-0.003	3.6822	1.000
		19	-0.002	-0.002	3.6873	1.000
		20	-0.014	-0.014	3.9635	1.000
		21	0.005	0.005	3.9947	1.000
		22	0.007	0.005	4.0618	1.000
		23	0.011	0.012	4.2577	1.000
		24	-0.015	-0.017	4.6175	1.000
		25	-0.001	-0.001	4.6194	1.000
		26	-0.018	-0.018	5.0889	1.000
		27	-0.019	-0.018	5.6188	1.000
		28	-0.003	-0.003	5.6304	1.000
		29	0.005	0.004	5.6654	1.000
		30	0.007	0.007	5.7447	1.000
		31	-0.020	-0.021	6.3645	1.000
		32	0.002	0.002	6.3727	1.000
		33	0.003	0.001	6.3842	1.000
		34	0.038	0.038	8.5717	1.000
		35	0.001	-0.001	8.5742	1.000
		36	-0.008	-0.008	8.6636	1.000

المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (eviews 9).

- Prob: إن الفرضية الصفرية (H_0) التي يتم اختبارها هنا هي فرضية غياب الارتباط الذاتي لبواقي النموذج، وبالتالي في حال كانت الاحتمالية أصغر من 0.05 فإن هناك ارتباط ذاتي. وقد بلغت الاحتمالية (1,00) وبالتالي النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط بين البواقي.

٣. اختبار تجانس الأخطاء العشوائية لنموذج Garch (1,1) (Heteroskedasticity Test):

الشكل رقم (٣-٣-١١) اختبار تجانس الأخطاء العشوائية لنموذج Garch (1,1)

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.173673	Prob. F(1,1484)	0.6769	
Obs*R-squared	0.173886	Prob. Chi-Square(1)	0.6767	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 01/07/18 Time: 04:21				
Sample (adjusted): 7/02/2011 7/26/2015				
Included observations: 1486 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.989489	0.114613	8.633336	0.0000
WGT_RESID^2(-1)	0.010817	0.025957	0.416741	0.6769
R-squared	0.000117	Mean dependent var	1.000309	
Adjusted R-squared	-0.000557	S.D. dependent var	4.302089	
S.E. of regression	4.303286	Akaike info criterion	5.757980	
Sum squared resid	27481.12	Schwarz criterion	5.765119	
Log likelihood	-4276.179	Hannan-Quinn criter.	5.760641	
F-statistic	0.173673	Durbin-Watson stat	1.999702	
Prob(F-statistic)	0.676928			

المصدر: الشكل من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي (9 eviews).

إن الفرضية الصفرية (H_0) التي يتم اختبارها هنا هي فرضية وجود تجانس أخطاء معيارية، وبالتالي في حال كانت الاحتمالية أصغر من ٠,٠٥ فإنه لا يوجد تجانس أخطاء معيارية. نلاحظ بأن Prob أكبر من ٠,٠٥ وبالتالي فإنه يوجد تجانس أخطاء معيارية.

❖ العلاقة بين تذبذب سعر صرف الليرة السورية والأحداث السياسية خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٥)

- يتبين من خلال المعادلة السابقة أن العلاقة طردية بين سعر صرف الليرة السورية والأحداث السياسية خلال فترة الدراسة، وبالتالي فإن وجود حدث سياسي سيؤدي إلى زيادة تذبذب سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار بمقدار 5.62% وهذا يتفق مع الدراسات السابقة لعلم الاقتصاد السلوكي التي تؤكد أن وجود بيئة غير مستقرة سياسياً من شأنه أن يؤثر على المؤشرات الاقتصادية بما فيها سعر الصرف ويزيد من حدة تذبذبه لا سيما في الأجل القصير.

❖ العلاقة بين تذبذب سعر صرف الليرة السورية والأحداث الإرهابية خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٥)

- يتبين من خلال المعادلة السابقة أن العلاقة طردية بين سعر صرف الليرة السورية والأحداث الإرهابية خلال فترة الدراسة، وبالتالي إذا فإن وجود حدث إرهابي سيؤدي إلى زيادة تذبذب سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار بمقدار 1.140% وهذا يتفق مع الدراسات السابقة لعلم الاقتصاد السلوكي التي تؤكد أن وجود بيئة غير مستقرة أمنياً من شأنه أن يؤثر على المؤشرات الاقتصادية بما فيها سعر الصرف ويزيد من حدة تذبذبه لا سيما في الأجل القصير.

- عرض و تحليل أبرز الأحداث السياسية والإرهابية التي أثرت على تذبذب سعر صرف الليرة السورية خلال فترة الدراسة:

الآن وبعد أن اتضح وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين المتغيرات السلوكية من خوف وسلوك قطيع الناتجة عن الأحداث السياسية والإرهابية وما بين سعر الصرف سنقوم فيما يلي باستعراض أهم تلك الأحداث التي ساهمت وبشكل واضح بتذبذب سعر صرف الليرة السورية خلال مراحل عمر الأزمة السورية. حيث ركزنا على أبرز تلك الأحداث موضحين سبب تأثيرها دون سواها.

أ- الأحداث الإرهابية:

كان للأحداث الإرهابية التي تعرضت لها سورية، على امتداد عمر الأزمة أثر كبير في تذبذب سعر الصرف. ذلك أنها تمس مشاعر المواطنين بشكل مباشر وتحرك مخاوفهم لا سيما في الأجل القصير. الأمر الذي ينعكس على مستوى قبولهم للخطر المتمثل بالاحتفاظ بالليرة السورية أم لا. حيث نجد أن الخوف دفع بالعديد من المواطنين إلى استبدال الليرة السورية بالدولار بوصفه ملجأً آمناً وخاصة في ظل الأحداث الدموية التي لامست الحياة اليومية للسوريين. الأمر الذي دفع بالكثيرين إلى اتباع السلوك ذاته وفق نمط سلوكي يعرف بسلوك القطيع والذي يعتبر من أهم العوامل السلوكية المؤثرة في تذبذب سعر الصرف وذلك كما

وضحنا سابقاً في الفصول السابقة من هذا البحث. حيث ساهم سلوكهم هذا وكما بينت نظرية ال Noise Trader في خلق الخطر في سوق الصرف (تقلب سعر الصرف) وفي تشارك الخطر على حد سواء وهو ما ظهر خلال النموذج الإحصائي عبر ما يسمى (Volatility Clustering). وفيما يلي نستعرض أبرز محطات التحول في مسيرة الليرة السورية التي استجابت بشكل آني للخوف المرافق لكل حدث إرهابي.

الجدول رقم (١) أهم الأحداث الإرهابية التي أثرت في سعر صرف الليرة السورية خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٥

يوم الحدث				الحدث	بعد وقوع الحدث		
تاريخ الحدث	سعر الصرف (ل.س.)	تاريخ تغير سعر الصرف	سعر الصرف (ل.س.)		أعلى/ أدنى سعر صرف	تاريخ جلسة تدخل مصرف سورية المركزي في سوق القطع	
11/11/2012	79.5	12/11/2012	83	أطلقت القوات الإسرائيلية المتمركزة في مرتفعات الجولان المحتلة صاروخاً "تحذيرياً" على الأراضي السورية.			
18/3/2013	113	19/3/2013	121	إطلاق صاروخ يحتوي على مواد كيميائية في منطقة خان العسل بريف حلب ما أدى إلى استشهاد ١٠٠ شخص وإصابة أكثر من ١٢٤ آخرين.			
27/3/2013	113	28/3/2013	115	إطلاق المجموعات الإرهابية للعديد من القذائف الصاروخية التي استهدفت وسط العاصمة دمشق، الأمر الذي أسفر عن سقوط العبد من الشهداء والجرحى.	121 ل.س بتاريخ 3/4/2013	1/4/2013	
28/4/2013	126	29/4/2013	130	تفجير إرهابي ضخم يهز وسط العاصمة في منطقة المرجة بدمشق وفي منطقة تشهد ازدحاماً مرورياً ما أدى إلى استشهاد ١٤ شخص وإصابة أكثر من ٢٣٠ آخرين. .	143 ل.س بتاريخ ٢٠١٣/٥/٣		
4/5/2013	134	5/5/2013	138	شن الكيان الإسرائيلي فجر اليوم عدواناً بالصواريخ على منطقة جمرانيا قرب الهامة، حيث استهدف العدوان مركز البحوث العلمية، متسبباً بوقوع ضحايا.	152 ل.س بتاريخ 17/5/2013		
11/6/2013	160	12/6/2013	168	تفجيرين إرهابيين يضربان منطقة المرجة وسط العاصمة دمشق مما يسفر عن استشهاد ١٤	195 ل.س بتاريخ 19/6/2013	18/6/2013	

				مواطن وإصابة ما يزيد عن ٣١ آخرين.		
7/7/2013 8/7/2013 9/7/2013	310 ل.س بتاريخ 9/7/2013	240	6/7/2013	غارة إسرائيلية في اللاذقية استهدفت مرابض صواريخ متطورة روسية من نوع ياخونت مقدمة من روسيا لسورية	230	5/7/2013
	235 ل.س بتاريخ 27/7/2013	205	23/7/2013	سقوط بلدة خان العسل في قبضة المجموعات الجهادية، بما فيها "النصرة". وقام المسلحون بإعدام أكثر من ١٥٠ جندي من الجيش السوري.	195	22/7/2013
	285 ل.س بتاريخ ٢٠١٣/٨/٢٨	٢٠٢	24/8/2013	هجوماً بأسلحة كيميائية في منطقة الغوطة بريف دمشق أدى إلى مقتل ١٤٢٩ شخصاً بينهم ما لا يقل عن ٤٢٦ طفلاً.	200	21/8/2013
	230 ل.س بتاريخ 1/2/2015	220	28/1/2015	أطلق الاحتلال الإسرائيلي ٢٠ صاروخاً على منطقة الجولان رداً على سقوط قذائف على إحدى المستوطنات.	217	27/1/2015
		230	4/2/2015	زهران علوش يهدد مجدداً باستهداف العاصمة اعتباراً من اليوم، الأمر الذي أثار الهلع في الشارع السوري.	226	3/2/2015
	250 ل.س بتاريخ 11/2/2015	240	8/2/2015	صواريخ زهران علوش العشوائية تستهدف أحياء دمشق، وقد بلغ عدد الشهداء ما يفوق الـ ٧٠ شهيد. كذلك فقد قامت "داعش" بتفجير مباني منفذ القائم الحدودي بين العراق وسورية.	233	5/2/2015 6/2/2015
		320	28/4/2015	غارت طائرات الاحتلال الإسرائيلي للمرة الثانية خلال يومين على مناطق في الجولان السوري المحتل الأمر الذي أدى إلى سقوط ضحايا.	308	27/4/2015
		292	24/5/2015	مجزرة ترتكبها "داعش" بحق ٤٠٠ شخص من أهالي تدمر.	281	23/5/2015
		٢٩٢	1/6/2015	نسفت جماعة "داعش" الإرهابية، سجن مدينة تدمر الأثرية في ريف حمص الشرقي وسط سورية	285	31/5/2015

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على وسائل الإعلام المسموع والمرئي والمقروء الرسمية

بالنظر إلى الأحداث السابقة وكيفية تأثيرها في سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار يمكن أن نستنتج

مايلي:

❖ كان للأحداث الدموية التي تسببت بمقتل عدد كبير من الضحايا أثر كبير في التأثير على سعر الصرف، وهو يتفق تماماً مع الدراسات التي أشرنا إليها في المبحث السابق والتي أكدت على أن عدد الضحايا يتناسب طردياً مع حجم التأثير في سعر الصرف.

❖ الأحداث الإرهابية التي ضربت محافظة دمشق كانت ذو تأثير أكبر من تلك الأحداث المساوية في الحجم التي ضربت مناطق أخرى، ذلك كون دمشق هي العاصمة السياسية للدولة الأمر الذي يجعل أي اعتداء عليها هو بمثابة تهديد حقيقي لأمن وسيادة الدولة.

❖ كان للاعتداءات الإسرائيلية التي ضربت مناطق عدة في البلاد أثر مباشر، ذلك أن إسرائيل العدو المتأخم حدودياً لسورية، الأمر الذي يثير مخاوف الشارع السوري من فتح أي جبهة خارجية في ظل الظروف الراهنة. الجدير ذكره إلى أن آخر اعتداء تم من قبل الكيان الصهيوني على الأراضي السورية كان في ٢٠٠٧/٩/٦ في عملية البستان التي تم فيها القيام بضربة جوية على ما يشتهه بأنه مفاعل نووي سوري في محافظة دير الزور، وبالتالي فإن هناك فاصل زمني سكوني على الجبهة بين الدولة السورية والكيان الإسرائيلي حوالي الخمس سنوات بين آخر ضربة قام بها الاحتلال وبين الضربات الجديدة الأمر الذي من شأنه جعل أي ضربة جديدة بعد هذه المدة بمثابة تهديد حقيقي لسيادة سورية من وجهة نظر الشارع السوري.

❖ كان لاستخدام الأسلحة المحرمة دولياً كالغازات السامة التي استخدمت في خان العسل والغوطين أثر كبير على تذبذب سعر الصرف، ذلك أنه تهديد حقيقي وفتاك على أرواح المواطنين المدنيين منهم والعسكريين على حد سواء، حيث أنه على عكس الأسلحة التقليدية الأخرى يمكن أن يقتصر ضرره على منطقة محدودة ويمكن التحكم إلى حد ما بنوعية الأشخاص المستهدفين. ومازاد الأمر سوءاً هو أن معظم الضحايا كانوا من الأطفال الأمر الذي صعد من حدة الخوف والغضب في آن واحد لدى الشارع السوري والمجتمع الدولي على حد سواء.

❖ جميع تلك الأحداث كان تأثيرها مباشر على سعر الصرف بمعنى أنه انعكس فوراً في أسعار اليوم التالي أو خلال أسبوع على أبعد تقدير، واستمر كذلك تأثيرها لعدد محدود من الأيام، مما يؤكد أن أثر تلك الأحداث هو قصير الأجل وآني على سعر الصرف على عكس المتغيرات التقليدية الأخرى.

❖ كذلك لاحظنا استمرار ارتفاع سعر الصرف في بعض الأحيان على الرغم من قيام المركزي بالتدخل في سوق الصرف من خلال جلسات التدخل عقب حدوث حدث إرهابي معين. الأمر الذي يؤكد على تفوق المتغير النفسي على المتغير الاقتصادي التقليدي في التأثير في سعر الصرف في بعض الأحيان.

ب- الأحداث السياسية:

تعتبر الأحداث السياسية نقاط مفصلية في الأزمة السورية، حيث شكلت بعض تلك الأحداث منعطفات تاريخية في المشهد السوري. الأمر الذي أرحى بظلاله ليس فقط على ساحة المعركة فحسب إنما أيضاً على تذبذب سعر الصرف.

وقد تفاوت تأثير تلك الأحداث على سعر الصرف تبعاً للتوجه السياسي للأفراد. ففي حين يبدو تقدم الجيش السوري على سبيل المثال خبراً إيجابياً للبعض، فإنه يعتبر خبراً سلبياً للبعض الآخر. انطلاقاً من هذه النقطة فإن التذبذب في سعر الصرف كان تارةً يستجيب صعوداً لبعض الأخبار وتارةً يستجيب هبوطاً. وفيما يلي نستعرض أبرز محطات التحول في مسيرة الليرة السورية التي استجابت بشكل آني لكل حدث سياسي شهدته البلاد.

الجدول رقم (٢) أهم الأحداث السياسية التي أثرت في سعر صرف الليرة السورية خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٥

يوم الحدث				الحدث	بعد وقوع الحدث			
تاريخ الحدث	سعر الصرف (ل.س)	تاريخ تغير سعر الصرف	سعر الصرف (ل.س)		أعلى/ ادنى سعر صرف	تاريخ جلسة تدخل مصرف سورية المركزي في سوق القطع		
11/11/2012	79.5	الإعلان عن "الائتلاف الوطني لقوى الثورة والمعارضة السورية" في الدوحة.	12/11/2012	83				
13/11/2012	83	اعترفت كلاً من الجامعة العربية، مجلس التعاون لدول الخليج العربية وكذلك فرنسا وأميركا بالائتلاف الوطني للمعارضة السورية "محاوراً أساسياً بصفة مراقب" في الجامعة	14/11/2012	90				
4/3/2013	98	سيطرت المعارضة السورية سيطرة «شبه الكاملة» على مدينة الرقة، لتكون أول مركز محافظة يخرج عن سيطرة الحكومة السورية.	5/3/2013	100				
19/3/2013	121	صرحت الولايات المتحدة الأميركية بأنها تواجه صعوبة متزايدة في معرفة الصورة الحقيقية للمعارضة السورية و أوجهها المتعددة معتبرا أن	20/3/2013	114				

				ذلك يستدعي التحرك بحذر . يأتي ذلك بعد يوم من قيام المجموعات الإرهابية بإطلاق صاروخ يحتوي على مواد كيميائية في منطقة خان العسل بريف حلب الأمر الذي قلب الموازين بالنسبة للرأي العام العالمي.		
28/5/2013	١٥٢ ل.س بتاريخ 29/5/2013	150	28/5/2013	أعلنت كاترين اشتون المفوضة العليا للشؤون الخارجية والأمن في الاتحاد الأوروبي في أعقاب اجتماع وزراء خارجية دول الاتحاد في بروكسل اليوم عن تعديل الحظر الأوروبي على توريد الأسلحة إلى سورية	147.5	27/5/2013
		175	15/6/2013	أعلن البيت الأبيض للمرة الأولى عزم واشنطن تسليح المعارضة السورية بشكل مباشر .	168	14/6/2013
		181	16/6/2013	أعلن الرئيس المصري محمد مرسي أن بلاده قررت قطع العلاقات مع سورية	175	15/6/2013
7/7/2013 8/7/2013 9/7/2013		310	9/7/2013	ارتفاع حدة التهديدات من قبل الولايات المتحدة الأميركية بالتدخل العسكري في سورية عقب استخدام الكيماوي في خان العسل واتهامها النظام السوري بأنه تجاوز الخطوط الحمراء.	290	8/7/2013
	285 ل.س بتاريخ 28/8/2013	240	27/8/2013	بدء التهديدات الأميركية بتوجيه ضربة عسكرية لدمشق إبان الهجوم الكيميائي على منطقة الغوطة بتاريخ ٢٠١٣/٨/٢١	200	23/8/2013
		220	2/9/2013	التراجع التكتيكي للرئيس الأميركي باراك أوباما عن قراره بشأن الضربة العسكرية من خلال رمي الكرة في ملعب الكونغرس من أجل اتخاذ قرار العدوان على سورية	235	31/8/2013
	212 ل.س بتاريخ 12/9/2013	225	10/9/2013	أعلن وزير الخارجية السوري وليد المعلم، عن ترحيب دمشق بالمبادرة الروسية التي دعت سورية من أجل وضع أسلحتها الكيميائية تحت الرقابة الدولية وإتلافها لاحقاً، ودعتها للانضمام إلى منظمة حظر الأسلحة الكيميائية.	230	9/9/2013
	200 ل.س بتاريخ 27/9/2013	208	13/9/2013	أعلن المندوب السوري في الأمم المتحدة بشار الجعفري أن سورية أصبحت عضواً في منظمة حظر الأسلحة الكيميائية، وأكد استعداد سورية لاستقبال خبراء منظمة حظر الانتشار لمساعدتها على تنفيذ المبادرة الروسية.	212	12/9/2013
	168 ل.س بتاريخ	195	28/9/2013	تبنى مجلس الأمن الدولي مشروع قراراً بالإجماع حول الأسلحة الكيميائية السورية لا يشير إلى	200	27/9/2013

	30/9/2013			الفصل السابع (التدخل العسكري).		
28/8/2014	179 ل.س بتاريخ 30/8/2014	174	26/8/2014	سيطر داعش على مطار الطبقة العسكري، وبذلك يكون تنظيم الدولة الإسلامية قد سيطر على كامل محافظة الرقة، وفتح طريقاً نحو محافظة حماة وحمص. كما قام داعش بإعدام ما لا يقل عن 160 جندي سوري أسروا في المطار.	173	24/8/2014
		192	12/9/2014	أوباما يرسل طلباً للكونغرس يطلب فيه تسليح المعارضة السورية "المعتدلة".	187	10/9/2014
		197	13/9/2014	إعلان الرئيس الأميركي باراك أوباما حملة "بلا هوادة" على تنظيم داعش المتطرف الذي يسيطر على مساحات واسعة في العراق وسورية، مبدئياً عزمه على توجيه ضربات جوية ضده في سورية، وتوفير الدعم للمعارضة المسلحة "المعتدلة" ضد النظام السوري.	١٩٢	12/9/2014
		200	24/9/2014	القوات الأميركية تطلق صواريخ توماهوك من البحر على أهداف لتنظيم "داعش" بسورية.	196	23/9/2014
		198	19/11/2014	الأكراد يدحرون داعش بعين العرب. كما دعت الأمم المتحدة اليوم للاستيلاء على جميع الشاحنات المحملة بالنفط الخام التي تغادر الأراضي التي تسيطر عليها جماعة "داعش" الإرهابية في العراق وسورية، فيما اقترح فريق تابع للمنظمة الأممية حظر رحلات الطيران التي تقلع أو تهبط في الأراضي التي تستولي عليها "داعش"	206	18/11/2014
		212	24/12/2014	طيران التحالف الدولي يستهدف مدينة الرقة بست غارات جوية، الأمر الذي أسفر عن ضحايا بشرية هائلة.	206	23/12/2014
		271	29/3/2015	سقوط مدينة إدلب على أيدي مقاتلي جيش الفتح لتكون ثاني محافظة تخرج عن سيطرة النظام بعد الرقة.	262	28/3/2015
	320 ل.س بتاريخ 28/4/2015	308	27/4/2015	النصرة والمليشيات المتحالفة معها تدخل جسر الشغور	302	26/4/2015
	274 ل.س بتاريخ 12/5/2015	245	11/5/2015	مقاتلو "جبهة النصرة" يقتحمون مشفى جسر الشغور المحاصر فيه ٢٥٠ جندياً ومدنياً.	240	10/5/2015
		292	24/5/2015	داعش تتمكن من السيطرة على معبر "التنف" الحدودي بين سورية والعراق ليكون بذلك آخر	281	22/5/2015

				المعابر الحدودية التي يسيطر عليها الجيش السوري النظامي، كذلك فإن داعش يجتاح تدمر ويقطعون متحف المدينة الأثري ويدمرون عدداً من المجسمات.		
--	--	--	--	---	--	--

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على وسائل الإعلام المسموع والمرئي والمقروء الرسمية بالنظر إلى الأحداث السابقة وكيفية تأثيرها في سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار يمكن أن نستنتج مايلي:

- ❖ كان للتهديدات الأميركية أكبر الأثر في تذبذب سعر الصرف، نظراً لخوف الشارع السوري من تصعيد أكبر يؤدي إلى إعادة تجربة العراق من جديد.
- ❖ كان لسيطرة المعارضة والفصائل الإسلامية الجهادية على مناطق استراتيجية أثر أكبر من سيطرته على مناطق أخرى. مثل دير الزور والرقعة التي تمتلك أكبر حقول النفط والتي تعتبر صادراتها المورد الرئيسي لخزينة الدولة من القطع الأجنبي. كذلك السيطرة على إدلب الذي يعني تضيق الخناق على النظام السوري في حلب، ويمهد للسيطرة على حلب وفتح جبهة حماة بسبب وجود عدد كبير من المقاتلين على جبهة إدلب يشكلون دعماً كبيراً لجبهتي حلب وحماة في حال السيطرة على المدينة، كما أن السيطرة على إدلب يعني فقدان النظام لكل الشمال. وبالمقابل فإن إعادة سيطرة الجيش على تلك المناطق أسهم بالمقابل بخلق نوع من الثقة لدى الشعب ساهمت بتحسين سعر الصرف.
- ❖ شكلت المواقف الدولية من الأزمة السورية للدول الكبرى لاسيما فيما يتعلق بتسليح المعارضة عاملاً مهماً ساهم إما بتحسين قيمة العملة أو بتدهورها في المدى القصير.
- ❖ جميع تلك الأحداث كان تأثيرها مباشر على سعر الصرف بمعنى أنه انعكس فوراً في أسعار اليوم التالي أو خلال أسبوع على أبعد تقدير، واستمر كذلك تأثيرها لعدد محدود من الأيام، مما يؤكد أن أثر تلك الأحداث هو قصير الأجل وأني على سعر الصرف على عكس المتغيرات التقليدية الأخرى.
- ❖ كذلك لاحظنا استمرار ارتفاع سعر الصرف في بعض الأحيان على الرغم من قيام المركزي بالتدخل في سوق الصرف من خلال جلسات التدخل عقب حدوث حدث سياسي معين. الأمر الذي يؤكد على تفوق المتغير النفسي على المتغير الاقتصادي التقليدي في التأثير في سعر الصرف في بعض الأحيان.

خاتمة

تناولت الدراسة مقارنة جديدة في تفسير تذبذب سعر الصرف على المدى القصير، تلك المقارنة اعتمدت على دراسة تأثير العوامل النفسية (السلوكية) الناجمة عن اضطراب البيئة الأمنية والسياسية التي تعيشها سورية خلال الأزمة التي بدأت عام ٢٠١١ ولا تزال قائمة إلى الآن، والتي تم تطبيقها على عينة من سلسلة سعر صرف الدولار الأميركي مقابل الليرة السورية خلال الفترة مابين ٢٠١١ و ٢٠١٥.

حاولنا من خلال الإطار النظري إبراز دور علم التمويل السلوكي في تفسير العوامل النفسية الكامنة خلف الأزمات الاقتصادية. موضحين مفهوم هذا العلم بمعناه المعاصر، وكذلك ربطنا هذا العلم بكل من العلوم الإدراكية والفلسفية، مستعرضين في ذلك أهم التطورات التي مر بها حتى تبلور بالشكل الذي بات عليه في يومنا هذا. كذلك سلطنا الضوء على أهم المتغيرات السلوكية المتحركة في القرار الاقتصادي ووضحنا دور تلك العوامل في اتخاذ القرارات الاقتصادية.

أيضاً تطرقنا إلى النظريات المفسرة لسلوك سعر الصرف في الأجل الطويل، و بحثنا في إحدى أهم النظريات المفسرة لسلوك سعر الصرف في الأجل القصير ألا وهي نظرية تجارة الضوواء في سوق الصرف، محاولين ربطها بسلوك المضاربة في سوق الصرف. موضحين يمكن أن تؤثر الحروب والأحداث السياسية والإرهابية والشائعات على أسعار الأصول المالية والنقدية، مستعرضين في هذا السياق تجارب العديد من الدول التي عانت من تلك الآثار على أسعار أصولها. الأمر الذي مهد للانتقال إلى الدراسة التطبيقية التي تناولت أزمة سعر صرف الليرة السورية.

من خلال الدراسة التطبيقية توصلنا إلى وجود علاقة ما بين تذبذب سعر صرف الليرة السورية وما بين العوامل السلوكية الناجمة عن وجود حدث إرهابي وحدث سياسي، مُدعِمين تلك النتائج الإحصائية بوقائع وبيانات فعلية مستقاة من الأحداث الإرهابية والسياسية التي تعرضت لها سورية خلال الأزمة.

بالنهاية، يبقى هذا البحث محاولة متواضعة لنقد النظرية التقليدية وتقديم بديل أكثر واقعية وأكثر صلة بالسلوك البشري الفعلي، ومساهمة في تفسير تذبذب سعر صرف الليرة السورية من خلال محددات نظرية التمويل السلوكي.

النتائج :

في ضوء الدراسة العملية تم التوصل إلى النتائج التالية:

١. اتسمت الفترة الأولى من الدراسة والتي امتدت من ٢٠١١ إلى منتصف ٢٠١٣ بوجود تذبذب منخفض في سعر الصرف على الرغم من أن المؤشرات الاقتصادية كانت تشير إلى عكس ذلك. فالفترة المذكورة تعتبر فترة الصدمة بالنسبة للاقتصاد السوري تميزت بشبه انهيار وشلل اقتصادي لاسيما في المناطق الساخنة. حيث أن الناتج المحلي الإجمالي بلغ ذروة انهياره عام ٢٠١٣ (-٢٢,٦%)، ومعدل التضخم (٨١,٧١%)، أضف على ذلك خروج حلب العاصمة الاقتصادية للبلاد عن سيطرة الدولة السورية وما يعنيه ذلك من منعكسات اقتصادية نظراً لتركز معظم المعامل والصناعات في المدينة، كذلك فقد تعرضت معظم الأراضي الزراعية للدمار على يد المجموعات المسلحة الأمر الذي فاقم من الأزمة الاقتصادية للبلاد. كذلك تم تدمير وسرقة معظم المنشآت العامة والخاصة وقطع طرق النقل الدولية. إلا أن السبب مرده فيما يتعلق بجانب دراستنا هو عدم وجود أحداث إرهابية دموية في تلك الفترة سببه أن المجموعات الإسلامية المتطرفة لم تكن قد ظهرت في المشهد السوري بعد. كذلك فإن الأحداث السياسية لم تكن بالتصعيد الذي شهدته الفترات اللاحقة الأمر الذي انعكس بالتالي على انخفاض معدل تذبذب سعر الصرف.

٢. شهد كل من العامين ٢٠١٣ (النصف الثاني من العام) و ٢٠١٥ تذبذباً حاداً في سعر الصرف، ووصل فيها إلى مستويات غير مسبقة، بالرغم من عدم وجود مبررات اقتصادية تفسر سلوكه ذلك. حيث تميز النصف الثاني من العام ٢٠١٣ بمحاولة امتصاص الصدمة على الرغم من تفجر الأوضاع الأمنية والسياسية وبدأ الاقتصاد بالتكيف مع الأزمة والتحول إلى اقتصاد حرب. فتم إيجاد طرق بديلة للنقل والسعي لكسر الحصار والعقوبات الدولية الجائرة. كما قام القطاع الخاص بإعادة تشغيل جزء من المنشآت الاقتصادية المتوقفة بعد نقلها لمناطق آمنة. كذلك نجد أنه وخلال عام ٢٠١٥ تقلص تراجع الناتج المحلي الإجمالي إلى (-١,٩%)، ومعدل التضخم إلى (٣٥,٢٩%)، الأمر الذي يؤكد غلبة العامل النفسي على الاقتصادي في كثير من الأحيان. حيث تبين أن تقلبه

كان يستمر لعدة أيام بعد وجود حدث ما ثم ما يلبث أن يعود لمستواه الطبيعي بعد زوال تأثير ذلك الحدث.

٣. شهد العام ٢٠١٤ انخفاضاً نسبياً في تذبذب سعر الصرف مرده التهدة التي عاشتها سورية في تلك الفترة على المستوى السياسي والأمني الأمر الذي انعكس على استقرار تذبذب سعر الصرف في المدى القصير.

٤. هناك علاقة ما بين تذبذب سعر صرف الليرة السورية وما بين العوامل السلوكية الناجمة عن وجود حدث إرهابي خلال فترة الدراسة.

٥. هناك علاقة ما بين تذبذب سعر صرف الليرة السورية وما بين العوامل السلوكية الناجمة عن وجود حدث سياسية خلال فترة الدراسة.

٦. تبين وجود ما يسمى ب Arch Effect والذي يعني بأن الأخبار حول تذبذب سعر الصرف في اليوم السابق تؤثر على تذبذب سعر الصرف الحالي. وهو ما أثبتته الوقائع الفعلية في التجربة السورية، ذلك أن الأخبار حول تقلبات سعر الصرف أسهمت في خلق إما حالة من الهلع أو من الاطمئنان الأمر الذي يؤدي إما إلى ظهور المتغير السلوكي (الثقة) أو لغيابه لدى المتعاملين تبعاً لنوع التقلب، فإما يقرر أولئك الاحتفاظ بالليرة السورية الأمر الذي يسهم في تحسن قيمتها وأستقرارها على أقل تقدير. أو يقررون استبدالها بأصول أكثر أماناً كالดอลลาร์ الأمر الذي يخلق متغير سلوكي آخر يسمى (سلوك القطيع)، في أكثر الأحيان الأمر الذي يسهم في تدهور قيمتها وزيادة تذبذب سعر الصرف في الأجل القصير.

٧. تبين وجود ما يسمى ب Garch Effect والذي كان مرتفع وبشكل كبير ٧٣ % وهو ما يدل على وجود ما يسمى بعنقودية التذبذب أي Volatility Clustering، أي أن تقلب سعر الصرف سوف يأخذ نمطاً لفترة محددة، وهو ما لمسناه فعلياً، حيث نجد أن الفترات التي شهد فيها سعر الصرف استقراراً تبعته فترات مستقرة كذلك، والعكس بالعكس حيث أن الفترات التي شهدت تقلباً كذلك تبعتها فترات فيها تقلب، وهو ما يعزز فكرة وجود ما يسمى بسلوك القطيع الذي يساعد على دخول المزيد من تجار الضوضاء وفقاً لنظرية (تجار الضوضاء) التي تكلمنا عنها سابقاً. الأمر الذي يجعل تشارك أولئك التجار لنفس السلوك وبالتالي القرار الاقتصادي إما (البيع أو الشراء) عاملاً هاماً في

زيادة تباين سعر الصرف في الأجل القصير واتخاذها اتجاهًا معينًا لفترة من الزمن وبالتالي يسهم أولئك المتعاملين بخلق المخاطرة في سعر الصرف وتشاركها بنفس الوقت، مما يزيد من حدة التذبذب.

التوصيات:

نورد فيما يلي جملة من المقترحات والتوصيات التي نرى أنه بإمكانها أن ترمم أوجه القصور في النظرية الاقتصادية التقليدية و ذلك على المستوى الأكاديمي والنظري، وتحد من تقلب سعر الصرف في الأجل القصير لا سيما خلال الأزمات وذلك على المستوى التطبيقي:

١. العمل على البحث في أوجه القصور في النظريات الاقتصادية التقليدية لا سيما فيما يتعلق بالجانب النفسي التي أغفلته بمرور الوقت، وإعطاء أهمية أكبر للمتغيرات السلوكية كمحددات مفسرة لتقلبات أسعار الأصول المالية والنقدية في الأجل القصير، أخذين التجربة السورية كنموذج عملي.

٢. من الهام جداً إضافة نظرية تجار الضوضاء Noise trader theory كأحد النظريات الحديثة والهامة في تفسير تقلبات سعر الصرف على المدى القصير الآخذة بعين الاعتبار السلوك اللاعقلاني للمتعاملين لمقررات الاقتصاد المالي والنقدي، الأمر الذي من شأنه أن يكمل النظريات التقليدية المفسرة لسلوك سعر الصرف في الأجل الطويل.

٣. تطوير مقرر علم الاقتصاد السلوكي ليتناول تلك الأبحاث الهامة التي طالت هذا العلم مؤخراً لا سيما بعد حصول العديد من الباحثين في هذا المجال على جائزة نوبل للاقتصاد الأمر الذي يؤكد على أن علم الاقتصاد متجه نحو إعادة إحياء الجانب النفسي والإنساني الذي أهملته النظريات التقليدية لعقود، الأمر الذي يحتم على مكتبتنا العربية كذلك حتمية التغيير.

٤. إعطاء أهمية للجانب التجريبي لعلم الاقتصاد، وهو الجانب الذي يتيح لنا إمكانية إضافة مناهج جديدة لعلم الاقتصاد السلوكي، وذلك من خلال إنشاء مختبرات للبحث العلمي ضمن الجامعات السورية تهتم بتحفيز الطلاب على إيجاد الطرق العملية لإثبات الفرضيات النظرية لعلم الاقتصاد بشكل عام وعلم التمويل السلوكي على وجه التحديد.

٥. العمل على إحداث قسم متخصص لدى مصرف سورية المركزي يضم مختصين في علم الاقتصاد وعلم النفس وعلم الاجتماع. يعنى بدراسة وتحليل أثر العوامل النفسية على سعر صرف الليرة السورية، كذلك يقوم بدراسة التصريحات الرسمية للسلطة النقدية من حيث مضمونها وتوقيتها وذلك لتجنب سوق الصرف التقلبات الناجمة عن تلك التصريحات.

٦. يجب على الحكومة الأخذ بالتجربة البريطانية التي أسست وحدة تنبيه (Nudge Unit) خلال ولاية رئيس الوزراء ديفيد كاميرون عام ٢٠١٠ للتوصل إلى سبل إبداعية لتغيير السلوك العام من خلال دراسة التحيزات الإدراكية للطبيعة البشرية، والعمل على التعامل معها بطريقة نفسية ذكية تجنب الاقتصاد السلوك اللاعقلاني للأفراد.

٧. ضرورة الاعتماد على نظرية تجار الضوضاء في تفسير تقلبات سلوك سعر الصرف في الأجل القصير من قبل السلطات النقدية بالقدر الذي يسمح لها الحد من دخول تجار الضوضاء أو التجار اللاعقلانيين إلى سوق الصرف، الأمر الذي من شأنه أن يخفف حدة تذبذب سعر الصرف لا سيما خلال الأزمات.

٨. اعتماد وحدات جديدة للقياس من قبيل وحدة القياس الثابتة القيمة التي وضعتها حكومة تشيلي عام ١٩٦٧، والتي تبنتها كذلك حكومات دول أمريكا اللاتينية الأخرى. وتمثل الوحدات الثابتة القيمة ضماناً ضد الوهم المالي، حيث تسمح للمشتري أو البائع بأن يعرف ما إذا كان السعر قد ارتفع من الناحية الحقيقية، أو أن هذا الارتفاع هو مجرد سراب تضخمي.

٩. ضرورة إسقاط النتائج التي توصل إليها هذا البحث على متغيرات أخرى كأسعار الأسهم، والودائع المصرفية وغيرها التي تأثرت كذلك بالعوامل النفسية الناجمة عن السلوك اللاعقلاني للأفراد وإن كان بنسب متفاوتة، الأمر الذي من شأنه تسليط الضوء على سبل تخفيف تلك الآثار والحد منها.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب

١. الطاهر، لطرش: **تقنيات البنوك**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ٢٠٠٣.
٢. باكلوز، تود جي: **أفكار جديدة من اقتصاديين راحلين: مدخل للفكر الاقتصادي الحديث**، الطبعة الأولى، دار كلمات عربية للترجمة والنشر، القاهرة، مصر، ٢٠١٣.
٣. حسون، سمير: **الاقتصاد السياسي في النقود والبنوك**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ٢٠٠٤.
٤. رعد، ليلي: **تاريخ لبنان السياسي والاقتصادي**، مكتبة السائح، طرابلس، لبنان، ٢٠١٥.
٥. سنقر، عبد الرحيم: **النقد وتطوره التاريخي**، دار كنعان للدراسات والنشر، دمشق، سورية، ١٩٩٨.
٦. شهاب، مجدي محمود و ناشد، سوزي عدلي: **أسس العلاقات الاقتصادية الدولية**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ٢٠٠٦.
٧. عوض الله، زينب حسين: **الاقتصاد الدولي**، الدار الجامعية الجديد، الجزائر، ٢٠٠٤.
٨. قدي، عبد المجيد: **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ٢٠٠٥.
٩. كنعان، علي: **النقود والصيرفة والسياسة النقدية**، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، ٢٠١٢.
١٠. كنعان، علي، **النظام النقدي والمصرفي السوري**، دار الرضا للنشر، دمشق، سورية، ٢٠٠٠.

١١. مطر ، موسى سعيد وشيقي ، نوري موسى و المومني، ياسر : **التمويل الدولي**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٦ .

١٢. هرمز، نور الدين و قنوع، نزار: **الاقتصاد الدولي**، جامعة تشرين، مركز التعليم المفتوح، سورية، ٢٠٠٨.

البحوث والمقالات

١. أسد، أيهم: **نقد عقلانية السوق، الأزمة المالية نموذجاً**، ورقة عمل، مركز الإعلام العربي في دمشق. دمشق، سورية، ٢٠٠٨.

٢. الجزائري، همام: **مؤتمر الحرب في سورية: تداعياتها وآفاقها، المحور الاقتصادي: رفع القيود عن الاقتصاد السوري**، الجمعية البريطانية السورية، جامعة دمشق، سورية، ٢٠١٧.

٣. اللحام، فؤاد: **الصناعة السورية في ظل الأزمة.. الواقع و متطلبات التعافي**، ورقة عمل لاحتفالية مرور خمسين عاماً على تأسيس جمعية العلوم الاقتصادية السورية، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، دمشق، سورية، ٢٠١٥.

٤. المشعل، ياسر. خضر، قيس: **العقلانية بين النظرية و التطبيق، دراسة نقدية حالة سوق الصرف السورية في ظل الأزمة**، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، ٢٠١٥.

٥. بلقاسم، العباس: **سياسات أسعار الصرف، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط في الكويت**، العدد ٢٣، الكويت، ٢٠٠٣.

٦. **تأثيرات الأزمة في الاقتصاد السوري**، مركز دمشق للأبحاث والدراسات، دمشق، ٢٠١٥.

٧. حوراني، أكرم وآخرون، **تقرير قطاعات النقدي/ المصرفي والمالي والتجاري، مشروع السياسة الوطنية للعلوم والتقانة والابتكار، الهيئة العليا للبحث العلمي، رئاسة مجلس الوزراء، دمشق، سورية، ٢٠١٤.**

٨. نصر، ربيع وآخرون: الأزمة السورية: الجذور والآثار الاقتصادية والاجتماعية، المركز السوري لبحوث السياسات، دمشق، سورية، ٢٠١٣.

الرسائل الجامعية

١. العروق، حنان: سياسة سعر الصرف والتوازن الخارجي، رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، ٢٠٠٥.

٢. . بربور، مشهور: العوامل المؤثرة في انتقال اثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن، رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، ٢٠٠٨.

٣. بوعلام، مولاي: سياسات سعر الصرف في الجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، ٢٠٠٥.

٤. جعفري، عمار: إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، ٢٠١٢.

٥. خضر، زاهر: تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، ٢٠١٢.

٦. شوقي، طارق: أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية، رسالة ماجستير، جامعة الحاج لخضر، الجزائر، ٢٠٠٩.

٧. صحراوي، سعيد: محددات سعر الصرف: دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية و النموذج النقدي في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، ٢٠٠٩.

٨. عبد الجليل، هجيرة: أثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، ٢٠١١.

٩. عبد القادر، مراد: دراسة أثر المتغيرات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي: رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، ٢٠١١.
١٠. علة، محمد: الدولة ومشاكل عدم استقرار النقد وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، الجزائر، ٢٠٠٢.
١١. عناني، السعيد: آثار تقلبات سعر الصرف وتدبير المؤسسة الاقتصادية لمواجهةها - حالة مؤسسة الملح بسكرة، رسالة ماجستير، جامعة الحاج لخضر - باتنة، الجزائر، ٢٠٠٦.
١٢. هالوود، سي بول - مكدونالد، رونالد: النقود والتمويل الدولي، ترجمة: حسني، محمود حسن، دار المريخ، الرياض، السعودية، ٢٠٠٧.

المراجع باللغات الأجنبية

Books

1. Akerlof, George .A and Shiller, Robert.J. (2009), **Animal Spirits**, Princeton University Press, USA.
2. Barberis, N. and Thaler, R.H. (2003) **A Survey of Behavioural Finance**, Handbook of the Economics of Finance, Elsevier, North Holland, Amsterdam, edition. 1, Vol. (1).
3. Bentham, Jeremy. (1789), **An Introduction to the Principles of Morals and Legislation**, Oxford: Clarendon press, UK.
4. Fisher, Irving. (1928), **the Money Illusion**, New York: Adelphi Company, USA.
5. Hubbard, R.Glenn and Patrick O'brin, Anthony. (1994), **Money, banking and the financial system**, Pearson Education, USA, 3rd edition.
6. Kahneman, Daniel. (2011), **Thinking Fast and Slow**, New York: Farrar, Straus and Giroux, USA.
7. Katona, George. (1980), **Behavioral Economics**, University of Michigan press, USA.
8. Katona, George. (1951), **Psychological Analysis of Economic Behavior**, McGraw-Hill Education, New York, USA.

9. Katona, George. (1975), **Psychological Economics**, Elsevier Scientific Publishing Company, New York, USA.
10. Keynes, John Maynard. (1936), **the General Theory of Employment, Interest and Money**, Palgrave Macmillan, UK.
11. Krugman, Paul R. and others. (2015), **International Economics Theory & Policy**, Pearson Education, USA.
12. Mishkin, Frederic S. (2016), **The Economics of money, banking and financial markets**, Pearson Education, USA.
13. **Introduction to Behavioral Finance**, Oxford University, New York, USA.
14. Shiller, Robert J. (2015), **Irrational Exuberance**, Princeton University Press, USA.
15. Shiller, Robert. (2014), **Speculative Asset Prices**, American Economic Review Journal, USA, Vol. (104), No.(6).
16. Simon, Herbert .A. (1957), **Administrative behavior: A study of decision-making process in administrative organization**, Macmillan Publishers, New York, USA.
17. Smith, Adam. (1759), **the Theory of Moral Sentiments**, the New York Public Library, USA.
18. Stark O, Wang Y Q, Wang Y. (2005). **Altruism: Evolution and a Repercussion**, In Agarwal B., Vercelli A. (2005). **Psychology, Rationality and Economic Behaviour: Challenging Standard Assumptions**, International Economic Association (IEA conference vol.

Research & Working Papers

1. Abadie, A. and Gardeazabal, J. (2003), **The Economic Costs of Conflict: A case Study of the Basque Country**, American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol. (93), No.(1).
2. **Alienation and impact of Syria crises report 2014**, (2015), Syrian Center for Policy Research supported by UNRWA and UNDP country.office in Syria, Damascuse, Syria, P.26.

3. Amihud, Y. and Wohl, A. (2004), **Political news and stock prices: The case of Saddam Hussein contract**, Journal of Banking and Finance, Elsevier, Amsterdam, Netherlands, No. (28).
4. Akerlof, George A. (2003), **Behavioral macroeconomics and macroeconomic behavior**, the 2001 Nobel Prize lecture, University of California, Berkeley, USA, vol.47, No.1.
5. Akerlof, George. A. and Yellen Janet .A. (2003), **Rational models of irrational behavioral**, The American Economic Review, USA, Vol. (77), No. (2).
6. Bandettini, P.A, Wong, E.C, Hinks, R.S. et al. (1992), **Time course EPI of human brain function during task activation**, Magnetic Resonance in Medicine Journal, USA.
7. Barberis, Nicholas. (2011), **Psychology and the Financial Crisis of 2007-2008**, Yale School of Management; National Bureau of Economic Research (NBER), USA.
8. Barros, Gustavo. (2010), **Herbert A. Simon and the concept of rationality: Boundaries and procedures**, Brazilian Journal of Political Economy, Brazil.
9. Baumert, Thomas and others. (2013), **The impact of terrorism on Stock Markets: The Boston Bombing Experience in Comparison with Previous Terrorist Events**, Working Paper, Institute of Industrial and Financial Analysis (IAIF), Madrid, Spain, No. (88).
10. Bhatt, Babarajuk and Chauhan, Apurva. (2014), **Behavioral Finance: A New Paradigm Of Finance**, International Journal of Application or Innovation in Engineering & Management, Gujarat State, India, Vol. 3, No.2.
11. BIRĂU, FELICIA. R. (2012), **The Impact Of Behavioral Finance On Stock Markets**, University Of Craiova, Faculty of Economics and Business Administration, Craiova, Romania, No.3.
12. Black, F. (1986), **Noise**, Papers and Proceedings of the Forty Fourth Annual Meeting of the America Finance Association, Journal of Finance, New York, USA, Vol.41, No. 3.
13. Bracker, Kevin. (2013), **Introducing Behavioral Finance**, Journal of Financial Education, Financial Education Association, USA.

14. Camerer, Colin F. and Loewenstein, George. (2003), **Behavioral economics: Past, present, future**, Russell Sage Foundation Press and Princeton University Press, New York, USA.
15. Chang, Victor and others. (2016), **Review of Economic Bubbles**, International Journal of Information Management, Elsevier, USA.
16. Chaudhary, Amar Kumar. (2013), **Impact of Behavioral Finance in Investment Decisions and Strategies: A Fresh Approach**, International Journal of Management Research and Business Strategy, India, Vol. (2), No.(۷).
17. Chen, A. H. and Siems, T. (2004), **The effects of terrorism on global capital markets**, European Journal of Political Economy, Elsevier, North Holland, Amsterdam, Vol. (20), No. (2).
18. De Long, J Bradford and Shleifer Andrei and Summers Lawrence H. and Waldmann Robert J. (1990), **Noise Trader Risk in Financial Markets**, Journal of Political Economy, University of Chicago Press, USA, Vol. (98), No. (4).
19. Devenow, Andrea and Ivo Welch. (1996), **Rational Herding in Financial Markets**, European Economic Review, Elsevier, USA, Vol. (40), No.(3-4).
20. Fehr, Ernst and Gächter, Simon. (2000), **Cooperation and Punishment in Public Goods Experiments**, American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol.(90), No. (4).
21. Frakel, Jefferey and Foot, Kenneth. (1990), **the rationality Of The Foreign Exchang rate: Chartists, Fundamentalists, and trading in the Foreign Exchang markets**, American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol. (80), No. (2).
22. Frey, B., S. Luechinger, and Stutze, A. (2004), **Calculating Tragedy: Assessing the Costs of Terrorism**, Working Paper, CESifo Economic Studies, CESifo Group, Oxford University Press, UK, No. (1341).
23. Fromlet, Hubert. (2001), **Behavioral Finance – Theory and Practical Application**, the National Association for Business Economists, Sweden, Vol. (36), No. (3).
24. Gervais S., Odean T. (2001), **learning to Be Overconfident**, The Review of Financial Studies, Oxford University Press, UK, Vol. (14), No. (1).
25. Gobat Jeanne and Kostial Kristina. (2016), **Syria’s Conflict Economy**, working paper, International Monetary Fund, USA, NO. (16/123).

26. Guidolin, M., and La Ferrara, E. (2007), **Diamonds Are Forever, Wars Are Not: Is Conflict Bad for Private Firms?** , The American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol. (97), No. (5).
27. Guidolin, Massimo and La Ferrara, Eliana. (2005), **The Economic Effects of Violent Conflict: Evidence from Asset Market Reactions**, Working Paper, Federal Reserve Bank of ST. Louis, USA.
28. Gupta, Ekanshi and others. (2014), **Efficient Market Hypothesis V/S Behavioural Finance**, IOSR Journal of Business and Management, Vol. (16), No. (4).
29. Hau, Harald. (1998), **Competitive Entry and Endogenous Risk in the Foreign Exchange Market**, Review of Financial Studies, The Society for Financial Studies, USA, Vol. (11), No. (4).
30. Hosseini, Hamid. (2011), **George Katona: A Founding Father of Old Behavioral Economics**, Journal of Socio-Economics, Elsevier, North Holland, Amsterdam.
31. Hosseini, Hamid. (2003), **The arrival of behavioral economics: from Michigan, or the Carnegie School in the 1950s and the early 1960s?**, The Journal of Socio-Economics, Elsevier, North Holland, Amsterdam.
32. Jeanne, Oliver and Andrew rose. (2002), **noise trading and exchange rate regimes**, Quart Journal of Economics, Oxford University Press for Harvard University Department of Economics, UK, Vol. (117), No. (2).
33. Johnston, R. B. and Nedelescu, O. M. (2005), **The Impact of Terrorism on Financial Markets**, Working Paper, International Monetary Fund. USA.
34. Kahneman, Daniel, Knetsch, Jack L. and Thaler, Richard H. (1990), **Experimental tests of the endowment effect and the cease theorem**, Journal of Political Economy, University of Chicago Press, USA, Vol. (98).
35. Kahneman, Daniel, Knetsch, Jack L. and Thaler, Richard H. (1986), **Fairness and the Assumptions of Economics**, The Journal of Business , The University of Chicago Press, USA, Vol.(59), No. (4).
36. Kahneman, Daniel, Knetsch, Jack L. and Thaler, Richard H. (1986), **Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market**, The American Economic Review, American Economic Association, USA, Vol.(76), No. (4).
37. Kaizoj, ITaisei. (2010), **A Behavioral Model of Bubbles and Crashes**, International Christian University, Tokyo, Japan.

- 38.Kollias, C. and others. (2011), **The Effects of Terrorism and War on the Oil and Prices – Stock Indices Relationship**, Economics of Security Working Paper, German Institute for Economic Research, Berlin, Vol. (57).
- 39.Krugman, Paul and Miller, Marcus. (1993), **Why have a target zone?** , Carnegie Rochester Conference series on Public Policy, Elsevier, Amsterdam, Netherlands, Vol. (38).
- 40.Laibson, David and Zeckhauser, Richard. (1998), **Amos Tversky and the ascent of behavioral economics**, Journal of Risk and Uncertainty, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, the Netherlands.
- 41.Leigh A, Wolfers J, Zitzewitz E. (2003), **What do financial markets think of war in Iraq?**, NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, USA, No. (9587).
- 42.Lichtenstein, Sarah and Slovic, Paul. (1973), **Response-induced reversals of preference in gambling: An extended replication in Las Vegas**, Journal of Experimental Psychology, American Psychological Association, USA, Vol. (101).
- 43.Lichtenstein, Sarah and Slovic, Paul. (1971), **Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions**, Journal of Experimental Psychology, American Psychological Association, USA.
- 44.Lindhe, Emma. (2012), **Herd Behavior in Stock Markets: A Nordic Study**, Master's Thesis, Lunds University, Sweden.
- 45.Maillet B, Micheal T. (2005), **The impact of the 9/11 events on the American and French stock markets**, International Economic Review, Wiley-Blackwell, USA, Vol.(13), No.(3).
- 46.Malkiel, Burton G. (2003), **The Efficient Market Hypothesis and Its Critics**, Journal of Economic Perspectives, The American Economic Association, USA, Vol. (17), No. (1).
- 47.Odhuno, Francis. (2012), **Using Time-Series Data to Study Civil War Influence in a (Post) Conflict Economy- Uganda 1997 – 2006**, A thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy, University of Otago, Dunedin, New Zealand.
- 48.Osler, Carol. (1998), **Identifying Noise Traders: The Head-And-Shoulders Pattern in USA**, Federal Reserve Bank of New York, USA, No. (42).

49. Park, J.W. and Zak, P.J. (2007), **Neuroeconomics Studies: Analyses and Critic**, Journal of Philosophy and Social Theory, Berlin, Germany, Vol. (29).
50. Paul W. Glimcher and others. (2009), **Neuroeconomics: Decision Making and the Brain**, Academic Press of Elsevier, USA.
51. Plastun, Alex and Mynhardt, H. R. (2013), **The Overreaction Hypothesis: The Case of Ukrainian Stock Market**, University of South Africa, National Bank of Ukraine, Ukrainian Academy of Banking, Vol. (11), No. (1).
52. Pompian, Michael .M. (2006), **Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases**, John Wiley & Sons, New Jersey, USA.
53. Rogoff, Kenneth. (1996), **The Purchasing Power Parity Puzzle**, Journal of Economic Literature, American Economic Association, USA, Vol. (34), No.(2).
54. Saxton, J. (2002), **The Economic Costs of Terrorism**, working paper, United States Congress Joint Economic Committee, USA.
55. Schwartz, Hugh. (2002), **Herbert Simon and behavioral economics**, The Journal of Socio-Economics, Elsevier, North Holland, Amsterdam.
56. Scruggs, John T. (2007), **Noise trader risk: Evidence from the Siamese Twins**, Journal of Financial Markets, Elsevier, Elseveir, Amsterdam, Netherlands, Vol. (10), No. (1).
57. Sent, Esther-Mirjam. (2004), **Behavioral Economics: How Psychology Made Its (Limited) Way Back Into Economics**, History of Political Economy , Duke University Press, USA.
58. Shafir, Eldar. Diamond, Peter and Tversky, Amos. (1997), **Money illusion**, The Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press for Harvard University Department of Economics, USA.
59. Shiller, Robert. (2003), **From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance**, The Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, USA, Vol. (17), No.(1).
60. Shleifer, Andrei and Summers Lawrence H. (1990), **The noise trader approach to finance**, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, USA, Vol. (4), No.(2).

61. Shleifer, David and LuoGuo, Ying. (2001), **on the survival of overconfident traders in a competitive securities market**, Journal of Financial Markets, Elsevier, Amsterdam, Netherlands, Vol. (4), No. (1).
62. Simon, Herbert. A. (1987b), **Bounded rationality**, The New Palgrave: A dictionary of economics, New York, USA, First Edition.
63. Skala, Dorota. (2008), **Overconfidence in Psychology and Finance- an Interdisciplinary Literature Review**, Bank i kredyt, Poland, No.(4).
64. Solomon E. Asch. (1955), **Opinions and Social Pressure**, Scientific American, USA, Vol. (193), No. (5).
65. Stiglitz, Joseph. (2002), **Information and the Change in the Paradigm in Economics**, American Economic Review Journal, USA, Vol. (92), No(3).
66. Stiglitz, Joseph. (2017), **Where Modern Macroeconomics Went Wrong**, NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, USA, No. (23795)
67. Tahir Suleman, Muhammad. (2012), **Stock Market Reaction to Terrorist Attacks: Empirical Evidence from a Front Line State**, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, University of Wollongong , Australia, Vol. (6), No. (1).
68. Thaler, Richard. (1985), **Mental accounting and consumer choice**, Marketing Science, Institute for Operations Research and the Management Sciences, USA.
69. Thaler, Richard. (1980), **Toward a positive theory of consumer choice**, .Journal of Economic Behavior and Organization, USA.
70. Tversky, Amos and Kahneman, Daniel. (1974), **Judgment under uncertainty: Heuristics and biases**, Science, American Association for the Advancement of Science, USA.
71. Tversky, Amos and Kahneman, Daniel (1979), **Prospect theory: An analysis of decision under risk**, Econometrica, USA.
72. Tversky, Amos and Kahneman, Daniel. (1981), **The framing of decisions and the psychology of choice**, Science, American Association for the Advancement of Science, USA.
73. Wolfers J, Zitzewitz E. (2009), **Using markets to inform policy: the case of the Iraq war**, Economica, Wiley-Blackwell, London School of Economics, UK, Vol. (76), No. (302).

المصادر الالكترونية

المواقع العربية

١. النزاع في سورية: تداعيات على الاقتصاد الكلي وعقبات في طريق الأهداف الإنمائية للألفية، مقال منشور في الموقع الالكتروني للاسكوا (ESCWA)، ١٠ أيلول ٢٠١٤.
[./https://www.unescwa.org/ar/news/](https://www.unescwa.org/ar/news/)

٢. الموقع الرسمي لمصرف لبنان المركزي.
<http://www.bdl.gov.lb>

المواقع الأجنبية

1. Stiglitz, Joseph: **Needed: a new economic paradigm**, online article on Financial Times. August 20, 2010
<https://www.ft.com/content/d5108f90-abc2-11df-9f02-00144feabdc0/>
2. Krugman, Paul: **How did economists get it so wrong?**, online article on New York Times.
SEPT. 16, 2009.
<http://www.nytimes.com/2009/09/20/magazine/20Letters-t-001.html/>

الملاحق

الملحق (١): سلسلة سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة ما بين ٢٠١١-٢٠١٥

سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ
63.78	16-Dec-11	57.43	25-Nov-11	55.5	4-Nov-11	53.5	14-Oct-11	52.37	23-Sep-11	52.65	2-Sep-11	52.3	12-Aug-11	55	22-Jul-11	52	1-Jul-11		
63.93	17-Dec-11	58	26-Nov-11	55.625	5-Nov-11	53.75	15-Oct-11	52.6	24-Sep-11	52.67	3-Sep-11	52.4	13-Aug-11	54	23-Jul-11	52.5	2-Jul-11		
63.35	18-Dec-11	59.5	27-Nov-11	55.35	6-Nov-11	53.9	16-Oct-11	52.7	25-Sep-11	52.67	4-Sep-11	53	14-Aug-11	54.5	24-Jul-11	52.5	3-Jul-11		
63.64	19-Dec-11	59.75	28-Nov-11	55.4	7-Nov-11	53.85	17-Oct-11	52.95	26-Sep-11	52.7	5-Sep-11	53.25	15-Aug-11	53.5	25-Jul-11	52.25	4-Jul-11		
63.49	20-Dec-11	60.5	29-Nov-11	55.5	8-Nov-11	53.95	18-Oct-11	53	27-Sep-11	52.68	6-Sep-11	52.75	16-Aug-11	53	26-Jul-11	52.25	5-Jul-11		
62.75	21-Dec-11	60.125	30-Nov-11	55.35	9-Nov-11	54	19-Oct-11	53.25	28-Sep-11	52.69	7-Sep-11	53.5	17-Aug-11	53	27-Jul-11	52.25	6-Jul-11		
63	22-Dec-11	62.5	1-Dec-11	54	10-Nov-11	54.25	20-Oct-11	53.5	29-Sep-11	52.71	8-Sep-11	52.75	18-Aug-11	53.25	28-Jul-11	52.5	7-Jul-11		
62.87	23-Dec-11	63	2-Dec-11	54.25	11-Nov-11	54.125	21-Oct-11	54	30-Sep-11	52.71	9-Sep-11	52.75	19-Aug-11	53.25	29-Jul-11	53	8-Jul-11		
63.1	24-Dec-11	64	3-Dec-11	54.125	12-Nov-11	54.4	22-Oct-11	53.25	1-Oct-11	52.72	10-Sep-11	52.75	20-Aug-11	53	30-Jul-11	53	9-Jul-11		
63	25-Dec-11	63.5	4-Dec-11	54.167	13-Nov-11	55.4	23-Oct-11	53.5	2-Oct-11	52.75	11-Sep-11	52.7	21-Aug-11	52.9	31-Jul-11	53.25	10-Jul-11		
63.05	26-Dec-11	63.75	5-Dec-11	54.15	14-Nov-11	54.8	24-Oct-11	53.5	3-Oct-11	52.7	12-Sep-11	52.7	22-Aug-11	52.5	1-Aug-11	53.5	11-Jul-11		
63.25	27-Dec-11	61	6-Dec-11	55.5	15-Nov-11	54.5	25-Oct-11	53.25	4-Oct-11	52.35	13-Sep-11	52.6	23-Aug-11	52.5	2-Aug-11	53.75	12-Jul-11		
63.1	28-Dec-11	62	7-Dec-11	55.75	16-Nov-11	55.4	26-Oct-11	53.2	5-Oct-11	52.55	14-Sep-11	52.7	24-Aug-11	52.8	3-Aug-11	54	13-Jul-11		
62.75	29-Dec-11	61.75	8-Dec-11	56	17-Nov-11	54.75	27-Oct-11	53.25	6-Oct-11	52.4	15-Sep-11	52.5	25-Aug-11	52.5	4-Aug-11	54	14-Jul-11		
62.55	30-Dec-11	61.87	9-Dec-11	56.25	18-Nov-11	55	28-Oct-11	53.2	7-Oct-11	52.35	16-Sep-11	50.6	26-Aug-11	52.45	5-Aug-11	54	15-Jul-11		
62.75	31-Dec-11	61.81	10-Dec-11	56.2	19-Nov-11	55.5	29-Oct-11	53.5	8-Oct-11	52.4	17-Sep-11	52.7	27-Aug-11	52.47	6-Aug-11	55	16-Jul-11		
		61.9	11-Dec-11	56.55	20-Nov-11	55.4	30-Oct-11	53.35	9-Oct-11	52.3	18-Sep-11	52.4	28-Aug-11	52.2	7-Aug-11	55.5	17-Jul-11		
		62.5	12-Dec-11	56.5	21-Nov-11	55.25	31-Oct-11	53.6	10-Oct-11	52.4	19-Sep-11	52.7	29-Aug-11	52	8-Aug-11	53.5	18-Jul-11		
		62.8	13-Dec-11	58	22-Nov-11	55.35	1-Nov-11	53.9	11-Oct-11	52.35	20-Sep-11	52.7	30-Aug-11	52.25	9-Aug-11	56	19-Jul-11		
		63.75	14-Dec-11	57.25	23-Nov-11	55.65	2-Nov-11	53.75	12-Oct-11	52.35	21-Sep-11	52.6	31-Aug-11	52.5	10-Aug-11	55	20-Jul-11		
		64	15-Dec-11	57.62	24-Nov-11	55.75	3-Nov-11	53.65	13-Oct-11	52.4	22-Sep-11	52.7	1-Sep-11	52.5	11-Aug-11	55	21-Jul-11		

سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ
71.4	9-Jun-12	70.8	20-May-12	72	30-Apr-12	74	10-Apr-12	81.5	21-Mar-12	83	1-Mar-12	74.5	10-Feb-12	75	21-Jan-12	62.7	1-Jan-12
71.4	10-Jun-12	70.9	21-May-12	72	1-May-12	74.75	11-Apr-12	80	22-Mar-12	83.5	2-Mar-12	74.5	11-Feb-12	74	22-Jan-12	62.72	2-Jan-12
71.2	11-Jun-12	71.1	22-May-12	72	2-May-12	74.25	12-Apr-12	79.5	23-Mar-12	84	3-Mar-12	74	12-Feb-12	73	23-Jan-12	63	3-Jan-12
71.2	12-Jun-12	71.1	23-May-12	71.9	3-May-12	74	13-Apr-12	79	24-Mar-12	85	4-Mar-12	74	13-Feb-12	72	24-Jan-12	62.86	4-Jan-12
71.5	13-Jun-12	71	24-May-12	71	4-May-12	74	14-Apr-12	78	25-Mar-12	85	5-Mar-12	74	14-Feb-12	72	25-Jan-12	64.1	5-Jan-12
71.2	14-Jun-12	71.15	25-May-12	70.6	5-May-12	74.25	15-Apr-12	77.5	26-Mar-12	92	6-Mar-12	74	15-Feb-12	72	26-Jan-12	63.48	6-Jan-12
71.2	15-Jun-12	71.15	26-May-12	70.75	6-May-12	73.75	16-Apr-12	76	27-Mar-12	100	7-Mar-12	74	16-Feb-12	73	27-Jan-12	63.79	7-Jan-12
71.3	16-Jun-12	71.15	27-May-12	70.5	7-May-12	73.85	17-Apr-12	76	28-Mar-12	91	8-Mar-12	74	17-Feb-12	73.25	28-Jan-12	63.63	8-Jan-12
71.3	17-Jun-12	71.15	28-May-12	70.5	8-May-12	74.25	18-Apr-12	76.5	29-Mar-12	85	9-Mar-12	73.75	18-Feb-12	74.5	29-Jan-12	64.75	9-Jan-12
71.3	18-Jun-12	71.4	29-May-12	70.6	9-May-12	74	19-Apr-12	76.25	30-Mar-12	87	10-Mar-12	73.75	19-Feb-12	75	30-Jan-12	64.19	10-Jan-12
71.3	19-Jun-12	72	30-May-12	70.7	10-May-12	74	20-Apr-12	75	31-Mar-12	86	11-Mar-12	74	20-Feb-12	75.25	31-Jan-12	65.75	11-Jan-12
71.2	20-Jun-12	72.5	31-May-12	70.7	11-May-12	73.5	21-Apr-12	74	1-Apr-12	85	12-Mar-12	74.15	21-Feb-12	74.5	1-Feb-12	64.97	12-Jan-12
71.2	21-Jun-12	73.25	1-Jun-12	70.8	12-May-12	73.4	22-Apr-12	75.5	2-Apr-12	84.5	13-Mar-12	74.15	22-Feb-12	74.5	2-Feb-12	67.25	13-Jan-12
71.2	22-Jun-12	73	2-Jun-12	70.65	13-May-12	72.25	23-Apr-12	75.5	3-Apr-12	84	14-Mar-12	74.15	23-Feb-12	74.5	3-Feb-12	67	14-Jan-12
71.3	23-Jun-12	72.5	3-Jun-12	70.75	14-May-12	71	24-Apr-12	75.5	4-Apr-12	83	15-Mar-12	74.5	24-Feb-12	74.5	4-Feb-12	67	15-Jan-12
71	24-Jun-12	72	4-Jun-12	71	15-May-12	70.75	25-Apr-12	75.5	5-Apr-12	82	16-Mar-12	74.5	25-Feb-12	74.5	5-Feb-12	68	16-Jan-12
71	25-Jun-12	71	5-Jun-12	71.25	16-May-12	70.5	26-Apr-12	75.5	6-Apr-12	81	17-Mar-12	74.75	26-Feb-12	74.75	6-Feb-12	72.25	17-Jan-12
71	26-Jun-12	71.2	6-Jun-12	71	17-May-12	71	27-Apr-12	75.5	7-Apr-12	80.5	18-Mar-12	79	27-Feb-12	75	7-Feb-12	73	18-Jan-12
70.5	27-Jun-12	71.2	7-Jun-12	71	18-May-12	71.3	28-Apr-12	75.25	8-Apr-12	81	19-Mar-12	82	28-Feb-12	75	8-Feb-12	76	19-Jan-12
71	28-Jun-12	71.2	8-Jun-12	70.9	19-May-12	71.4	29-Apr-12	75	9-Apr-12	81.5	20-Mar-12	82	29-Feb-12	75	9-Feb-12	75.25	20-Jan-12

سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ	سعر الصرف	التاريخ
90	14-Dec-12	83	23-Nov-12	75	2-Nov-12	73.7	12-Oct-12	73.75	21-Sep-12	69.7	31-Aug-12	71	10-Aug-12	73.5	20-Jul-12	71.1	29-Jun-12
91	15-Dec-12	82.5	24-Nov-12	75.25	3-Nov-12	73.5	13-Oct-12	73.75	22-Sep-12	70	1-Sep-12	71	11-Aug-12	73.5	21-Jul-12	71	30-Jun-12
92	16-Dec-12	82.5	25-Nov-12	75.5	4-Nov-12	73.6	14-Oct-12	73.75	23-Sep-12	70	2-Sep-12	71	12-Aug-12	73.5	22-Jul-12	71.1	1-Jul-12
94.5	17-Dec-12	83	26-Nov-12	76	5-Nov-12	74	15-Oct-12	73.75	24-Sep-12	70.5	3-Sep-12	71	13-Aug-12	73	23-Jul-12	71.1	2-Jul-12
95	18-Dec-12	84	27-Nov-12	77	6-Nov-12	74	16-Oct-12	73.75	25-Sep-12	70.5	4-Sep-12	71	14-Aug-12	73	24-Jul-12	71	3-Jul-12
96	19-Dec-12	84	28-Nov-12	78.25	7-Nov-12	74.5	17-Oct-12	73.5	26-Sep-12	70.25	5-Sep-12	71	15-Aug-12	72.9	25-Jul-12	71	4-Jul-12
97	20-Dec-12	85	29-Nov-12	79.25	8-Nov-12	74.5	18-Oct-12	72.5	27-Sep-12	70.8	6-Sep-12	71	16-Aug-12	72.9	26-Jul-12	71.1	5-Jul-12
98	21-Dec-12	85	30-Nov-12	79.25	9-Nov-12	74.5	19-Oct-12	72.5	28-Sep-12	70.85	7-Sep-12	71	17-Aug-12	70.5	27-Jul-12	71	6-Jul-12
99.5	22-Dec-12	86	1-Dec-12	80	10-Nov-12	74.5	20-Oct-12	72.25	29-Sep-12	71.25	8-Sep-12	71	18-Aug-12	72	28-Jul-12	70.9	7-Jul-12
100	23-Dec-12	87	2-Dec-12	79.5	11-Nov-12	74.5	21-Oct-12	72	30-Sep-12	71.5	9-Sep-12	71	19-Aug-12	71	29-Jul-12	70.9	8-Jul-12
99.5	24-Dec-12	88	3-Dec-12	83	12-Nov-12	74.5	22-Oct-12	72.25	1-Oct-12	71.5	10-Sep-12	71	20-Aug-12	71	30-Jul-12	70.9	9-Jul-12
99	25-Dec-12	90	4-Dec-12	83	13-Nov-12	74.75	23-Oct-12	72.5	2-Oct-12	71.5	11-Sep-12	69.8	21-Aug-12	71	31-Jul-12	71	10-Jul-12
99	26-Dec-12	87	5-Dec-12	90	14-Nov-12	74.75	24-Oct-12	73	3-Oct-12	71.5	12-Sep-12	69.8	22-Aug-12	71	1-Aug-12	71	11-Jul-12
91	27-Dec-12	86.5	6-Dec-12	85	15-Nov-12	74.75	25-Oct-12	73.5	4-Oct-12	71.5	13-Sep-12	69.8	23-Aug-12	71	2-Aug-12	71.5	12-Jul-12
93	28-Dec-12	86	7-Dec-12	83.5	16-Nov-12	74.75	26-Oct-12	73.75	5-Oct-12	72	14-Sep-12	69.8	24-Aug-12	71	3-Aug-12	72	13-Jul-12
93.25	29-Dec-12	89	8-Dec-12	82	17-Nov-12	75	27-Oct-12	73.5	6-Oct-12	72.4	15-Sep-12	69.8	25-Aug-12	71	4-Aug-12	75	14-Jul-12
93	30-Dec-12	89	9-Dec-12	80	18-Nov-12	75.5	28-Oct-12	73.5	7-Oct-12	73	16-Sep-12	69.8	26-Aug-12	71	5-Aug-12	75	15-Jul-12
93	31-Dec-12	88.5	10-Dec-12	83	19-Nov-12	75.5	29-Oct-12	73.5	8-Oct-12	73.25	17-Sep-12	69.8	27-Aug-12	71	6-Aug-12	74	16-Jul-12
		89	11-Dec-12	83	20-Nov-12	75.5	30-Oct-12	73.5	9-Oct-12	74	18-Sep-12	69.8	28-Aug-12	71	7-Aug-12	74	17-Jul-12
		88	12-Dec-12	83	21-Nov-12	75.5	31-Oct-12	73.5	10-Oct-12	74	19-Sep-12	69.8	29-Aug-12	71	8-Aug-12	74	18-Jul-12
		88.5	13-Dec-12	83	22-Nov-12	74.75	1-Nov-12	73.4	11-Oct-12	74	20-Sep-12	69.7	30-Aug-12	71	9-Aug-12	73.5	19-Jul-12

سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ
181	18-Jun-13	150	28-May-13	138	7-May-13	121	16-Apr-13	113	26-Mar-13	100	5-Mar-13	93.5	12-Feb-13	96.5	22-Jan-13	93	1-Jan-13
195	19-Jun-13	152	29-May-13	138	8-May-13	121	17-Apr-13	113	27-Mar-13	99.5	6-Mar-13	93	13-Feb-13	97	23-Jan-13	93	2-Jan-13
187	20-Jun-13	152	30-May-13	137.5	9-May-13	121	18-Apr-13	115	28-Mar-13	100	7-Mar-13	94	14-Feb-13	97.5	24-Jan-13	94	3-Jan-13
185	21-Jun-13	152	31-May-13	137.5	10-May-13	121	19-Apr-13	115.5	29-Mar-13	100	8-Mar-13	94	15-Feb-13	97.25	25-Jan-13	94.5	4-Jan-13
184	22-Jun-13	151	1-Jun-13	138.5	11-May-13	121	20-Apr-13	116	30-Mar-13	100	9-Mar-13	94	16-Feb-13	97.5	26-Jan-13	94	5-Jan-13
189	23-Jun-13	152	2-Jun-13	139	12-May-13	121	21-Apr-13	116	31-Mar-13	100	10-Mar-13	95.25	17-Feb-13	98.25	27-Jan-13	93	6-Jan-13
205	24-Jun-13	152	3-Jun-13	140	13-May-13	121	22-Apr-13	118	1-Apr-13	101	11-Mar-13	95.25	18-Feb-13	96	28-Jan-13	92	7-Jan-13
208	25-Jun-13	152	4-Jun-13	141	14-May-13	121	23-Apr-13	120	2-Apr-13	102	12-Mar-13	96	19-Feb-13	94	29-Jan-13	93	8-Jan-13
208	26-Jun-13	152	5-Jun-13	142	15-May-13	122	24-Apr-13	121	3-Apr-13	103	13-Mar-13	96	20-Feb-13	94	30-Jan-13	93	9-Jan-13
210	27-Jun-13	153	6-Jun-13	148	16-May-13	123	25-Apr-13	121	4-Apr-13	107	14-Mar-13	96	21-Feb-13	93.5	31-Jan-13	94	10-Jan-13
210	28-Jun-13	154	7-Jun-13	152	17-May-13	123	26-Apr-13	118	5-Apr-13	108	15-Mar-13	96	22-Feb-13	93	1-Feb-13	93	11-Jan-13
212	29-Jun-13	155	8-Jun-13	152	18-May-13	124.5	27-Apr-13	118	6-Apr-13	108	16-Mar-13	97	23-Feb-13	93	2-Feb-13	93.75	12-Jan-13
212	30-Jun-13	157	9-Jun-13	150	19-May-13	126	28-Apr-13	118	7-Apr-13	108	17-Mar-13	97.5	24-Feb-13	93.5	3-Feb-13	93	13-Jan-13
215	1-Jul-13	158	10-Jun-13	142	20-May-13	130	29-Apr-13	118	8-Apr-13	113	18-Mar-13	97.25	25-Feb-13	93.5	4-Feb-13	94	14-Jan-13
215	2-Jul-13	160	11-Jun-13	142	21-May-13	132	30-Apr-13	119	9-Apr-13	121	19-Mar-13	97.25	26-Feb-13	93.5	5-Feb-13	93.5	15-Jan-13
220	3-Jul-13	168	12-Jun-13	143	22-May-13	136	1-May-13	118	10-Apr-13	114	20-Mar-13	97	27-Feb-13	93.5	6-Feb-13	93	16-Jan-13
225	4-Jul-13	168	13-Jun-13	143	23-May-13	142	2-May-13	119	11-Apr-13	108	21-Mar-13	98	28-Feb-13	93.5	7-Feb-13	93.25	17-Jan-13
230	5-Jul-13	168	14-Jun-13	144	24-May-13	143	3-May-13	119	12-Apr-13	109	22-Mar-13	96.5	1-Mar-13	93.5	8-Feb-13	94	18-Jan-13
240	6-Jul-13	175	15-Jun-13	145	25-May-13	134	4-May-13	121	13-Apr-13	110	23-Mar-13	97	2-Mar-13	93.5	9-Feb-13	96	19-Jan-13
260	7-Jul-13	181	16-Jun-13	146	26-May-13	138	5-May-13	121	14-Apr-13	111	24-Mar-13	97	3-Mar-13	93	10-Feb-13	96.25	20-Jan-13
290	8-Jul-13	181	17-Jun-13	147.5	27-May-13	138	6-May-13	121	15-Apr-13	112	25-Mar-13	98	4-Mar-13	93	11-Feb-13	96.5	21-Jan-13

سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ
145.5	24-Dec-13	148	3-Dec-13	155	12-Nov-13	170	22-Oct-13	172	1-Oct-13	225	10-Sep-13	200	20-Aug-13	210	30-Jul-13	310	9-Jul-13
145	25-Dec-13	149	4-Dec-13	165	13-Nov-13	172	23-Oct-13	183	2-Oct-13	220	11-Sep-13	200	21-Aug-13	210	31-Jul-13	290	10-Jul-13
145	26-Dec-13	149	5-Dec-13	168	14-Nov-13	170	24-Oct-13	183	3-Oct-13	212	12-Sep-13	200	22-Aug-13	210	1-Aug-13	275	11-Jul-13
145	27-Dec-13	149	6-Dec-13	157	15-Nov-13	169	25-Oct-13	183	4-Oct-13	208	13-Sep-13	200	23-Aug-13	212	2-Aug-13	275	12-Jul-13
145	28-Dec-13	148	7-Dec-13	158	16-Nov-13	169	26-Oct-13	175	5-Oct-13	208	14-Sep-13	202	24-Aug-13	210	3-Aug-13	255	13-Jul-13
143.5	29-Dec-13	148	8-Dec-13	154	17-Nov-13	168	27-Oct-13	175	6-Oct-13	210	15-Sep-13	203	25-Aug-13	205	4-Aug-13	250	14-Jul-13
144.6	30-Dec-13	147	9-Dec-13	156	18-Nov-13	168	28-Oct-13	180	7-Oct-13	205	16-Sep-13	201	26-Aug-13	200	5-Aug-13	245	15-Jul-13
144.6	31-Dec-13	146	10-Dec-13	157	19-Nov-13	164	29-Oct-13	184	8-Oct-13	205	17-Sep-13	240	27-Aug-13	205	6-Aug-13	253	16-Jul-13
		146	11-Dec-13	157	20-Nov-13	161	30-Oct-13	184	9-Oct-13	208	18-Sep-13	285	28-Aug-13	205	7-Aug-13	200	17-Jul-13
		145	12-Dec-13	156	21-Nov-13	158	31-Oct-13	180	10-Oct-13	213	19-Sep-13	230	29-Aug-13	205	8-Aug-13	190	18-Jul-13
		145	13-Dec-13	170	22-Nov-13	160	1-Nov-13	180	11-Oct-13	208	20-Sep-13	235	30-Aug-13	205	9-Aug-13	190	19-Jul-13
		145	14-Dec-13	156	23-Nov-13	153	2-Nov-13	174	12-Oct-13	206	21-Sep-13	235	31-Aug-13	205	10-Aug-13	185	20-Jul-13
		145.5	15-Dec-13	155	24-Nov-13	143	3-Nov-13	174	13-Oct-13	207	22-Sep-13	235	1-Sep-13	205	11-Aug-13	190	21-Jul-13
		145	16-Dec-13	151	25-Nov-13	133	4-Nov-13	180	14-Oct-13	208	23-Sep-13	220	2-Sep-13	205	12-Aug-13	195	22-Jul-13
		145	17-Dec-13	144	26-Nov-13	125	5-Nov-13	180	15-Oct-13	207	24-Sep-13	230	3-Sep-13	205	13-Aug-13	205	23-Jul-13
		145	18-Dec-13	148	27-Nov-13	150	6-Nov-13	180	16-Oct-13	205	25-Sep-13	235	4-Sep-13	205	14-Aug-13	210	24-Jul-13
		145	19-Dec-13	149	28-Nov-13	150	7-Nov-13	180	17-Oct-13	200	26-Sep-13	235	5-Sep-13	200	15-Aug-13	230	25-Jul-13
		145	20-Dec-13	149	29-Nov-13	148	8-Nov-13	180	18-Oct-13	200	27-Sep-13	230	6-Sep-13	200	16-Aug-13	235	26-Jul-13
		145.5	21-Dec-13	147	30-Nov-13	148	9-Nov-13	178	19-Oct-13	195	28-Sep-13	232	7-Sep-13	200	17-Aug-13	235	27-Jul-13
		145.5	22-Dec-13	147	1-Dec-13	145	10-Nov-13	174	20-Oct-13	188	29-Sep-13	230	8-Sep-13	200	18-Aug-13	205	28-Jul-13
		145.5	23-Dec-13	147	2-Dec-13	148	11-Nov-13	174	21-Oct-13	168	30-Sep-13	230	9-Sep-13	200	19-Aug-13	205	29-Jul-13

سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ	سمر الصرف	التاريخ
168	18-Jun-14	171.5	28-May-14	172	7-May-14	170	16-Apr-14	163	26-Mar-14	156	5-Mar-14	153	12-Feb-14	153.5	22-Jan-14	144.6	1-Jan-14		
168	19-Jun-14	172	29-May-14	171	8-May-14	165	17-Apr-14	165	27-Mar-14	156	6-Mar-14	153	13-Feb-14	154.5	23-Jan-14	144.25	2-Jan-14		
168	20-Jun-14	172	30-May-14	170	9-May-14	165	18-Apr-14	165	28-Mar-14	156	7-Mar-14	153	14-Feb-14	154	24-Jan-14	144	3-Jan-14		
168.5	21-Jun-14	172	31-May-14	170.5	10-May-14	165	19-Apr-14	166	29-Mar-14	156.5	8-Mar-14	153	15-Feb-14	154	25-Jan-14	144	4-Jan-14		
168.5	22-Jun-14	171	1-Jun-14	171	11-May-14	165	20-Apr-14	164	30-Mar-14	157	9-Mar-14	153	16-Feb-14	153	26-Jan-14	144.5	5-Jan-14		
169.5	23-Jun-14	170.5	2-Jun-14	171	12-May-14	165	21-Apr-14	165	31-Mar-14	158	10-Mar-14	155	17-Feb-14	150	27-Jan-14	144.25	6-Jan-14		
169.5	24-Jun-14	170.5	3-Jun-14	171	13-May-14	165	22-Apr-14	164	1-Apr-14	157.5	11-Mar-14	156	18-Feb-14	150.5	28-Jan-14	144.5	7-Jan-14		
169.5	25-Jun-14	171	4-Jun-14	170.5	14-May-14	166.5	23-Apr-14	164	2-Apr-14	157.5	12-Mar-14	157	19-Feb-14	153	29-Jan-14	146	8-Jan-14		
169	26-Jun-14	170.5	5-Jun-14	171.5	15-May-14	169.5	24-Apr-14	166	3-Apr-14	158	13-Mar-14	157	20-Feb-14	152	30-Jan-14	148	9-Jan-14		
169	27-Jun-14	169	6-Jun-14	171.5	16-May-14	170	25-Apr-14	166.5	4-Apr-14	158	14-Mar-14	156	21-Feb-14	152	31-Jan-14	149	10-Jan-14		
168.5	28-Jun-14	168	7-Jun-14	171.5	17-May-14	174	26-Apr-14	166.5	5-Apr-14	157.5	15-Mar-14	156	22-Feb-14	152.5	1-Feb-14	150	11-Jan-14		
168.5	29-Jun-14	166	8-Jun-14	171.5	18-May-14	171.5	27-Apr-14	166	6-Apr-14	158	16-Mar-14	156	23-Feb-14	151	2-Feb-14	155	12-Jan-14		
168.5	30-Jun-14	166.5	9-Jun-14	171.5	19-May-14	168.5	28-Apr-14	166.5	7-Apr-14	158	17-Mar-14	157	24-Feb-14	152	3-Feb-14	156	13-Jan-14		
169	1-Jul-14	166	10-Jun-14	171.5	20-May-14	167	29-Apr-14	167	8-Apr-14	157.5	18-Mar-14	156.5	25-Feb-14	152.5	4-Feb-14	152	14-Jan-14		
169	2-Jul-14	166.5	11-Jun-14	172	21-May-14	171	30-Apr-14	170	9-Apr-14	158	19-Mar-14	157	26-Feb-14	153	5-Feb-14	147	15-Jan-14		
169	3-Jul-14	166.5	12-Jun-14	172	22-May-14	171	1-May-14	173	10-Apr-14	160	20-Mar-14	159	27-Feb-14	153	6-Feb-14	148	16-Jan-14		
169	4-Jul-14	168	13-Jun-14	172	23-May-14	170	2-May-14	175	11-Apr-14	160	21-Mar-14	158	28-Feb-14	152.5	7-Feb-14	149	17-Jan-14		
168.5	5-Jul-14	167	14-Jun-14	172	24-May-14	170	3-May-14	176.5	12-Apr-14	159	22-Mar-14	158	1-Mar-14	152.5	8-Feb-14	151.5	18-Jan-14		
168	6-Jul-14	167.5	15-Jun-14	171.5	25-May-14	169	4-May-14	179	13-Apr-14	160	23-Mar-14	157.5	2-Mar-14	152	9-Feb-14	151	19-Jan-14		
167.5	7-Jul-14	171	16-Jun-14	171	26-May-14	171	5-May-14	177	14-Apr-14	161.5	24-Mar-14	157	3-Mar-14	152.5	10-Feb-14	152	20-Jan-14		
168	8-Jul-14	172	17-Jun-14	171	27-May-14	172	6-May-14	175	15-Apr-14	161	25-Mar-14	155	4-Mar-14	152.5	11-Feb-14	151	21-Jan-14		

سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ	سفر الصراف	التاريخ
212	24-Dec-14	203.5	3-Dec-14	200	12-Nov-14	188.5	22-Oct-14	194	1-Oct-14	187	10-Sep-14	173.5	20-Aug-14	167	30-Jul-14	168	9-Jul-14
212	25-Dec-14	204	4-Dec-14	200	13-Nov-14	189	23-Oct-14	192	2-Oct-14	190	11-Sep-14	173	21-Aug-14	167	31-Jul-14	167.5	10-Jul-14
212	26-Dec-14	204	5-Dec-14	200	14-Nov-14	189	24-Oct-14	192	3-Oct-14	192	12-Sep-14	172	22-Aug-14	167	1-Aug-14	167.5	11-Jul-14
212	27-Dec-14	204	6-Dec-14	200	15-Nov-14	189	25-Oct-14	192	4-Oct-14	197	13-Sep-14	172.5	23-Aug-14	168	2-Aug-14	167.5	12-Jul-14
211	28-Dec-14	203	7-Dec-14	204	16-Nov-14	189	26-Oct-14	192	5-Oct-14	192	14-Sep-14	173	24-Aug-14	169	3-Aug-14	167	13-Jul-14
212	29-Dec-14	205.5	8-Dec-14	206	17-Nov-14	189	27-Oct-14	192	6-Oct-14	186	15-Sep-14	173.5	25-Aug-14	170	4-Aug-14	166	14-Jul-14
208	30-Dec-14	205	9-Dec-14	206	18-Nov-14	189	28-Oct-14	192	7-Oct-14	187	16-Sep-14	174	26-Aug-14	172.5	5-Aug-14	166.5	15-Jul-14
209	31-Dec-14	203	10-Dec-14	198	19-Nov-14	190	29-Oct-14	192	8-Oct-14	195	17-Sep-14	174.5	27-Aug-14	174	6-Aug-14	166	16-Jul-14
		204	11-Dec-14	194	20-Nov-14	190	30-Oct-14	192	9-Oct-14	191	18-Sep-14	176	28-Aug-14	172	7-Aug-14	166	17-Jul-14
		204	12-Dec-14	194	21-Nov-14	190	31-Oct-14	192	10-Oct-14	190	19-Sep-14	176	29-Aug-14	171	8-Aug-14	166	18-Jul-14
		204	13-Dec-14	194	22-Nov-14	190	1-Nov-14	192	11-Oct-14	187	20-Sep-14	179	30-Aug-14	170	9-Aug-14	166.25	19-Jul-14
		205	14-Dec-14	201	23-Nov-14	190	2-Nov-14	191.5	12-Oct-14	186	21-Sep-14	177	31-Aug-14	170	10-Aug-14	166.5	20-Jul-14
		205.5	15-Dec-14	202	24-Nov-14	190.5	3-Nov-14	191.5	13-Oct-14	187	22-Sep-14	176.5	1-Sep-14	171	11-Aug-14	165.5	21-Jul-14
		206	16-Dec-14	205	25-Nov-14	191	4-Nov-14	189	14-Oct-14	196	23-Sep-14	177.5	2-Sep-14	173	12-Aug-14	166	22-Jul-14
		208	17-Dec-14	203	26-Nov-14	192.5	5-Nov-14	189	15-Oct-14	200	24-Sep-14	177.5	3-Sep-14	173	13-Aug-14	166.5	23-Jul-14
		212	18-Dec-14	198	27-Nov-14	192.5	6-Nov-14	189	16-Oct-14	196	25-Sep-14	176.5	4-Sep-14	171	14-Aug-14	166	24-Jul-14
		212	19-Dec-14	198	28-Nov-14	192.5	7-Nov-14	189	17-Oct-14	195	26-Sep-14	176.5	5-Sep-14	171	15-Aug-14	166	25-Jul-14
		212	20-Dec-14	198	29-Nov-14	192.5	8-Nov-14	187	18-Oct-14	193	27-Sep-14	176.5	6-Sep-14	172	16-Aug-14	166	26-Jul-14
		208	21-Dec-14	204	30-Nov-14	195.5	9-Nov-14	187	19-Oct-14	194	28-Sep-14	179.5	7-Sep-14	172.5	17-Aug-14	167	27-Jul-14
		206	22-Dec-14	201	1-Dec-14	195.5	10-Nov-14	187	20-Oct-14	193	29-Sep-14	182	8-Sep-14	174	18-Aug-14	167	28-Jul-14
		206	23-Dec-14	201	2-Dec-14	196.5	11-Nov-14	188.5	21-Oct-14	194	30-Sep-14	184	9-Sep-14	174	19-Aug-14	167	29-Jul-14

سفر الصرif	التاريخ	سفر الصرif	التاريخ	سفر الصرif	التاريخ	سفر الصرif	التاريخ	سفر الصرif	التاريخ	سفر الصرif	التاريخ	سفر الصرif	التاريخ	سفر الصرif	التاريخ	سفر الصرif	التاريخ	سفر الصرif	التاريخ
296	18-Jun-15	288	28-Mar-15	255	7-May-15	292	16-Apr-15	262	26-Mar-15	248	5-Mar-15	248	12-Feb-15	219	22-Jan-15	209	1-Jan-15		
296	19-Jun-15	288	29-May-15	255	8-May-15	282	17-Apr-15	262	27-Mar-15	248	6-Mar-15	248	13-Feb-15	219	23-Jan-15	209	2-Jan-15		
296	20-Jun-15	288	30-May-15	255	9-May-15	283	18-Apr-15	262	28-Mar-15	248	7-Mar-15	248	14-Feb-15	219	24-Jan-15	209	3-Jan-15		
296	21-Jun-15	285	31-May-15	240	10-May-15	293	19-Apr-15	271	29-Mar-15	248	8-Mar-15	227	15-Feb-15	217	25-Jan-15	209	4-Jan-15		
295	22-Jun-15	292	1-Jun-15	245	11-May-15	297	20-Apr-15	270	30-Mar-15	248	9-Mar-15	234	16-Feb-15	218	26-Jan-15	209	5-Jan-15		
296	23-Jun-15	296	2-Jun-15	274	12-May-15	296	21-Apr-15	268	31-Mar-15	250	10-Mar-15	244	17-Feb-15	217	27-Jan-15	209	6-Jan-15		
295	24-Jun-15	290	3-Jun-15	268	13-May-15	298	22-Apr-15	275	1-Apr-15	250	11-Mar-15	245	18-Feb-15	220	28-Jan-15	209	7-Jan-15		
295	25-Jun-15	294	4-Jun-15	274	14-May-15	299	23-Apr-15	270	2-Apr-15	250	12-Mar-15	243	19-Feb-15	222	29-Jan-15	209	8-Jan-15		
295	26-Jun-15	294	5-Jun-15	274	15-May-15	299	24-Apr-15	270	3-Apr-15	250	13-Mar-15	243	20-Feb-15	222	30-Jan-15	209	9-Jan-15		
295	27-Jun-15	294	6-Jun-15	274	16-May-15	299	25-Apr-15	270	4-Apr-15	250	14-Mar-15	243	21-Feb-15	222	31-Jan-15	209	10-Jan-15		
297	28-Jun-15	292	7-Jun-15	280	17-May-15	302	26-Apr-15	270	5-Apr-15	250	15-Mar-15	244	22-Feb-15	230	1-Feb-15	209	11-Jan-15		
298	29-Jun-15	290	8-Jun-15	277	18-May-15	308	27-Apr-15	273	6-Apr-15	253	16-Mar-15	245	23-Feb-15	233	2-Feb-15	211	12-Jan-15		
298	30-Jun-15	292	9-Jun-15	282	19-May-15	320	28-Apr-15	273	7-Apr-15	254	17-Mar-15	240	24-Feb-15	226	3-Feb-15	212	13-Jan-15		
298	1-Jul-15	290	10-Jun-15	281	20-May-15	308	29-Apr-15	272	8-Apr-15	254	18-Mar-15	242	25-Feb-15	230	4-Feb-15	211	14-Jan-15		
298	2-Jul-15	292	11-Jun-15	281	21-May-15	308	30-Apr-15	272	9-Apr-15	253	19-Mar-15	246	26-Feb-15	233	5-Feb-15	211	15-Jan-15		
298	3-Jul-15	292	12-Jun-15	281	22-May-15	308	1-May-15	272	10-Apr-15	253	20-Mar-15	246	27-Feb-15	233	6-Feb-15	211	16-Jan-15		
298	4-Jul-15	292	13-Jun-15	281	23-May-15	308	2-May-15	272	11-Apr-15	253	21-Mar-15	246	28-Feb-15	233	7-Feb-15	211	17-Jan-15		
298	5-Jul-15	292	14-Jun-15	292	24-May-15	297	3-May-15	272	12-Apr-15	256	22-Mar-15	246	1-Mar-15	240	8-Feb-15	214	18-Jan-15		
302	6-Jul-15	292	15-Jun-15	287	25-May-15	280	4-May-15	279	13-Apr-15	257	23-Mar-15	245	2-Mar-15	244	9-Feb-15	216	19-Jan-15		
302	7-Jul-15	292	16-Jun-15	290	26-May-15	290	5-May-15	279	14-Apr-15	260	24-Mar-15	245	3-Mar-15	248	10-Feb-15	213	20-Jan-15		
301	8-Jul-15	293	17-Jun-15	297	27-May-15	250	6-May-15	279	15-Apr-15	266	25-Mar-15	245	4-Mar-15	250	11-Feb-15	219	21-Jan-15		

التاريخ	سعر الصرف
9-Jul-15	301
10-Jul-15	301
11-Jul-15	301
12-Jul-15	299
13-Jul-15	299
14-Jul-15	299
15-Jul-15	297
16-Jul-15	295
17-Jul-15	295
18-Jul-15	295
19-Jul-15	295
20-Jul-15	295
21-Jul-15	298
22-Jul-15	298
23-Jul-15	298
24-Jul-15	298
25-Jul-15	298
26-Jul-15	298
23-Jul-15	298
24-Jul-15	298
25-Jul-15	298
26-Jul-15	298