السلوك الجماعي للتعاملات اليومية بسوق الكويت للأوراق المالية اختبار سلوك القطيع في اقتصاد صغير مفتوح

د. حسن منير الصادي (*)

قسم التمويل والمنشآت المالية

كلية العلوم الإدارية – جامعة الكويت

(*) **د. حسن منير الصادي:** أستاذ التمويل والاستثمار المساعد بكلية العلوم الإدارية – جامعة الكويت منذ العام الجامعي ٢٠٠٣-٢٠٠٤ وحتى الآن وقبل ذلك كان يعمل كأستاذ تمويل مساعد بجامعة القاهرة والجامعة الأمريكية بالقاهرة. د. الصادي حاصل على شهادة الدكتورة في اقتصاديات التمويل من الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلي ماجستير في الاقتصاد وماجستير في إدارة الأعمال الدولية من الولايات المتحدة أيضا بالإضافة إلي عمله لمدة عامين بمركز أبحاث السوق العقاري لولاية لويزيانا بالولايات الأمريكية.

تتجاوز خبرات د. الصادي العالم العربي إلي دول شرق ووسط آسيا من خلال المحاضرات و الاستشارات التي قدمها للعديد من هذه الدول في مجال إعادة هيكلة الاقتصاد وأسواق المال من خلال عملة كمحاضر دولي تابع لوزارة الخارجية المصرية وبالتنسيق مع معهد البنوك المصرية والبنك المركزي المصري.

د. حسن الصادي له العديد من المؤلفات في التمويل والاستثمار بالإضافة إلي العديد من الأبحاث المنشورة في الدوريات العلمية العالمية في مجال التنبؤ بعوائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق الرأسمالية والأسواق الناشئة وكذلك الصناديق الاستثمارية. كما قام د. الصادي بالإشراف علي أكثر من ٢٠ رسالة ماجستير في مجالات التمويل والاستثمار.

الملخص:

يصنف الاقتصاد الكويتي كأحد الاقتصاديات الصغيرة المفتوحة التي تخضع لقوانين السوق في تعاملاتها المختلفة سواء مالية أو اقتصادية. وتهدف هذه الدراسة إلي تحليل السلوك اليومي للمضاربين في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة من يناير 2002 إلي أغسطس 2008 وما إذا كان المتعاملون في الأسهم يتبعون في تعاملاتهم اليومية سلوك جماعي أم لا. وقد أوضحت النتائج المستخلصة من تحليل سلوك السوق كدالة في العائد المطلق علي الاستثمار أن التعاملات اليومية بسوق الكويت للأوراق المالية تتبع وبدلالة إحصائية قوية سلوك جماعي، أما عند تحليل سلوك السوق كدالة في مخاطر الاستثمار، فقد أوضحت النتائج وبدلالة إحصائية قوية أن التعاملات اليومية بسوق الكويت للأوراق المالية لا تتبع سلوك جماعي.

كما أثبتت النتائج أن السلوك الجماعي للمضاربين في سوق الكويت للأوراق المالية يتواجد ويقوه عند اتجاه مؤشر السوق نحو الارتفاع (Bullish Market) بينما لا يميل المتعاملون إلي إتباع السلوك الجماعي عند اتجاه مؤشر السوق نحو الانخفاض (Bearish Market). ويعد ذلك دليلا علي أن المتعاملين في الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية يندفعون في تعاملاتهم اليومية وراء الربح دون إحساس بالمخاطر المرتبطة بقراراتهم وهو ما يشير إلي أن هؤلاء المضاربين اقرب للمقامرين في سلوكهم عند اتخاذ قراراتهم اليومية بشراء أو بيع الأسهم منهم للمستثمرين أو للمضاربين.

المصطلحات الأساسية:

السلوك الجماعي ، السوق الصعودي ، السوق الهبوطي، الانحراف المطلق المقطعي ، الانحراف المعياري المقطعي.

Cumulative Behavior of Daily Trades in Kuwait Stock Exchange
An Examination of Herd Behavior in a Small Open Economy

Abstract

This study examines the herd behavior of daily trades in Kuwait Stock Exchange (KSE), as a small open economy, over the period from January 2000 to June 2008. Results indicate that KSE experience a strong and significant herding behavior in general when return is measured by the Cross Section Absolute Deviation (CSAD) of return. When return is measured by the Cross Section Standard Deviation (CSSD) of return, strong and significant results show that KSA does not experience herd behavior.

When examining the bull and bear markets, results show strong and statistically significant evidence for herding behavior in Bullish Markets than in Bearish Markets. These results indicate that investors are more sensitive to the upside movement of the market relative to the downside movement of the market. The study concludes that Kuwaiti investors have a more gambling behavior in their daily transactions than a speculating or investing behavior.

Key Words:

Herd Behavior, Bullish Market, Bearish Market, Cross Sectional Absolute Deviation, Cross Sectional Standard Deviation.

مقدمة

يصف سلوك القطيع[1] (Herd Behavior) كيفية تصرف الأفراد في الجماعة معاً وفي نفس الاتجاه دون تخطيط أو اتفاق مسبق. وبالرغم من ارتباط مصطلح سلوك القطيع بالجماعات الحيوانية وأسراب الطيور التي تتحرك معا ، إلا أن هذا المصطلح أصبح من أكثر المصطلحات شيوعاً في تفسير السلوك الجماعي الذي يتبعه المتعاملون علي الأوراق المالية في البورصات العالمية. ومن أوائل المحاولات لتفسير السلوك الإنساني اعتماداً علي سلوك القطيع دراسة Hamilton (1971) والتي أوضح بها أن الأفراد الذين يتبعون سلوك القطيع في تعاملاتهم يعتقدون أن بإمكانهم خفض المخاطر المرتبطة باتخاذ القرارات بشكل فردي عن طريق إهمال قراراتهم الفردية (حتى وإن كان لديهم معلومات لا يعرفها الآخرون) واتخاذ نفس قرارات الجماعة علي اعتبار أن الجماعة لديها معلومات أكثر من الفرد. ويؤدي ذلك إلي تجنب تحمل مخاطر (خسائر) اكبر من الجماعة في حالة الخطر أو تجنب عدم تحقيق نفس مكاسب الجماعة في حالة زوال الخطر. كما أوضح نفس الكاتب أن القطيع يتحرك كوحدة واحدة ولكن بدون تخطيط أو تنسيق مسبق بين أفراد الجماعة.

ويمكن تفسير السلوك اليومي للمتعاملين علي الأوراق المالية في البورصات العالمية اعتمادا علي سلوك القطيع حيث عادة ما يتجاهل المستثمر الفرد قراراته الفردية ويأخذ نفس قرارات الجماعة عند إحساسه بمخاطر غير حقيقية ترتبط بضياع فرصة تحقيق أرباح أو بمخاطر حقيقية ترتبط بتحقيق خسائر. فعلي سبيل المثال إذا كان 10% من المتعاملين علي سهم أو قطاع أو سوق متفائلين بينما 90% متشائمين ، في هذه الحالة من المفترض أن يتجه السوق نحو الانخفاض نظراً لأن كل مستثمر لديه توقعاته المستقلة ولا يعلم شئ عن توقعات باقي المستثمرين كما انه يأخذ قراراته بمعزل عن المستثمرين الآخرين ومن المفترض إن توقيت اتخاذ قرارات البيع والشراء لدي هؤلاء المستثمرين مختلفة. وبفرض أن مجموعة من المستثمرين المتفائلين اخذوا قراراتهم بالشراء علي أساس أن الشراء قرار جيد نتيجة لتفاؤلهم تجاه السهم أو القطاع أو السوق وحققوا أرباح مرتفعة ، فإن تحقيقهم لهذه الأرباح سوف يجذب باقي المستثمرين المتفائلين بالإضافة إلي مجموعة من المستثمرين المتشائمين لاتخاذ قرار الشراء بشكل تتابعي ومتزايد وبما يصل بنا إلي نسبة تقارب الـ 100% من المهتمين بالتعامل علي السهم أو القطاع أو السوق. هذا الإقبال المتزايد علي الشراء يؤدي إلى تحقيق الأرباح بمعدل متناقص وبدء تحقيق خسائر مما يؤدي إلي خروج الجميع من السوق بشكل جماعي.

في الفترة الأخيرة تم الاعتماد علي نظرية القطيع لتفسير السلوك العنيف للمضاربين علي الأوراق المالية بما يؤدي إلي تحول سوق الأوراق المالية إلي فقاعة ما تلبث وأن تنفجر. وقد أوضح كل من Scharfstein (1990), Froot *et al.* (1992), Trueman (1994), Grinblatt *et al.* (1995) أن سلوك القطيع يمثل نوعا من السلوك اللاعقلاني للمضاربين علي الأوراق المالية. وكنتيجة لوجود هذا السلوك وعدم ارتباطه بأي مؤشرات حقيقية للتأثير علي أسعار الأسهم سواء ارتفاع أو هبوطا، فان من المتوقع إن يلعب سلوك القطيع دورا أساسيا في تقلب أسعار الأسهم وعدم استقرار مؤشر السوق (Market Index) وبالتالي زيادة مخاطر

---

١ في علم الاجتماع يعرف السلوك الذي يترتب علي الإحساس بالخطر بسلوك القطيع. إلا انه في هذا البحث سوف يتم الإشارة إلي سلوك القطيع بالسلوك الجماعي.

السوق المرتبطة بتقلب الأسعار دون وجود مسبب حقيقي لهذا التقلب. وتؤثر حده سلوك القطيع علي ارتفاع درجة مخاطر سوق الأوراق المالية وبالتالي انخفاض درجة الثقة من جانب المستثمر الحقيقي ، سواء كان محلي أو أجنبي ، في هذه الأسواق وإحجامهم عن الدخول فيها وهو ما يؤدي إلي عدم التطور الحقيقي في سوق الأوراق المالية والذي يرتبط بحجم وعدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ، بينما يؤدي في المقابل إلي زيادة حده المضاربات وارتفاع معدلات دوران سوق الأوراق المالية مع الارتفاع المستمر في أسعار هذه الأسهم وبالتالي ارتفاع قيمة المؤشرات إلي مستويات قياسية لا تعبر عن حقيقة القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية والتي يجب أن تعكس القوة الإيرادية لتلك الشركات وكذلك حجمها مقارنة بالناتج القومي المحلي، ولكن تعبر عن طبيعة و حجم المضاربات اليومية التي تتم علي الأسهم في سوق الأوراق المالية مما يجعل سوق الأوراق المالية يعاني من فقاعة السوق (Market Bubble) . ومما لا شك فيه إن هذه الفقاعة سوف تنفجر في وقت ما في المستقبل، ولكن توقيت وحجم وتأثير هذا الانفجار غير معلوم وهو ما يؤدي بالتبعية إلي عدم استقرار التعاملات علي الأسهم في سوق الأوراق المالية وبالتالي عدم استقرار عملية توزيع رؤوس الأموال بين القطاعات الاقتصادية المختلفة وهو ما قد ينعكس علي عدم استقرار المجتمع ككل.

أهمية وأهداف البحث:

تنبع أهمية هذا البحث من محاولته تفسير التعاملات اليومية علي الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية علي أساس سلوكي وبعيدا عن المؤشرات الكلية التي ترتبط بمؤشرات الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية وكذلك المؤشرات المرتبطة بعوائد السوق أو القطاع أو حتى بأداء الشركات. حيث يسعى البحث إلي دراسة السلوك الجماعي للمضاربين علي الأسهم المختلفة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية اعتمادا علي النظريات السلوكية التي تفسر السلوك الجماعي للمتعاملين في سوق الأوراق المالية وليس السلوك الفردي للمضاربين من اجل التعرف علي سلوك ودوافع المتعاملين علي الأوراق المالية في سوق الكويت للأوراق المالية.

جدول (1): السوق الكويتي للأوراق المالية (دينار كويتي) في ٢٠٠٧/١٢/٣١

عدد الشركات المدرجة	إجمالي القيمة السوقية	إجمالي قيمة التداولات خلال العام	إجمالي الناتج المحلي	إجمالي قيمة السوقية إلي إجمالي الناتج المحلي
196	35,384,629,353	37,009,440,830	35,452,285,690	99.81%

المصدر: التقرير السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية (٢٠٠٧).

ويوضح جدول (1) إلي أي مدي يمكن قيادة سلوك السوق والوصول بحجم التعاملات اليومية إلي مستويات لا تعبر عن القيمة الحقيقة للأسهم المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية. فبنهاية عام 2007 وصل إجمالي عدد الشركات المدرجة بالسوق إلي 196 شركة، بينما بلغ إجمالي عدد الشركات الكويتية المدرجة والغير مدرجة في السوق بنهاية نفس السنة إلى 1403 شركة وذلك حسب الإحصاء الرسمي لوزارة التجارة والصناعة (2008). وتقل نسبة مساهمة الشركات الكويتية المدرجة والغير مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية عن 45% من الناتج القومي المحلي، بينما تصل نسبة مساهمة القطاع النفطي إلي 55% من الناتج القومي المحلي كما جاء بالتقرير الربع سنوي الأخير للبنك المركزي لسنة 2008. وتمثل نسبة عدد الشركات

المدرجة إلي إجمالي عدد الشركات العاملة بالاقتصاد الكويتي 13.97% فقط بينما تمثل القيمة الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية 99.81% من إجمالي الناتج القومي المحلي بالرغم من أن الكثير من الشركات الغير مدرجة ذات رؤوس أموال اكبر من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ، وهو ما يوضح حجم وعنف المضاربة علي الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية. أيضا تلعب الطبيعة المؤسسية للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية حيث ترتفع نسبة الملكية العامة والعائلية بما يقلل من قابلية نسبة كبيرة من الأسهم للتداول، دورا هاما في زيادة حدة المضاربة علي الأسهم المتداولة.

وبالتالي يهدف البحث إلي دراسة سلوك المتعاملين على الأسهم المدرجة في لسوق الكويت للأوراق المالية وما إذا كانوا يعتمدون في تعاملاتهم علي سلوك جماعي أم لا وهل يختلف هذا السلوك عند اتجاه السوق نحو الارتفاع (Bullish Market) عنه في حالة اتجاه السوق نحو الانخفاض (Bearish Market) أم أن السلوك الجماعي لا يختلف باختلاف اتجاهات السوق. كما يهدف هذا البحث إلي اختبار حساسية السلوك الجماعي للمتعاملين علي الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للعائد المطلق علي الاستثمار وكذلك لمخاطر الاستثمار.

الدراسات السابقة

تعددت نظريات تفسير سلوك الأسهم في أسواق الأوراق المالية سواء كانت عالمية أو إقليمية وسواء كانت متقدمة أو ناشئة، واعتمد العديد من هذه النظريات على التنبؤ بالسلوك المستقبلي للأسهم من خلال تحليل الاتجاه العام لها (Trend Analysis) وتأثير ذلك على اتجاهات أسعارها المستقبلية. فقد أثبتت الدراسات التي قام بها كل من Perez and Esteve (2007)، Chiang and Wang (2004) ، Kurz-Kim (2005) ، Gu(2003) ، Sadorsky (2001) أن أسعار الأسهم تتبع في تحركاتها اتجاها عاما (Trend)، بينما أشارت دراسات كل من Sen ، Atkins and Chan (2004) ، Naraya and Smyth (2005) ، Philip (2008) (2004)، Ben-David *et al.* (2003) ، Chaudhuri and Wu (2003) إلي أن الأسهم لا تتبع في تحركاتها الحالية نفس الاتجاهات السابقة ولكن هناك عشوائية (Random Walk) في حركة الأسهم.

كذلك هناك العديد من نظريات التنبؤ بأسعار الأسهم اعتمادا علي المخاطر الغير منتظمة المرتبطة بالسهم (Unsystematic Risk) والمخاطر المنتظمة المرتبطة بالسوق (Systematic Risk) للتنبؤ بعائد السهم المستقبلي وبالتالي اتجاهات أسعاره المستقبلية سواء كانت صعودا أو هبوطا, وذلك كما في أبحاث كل من Huang (1997), Cheng (1997), Boheren (1997). كما حاولت نماذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Models) التنبؤ بعوائد السهم من خلال قياس معامل ارتباط مخاطر السهم المرتبطة بعوائد السوق ولمعروف بمعامل بيتا (β) ومعدل الفائدة الخالي من المخاطر (Risk Free) بالإضافة إلى عائد السوق (Market Return). وقد أوضح العديد من الدراسات أن الاعتماد علي نموذج التسعير الرأسمالي يعطي نتائج تقريبية للعائد علي السهم إلا أن تطبيق هذا النموذج لا يخلو من أخطاء في التسعير كما أوضح كل من Carlo (2007) ، Gaunt (2004) ، Pin-Huang and Mei-

Andrew *et al.* (1997) ، Pastor (2000) ، Chen (2002). وعادة ما يتم أخذ مخاطر الدولة في الاعتبار عند الاستثمار في الأسواق الدولية من خلال الاعتماد علي مخاطر الدولة (Country Beta) ومتوسط معدل العائد العالمي بالإضافة إلى المعدل العالمي للعائد الخالي من المخاطر عند تقدير العائد علي الاستثمار في الأسواق الدولية وهو ما يعرف بالنموذج الدولي لتسعير الأصول الرأسمالية International Capital Asset Pricing Model كما جاء في Shyh-Wei (2007)، Aquino (2006) ، Huang (2001) بالإضافة إلى مجموعة متعددة من النماذج التي تستخدم توزيعات الإرباح المتوقعة وكذلك معدلات النمو المتوقعة للأرباح عند التنبؤ بالسعر المستقبلي للأسهم. إلا ان كل هذه النماذج يشوبها أخطاء في التسعير وبالتالي لا تستطيع التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية بالكامل.

نتيجة لما سبق، فقد بدأ مجموعة من الباحثين يركزون على المداخل السلوكية التي تستخدم في علم الاجتماع لتفسير سلوك الجماعة عندما يفتقد هذا السلوك لأي منطق في التصرفات التي يقوم باتخاذها في حالة عدم استقرار السوق. هذا السلوك يعرف في علم النفس بسلوك القطيع (Herd Behavior) كما جاء في Rook (2006) ، Ottaviani and Peter (2000) ، Robert (2000) ، Robert (1999) ، Hamilton (1971) وهناك العديد من الاتجاهات التي تهدف إلى تفسير سلوك البورصات المختلفة على مستوى العالم من خلال دراسة السلوك الجماعي للمضاربين في سوق الأوراق المالية والذي يتم النظر إلية كقطيع يتخذ قراراته في ظل غياب المعلومات الحقيقية التي تقود السوق نحو الارتفاع أو الانخفاض. وقد قام Hwang and Mark (2004)بدراسة سلوك القطيع بالتطبيق على سوق الأوراق المالية الأمريكية فأثبت أن سوق الأوراق المالية الأمريكية تتبع سلوك القطيع صعودا وهبوطا وعند تطبيق نفس الدراسة على الأسواق الناشئة (emerging Markets) وجد أدلة من هذه الأسواق تؤكد إتباع السوق لسلوك القطيع في تعاملاته اليومية علي الأسهم. وبدراسة سلوك القطيع في الأسواق الناشئة ، اثبت Guo *et al.* (2008) وبالتطبيق علي سوق الأوراق المالية التايوانية أن سلوك القطيع أكثر قوة ودلالة إحصائية خلال الفترة التي يتعرض فيها السوق للضغوط بما يؤدي إلي تقلب سوق الأوراق المالية بقوة (Period of Market Stress) محققا أرباحا أو خسائر غير عادية عن العائد السائد في السوق ، كما أن سلوك القطيع أكثر منه قوة ودلالة إحصائية عند اتجاه مؤشر السوق نحو الصعود عنة عند اتجاه مؤشر السوق نحو لهبوط.

ولمعرفة أسباب إتباع المضاربون لسلوك القطيع في معاملاتهم اليومية على الأسهم المتداولة في الأسواق المتقدمة فقد اثبت الدراسات التي قام بها Hwang and Mark (2004) ، Gleason *et al.* (2004) ، Welch (2000) ، Bannerjee (1992) ، Bikhchandani *et al.* (1992) أن وصول المعلومات بشكل مفاجئ إلى السوق مع اندفاع بعض المتداولين في السوق (Front Runners) إلي اتخاذ قرارات الشراء والبيع يدفع الباقي لاتخاذ قرارات مشابهة لتجنب ضياع أي فرص أو لتجنب تحمل أي خسائر غير عادية ، خاصة عندما يكون أوائل المتعاملين في السوق من المستثمرين العالمين ببواطن الأمور (Insiders) أو صناع السوق (Market Makers)أو المؤسسات الاستثمارية (Institutional Investors). ولقد أيد Guo et al. (2008)، Shyh-Wei (2007)، Aquino (2006) ، Huang (2001) ، Demirer and Ali (2006) ، Chair et al. (2003) ، Change et al. (2000) ، Hwang (1997) هذه النتائج عند دراسة الأسواق الناشئة ومقارنتها بالأسواق

المتقدمة، غير أن رد فعل السوق للإشارات الجيدة (Good Signals) ذات التأثير الإيجابي علي أسواق الأوراق المالية أكثر قوة ودلالة إحصائية منها للإشارات السيئة (Bad Signals) ذات التأثير السلبي علي أسواق الأوراق المالية في التأثير على سلوك المستثمرين وتعاملاتهم على الأسهم عند إتباعهم لسلوك القطيع وبالتالي قيادة مؤشر السوق ارتفاعاً أو انخفاضا. ويفسر ذلك بأنه عند اتجاه مؤشر سوق الأوراق المالية نحو الانخفاض في الأسواق الناشئة تلعب الحكومات دورا في حماية سوق الأوراق المالية من الانهيار وبالتالي تحقيق الاستقرار للأسواق وبما يمكنها من الاستمرار في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار بهذه الدول. إما في حالة اتجاه المؤشر نحو الارتفاع فإن هذه الحكومات لا تتدخل حيث يؤدي ذلك بطبيعة الحال إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية والاحتفاظ برؤوس الأموال المحلية للاستثمار في هذه الدول. وبالتالي تولد إحساس لدي المضاربين في الأسواق الناشئة بأن الحكومات سوف تتدخل لحماية السوق عند انهياره أو حتى عند اتجاهه للهبوط وهو ما جعل حساسية المضاربين للاتجاه الهبوطي اقل منه في حالة الاتجاه الصعودي للسوق والذي لا يتدخل احد لإيقاف أو إبطاء صعوده.

وفي محاولات أخرى لتفسير سلوك القطيع الذي يسلكه السوق في تعاملاته على الأسهم المدرجة بسوق الأوراق المالية قام كل من Grham (1999) ، Prendergast and Lars (1996) ، Zweibel (1995) ،Trueman (1994) ، Scharfstein et al. (1990) بدراسة تأثير سمعة المحللين الماليين وكذلك مديري المحافظ والصناديق للاستثمار على تكوين وقيادة اتجاهات السوق وبتالي تشكيل سلوك القطيع وقد أشارت هذه الدراسات إلي تهرب الكثير من المستثمرون سواء كانوا افردا أو مؤسسات من مسؤولية اتخاذ القرارات الفردية وبالتالي فإنهم يبحثون عن مؤشرات مرجعية (Benchmarks) من المحافظ أو الصناديق الاستثمارية لمقارنة أدائهم بأداء هذه المؤشرات وذلك لتجنب أي نتائج سلبية نتيجة لتحقيقهم أرباح اقل أو خسائر اعلي من هذه المؤشرات ، وهو ما يؤدي في النهاية إلى تكوين سلوك جماعي من كافة المتعاملين في السوق سواء كان لديهم معلومات أم لا حول أداء مديري المحافظ أو المحللين الماليين خاصة إذا كان هؤلاء المحللين أو المديرين يتمتعون بسمعه طيبة في السوق من حيث تحقيق أرباح غير عادية أو تجنب الخسائر الغير عادية .

وقد فسر كل من Welch (2000), Admatti and Paul (1997), Maug and Narayan (1996), Roll (1992) سلوك القطيع اعتمادا علي أن الكثير من المتعاملين في الأسهم والأوراق المالية يتتبعون تقارير المحللين الماليين فضلاً عن قرارات مديري صناديق الاستثمار الذين يعملون مقابل مكافأة الأداء. وبالتالي تقود تقارير المحللين وقرارات مديري صناديق الاستثمار اتجاهات السوق صعوداً وهبوطاً دون أن يسأل السوق عن تفسير لهذه الاتجاهات.

منهجية البحث وبيانات الدراسة:

في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة المعلوماتية ، تنعكس قيمة المعلومات علي أسعار الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية. وبالتالي فإن التغير اليومي لمؤشر السوق (Market Index) يجب أن يعكس المعلومات المتعلقة بالسوق وتأثيراتها الايجابية أو السلبية علي أسعار الأسهم المتداولة وعلي وجه الخصوص في فترات تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية (اكبر أو أقل من متوسط العائد السائد في السوق). ويري Christie *et al.* (1995) أن قرارات المستثمرين تعتمد علي اتجاه السوق ككل وليس علي الاتجاهات الفردية للمستثمرين. بينما يري Chang et al.

(2000) انه خلال الفترات التي يحقق فيها السوق أرباحا عادية (أثناء استقرار السوق) فإنه يمكن استخدام نماذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model) المتعارف عليها لتسعير الأسهم المتداولة في السوق. ويعود ذلك إلي أن المستثمرين أو المضاربين علي الأسهم يتداولون الأسهم بناءاً علي المعلومات المتوافرة لديهم بصفة شخصية. بينما يري نفس الباحثون انه في الحالات الغير عادية ونتيجة للتقلبات الحادة في أسعار الأسهم سواء صعوداً أو هبوطاً فان ذلك يخلق ضغطاً علي المستثمرون (Market Stress) مما يدفعهم إلي تجنب اتخاذ قرارات فردية للشراء أو البيع حتى وان توافرت لديهم معلومات داخلية (Insider Information) غير متوفرة للسوق ، والاعتماد علي الاتجاه الجماعي السائد في السوق في اتخاذ القرارات الاستثمارية. أي أن المستثمرين أو المضاربين علي الأسهم يميلون إلي إتباع سلوك القطيع عند إحساسهم بالخطر. وبالتالي فإن السلوك الفردي للمتعاملين علي الأسهم في سوق الأوراق المالية يتمحور حول سلوك السوق الجماعي لتحقيق (لتجنب) نفس الأرباح (الخسائر) عند اتجاه مؤشر السوق نحو الارتفاع (الهبوط).

اختبار السلوك الجماعي عن طريق الانحراف المطلق المقطعي

لاختبار سلوك المتعاملين علي الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية للتعرف علي ما إذا كان سوق الكويت للأوراق المالية يتبع في معاملاته اليومية سلوكاً جماعياً أم لا، فإن هذا البحث يعتمد علي النماذج التي استخدمت بواسطة Guo *et al.* (2008) ، Liu *et al.* (2006) ، Demirer *et al.* (2006) هذه النماذج تستخدم الانحراف Change *et al.* (2000) المطلق المقطعي Cross Sectional Absolute Deviation لقياس السلوك الجماعي للمتعاملين سوق الكويت للأوراق المالية وذلك علي النحو المبين في النماذج من (1) الي (4).

$$CSAD_t = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{n}\left|R_{i,t} - R_{m,t}\right| \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث:

$R_{i,t}$ يشير إلى معدل العائد علي السهم i في اليوم t ،

$R_{m,t}$ يعبر عن المتوسط المرجح (Weighted Average) للعائد علي السوق m خلال نفس اليوم t .

$CSAD_t$ في الطرف الأيسر للنموذج (1) يعبر عن التباين المطلق المقطعي لعوائد الاسهم

وقد استخدم Change *et al.* (2000) مؤشر S&P 500 ومؤشر MSCI World Index كمقياس لمتوسط العائد ، بينما تعتمد هذه الدراسة علي مؤشر السوق (Market Index) كمقياس لمتوسط العائد السائد في سوق الكويت للأوراق المالية. ولمعرفة ما إذا كان السوق يتبع في تعاملاته اليومية السلوك الجماعي أم لا، فقد تم تطبيق النموذج التالي:

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1\left|R_{m,t}\right| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_2 \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

ولاختبار ما إذا كان السلوك الجماعي للسوق يختلف باختلاف اتجاهات مؤشر السوق صعوداً (Bullish) أو هبوطاً (Bearish) فقد تم تقسيم بيانات السوق إلي قسمين ، القسم الأول يتضمن كل التداولات اليومية التي تزيد عوائدها عن متوسط عائد السوق خلال فترة الدراسة من

يناير 2000 إلي أغسطس 2008 بينما يتضمن القسم الثاني كافة التداولات اليومية التي تقل عوائدها عن متوسط عائد السوق خلال نفس فترة الدراسة.

ولمعرفة ما إذا كان السوق يتبع في تعاملاته اليومية السلوك الجماعي في حالة اتجاه مؤشر السوق نحو الصعود (Bullish Market) أم لا، فقد تم تطبيق النموذج التالي:

$$CSAD_t^{Up} = \alpha + \gamma_1^{Up}\left|R_{m,t}^{Up}\right| + \gamma_2^{Up}\left(R_{m,t}^{Up}\right)^2 + \varepsilon_t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

بينما تم تطبيق النموذج التالي لمعرفة ما إذا كان السوق يتبع في تعاملاته اليومية السلوك الجماعي في حالة اتجاه مؤشر السوق نحو الهبوط (Bearish Market) أم لا:

$$CSAD_t^{Down} = \alpha + \gamma_1^{Down}\left|R_{m,t}^{Down}\right| + \gamma_2^{Down}\left(R_{m,t}^{Down}\right)^2 + \varepsilon_t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

حيث تعبر $CSAD^{Down}$, $CSAD^{Up}$, CSAD عن التباين المطلق للعائد في اليوم t للمؤشر ككل أو عند اتجاه المؤشر للارتفاع (Up) أو الانخفاض (Down) كما في النماذج 3 , 4 , 2 علي التوالي. بينما تعبر المتغيرات $\left|R_{m,t}\right|$ و $\left|R_{m,t}^{Up}\right|$ و $\left|R_{m,t}^{Down}\right|$ عن التباين المطلق لعائد السوق m خلال اليوم t للمؤشر ككل او عند اتجاه المؤشر نحو الارتفاع أو الانخفاض كما في النماذج 2 , 3 , 4 علي التوالي. وتعبر المعاملات γ_1 و γ_1^{Up} و γ_1^{Down} عن العلاقة الخطية (Linear Relationship) مابين التباين المطلق للعائد معبراً عنه بـ CSAD , $CSAD^{Up}$, $CSAD^{Down}$ و معدل العائد المطلق للسوق m معبراً عنه بـ $\left|R_{m,t}\right|$ و $\left|R_{m,t}^{Up}\right|$ و $\left|R_{m,t}^{Down}\right|$ في اليوم t للمؤشر ككل أو عند اتجاه المؤشر للارتفاع أو الانخفاض كما في النماذج 2 , 3 , 4 علي التوالي. بينما تعبر المعاملات γ_2 و γ_2^{Up} و γ_2^{Down} عن العلاقة الغير خطية (Non-Linear Relationship) مابين التباين المطلق للعائد معبراً عنه بـ CSAD , $CSAD^{Up}$, $CSAD^{Down}$ و مربع معدل العائد المطلق للسوق m معبراً عنه بـ $\left(R_{m,t}\right)^2$ و $\left(R_{m,t}^{Up}\right)^2$ و $\left(R_{m,t}^{Down}\right)^2$ ، اليوم t للمؤشر ككل أو عند اتجاه المؤشر للارتفاع أو للانخفاض كما في النماذج 2 , 3 , 4 علي التوالي.

ويمكن اختبار إذا ما كان المتعاملون علي الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية يتبعون السلوك الجماعي في تعاملاتهم اليومية أم لا من خلال تقدير معلمات النماذج (3), (4), (2)باستخدام طريقة المربعات الصغرى Ordinary Least Squared (OLS) Estimator.

وتدل الإشارة السالبة لمعلمات النموذج γ_2 و γ_2^{Up} و γ_2^{Down} علي وجود السلوك الجماعي بينما تعبر قيمة هذه المعلمات عن قوة السلوك الجماعي في الأسواق محل الدراسة كما أوضح Change *et al.* (2000), Demirer *et al.* (2006), and Guo *et al.* (2008). ويفسر ذلك علي النحو التالي: عندما يتعرض سوق الأوراق المالية لتقلبات شديدة في الأسعار وبما يؤثر علي مؤشر السوق بدرجة عنيفة سواء صعوداً أو هبوطاً دون معرفة الأسباب الحقيقية لهذه التقلبات،

فإن المتعاملين في السوق يتجاهلون قيمة المعلومات المتوفرة لديهم ويتعاملون علي الأسهم بناء علي المعلومات الشائعة في السوق والتي يتداول علي أساسها باقي المتعاملين في السوق. وبالتالي يبدأ الجميع في اتخاذ نفس القرارات سواء بالشراء أو بالبيع. ويترتب علي ذلك أن عوائد أو خسائر الأسهم تبدأ في التراجع بمعدلات متناقصة سواء كان السوق صعودي أو هبوطي. هذا التناقص في معدلات الزيادة أو التراجع يتولد عنه الإشارة السالبة للمعاملات γ_2. وبالتالي فان الإشارة السالبة ذات المعنوية للمعاملات γ_2 تشير إلي إتباع السوق لسلوك جماعي في تعاملاته اليومية بما يؤدي إلى تلاشي هذه الأرباح أو الخسائر. بينما الإشارة الموجبة لهذه المعاملات تدل علي أن السوق لا يتبع في تعاملاته اليومية سلوك جماعي. كما أن قيمة γ_2 تشير إلي سرعة التراجع في معدلات الزيادة أو النقص في الأرباح نتيجة لسرعة الجماعة في اتخاذ نفس القرارات لتقليد باقي المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

اختبار السلوك الجماعي عن طريق الانحراف المعياري المقطعي

يمكن دراسة السلوك الجماعي للسوق من خلال مقياس آخر يعبر عن حساسية المضاربين لمخاطر الاستثمار في الأسهم معبرا عنه بالانحراف المعياري المقطعي Cross Sectional Standard Deviation (CSSD). وقد قام كل من Christie and Huang (1995) , Chang et al. (2000) , Gleason et al. (2004), and Demirer and Ali. (2006). باستخدام الانحراف المعياري المقطعي كمقياس لمدي تشتت عوائد الاسهم من المتوسط السائد في السوق عل النحو التالي:

$$CSSD_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{N}\left(R_{i,t} - M_{m,t}\right)^2}{N-1}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(5)$$

حيث يعبر المصطلح $CSSD_t$ في الطرف الأيسر للنموذج (5) عن التباين المعياري المقطعي لعوائد الأسهم (Cross Sectional Standard Deviation)، ويشير $R_{i,t}$ إلي معدل العائد علي السهم i من إجمالي عدد الأسهم n المتداولة في اليوم t ، ويعبر $R_{m,t}$ عن المتوسط المرجح (Weighted Average) للعائد علي السوق m خلال نفس اليوم t الذي تم حسابه اعتمادا علي مؤشر السوق (Market Index) كمقياس لمتوسط العائد السائد في سوق الكويت للأوراق المالية. ويقيس النموذج (5) مدي تشتت عائد السهم i من متوسط العائد السائد في السوق.

وتعتمد هذه المنهجية في قياس سلوك القطيع علي انه في حالة وجود سلوك جماعي للمتعاملين علي الأسهم فان مقدار التشتت في عوائد الأسهم من متوسط العائد السائد في السوق سوف يتضاءل ويقترب من الصفر بحيث لا يختلف عائد السهم عن عائد السوق وبالتالي تقترب قيمة الانحراف المعياري من الصفر. يعود المنطق في هذه المنهجية إلي انه في ظل المخاطر المرتفعة بالسوق سواء في شكل فرص تحقيق أرباح أو تجنب خسائر غير عادية ، يتجنب المستثمر اتخاذ القرارات الفردية حتى وان كانت لديه معلومات ويعتمد علي السوق في اتخاذ القرارات علي أساس أن المعلومات متوفرة لدي السوق أكثر من المستثمر الفرد. وقد أوضح

Demirer and Ali. (2006) أن السوق سوف يتبع سلوك القطيع في حالة تحرك السوق بصورة مفرطة صعودا أو هبوطا.

وقد استخدم Chang et al. (2000) النموذج (6) التالية للتعرف علي ما إذا كان السوق يتبع سلوك القطيع أم لا:

$$CSSD_t = \alpha + \beta^L D_t^L + \beta^U D_t^U + \varepsilon_t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (6)$$

حيث D_t^L=1 إذا ما كان معدل العائد السائد في السوق خلال اليوم t يقع في الطرف الداني (Lower tail) من منحني التوزيع الطبيعي ، وإلا يساوي صفر. بينما D_t^U=1 إذا ما كان معدل العائد السائد في السوق خلال اليوم t يقع في الطرف الأعلى (Upper tail) من منحني التوزيع الطبيعي ، وإلا يساوي صفر. المتغيران الرمزيان (Dummy Variables) D^U و D^L يعملان علي امتصاص الاختلافات في سلوك المضاربين في حالة تحرك عوائد السوق صعودا أو هبوطا بصورة مفرطة عن التحرك العادي في عوائد السوق.

ويمكن اختبار إذا ما كان المتعاملون علي الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية يتبعون السلوك الجماعي في تعاملاتهم اليومية أم لا من خلال تقدير معلمات النموذج (6)باستخدام طريقة المربعات الصغرى التقليدية Ordinary Least Squared (OLS) Estimator. وتدل الإشارة السالبة لمعلمات النموذج D_t^L و D_t^U علي وجود السلوك الجماعي بينما تعبر قيمة هذه المعلمات عن قوة السلوك الجماعي في الأسواق محل الدراسة كما أوضح كل من Change *et al.* (2000), Demirer *et al.* (2006). ولقد تم اعتبار عوائد المشاهدات التي تقع في الطرف الأعلى (Upper tail) أو التي تقع في الطرف الأدنى (Lower tail) من منحني التوزيع الطبيعي علي أنها عوائد مفرطة و تمثل في الدراسة 5% من إجمالي المشاهدات لكل طرف.

وتعتمد الدراسة علي البيانات اليومية للمؤشر العام للسوق للفترة الزمنية من أول يناير 2002 إلي آخر أغسطس2008 . ولقد تم الحصول علي هذه البيانات من سوق الكويت للأوراق المالية. Statistics

تفسير الإحصائيات الوصفية عن سوق الكويت للأوراق المالية:

باستخدام برنامج SPSS أمكن تقدير الإحصائيات الوصفية المبينة في جدول (2) للسوق الكويتي للأوراق المالية اعتماداً علي أسعار الإغلاق اليومية للأسهم وكذلك مؤشر السوق باستخدام بيانات السوق لعدد 1,474 يوم للفترة الزمنية من أول يناير 2002 إلي آخر أغسطس 2008. وتصف النتائج الواردة في جدول (2) متوسط العائد، الانحراف المعياري للعائد، اعلي عائد، اقل عائد خلال فترة التحليل للسوق ككل وفي حالتي ارتفاع وانخفاض السوق.

وتشير النتائج انه خلال 910 يوم من أيام تداول الأسهم خلال فترة الدراسة فان المؤشر كان يأخذ الاتجاه الصعودي (Bullish) بينما في 564 يوم كان يأخذ الاتجاه الهبوطي (Bearish). ويزيد الحد الأدنى للعائد اليومي بسوق الكويت للأوراق المالية عن الصفر في حالة اتجاه المؤشر نحو الارتفاع بينما يقل عن الصفر في حالة اتجاه المؤشر نحو الانخفاض. وتوضح النتائج الواردة في جدول (2) انه لا توجد فروق كبيرة بين متوسط العائد السائد في السوق ككل عنه في حالة اتجاه السوق نحو الارتفاع. حيث يبلغ متوسط العائد اليومي للسوق ككل 1.53%

بينما يبلغ 1.56% في المتوسط في حالة اتجاه السوق نحو الصعود. غير أن القيمة القصوى للانحراف المقطعي المطلق خلال فترة التحليل تبلغ 4.9% للسوق ككل و 3.2% في حالة اتجاه السوق نحو الصعود، بينما القيمة الدنيا للانحراف المقطعي المطلق خلال فترة التحليل تبلغ 0.55% للسوق ككل وكذلك في حالة اتجاه السوق نحو الصعود. أما في حالة هبوط السوق فإن الخسارة اليومية تصل إلى 1.46% في المتوسط خلال فترة الدراسة وبحد أقصي 4.9% وحد ادني 0.5%.

وتتراوح قيمة الانحراف المعياري ما بين 0.42% كحد ادني في حالة اتجاه مؤشر السوق نحو الصعود و 0.45% في حالة اتجاه مؤشر السوق نحو الهبوط ، بينما تبلغ 0.43% حالة السوق ككل.

جدول (2): الإحصائيات الوصفية لمؤشر العائد اليومي في سوق الكويت للأوراق المالية

	The Entire Market	Bullish Market	Bearish Market
Mean Return	0.0153	0.0156	(0.0146)
Standard Deviation	0.00436	0.0042	0.00451
Minimum	0.0055	0.0055	(0.0058)
Maximum	0.0490	0.0324	(0.0490)
Range	0.0435	0.0269	0.0431
Total Daily Observations	1,474	910	564

Source: Author calculations based on the available data from 1/1/2002 to 31/8/2008.

بالرغم من أن الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن متوسط العائد المتوقع يدور حول 0.4% في كافة الحالات إلا أن المدى (Range) يعكس درجة المخاطر المرتفعة والمرتبطة بالسوق عند اتجاه المؤشر نحو الانخفاض حيث يبلغ المدى 4.3% بينما يبلغ 2.6% عند اتجاه المؤشر نحو الارتفاع.

تفسير السلوك الجماعي عن طريق الانحراف المطلق المقطعي

باستخدام برنامج SPSS تم تقدير معلمات النماذج (2) ، (3) ، (4) للسوق الكويتي للأوراق المالية ككل اعتماداً علي أسعار الإغلاق اليومية للأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وكذلك مؤشر السوق للفترة الزمنية من أول يناير 2002 إلي آخر أغسطس 2008. وتشير النتائج الموضحة بجدول (3) انه عند دراسة السلوك اليومي للسوق الكويتي للأوراق المالية نجد أن السوق ككل وكذلك السوق في حالة اتجاه المؤشر نحو الصعود يتبع في تعاملاته اليومية سلوك جماعي كما توضح إشارة المعامل $\gamma_{2,Market}$ السالبة وذلك بمستوي معنوية 1% و ٥% علي التوالي. وبالرغم من أن القيمة السالبة للمعامل $\gamma_{2,Market}^{Down}$ والذي يعبر عن السلوك الجماعي للسوق عند اتجاه المؤشر نحو الانخفاض تشير إلي تواجد السلوك الجماعي عند اتجاه المؤشر نحو الانخفاض إلا أن هذا السلوك ليست له دلالة إحصائية.

وبقياس قوة السلوك الجماعي في حالة السوق الصعودي (Bullish) والسوق ككل فإن النتائج تشير إلى أن السلوك الجماعي في حالة اتجاه مؤشر السوق نحو الصعود وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية أكثر قوة ومعنوية منه في حالة السوق

ككل كما يتضح من قيمة المعاملات $\gamma^{Up}_{2,Market}$ و $\gamma_{2,Market}$ والتي تقدر بـ (9.305-) عند اتجاه السوق نحو الارتفاع و (3.735-) في حالة السوق ككل. أي أن قوة السلوك الجماعي والرغبة في تحقيق نفس عوائد السوق في حالة ارتفاع مؤشر السوق تقارب المرتين والنصف من قوة السلوك الجماعي في حالة السوق كلل. بمعني آخر، ان سرعة تلاشي الأرباح في حالة اتجاه المؤشر نحو الارتفاع أسرع مرتين ونصف من سرعة تلاشي الأرباح في الحالة العادية للسوق ككل.

وتشير الدلالة الإحصائية وقيمة المعامل الذي يعبر عن العلاقة الغير خطية المتناقصة ما بين عائد وسلوك السوق إلى أن المتعاملين مع السوق الكويتي للأوراق المالية لديهم نزعة جماعية نحو التعامل علي الأسهم عند اتجاه الأسعار نحو الارتفاع بدرجة اكبر منها عند استقرار السوق. أما هذه النزعة الجماعية فليس لها دلالة إحصائية عند اتجاه مؤشر السوق نحو الانخفاض.

جدول (3): نتائج الانحدار لسوق الكويت للأوراق المالية باستخدام (CSAD)

	The Entire Market	Market - Up	Market - Down
α	0.012***	0.012***	0.012***
t-statistics	(70.711)	(57.233)	(43.497)
$\gamma_{1,Market}$	0.610***	0.673***	0.470***
t-statistics	(17.534)	(15.936)	(7.968)
$\gamma_{2,Market}$	-7.375**	-9.305**	-2.681
t-statistics	(-6.101)	(-6.205)	(-1.333)
R^2	0.346	0.354	0.353
Adj-R^2	0.345	0.353	0.351
F-Value	388.59***	249.37***	153.05***

Notes: *** and ** represent statistical significance at the 1% and 5% level.

تفسير السلوك الجماعي عن طريق الانحراف المعياري المقطعي

طبقا لهذا المدخل في تفسير السلوك الجماعي للقطيع والذي يتبعه المتعاملين مع سوق الأوراق المالية في الأسواق المختلفة، فإنه من المرجح إتباع هذا السلوك الجماعي في الفترات التي تتذبذب فيها عوائد السوق وبقوة حيث يتجه المتعاملون علي الأسهم على إتباع سلوك السوق ككل لتجنب أي مخاطر إضافية في شكل تحقيق خسائر أو عدم تحقيق أرباح كان يمكن تحقيقها. ويستعرض جدول (4) نتائج تطبيق النموذج (6) عند دراسة السلوك اليومي للسوق الكويتي للأوراق المالية.

وتشير النتائج إلي عدم وجود دليل علي أن المتعاملين علي الأسهم بصفة يومية في السوق الكويتي للأوراق المالية يتبعون في تعاملاتهم سلوك جماعي في حالة ارتفاع مخاطر السوق والمتمثلة في اختلاف معدلات العائد المحققة عن معدلات العائد المتوقعة في أي حالة من حالات السوق. وتؤكد إشارة $\gamma_{2,Market}$ الموجبة وعند درجة معنوية 1%. إلى أنه ليس هناك سلوك جماعي للمتعاملين في السوق الكويتي للأوراق المالية حول مؤشر السوق.

هذه النتائج تتفق مع النتائج المستخلصة من دراسة الأسواق الآسيوية الناشئة كما في Gleason et al. (2003) , Hung et al. (2000) Demirer and Ali (2006). هذه النتائج

وفي ظل عدم دراسة سلوك القطيع بالاعتماد علي الانحراف المقطعي المطلق (CSAD) قد تعطي مؤشرات مضلله عن عقلانية السوق عند اتخاذه للقرارات حتى في ظل تذبذبات السوق نتيجة لتعرضه للضغوط (Market Stress). ولكن هذه النتائج يمكن تفسيرها علي أساس عدم حساسية السوق في سلوكه الجماعي للمخاطر بينما يتمتع بحساسية كبيرة تجاه المعلومات المرتبطة بتحقيق عائد.

جدول (4): نتائج الانحدار لسوق الكويت للأوراق المالية باستخدام (CSSD)

	The Entire Market	Market - Up	Market - Down
α	0.022***	0.022***	0.022***
t-statistics	(36.12)	(18.63)	(23.54)
$\gamma_{1,Market}$	0.005***	0.012***	0.102***
t statistics	(9.235)	(7.182)	(5.283)
$\gamma_{2,Market}$	0.008***	0.007***	0.006***
t-statistics	(10.18)	(6.205)	(4.86)
R^2	0.014	0.024	0.011
Adj-R^2	0.013	0.023	0.010
F-Value	10.637***	22.622***	6.425***

Notes: *** Represent statistical significance at the 1% levels.

وباتباع منهجية Chang et al. (2000) فقد تم اختبار السلوك الجماعي للمتعاملين علي الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية للتعرف علي إذا ما كان هذا السلوك مرتبط بالعوائد المطلقة أم مرتبط بالمخاطر المطلقة للسوق. وبالتالي فقد تم اختبار قيمة R^2 المعدلة من خلال تقدير قيمتها في حالة دراسة سلوك الأسهم كدالة في العائد المطلق ومرة أخري كدالة في المخاطر المطلقة. وتحدد قيمة R^2 أي من المقياسين السابقين يلعب دورا أكثر أهمية في تكوين السلوك الجماعي للسوق. ويلخص جدول (5) جدولي (3) و (4) ومنه يتضح أن السلوك الجماعي للمتعاملين علي الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية مرتبط بالعوائد المطلقة بدرجة كبيرة ودلالة إحصائية مرتفعة عنه في حالة المخاطر المطلقة للسوق. حيث تصل قيمة R^2 في حالة العائد المطلق للسوق ككل إلي 34.5% بينما لا تتجاوز 1.3% في حالة المخاطر المطلقة. أما في حالة اتجاه مؤشر السوق نحو الصعود تصل قيمة R^2 في حالة العائد المطلق إلي 35.3% بينما لا تتجاوز 2.3% في حالة المخاطر المطلقة. وأخيرا، في حالة اتجاه مؤشر السوق نحو الهبوط تصل قيمة R^2 في حالة العائد المطلق إلي 35.1% بينما لا تتجاوز 1.0% في حالة المخاطر المطلقة.

جدول (5): اختبار R^2 المعدل لنماذج السوق

	CSAD	CSSD
The Entire Market	0.345	0.013
F-Value	(388.59)***	(10.637)***
Market - Up	0.353	0.023
F-Value	(249.37)***	(22.622)***
Market - Down	0.351	0.010
F-Value	(153.05)***	(6.425)***

Notes: *** Represent statistical significance at the 1% levels.

الخلاصة والتوصيات:

قام هذا البحث بتحليل السلوك اليومي للمضاربين في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة من أول يناير 2002 إلي نهاية أغسطس 2008 لاستكشاف ما إذا كان السوق يتبع في تعاملاته اليومية سلوك جماعي أم لا. وقد أوضحت النتائج المستخلصة من تحليل سلوك السوق كدالة في العائد المطلق علي الاستثمار أن التعاملات اليومية بسوق الكويت للأوراق المالية تتبع وبدلالة إحصائية قوية سلوك جماعي، أما عند تحليل سلوك السوق كدالة في مخاطر الاستثمار، فقد أوضحت النتائج وبدلالة إحصائية قوية أن التعاملات اليومية بسوق الكويت للأوراق المالية لا تتبع سلوك جماعي.

كما أثبتت النتائج أن السلوك الجماعي للمضاربين في سوق الكويت للأوراق المالية يتواجد وبقوه عند اتجاه مؤشر السوق نحو الارتفاع (Bullish Market) بينما لا يتواجد عند اتجاه مؤشر السوق نحو الانخفاض (Bearish Market). ويعد ذلك دليلا علي أن المتعاملين علي الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية يندفعون في تعاملاتهم اليومية وراء الربح دون إحساس بالمخاطر المرتبطة بقراراتهم وهو ما يشير إلي أن هؤلاء المضاربين اقرب للمقامرين في سلوكهم عند اتخاذ قراراتهم اليومية بشراء أو بيع الأسهم منهم للمستثمرين أو للمضاربين.

هذه النتائج يجب أن تحفز الجهات الرقابية والجهات الضابطة للسوق (Market Regulators) علي وضع الضوابط اللازمة للحد من السلوكيات اللاعقلانية للمتعاملين علي الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية ووضع الضوابط اللازمة للتمتع بنمو صحي لسوق الكويت للأوراق المالية بدلا من الانهيارات المتعاقبة للسوق خلال السنوات الأخيرة وهو ما قد يؤدي لي هجرة رؤوس الأموال من السوق الكويتي للأوراق المالية.

كذلك توضح النتائج أهمية توفير المعلومات بشكل كفئ وشفافية وفي نفس الوقت لكل المتعاملين في الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية بما يساعد علي ترشيد قرارات التعامل في الأسهم داخل السوق والحد من السلوك الجماعي الضار بكافة الأطراف ذات العلاقة بسوق الكويت للأوراق المالية.

كذلك تؤكد هذه النتائج أهمية الحاجة إلى إنشاء هيئة لسوق المال تتولى مهمة السيطرة على اتجاهات التعامل في السوق من خلال قانون محكم يسمح بتوفير تدفق المعلومات بسهولة للمتعاملين ويمنع الممارسات الضارة من قبل بعض المتعاملين للضغط على السوق وذلك لضمان حسن أداء السوق وعدم تعرضه للهزات الضارة التي يمكن أن تنشأ عن السلوك الجماعي للمتعاملين الذين يسهل تضليلهم بواسطة كبار المضاربين في السوق (Market Leaders).

كما تشير النتائج إلى أنه قد يكون من المناسب تغيير الطريقة الحالية لتداول الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية والتي تعطي المضاربين الفرصة لإعادة شراء (بيع) ما تم بيعه (شراءه) في نفس اليوم مما لا يعطي السوق الفرصة للتأكد من سلامة المعلومات التي تصل إلي السوق. ففي ظل سوق لا يتمتع بالشفافية الكافية كما أن التداول يتم بناءا علي المعلومات الخاصة (Insider Information) المتاحة للعالمين ببواطن الأمور (Insider Traders) فإنه لا يمكن تطبيق أدوات الأسواق المتقدمة والتي يتم فيها تجريم التداول بناءا علي معلومات خاصة.

الدراسات المستقبلية:

من الممكن أن تعتمد الدراسات المستقبلية عل دراسة وجود وقوة سلوك القطيع في القطاعات المختلفة في سوق الكويت للأوراق المالية. أيضا يمكن دراسة ما إذا كان سلوك القطيع

Huang, Yen-Sheng. " An Emperical Test of the Risk-Return Relationship on the Taiwan Stock Exchange." *Applied Financial Economics*, Vol. 7 (1997), pp. 229-239.

Huang, R. H. C. "Test of CAPM with Nonstationary Beta," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 6 (2001), 255–68.

Hwang, Soosung and Mark Salmon. "Market Stress and Herding." *Journal of Empirical Finance*, Vol. 11 (2004), pp. 585-616.

Narayan, Paresh Kumar and Smyth, Russell. "Are OECD Stock Prices Characterized by a Random Walk? Evidence from Sequential Trend Break and Panel Data Models." *Applied Financial Economics*, Vol. 15 (2005), pp. 547-556.

Kurz-Kim, Jeong-Ryeol. "The Common Trend and the Cross-section of Expected Returns." *Applied Financial Economics Letters*." Vol. 1 (2005), pp. 269-271.

Liu, Yan-Chun and Jing Guan. "The Test of Herding Behavior in the Shanghai-Shenzhen Stock Market When the Price Undulates Violently." Service Systems and Service Management, 2006 International Conference.

Maug, Ernst and Narayan Naik. "Herding and Delegated Portfolio Management." Unpublised; London: London Business School, (1996)

Pastor, L. and Stambaugh, R. "Comparing Asset Pricing Models: An Investment Perspective," *Journal of Financial Economics*, Vol. 56 (2000), 335–81.

Perez, Patricio and Esteve, Vicente. "Trend Breaks in the Research and Development Process." *Applied Economics*, Vol. 39 (2007), pp. 663-674.

Philip, Gharghori, Ronald Lee, and Madhu Veeraraghavan. "Are Stock Returns Related to Short-term and Long-term Ppast Returns? Australian Evidence." *Applied Financial Economics Letters*, Vol. 4, No. 4 (2008), pp. 277-282.

Pin-Huang, Chou and Mei-Chen Lin. "Tests of International Asset Pricing Model with and without a Riskless Asset." *Applied Financial Economics*, Vol. 12, No. 12 (2002), pp. 873-883.

Prendergast, Canice and Lars Stole. "Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning." Journal of Political Economy, Vol. 104, No. 6 (1996), pp. 1105-1134.

Ottaviani, Marco, and Peter Sorenson. "Herd Behavior and Investment: Comment." *American Economic Review*, Vol. 90, No. 3 (2000), pp. 695-704.

Robert Prechter, "The Wave Principle of Human Social Behavior," New Classics Library (1999), pp. 152-153.

Robert J. Shiller, Irrational Exuberance, Princeton University Press (2000), pp. 149-150.

Roll, Richard. "A Mean/Variance Analysis of Tracking Error." Journal of Portfolio Management, Summer (1992), pp. 13-22.

Rook, Laurens. "An Economic Psychological Approach to Herd Behavior." *Journal of Economic Issues*, Vol. 1 (2006), pp. 75-95.

Sadorsky, Perry. "Broken Trend Output in a Model of Stock Returns and Economic Activity." *Applied Financial Economics*, Vol. 11 (2001), pp. 17-21.

Scharfstein, David and Jeremy Stein. "Herd Behavior and Investment," *American Economic Review*, Vol. 80 (1990), 465-479.

Sen, A. "Are US Macroeconomic Series Difference Stationary or Trend-Break Stationary?," *Applied Economics*, Vol. 36 (2004), pp. 2009–2025.

Shyh-Wei Chen, Nai-Chuan Huang. "Estimates of the ICAPM with Regime-Switching Betas: Evidence from four Pacific Rim Economies." *Applied Financial Economics*, Vol. 17, No. 4 (2007), pp. 313-327.

Truman, Brett. "Analyst Forecasts and Herding Behavior," *Review of Financial Studies*, Vol. 7 (1994), pp. 97-124.

Welch, Ivo. "Herding Among Security Analysts." *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (2000), pp. 369-396.

Zwiebel, Jeffrey. "Corporate Conservatism and Relative Compensati " Journal of Political Economy, Vol. 103, No. 1 (1995), pp. 1-25.

Patten, D.M. (1991). Exposure, legitimacy, and social disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 10, 297-308.

Pfeffer, J. & Salancik, G.R. (1998). The *external control of organizations: a resource dependence perspective.* New York: Harper & Row.

Ratanajongkol, S., Davey, H., & Low, M. (2006). Corporate social reporting in Thailand The News Is All Good and Increasing. *Qualitative Research in Accounting & Management,* 3, 1, 67-83.

Singh, D. R., & Ahuja, J. M. (1983). Corporate Social Reporting in India. The *International Journal of Accounting Education and Research*, 18, 151-169.

Tilt, C.A. (1994). The Influence of External Pressure Groups on Corporate Social Disclosure: Some Empirical Evidence. *Accounting, Auditing and Accountability*, 7, 4, 47-72.

Trotman, K.T. (1979). Social Responsibility Disclosures by Australian Companies. *The Chartered Accountant in Australia*, 50, 24-8.

Ullmann, A. (1985). Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationship among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of US Firms. *Academy of Management Review,* 10, 1&2, 540-557.

Woodward, D. (1998). Specification of a content-based approach for use in corporate social reporting analysis, working paper, Southampton Institute, Southampton.