وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 20 أوت 1955 – سكيكدة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية

عنوان المذكرة

دراسة لسلوك عوائد المحافظ الاستثمارية وفقا لكفاءة الأسواق المالية : دراسة تطبيقية على السوق المالي السعودي

مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر أكاديمي في شعبة العلوم الاقتصادية
تخصص:إقتصاد نقدي وبنكي

من إعداد:
– جابة زينب

تحت إشراف:
– أ.د. باالكور نور الدين

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
لعور سطايحي الهام	أستاذ محاضر"أ""	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	رئيسا
بوالكور نور الدين	أستاذ التعليم العالي	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	مشرف
بلعايش ميادة	أستاذ محاضر"أ""	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	ممتحنا

السنة الجامعية 2022-2023

شكر وتقدير

نشكر الله شكرا كثيرا يلق بجلاله وعزته ونحمد الله على جل النعم التي أنعمها علينا

وعلى تيسره طريق لنا لإتمام هذا العمل المتواضع.

نشكر أستاذي الدكتور بوالكور نور الدينعلى قبولهالاشراف علي وعلى كل مجهوداته ومبادراته القيمة

وعلى صبره علي وعلى مساعدته لي في كل خطوة من هذه الدراسة

وعلى كل الارشادات والتوجيهات التي مست جميع الجوانب النفسية والمعرفية

شكرا لك أستاذي أقدر لك عطاءك.

نشكر جميع الأساتذة الذين درسونا في جميع مراحل تعليمنا الجامعي.

ونشكر كل من ساهم من قريب ومن بعيد بطرقة مباشرة او غير مباشرة في انجاز هذا العمل.

الإهـــداء

عظم المراد فهان الطريق ...فجاءت لذة الوصول ..لتمحي مشقة السنين

-اهدي تخرجي لمن حصد الأشواك عن دربي ليمهد طريق العلم لي، إلى من احمل اسمه بكل افتخار" أبي" العزيز حفظه الله ، إلى الإنسانة الراحلة الباقية في قلبي التي طالما تمنيت أن تقر عيناها برؤيتي في هكذا يوم" أمي" رحمها الله .

-إلى من كانوا قوتي عندما تسلل الضعف في لحظات التعب الى قلبي الداعم الأول لي "أخواتي "

-إلى صديقات المواقف لا السنين... الى من ازالن من طريقي أشواك الفشل ...من كن دوما موضع الاتكاء في عثرات حياتي ..

-إلى من كانوا سندا طيلة مشواري الدراسي وشاركوني إتمام هذا العمل دون ملل

"رحمة__ رابح"

إلى كل من دعمني ولوبكلمة..

الملخص :

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل وقياس اثر كفاءة السوق المالي السعودي على أداء عوائد المحافظ الاستثمارية السعودية محل الدراسة (محفظة الشامخ ،المقدام،الشجاع ، المتحفظ) ، خلال الفترة (2014/1/1–2020/12/31) و ذلك باستخدام مجموعة من الاختبارات (كاختيار ديكي فولر الموسع ،دالة الارتباط الذاتي ، اختبار BDS، اختبار التوزيع الطبيعي ،اختبار وجود أثر ARCH) من جهة و نموذج شارب من جهة أخرى، و قد توصلت الدراسة لان السوق المالي السعودي هو سوق كفء ، إذ ان سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي تتبع السير العشوائي ، كما أن مؤشر شارب قي بين لنا ان المحافظ الاستثمارية السعودية محل الدراسة هي محافظ سيئة (ضعيفة ،رديئة) و بالتالي فهي غير كفؤة إذ كان مؤشر شارب لها اقل من مؤشر شارب للسوق .

الكلمات المفتاحية : كفاءة الأسواق المالية ، عوائد المحافظ الاستثمارية ، السوق المالي السعودي ،مؤشر شارب ،السير العشوائي للسلسلة .

Summary:

This study aimed to analyze and measure the impact of the efficiency of the Saudi financial market on the performance of the returns of the Saudi investment portfolios under study (Al-Shamikh, Al-Muqdam, Al-Shuja', el mutahez) during the period (1/1/2014-31/12/2020). By using a set of tests (such as expanded Dickie Fuller selection, autocorrelation function, BDS test, normal distribution test, ARCH effect test) on the one hand, and Sharpe's model on the other hand, the study concluded that the Saudi financial market is an efficient market, as The basket of the Saudi financial market index follows the random path, and the Sharpe index showed us that the Saudi investment portfolios under study are bad portfolios (weak, bad) and therefore they are inefficient, as their Sharpe index is less than the Sharpe index of the market.

Keywords: efficiency of financial markets, returns of investment portfolios, Saudi financial market, Sharpe index, random walk of the series.

العنوان	الصفحة
الشكر **الإهداء** **الملخص** **قائمة الجداول** **قائمة الأشكال**	
مقدمة	أ
الفصل الأول	
تمهيد	5
المبحث الأول :الإطار النظري للمحافظ الاستثمارية	6
المطلب الأول: الاستثمار في الأوراق المالية.	7
المطلب الثاني: نماذج قياس العائد على الأصول المالية	18
المطلب الثالث: نماذج قياس أداء المحافظ الاستثمارية	22
المبحث الثاني: الاطار المفاهيمي و النظري لكفاءة الاسواق المالية	26
المطلب الاول : مفهوم كفاءة الاسواق المالية	26
المطلب الثاني: مستويات كفاءة الاسواق المالية	28
المطلب الثالث: اساليب اختيار كفاءة الاسواق المالية عند المستوى الضعيف	30
المبحث الثالث: الدراسات السابقة و القيمة المضافة	35
المطلب الاول: الدراسات العربية	35
المطلب الثاني: الدراسات الاجنبية	36
المطلب الثالث: المقارنة بين دراستنا ودراسة الحالة	36
خلاصة الفصل:	39

الفصل الثاني	
تمهيد	
المبحث الأول :تقديم أولمحة عن السوق المالي السعودي	**42**
المطلب الأول : نشأة السوق المالي السعودي	**43**
المطلب02: المؤشر العام للسوق المالي السعودي	**46**
المبحث02: لمحة حول المحافظ محل الدراسة	**47**
المطلب الأول : محفظة المقدام	**48**
المطلب الثاني : محفظة الهادئ (المتحفظ) .	**49**
المطلب الثالث : محفظة الشامخ (الجرئى)	**50**
المطلب الرابع : محفظة الشجاع	**51**
المبحث الثالث: اختبار كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف	**53**
المطلب الاول: اختبار التوزيع الطبيعي على سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي:	**54**
المطلب الثاني: اختبار ديكي . فولر الموسع (ADF):	**55**
المطلب الثالث: اختبار السير العشوائي باستخدام دالة الارتباط الذاتي:	**55**
المطلب الرابع: اختبار BDS للاستقلالية:	**57**
المبحث الرابع : قياس أداء المحافظ الاستثمارية للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2015-2019)	**59**
المطلب الأول عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية قيد الدراسة	**59**
المطلب الثاني : تقييم أداء المحافظ الاستثمارية محل الدراسة	**61**
خاتمة	**65**
قائمة المصادر و المراجع	**68**
قائمة الملاحق	**74**

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
1	المقارنة بين الدراسة الحالية و الدراسات السابقة	37
2	حول استشار محفظة المقدام	49
3	حدود إستثمار الشامخ (الجرئي)	53
4	حدود إستثمار الشجاع	52
5	نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) لسلسلة مؤشر السوق المالي السعودي (TAZI)	55
6	نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي	57
7	نتائج اختبار أثر ARCH	58
8	عوائد ومخاطر المحافظ محل الدراسة	59
9	المقارنة بين أداء المحافظ وفق مؤشر شارب	60

جدول الاختصارات:

الإختصار	المدلول
CAMP	**capital asset pricing modal**
APT	**Arbitrage pricing theory**
OMX	**Offset Market Exchange**
NASDAQ	**National Association of Securities Dealers AutomatedQuotations system**

قائمة الأشكال

رقم	العنوان	الصفحة
1	الرسم البياني لسلسلة مؤشر السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة.	
2	الرسم البياني لسلسلة عوائد السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة	
3	اختبارات التوزيع الطبيعي	
4	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر السوق المالي السعودي	

قائمة الملاحق

رقم	العنوان	الصفحة
1	TASI إختبار ديكي فيلر الموسعلسلسلة بيانات المؤشر السوق المالي السعودي للنموذج دو المقطع فقط	74
2	TASI إختبار ديكي فيلر الموسعلسلسلة بيانات المؤشر السوق المالي السعودي للنموذج دو المقطع والاتجاه العام	75
3	TASI إختبار ديكي فيلر الموسعلسلسلة بيانات المؤشر السوق المالي السعودي للنموذج دون المقطع ودون إتجاه	76
4	العوائد السنوية لمحفظة الجرئ	77
5	العوائد السنوية لمحفظة المتوازن	78
6	العوائد السنوية لمحفظة المتحفظ	79
7	العوائد السنوية لمحفظة الشجاع	80
8	العوائد السنوية لمحفظة السوق	81
9	المقارنة بين أداء المحافظ وفق مؤشر شارب	82

المقدمة

المقدمة

يعد الاستثمار في الأسواق المالية من أكثر طرق الاستثمار كفاءة وفعالية بحيث يعتبر شكلا من إشكال الاستثمار،ويعود الفضل في بناء نظرية المحفظة لهاري ماركويتز عام(1952)وهذا النوع من الاستثمار يقوم على الموازنة بين العائد والمخاطرة ، وأن الهدف الأساسي للمستثمر هو اختيار المحفظة الاستثمارية التي تحقق له اكبر عائد ممكن وفي الوقت نفسه اقل نسبة من المخاطر برأس المال ،أي تحقيق هدفين متناقضين ونجد في الواقع وعلى الأغلب إن المحافظ الاستثمارية ذات العوائد الأكبر هي التي تحمل نسبة اكبر من المخاطر أي العائد على الاستثمار يتناسب طردا مع درجة المخاطرة التي يحملها هذا الاستثمار ، ولكن لا تستطيع أسواق الأوراق المالية أداء وظيفتها الاستثمار على أكمل وجه يجب أن تكون في درجة عالية من الكفاءة والفعالية ، حيث يتم اتخاذ قرارات الاستثمار فيها على أسس سليمة ترتكز على توفر نظام فعال للمعلومات تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة ليتمكن المستثمرون من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار .

ونظرا لاعتماد كفاءة أسواق الأوراق المالية بما فيها الأسواق العربية على المعلومات التي تتوفر في أي وقت وبشكل مستقل سواء تمثلت في التقارير المالية أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية .

_ ومن خلال ماسبق يمكن طرح الإشكالية التالية :

- ✓ ماهو أثر كفاءة السوق المالي السعودي على آداء عوائد المحافظ الاستثمارية محل الدراسة ؟
- ✓ وللإجابة على التساؤل الرئيسي نلجأ إلى طرح مجموعة من التساؤلات التالية :
- ✓ ما مدا كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف؟
- ✓ هل المحافظ الاستثمارية السعودية محل الدراسة كفؤة؟
- ✓ ما مدا فعالية مؤشر شارب في تحديد طبيعة آداء عوائد المحافظ الاستثمارية محل الدراسة؟

الفرضيات :

- ✓ السوق المالي السعودي كفء عند المستوى الضعيف
- ✓ تتميز المحافظ الاستثمارية محل الدراسة بأن لها آداء جيد وبالتالي فإنها كفؤة
- ✓ لمؤشر شارب فعالية كبيرة في تقييم آداء عوائد المحافظ الاستثمارية محل الدراسة لأنه يعتمد على معدل العائد المرجح بالمخاطر الكلية.

دوافع اختبار الموضوع .

ترجع أسباب اختيار الموضوع إلى دوافع ذاتية والأخرى موضوعية تمثلت في :

_ الرغبة غي البحث في هكذا نوع من المواضيع سعيا للتحكم أكثر في مفاهيم الأسواق المالية وطرق بناء المحافظ الاستثمارية خاصة أن هذا الموضوع يدخل في إطار تخصصنا .

_ أما السبب الموضوعي يتمثل في الأهمية البالغة التي تكتسبها هذه الدراسة في الوقت الراهن خاصة مع تزايد أهمية الأسواق المالية وفكرة الاستثمار في الأوراق المالية .

أهداف الدراسة :

- ✓ _ معرفة الجوانب النظرية الأساسية للمحافظ الاستثمارية ومعرفة نماذج تقييم أدائها.
- ✓ _استخدام معدل العائد بالمخاطرة كوسيلة دقيقة لتقييم أداء محافظ السوق المالي السعودي .
- ✓ _ إسقاط الجانب النظري على تقييم أداء المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي باستخدام مؤشر شارب واختبار كفاءة السوق في المستوى الضعيف .

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في توضيح دور اختبار كفاءة السوق في تقييم أداء المحافظ وبيان الأساليب المستخدمة في قياس أبعاد القرار الاستثماري وهما العائد والمخاطرة ، اللذان يشكلان الأساس في بناء المحافظ الاستثمارية وضرورة عدم التركيز على احد البعدين لأنه يدي إلى نتائج مظلة ، لذلك ظهر مفهوم العائد المعدل بالمخاطرة ليعطي مفهوم أوسع في تقييم الأداء المالي .

حدود الدراسة :

- ✓ الحدود المفاهيمية : ركزت الدراسة على معرفة العلاقة بين المحافظ الاستثمارية وكفاءة الأسواق المالية
- ✓ almutahafiz
- ✓ الحدود المكانية : اقتصرت الدراسة على السوق المالي السعودي .
- ✓ الحدود الزمانية : امتدت هذه الدراسة من الفترة (2014-2020).

منهج الدراسة :

_ لمعالجة مشكلة الدراسة واثبات صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري لوصف طبيعة الظاهرة المدروسة وتحديد العلاقة بين متغيراتها من خلال التطرق الى المحافظ الاستثمارية وكفاءة الأسواق المالية .

أما الجانب التطبيقي تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة حالة لان من هذا المنهج كن جمع البيانات وتحليلها .

أدوات الدراسة :

Excel –

Eviews 10-

هيكل الدراسة :

لأجل الإحاطة بجوانب الموضوع و بغية الإجابة عن التساؤل الرئيسي و اختبار الفرضيات أردنا تناول الموضوع في فصلين اثنين بإتباع طريقة امراد و خاتمة تتضمن أهم النتائج المتوصل إليها متبوعة بمجموعة من التوصيات .

تمت صياغة الفصل الأول تحت عنوان الأدبيات النظرية و التطبيقية لمتغيرات الدراسة، الهدف منه التعرف على المفاهيم الأساسية للمحافظ الاستثمارية وكفاءة الأسواق المالية ،كما تضمن نفس الفصل أهم الدراسات التي تناولت الموضوع في أبحاثها سواء كانت محلية أو أجنبية.

أما في الفصل الثاني تطرقنا تحليل بيانات دراسة بالاعتماد على برنامج eviews 10 للتعرف عل العلاقة الموجودة بين متغيرات الدراسة ،للخروج بأهم النتائج و تفسيرها .

الفصل الأول

تمهيد:

عوائد المحافظ الاستثمارية وكفاءة الأسواق المالية تعتبر مفاهيم مهمة في مجال الاستثمار تهدف المحافظ الاستثمارية إلى تحقيق عائد مالي عل الاستثمارات الموجودة فيها ، يتم تحقيق هدا العائد من خلال مجموعة الأصول المالية مثل الأسهم والسندات ، ,ولكي تقوم سوق الأوراق المالية بتأدية وظائفها على أحسن صورة لابد أن تتميز بالكفاءة من خلال ضمان انعكاس جميع المعلومات المتوفرة في أسعار الأوراق المالية ، فكفاءة أسواق الأوراق المالية وفقا لمفهوم Fama تعني أن سعر السهم يعكس بالكامل جميع المعلومات المتاحة عنه في السوق بسرعة ودقة ;وبدلك تمثل القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة fair value تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يكفي العائد المتولد عنها لتعويض مخاطر الاستثمار في السهم ولذلك لا يمكن لأي من المتعاملين في السوق تحقيق عوائد غي عادية تفوق ما يحقه غيره .

المبحث الأول: الإطار النظري للمحافظ الاستثمارية

يعد موضوع المحفظة الاستثمارية من الموضوعات المهمة في الإدارة المالية لأن هدف أي مستثمر تكوين محفظة استثمارية كفؤة بالشكل الذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لما المستثمر فيما لوكان استثماره مرجها إلى مشروع أوورقة مالية معينة، ولكي يتمكن المستثمر من إرادة هذه المحفظة في نشاط عمله فإن ذلك يتطلب إمكانيات مادية وخبرة في هذا المجال ودراسة علمية من أجل تكوينها وإدارتها وتحديد المخاطر المتوقفة التي يتعرض لها هذا المستثمر وماهي المتغيرات والظروف التي يوجهه عند تكوين هذه المحفظة وماهي الإجراءات التي يتجنبها عند اختياره استثمار معينا.

ومن أبرز الإجراءات التي يجب القيام بها هوإجراء تحليل اللازم للعائد والمخاطرة باعتبارها أساس تقييم أداء المحفظة، ثم القيام باستخدام مقاييس الأداء التي تعد من الضروري استخدامها عند شروع المستثمر في تكوين هذه المحفظة وتتمثل لمقياس (sharp) و(trynor),(Jensen) و(m^2) وذلك لأهمية هذه المقاييس في توضيح الغموض لدى المستثمر عند مقارنة النتائج التي توصل إليها بمعدل عائد المحفظة السوق.

وفي ضوء ذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: الاستثمار في الأوراق المالية

المطلب الثاني: نماذج قياس العائد على الأصول المالية

المطلب الثالث: نماذج قياس أداء المحافظ الاستثمارية

تعتبر المحفظة الاستثمارية من أهم الأدوات الاستثمارية الحديثة، وهي مجموعة الأصول المختلطة المالية والحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة، هذا الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار تشكيلة أكبر عائد على مستوى مخاطر مقبول، والتوظيف الأمثل يرتكز بدوره على عنصرين أساسيين هي العائد المتوقع من الاستثمار في المحفظة والمخاطر التي قد تواجهها فهما يعتبران الهدفين الأساسيين في تحديد جودة المحفظة الاستثمارية المثلى التي استحوذت حيزا كبيرا في مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية.

الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية

هناك عدة تعار يف للمحفظة الاستثمارية سنتعرض منها إلى مايلي:

أولا: تعريف المحفظة الاستثمارية

هي كل مايملكه الفرد من أصول حقيقية ومالية يكونها المستثمر بهدف تنمية والحصول على عائد بأقل درجة مخاطر، وتخضع المحفظة الاستثمارية إدارة المحفظة سواء كانت مالكة أومسيرة بأجر[1].

كما تعرف المحفظة الاستثمارية مجموعة أوتشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية مثل العقارات والنهب، أومالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية أومزيج من النوعين من الأصول يقرر مستثمر معين تكوينها بهدف تحقيق عائد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر من خلال تنويع مكونتها[2].

ثانيا: أنواع المحافظ الاستثمارية

1-محفظة النمو:

هي التي تهدف إلى تحقيق ربح رأسمالي وتحسين القيمة السوقية كاستثمار في أسهم المضاربة التي تغير أسعارها في السوق المالي وتحقيق نموا متواصلا في الارباح الرأسمالية من خلال ا للمحفظة نتيجة ارتفاع

[1]- نصر الدين بوعمامة، إدارة المحافظ الاستثمارية قسم العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية ومالية المؤسسة واقتصاد نقدي بنكي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2021/2020، ص04.

[2]- بن فريحة حسام، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي الساسي، سيدي بلعباس، 2021/2020، ص56.

الأسعار المضاربات ، أوالاستثمار في صناديق النموالتي تهدف إلى تحقيق تحسين في القيمة السوقية للمحفظة[1].

2-محفظة الدخل اوالعائد:

تركز هده المحفظة على أوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا نسبيا سواء كان مصدره التوزيعات النقدية اوفوائد حملة السندات، وتتكون أصولها عادة من الأوراق الحكومية وأسهم الشركات العريقة ويفضل هذا النوع من المحافظ صغار المستثمرين الدين لا يقبلون تحمل مخاطر أعلى[2].

3-محفظة النموو الدخل المحافظ المتوازنة.

تهدف إلى تحقيق ربح مزدوج وهو حصول المستثمر على دخل منتظم من توزيعات الإرباح، وفي نفس الوقت تحقيق أرباح رأسمالية من ارتفاع السعر لذا فإن هده الصناديق تتكون من خليط من الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات، وتعتبر المخاطرة فيما منخفضة نسبيا[3].

ثالثا:السياسات إدارة المحافظ الاستثمارية

تختلف السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية طبقا لأهداف المحفظة، وهناك ثلاث سياسات رئيسية لإدارة المحفظة .

1-السياسة الهجومية:

يتبنى هده السياسة المستثمرون الدين يفضلون عنصر العائد على حساب عنصر الامان، وتركز على تحقيق عوائد رأسمالية بفعل التقلبات في أسعار الأوراق المالية، ويوجه المستثمر اهتمامه نحوتنمية رأس المال أكثر من اهتمامه باستمرارية تدفق دخل المستثمر.[4]

---

[1]- نبيل بوفليح، عبو ربيعة، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة شعاع للدارسات الاقتصادية، المجلد 01، العدد 02، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تيسمسيلت، 2017، ص167.

[2]- نصر الدين بوعمامة، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص06.

[3]- لورين ابرهيم القاضي، أثر كفاءة أدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، مذكرة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2016، ص22.

[4]- نصر الدين بوعمامة، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص10.

2- السياسة الدفاعية:

يلجأ إلى هده السياسة المستثمر الذي يهتم بتكوين دخل ثابت ومستمر، ويكون متحفظا وأسلوبه دفاعي ولذلك يهتم بعنصر الأمان فيستعمل أدوات استثمارية كالسندات طويلة الأجل والعقارات والأسهم الممتازة التي تضمن دخلا ثابتا مهما كانت الظروف[1] .

3-السياسة المتوازنة

تحقق هده السياسة استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من لمخاطرا لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمة فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ التشكيلية متوازنة من أدوات الاستثمار إذ أن مكونات المحفظة في إطار هده السياسة هي أدوات استثمار قصيرة الأجل وعالية السيولة مثل اذونات الخزينة مضافا إليهاأدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات والأسهم العادية، الأسهم الممتازة أوسندات طويلة الأجل ،مثل هده المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الارباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار يستطيع ان يبيع الأوراق قصيرة الأجل، أما في حالة هبوط الأسعار فإن احتواء المحفظة على عقارات وأدوات أخرى كسندات طويلة ذات دخل ثابت يخفض على المستثمر إمكانية الخسارة[2].

الفرع الثاني: قياس العائد والمخاطر في الاستثمارات الفردية

يتردد المستثمر دائم في اختيار مجال الاستثمار وأداته المثلى التي تتحقق له أقصى عائد ممكن ضمن مستوى معين من المخاطرة.

أولا: مفهوم الاستثمار

هوتوظيف المال بهدف تحقيق العائد اوالدخل اوالربح بمعنى التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة قصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه على القيمة المالية للأموال المستثمرة[3].

---

[1]- توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، مذكرة استكمال متطلبات الحصول على درجة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الاسلامية، غزة، 2015، ص46.

[2]- طاهر حيدر طاهر، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص82.

[3]- ماليك حموتان، إطار القانوني للاستثمار في الجزائر، مجلة أبحاث قانونية وسياسية، المجلد07، العدد 01، جامعة مولود معمري تيزي وزو، الجزائر، 2022، ص1222.

1-مجالات الاستثمار:

ويقصد به مجال الاستثمار نوعية اوطبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله، وينقسم إلى استثمارات حقيقة وأخرى مالية.

أ-الاستثمار الحقيقي:

يعتبر الاستثمار حقيقيا عندما يوفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار والسلع والذهب، وأهم خصائص الأصول الحقيقية يكون غالبا لها كيان مادي ملموس وتتمتع بدرجة عالية من الأمان إلا أن قابليتها.

للتسويق، السريع منخفضة ويترتب عنها نفقات عالية مثل نفقات النقل والتخزين في حالة السلع والصيانة في حالة العقار[1] .

ب-الاستثمار المالي:

يعتبر الاستثمار ماليا عندما يوفر للمستثمر الحق في حيازة الاصول المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع ويمثل الأصل المالي حقا ماليا يخول حامله المطالبة بأصل حقيقي.

يرتب لحاملة الق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية لمصدر الأصل المالي، مثلا في السوق الثانوي عند عمليات البيع والشراء يتخلى البائع عن ملكية الأصل هوالورقة المالية مقابل حصوله على أصلأخر يتخلى عنه المشترى وهوالنقود، ولا تنشأ خلال عملية تداول الورقة أية إضافة للناتج[2].

[1]- مسلم بن سالم، قطاع الاستثمار في سلطنة عمان وأبعاده الاقتصادية، مجلة العلوم القانونية والاجتماعية، المجلد 05، العدد04، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2020، ص590.

[2]- سايغي مريم، دور المؤشرات البورصية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الألفية الثالثة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018/2017، ص04.

ثانيا: عائد الاستثمار

هو التعويض النقدي الذي يتلقاه المستثمر مقابل توظيف أمواله في شكل من أشكال الاستثمار المتاحة، ويعتبر من مجموع المكاسب والخسائر الناجمة عن العملية الاستثمارية خلال فترة زمنية محددة[1].

1-أنواع عائد الاستثمار:

يعتبر العائد الهدف الاسمي لأي مستثمر سواء كان فرد أو شركة أو صندوقا استثماريا وقد يكون العائد فعليا أو مطلوبا أو متوقعا.

أ-العائد الفعلي:

هو العائد الذي يحققه المستثمر سواء كان فرد أو شركة أو صندوقا إشعار يوقد تكون عوائد إدارية أو رأسمالية أو مزجيا بينهما ويمكن حسابه باستخدام نسبة العائد على الاستثمار وعائد حقوق الملكية وعائد فترة المحتفظ كالتالي[2]:

- العائد على الاستثمار: صافي الربح/ إجمالي الوصول.
- العائد على حقوق الملكية: صافي الربح/ حقوق الملكية.
- عائد فترة الاحتفاظ: المبلغ المستلزم في نهاية الفترة/ المبلغ للأصلي المستثمر

ب- العائد المطلوب:

هوذلك العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه أو يقتنع به نتيجة لتضحيته بأمواله الحالية بهدف الحصول على عائد مستقبلا ويحسب كما يلي[3]:

العائد المطلوب: العائد الخالي من المخاطر+ علاوة المخاطر+ معدل التضخم.

---

[1]- أحلام برحالي، زوبير عياش، أثر القائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية، حوليات جامعة قالمة، العدد 20، جامعة العربي بن لمهيدي أم البواقي، الجزائر، 2017، ص388.

[2]- بلقالةابراهيم، إدارة المخاطر المالية، قسم العلوم الاقتصادية، إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2012/2011، ص24.

[3]- بلقلةإبراهيم، إدارة المخاطر المالية، مرجع سبق ذكره، ص25.

ج- العائد المتوقع:

هو القيمة المتوقفة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في مشروع وهنا نتحدث عن حالة عدم التأكد والتي يصعب فيها تحديد عائد الاستثمار المتوقع سهولة، حيث يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار، ويتم حساب العائد المتوقع من خلال ضرب كل عائد محتمل

للمشروع في احتمال حدوثه ثم تجمع الإجابات فيكون الجواب هو العائد المتوقع[1].

$$E(x) = \sum_{i=1}^{n} pix\ x\ i$$

$E(x)$: العائد المتوقع

Xi:العوائد الممكنة

Pi: احتمال وقوع كل عائد

الفرع الثالث: قياس العائد والمخاطرة في المحفظة الاستثمارية.

تعتبر المخاطرة أهم الصفات المؤثرة في سوق الأوراق المالية لذا فإن القدرة على فهم وقياس وإدارة الخطر أمر جوهري من أجل الاستثمار الفعال، فالتقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية يؤدي إلى تقييم عادل لعوائد هذه الأصول والوصول إلى سعرها العادل.

أولا: مفهوم العائد

هو عبارة عن مجموعة المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هومقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي إلى تعظيم الثروة[2].

ثانيا: أنواع العائد

هناك أنواع 3أنواع تمر عائد المحفظة الاستثمارية العائد المتوقع العائد المطلوب والعائد الفعلي.

[1]- بلقلةإبراهيم، إدارة المخاطر المالية، مرجع سبق ذكره، ص25.

[2]- أحلام برحالي، زوبير عياش، أثر العائد والمخاطرة على الإشعار في الأوراق المالية، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والسياسية، العدد 02، جامعة قالمة، الجزائر، 2017، ص388.

1- العائد المتوقع:

هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل ويعطي بالعلاقة التالية[1]:

$$\text{Rp}RP = \sum_{n=1}^{k} RKPK$$

RP: العائد المتوقع

PK: العائد المتوقع الحصول عليه في حالة حدوث الحث K

PK:احتمال حدوث K

2- العائد المطلوب:

وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع استملاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمر، وبذلك فإن العائد المطلوب هو عبارة عن معدل خالي من المخاطرة مضافا إليه علاوة المخاطرة ويعطي العائد المطلوب بالعلاقة التالية[2]:

E(R) =Rf+(RM-Rf)Bi

حيث :

E(R) : العائد المطلوب للأصل

Rf: العائد الخالي من المخاطر

Rm: عائد السوق

Bi: المخاطر المنتظمة للأصل

3- العائد الفعلي:

[1]- ربيعة عبو، أثر خطر الصرف على خصائص المحفظة الاستثمارية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 08، العدد01، جامعة حسينة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2022، ص149.

[2]- مصطفى عبد اللطيف، عنيشل عبد الله، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد3، العدد01، جامعة غرداية، الجزائر 2019، ص188.

وهو العائد الذي يحقق المستثمر من اقتنائه أو بيعيه لأداة استثمارية وبذلك فهي قد تكون عوائد إيراديه أو عوائد رأسمالية أو مزيجا منها، ويتطلب الأمر لحساب العائد المتولد من استثمار– معرفة التغيير في السعر– أي الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع والتدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تللك الفترة[1].

ثالثا: قياس العائد

تتمثل عوامل الترجيح في نسبة الأموال المستثمرة في كل صنف للأوراق المالية المكونة للمحفظة ومنه تكون صيغة العائد مايلي[2]:

$$\Sigma \text{ x i xri= RP}$$

$$\text{X1+x2+x3.....+xn=100\%}$$

حيث:

عائد الأصل المالي.Ri=

= Xiنسبة الأموال المستثمرة في الأصل المالي.

n= عدد الأصول المالية.

رابعا: المخاطرة

1–مفهوم المخاطرة:

المخاطرة هي إمكانية تحقيق خسارة مالية ، وبما أن الاستثمار في الأوراق المالية فإن المخاطرة هي احتمال اختلاف العائد المحقق عن المطلوب، وبما أن العائد مفهوم مالي قابلة للقياس الكمي فالمخاطرة دالة احتمالات متخذ القرار المعلومات الكافية في تحديد العائد المتوقع وتختلف مخاطر الاستثمار باختلاف

[1]– نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد02، جامعة الأغواط، الجزائر، 2018، ص54.

[2]– عز الدين محمدي، عبد العالي، تطبيق برمجة الأهداف في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى، مجلة دراسات، المجلد 16، العدد 01، جامعة الأغواط، الجزائر، 2019، ص93.

الجهة المصدرة ، فالأوراق المالية الحكومية تتمتع بضمانة تحقيق العائد وبذلك فهي خالية من المخاطرة في حيث أن أسهم الشركات تتسم بالمخاطرة لأنه يصعب التنبؤ الدقيق بحجم وتوقيت تدفقاتها النقدية [1].

2-أنواع المخاطرة:

هناك نوعين أساسين للمخاطرة المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة.

أ-المخاطرة المنتظمة:

المخاطرة المنتظمة أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع، كما يظهر من تسميتها هي المخاطر العامة والتي تخص العوامل الكبرى لتطور المجتمع ، كالعوامل السياسية (الحروب، الثروات....) العوامل الاقتصادية (الركود، الانتعاش ، التضخم....) وغيرها من العوامل التي تخص البيئة الكلية للمنشأة، وعليه فإن من الصعب جدا التخلص جدا التخلص من هذه المخاطرة بتنويع مكونات محفظة الأوراق المالية ، وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية لعدة منشآت لان الأوراق المالية بجميع هذه المنشأة ستكون معرضة لنفس المخاطر لكن بنسبة مختلفة، إلا أنه حسب أسلوب ماركويتز فإن التنويع يمكن التقليل من المخاطر المنتظمة وذلك مثلا باستثمار في الأوراق المالية الدولية، بمعنى شراء أوراق مالية لمنشأة تعمل في دول خارج المحيط الكلي الوطني، ليكون بذلك الاستثمار في أوراق مالية لا تتعرض لنفس المخاطر المنتظمة[2].

ب_ المخاطر الغير منتظمة:

يطلق عليها تسميات متعددة منها المخاطر التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتنويع، المخاطر الخاصة أو مخاطر الاستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة أو قطاع معين، وتعرف المخاطر الغير منتظمة بأنها تلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة وخاصة بشركة أو قطاع معين، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة ويمكن للمستثمر التخلص من المخاطر بتنويع محفظة الأوراق الخاصة به أو التنويع في الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، بحيث يتم الاستثمار في عدد

[1]- مصطفى عبد اللطيف، عنيشل عبد الله، قياس العائد والمخاطر باستخدام نموذج التسعير بالمراجحة لبورصة الكويت، مرجع سبق ذكره، ص189.

[2]- لطرش سميرة، كفاءة السوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، ص193.

مختلف من الأوراق المالية الصادرة عن عدة قطاعات وفي نفس الوقت التنويع الأوراق داخل القطاع الواحد وعدم الاقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة[1].

3-قياس المخاطر:

تكتب الصيغة العامة لمخاطرة المحفظة بالعلاقة التالية[2]:

δ(p)= Σδ i.xiΣδ

حيث:

δ(p)= الانحراف المعياري للمحفظة.

δi=الانحراف المعياري للاستثمار

غير أنه عند حساب مخاطرة المحفظة يجب الأخذ بعين الاعتبار عائد كل أصل من الأصول المالية وكذا درجة الارتباط الموجودة بين عوائد الأصول.

يمكن حساب الارتباط بين الأصول المالية من خلال معامل التقارير ومعامل الارتباط وبحسب التباين المشترك وفق العلاقة[3].

Cov(r ,rj)=E(ri-E(Ri) (RJ-E(RJ)

وعليه يتم حساب المخاطرة المحفظة وفق العلاقة التالية[4]:

$$\delta(p)= V(R_p) = \sum_{i=1}^{n} x_i^2 \sigma_{Ri}^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} x_i x_j \, cov(R_i R_j)$$

[1]- سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، مقال بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي، 2005، ص19.

[2]- عز الدين محمودي، عبد العالي صالحي، تطبيق برمجة الأهداف في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى، مجلة دراسات، المجلد 16، العدد 01، جامعة الأغواط ، الجزائر، 2019، ص93.

[3]- سليمة حشاشي، نحو نموذج مقترح لتقييم أصول المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية علوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2018/2017 ، ص20.

[4]- سليمة حشاشي، نحو نموذج مقترح لتقييم أصول المالية، مرجع سبق ذكره، ص21.

الفرع04: الحد لكفؤ والمحفظة الاستثمارية المثلى

أعطى ماركويتز وصفا للحد لكفؤ الذي تقع عليه جميع المحافظ الكفؤة، والتي تقضي إلى أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر أو إلى أدنى مخاطرة عند مستوى معين من العائد.

أولا: الحد الكفء

يشكل مبدأ السيطرة المبدأ الأساسي لنظرية المحفظة المالية، وتسند الفكرة على أن إذ تساوت العوائد المتوقعة بين أصلين أو أكثر فإننا سنختار الأصل ذو أقل مخاطرة، وإذا تعادلت المخاطر الأصول فإننا سنختار الأصل ذو أكبر عائد[1].

كما جاء في تعريف آخر أن الحد الكفؤ هو الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد وبنفس درجات المخاطرة أو أقل، ويرسم هذا المنحنى عن طريق العلاقة بين العائد والمخاطرة لعدد من الأوراق المالية[2].

ثانيا: المحفظة الاستثمارية الكفؤة

تعرف المحفظة الاستثمارية الكفؤة بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو التي تحقق درجة من الخطر في مستوى معين للعائد[3].

ثالثا: المحفظة الاستثمارية المثلى

يختلف مفهوم المحفظة المثلى من مستثمر إلى آخر وفقا لمتطلبات العائد ومستوى المخاطرة لكل مستثمر، وتعرف المحفظة المثلى من وجهة نظر المستثمر الرشيد أنها:

1-مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى:

هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة أو متوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية وبكيفية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أومن يتولى إدارتها[1].

---

[1]- المنجي محمد العرفاوي ، إدارة محفظة الأوراق المالية، قسم إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة المجمعة، السعودية، ص22.

[2]- نصر الدين بو عمامة، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 23.

[3]-محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم، الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002/2001، ص293.

وجاء في تعريف آخر أن المحفظة المثلى هي تلك التي تحقق أعلى عائد ممكن لمستوى حظر معين، أو تلك التي تحفظ الخطر إلى الحد الأدنى لمستوى معين من العائد المتوقع[2].

2-مواصفات المحفظة المثلى :

-تتحقق للمستثمر توازنا معقولا بين العائد والأمان.

-تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي(التنويع لكفؤ)، لا يقتصر هذا الأخير على تنويع أصولها فقط بل يشمل أيضا التنويع الجغرافي لأدوات الاستثمار، إضافة إلى الاستثمار في أدوات ذات أجال مختلفة.

-تحقيق هذه الأدوات المكونة للمحفظة حدا مقبولا من السيول مما يوفر لمديرها المرونة الكافية التي تمكنه من إجراء تعديلات عليها عند المراجعة[3].

المطلب الثاني: نماذج قياس العائد على الأصول المالية

بعد نموذج مؤشر السوق يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نقطة تحول مهمة في بناء النظرية المالية الحديثة، حيث أسهم النموذج مساهمة كبيرة في إثراء المعرفة في هذا المجال، كونه يناقش العلاقة الرئيسية التي يبنى عليها المستثمر قراراته، وهي العلاقة بين العائد والمخاطرة وبعده ظهرت عدة نماذج أخرى من بينها نموذج التسعير بالمراجعة ولكنها لم تتمكن من تحقيق النجاح العملي والتطبيق الذي حققته نموذج التسعير الأصول الرأسمالية .

الفرع الأول: نموذج السوق

يعد نموذج السوق أحد أهم نماذج قياس العائد على الأصول المالي.

[1]- سهى نبيل سنيج، تكوين محافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014، ص28.

[2]- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 03، جامعة الجزائر، 2004، ص39.

[3]- بوشامي عبد القادر، تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى، أطروحة مقدمة ضمن نيل الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية وعلوم التسيير، إدارة مالية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، 2022/2021، ص25

أولا: تعريف نموذج مؤشر السوق

يعد مؤشر السوق أو عائد محفظة السوق أداة مهمة في الأسواق المالية للاسترشاد بها في اتخاذ العديد من القرارات الاستثمارية، كما أن تحديد المتغيرات التي تجري بموجبها تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لا يتم بدون وجود محفظة السوق[1].

ثانيا: معادلة نموذج السوق

تعطى معادلة نموذج السوق بالعلاقة التالية[2].

$$E(rp)\ \ p+BpE(RM)+\Sigma p$$

E(Rp): عائد المحفظة.

P0: عائد المحفظة عندما يكون عائد السوق يساوي

Bp: حساسية عائد المحفظة للتغير في عائد السوق.

E(RM): العائد المتوقع المحفظة السوق.

Σp: متغير أو خطأ عشوائي متعلق بالمخاطر خاصة بالأسهم المكونة للمحفظة.

الفرع الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعد النموذج الذي وضعه ويليام شارب أول نموذج في تسيير المحافظ الاستثمارية وبعد ذلك ظهرت نظرية المحفظة خلال الستينيات بظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

أولا: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعتبر نموذج التسعير الأصول الرأسماليةcapm من أشهر نماذج الفكر المالي والاستثماري ويحظى هذا النموذج بتقدير فكري ولكنه محدود الفائدة في التطبيق العملي، ويستخدم capm لتحديد معدل العائد المطلوب على أي أصل مالي أو أي محفظة استثمارية للأوراق المالية وينسب capm إلى ويليام شارب

[1]– إلياس خيضر الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد07، جامعة الموصل، 2011، ص313.

[2]– سليمة حشايشي، مرجع سبق ذكره، ص48.

والذي قدمه عام 1924 وكان بمثابة ثورة فكرية في مجال نظرية الاستثمار في أوراق المالية، وبهذا النموذج حصل شارب على جائزة نوبل في الاقتصاد بمشاركة الآخرين.

تهدف نظرية تسعير الأصول الرأسمالية إلى هدفين:

1-تجاوز صعوبات نظرية المحفظة (في نظرية المحفظة إذ كنا نرغب في إنشاء محفظة انطلاقا من 100 عائد متوقع و100 تباين و4950 تغاير).

2-تقدير العلاقة بين العائد والخطر(مثلا قياس العائد الإضافي في اتخاذ قرار زيادة المخاطر[1].

ثانيا: فروض نموذجCAPM

على الفروض الموالية[2]:Capm يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعتمد المستثمر في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية المتاحة على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، ويتميز المستثمر بالرشد.

إن تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد لفترة واحدة فقط.

يمكن للمستثمرين الحصول على المعلومات بسرعة وبدون تكلفة.

يهتم المستثمر دائما بأعلى العوائد.

إن للمستثمرين توقعات متشابهة بشأن العوائد المتوقعة والمخاطر.

ثالثا: معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسماليةCAPM

تعطى معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالعلاقة التالية[3]:

$$E(R_i) = R_f + B_i[E(R_m) - R_f]$$

[1]- مجدوب خيرة ،إدارة المخاطر المالية، إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2020/2019، ص89.

[2]- سامية فقير، تسير المحافظ الاستثمارية، قسم العلوم التجارية، مالية ومحاسبة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2018/2017، ص51.

[3]- عمار زودة، عبد الغاني بن علي، أمال بوسمينة، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد07، العدد 02، الجزائر، 2020، ص107.

Rf =معدل العائد من المخاطر.

E(RM) =متوسط معدل عائد محفظة السوق.

BI = المخاطر النظامية للأصل.

الفرع الثالث: نموذج APT

قدم ستيفن روس rose في سنة 1976 نظرية التسعير بالمراجحة كبديل عن نموذج التسعير الأصول الرأسمالية CAPM، الذي قدمه sharpc linter treyno والتي أصبحت أداة التحليل الرئيسية لأسواق رأس المال،

أولا: نموذج APT

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية حالة خاصة من نظرية التسعير بالمراجحة، وبالتالي فالمخاطر التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية ليست B فقط، بل توجد عوامل أخرى داخلية وخارجية أي أن لكل عاملB خاصة به تؤثر على حساسية السعر للأوراق المالية تبعا لعامل B هذه الأوراق المالية[1].

ثانيا: فروض نموذج APT

إن تسمية المراجحة المقصود بها منح كل عامل تأثيره على معدل العائد للورقة المالية ولكن لا يعني هذا النموذج لا يستند على فرضيات محددة إذ أنه يفترض[2]:

-إن الأوراق المالية المتداولة تكون في ظل أجواء المنافسة الكاملة في سوق رأس مال .

-يساهم العديد من المحللين المتعاملين بدور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية.

-يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأوراق المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

ثالثا: معادلة نموذج التسعير بالمراجحةAPT

[1]- العمراوي حنان، إدارة المحافظ المالية، قسم علوم التسيير، إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2018/2017، ص83،82.

[2]- إيمان بوقوة، تسير المحافظ المالية، قسم العلوم الاقتصادية، اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2022/2019، ص102.

تعطى معادلة نموذج التسعير بالمراجحة APT بالصيغة الرياضية التالية[1]:

$$Ri=Ri+(Rm-Rm)Bi+\Sigma i$$

Ri: معدل العائد المتحقق على السهم i.

Ri: معدل العائد المتوقع على السهم i.

Rm: معدل العائد المتحقق على السوق.

Rm: معدل العائد المتوقع على السوق.

Bi:حساسية السهم لمجموع عوامل السوق.

Σi:تأثير الأحداث الخاصة على العوائد المتوقعة للسهم i.

المطلب الثالث: نماذج قياس أداء المحافظ الاستثمارية

تتعد نماذج تقييم أداء المحفظة الاستثمارية، ومن أهم هذه النماذج نذكر 04 نماذج أساسية وهي :

الفرع الأول: نموذج شارب (sharp'smoode)

وضع ويليام ضارب مقياسا لأداء محفظة الأوراق المالية وهو مقياس مركب يقوم على أساس قياس العائد والخطر، ويقيس نموذج شارب العائد الخاص في الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي تنطوي عليها الاستثمار في المحفظة ويستخدم نموذج شارب الانحراف المعياري في قياس المخاطرة الكلية، ويستخدم في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود متماثلة وكلما كان هذا المؤشر مرتفع كلما كان أفضل ويمكن الحصول على هذا المقياس من خلال المعادلة التالية[2]:

$$\mathbf{Sharpe=Rp-Rf/\delta p}$$

Rp: العائد الكلي المتوقع على الاستثمارات المحفظة.

Rf: العائد الكافي من المخاطرة.

---

[1]– سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص66.

[2]– بشار الشعراني، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة لنيل مذكرة الماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015، 59.

$p\delta$:الانحراف المعياري للعائد على المحفظة

الفرع الثاني : نموذج ترينور treynor'smoder

يقوم النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة حيث يفترض النموذج أن المحافظ ثم تنويعها بشكل جيد، و بالتالي لا توجد هناك مخاطر غير منتظمة، أي أنه يركز على المخاطر المنتظمة فقط، وذلك باستخدام معامل بيتا B كمقياس لمخاطر المحفظة المالية[1].

وتعطى معادلة نموذج ترينور بالعلاقة التالية[2]:

$$T = \frac{TR_P - R_F}{b_p}$$

ومن هنا نجد أن الفرق بين مقياس شارب وترينور الوحيد هوفي مقام المعادلة، إذ أننا نجد أن شارب قد استخدم الانحراف المعياري لقيس المخاطرة الكلية بينما ترينور استخدم معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة فقط، حيث أنه قد افترض أن مدير المحفظة سوف يتخلص من المخاطر المنتظمة عن طريق التنويع البسيط في استثمارات محفظته.

الفرع الثالث: نموذج جنسن

قام جنسن بتطبيق مؤشره لقياس أداء المحافظ الأوراق المالية بما في ذلك محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار بالتطبيق على عينة من صناديق الاستثمار يعتمد مؤشر جنس على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية capm الذي يجدد العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر المنتظمة الذي يتعرض لها الاستثمار، ومن ثم فهو يضع الإطار لكيفية تسعير المخاطر للأصول الرأسمالية حيث أن العائد المطلوب أو المتوقع على المحفظة أو أي استثمار يمكن التعبير عنه كالآتي[3]:

$$\alpha = (R_P - R_f) - \beta(R_M - R_f)$$

حيث:

---

[1]–لوين ابراهي، القاضي، أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية،على ربحية البنوك، مرجع سبق ذكره، ص43.

[2]– نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد02، 2018، ص70.

[3]– حسن إسماعيل فارس، قياس أداء محافظ الأوراق المالية بالتطبيق على سوق رأس مالي مصري، مجلة الشروق للعلوم الاقتصادية، العدد04، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، مصر، 2010، ص 163،164.

RR: معدل العائد المطلوب في الزمن t

RF:معدل العائد الخالي من الخطر.

β: معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة.

RR:معدل العائد على محفظة السوق خلال الفترةt.

الفرع الرابع: نموذج فاما

قدم فاما عام 1972 نموذجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر وكذلك على أساس التنبؤ بمقتض لا السوق المتوقع والذي يوضح علاقة توازن بين العائد المتوقع والخطر، ويمكن التعبير عن معادلة منحنى السوق المتوقع كما يلي[1]:

$$R_P = R_f + \left(\frac{R_M - R_f}{\delta_m}\right)\left(\frac{COV(R_P, R_M)}{\delta_m}\right)$$

Rf: العائد الخالي من المخاطر.

Rp:عائد المحفظة الاستثمارية المتوقعة.

Rm:عائد محفظة السوق (مؤشر السوق) المتوقع.

mδ:الإنحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

Cov: التغاير بين عائد المتوقع للمحفظة وعائد محفظة السوق.

ويتم حساب التغاير بين العائد المتوقع لمحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق من خلال المعادلة التالية[2]:

$$Cov=Rmp\delta m\delta p$$

Cov: التغاير بين عائد المتوقع للمحفظة وعائد محفظة السوق.

Rmp: معامل الارتباط بين عائد المحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق.

[1]– نبيل بوفليح، عبو ربيعة، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص170.

[2]– توفيق عوض بشير، مرجع سبق ذكره، ص62.

δ_m:الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

δ_p:الإنحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

المبحث الثاني: الإطار لمفاهيمي والنظري لكفاءة الأسواق المالية

لقد أثارت إشكالية كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام كبير من الباحثين، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت فيقرر سعر الورقة المالية بناءا على المعلومات الواردة، وتم ملاحظة وجود العالقة قوية ما بين أسعار الأوراق المالية وبضفة خاصة الأسهم ووفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد غلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشاة المصدرة للسهم، حيث تتوجه أسعار الأسهم صعودا وهبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأبناء إذ كانت سارة أو غير سارة، ويتم تقييم أداء مدة الأسواق وفقا لثلاثة مستويات (المستوى الصعب، المتوسط والقوي) يحدد مستوى السوق بناءا على قدرتها أو سرعتها على عكس المعلومات الضرورية للمستثمرين في أسعار الأسهم وبالتالي عدم إمكانية تحقيق المستثمرين لعوائد غير اعتيادية.

وفي صدد التعرف على ماهية الأسواق المالية الكفؤة تضمن هذا المبحث المطالب التالية:

المطلب01:مفهوم كفاءة الأسواق المالية.

المطلب02: مستويات كفاءة الأسواق المالية.

المطلب03: أساليب اختبار كفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: الأدبيات النظرية لكفاءة الأسواق المالية

السوق الكفؤ هو السوق التي تنعكس فيه فوارق كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المنشأة على أسعار أوراقها المالية، وفي مجال كفاءة الأسواق المالية نميز نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، كما أن كفاءة السوق هدفها تحقيق التخصيص الكفئ للموارد المالية المتاحة نحو الاستثمارات والقطاعات الأكثر ربحية وحتى يتحقق هذا الهدف يجب أن تتميز بالكفاءة التسعيرية والكفاءة التشغيلية.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

للأسواق المالية الكفؤة عدة تعاريف نذكر منها:

تعرف كفاءة الأسواق المالية على أنها ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأوراق المالية[1].

كما جاء في تعريف آخر أنه السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر الذي تتعرض لها هذه المكاسب، وهو السوق الذي تحقق التخصيص الأمثل للموارد والتقييم الدقيق للمبادلات[2].

وقد عرف منير إبراهيم الهندي السوق الكفء أنه السوق الذي يعكس فيع سعر الأسهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق المالي الكفء، تكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة العادلة التي تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب دور التعويض المستمر، كما ينطوي عليه الاستثمار في تلك الأسهم من مخاطر[3].

الفرع الثاني : أنواع كفاءة الأسواق المالية

في مجال كفاءة سوق الأوراق المالية نميز بين نوعين من الكفاءة هما: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

أولا: الكفاءة الكاملة

تشير الكفاءة الكاملة إلى أن السوق الكفء هو الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهذا ما يضمن تغييرا فوريا في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة وغير سارة للمستثمر، ومن هذا الإطار يمكن

[1]– غراوي اعمر، تقييم كفاءة الأسواق المالية، مجلة الحقيقة، العدد026، جامعة ورقلة، الجزائر، ص34.

[2]– مزيودابراهيم، بلحياني خديجة، احتكار كفاءة الأسواق المالية على مستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة، مجلة معارف، المجلد 12، العدد 22، جامعة يحيفارس المدية، 2017، الجزائر، ص310.

[3]– منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الطبعةالأولى،منشأة المعارف، مصر، 200، ص489.

القول أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات وهذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه كذلك بالكفاءة التامة[1].

ثانيا: الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، ويعني هذا أن القيم السوقية قد تكون أعلى أواقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت، غير انه يعتقد بسبب وجود تكلفة للمعاملات والضرائب وغيرها، لن يكون هناك فارق كبير بين سعر السهم وقيمته الحقيقية إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل[2].

الفرع الثالث: متطلبات كفاءة الأسواق المالية

ولكي يتحقق هدف سوق رأس المال والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد ينبغي توافر شرطين هما:

أولا: كفاءة التسعير

وتسمى بالكفاءة الخارجية عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير: وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة وأن الأرباح الغير عادية ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيرهن وفي ظل السوق الكفء فلن تحدث مثل تلك الأرباح.[3]

ثانيا: كفاءة التشغيل

وتسمى بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على خلق توازن بين الطلب والعرض دون تحمل تكاليف عالية لسعره ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرضه لتحقيق هامش ربح مضال فيه، يعني هذا أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل[4].

---

[1]– حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مذكرة لنيل شهادة الماجيستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص36.

[2]– محمد الصبرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007، ص33.

3– عبد الغفار حنيفي البورصة،بورصة الأوراق المالية ،أسهم سندات صناديق الاستثمار، بدون طبعة،الدار الجامعية للنشر،الإسكندرية،2003،ص 181

[4]– عبد الغفار حنفي ...مرجع سبق ذكره، ص181.

المطلب الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية

تلعب المعلومات دورا هاما في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم ينبغي تحديد كفاءة السوق حيث أن الاختلاف في المعلومات يؤدي إلى الاختلاف في درجة كفاءة السوق، حيث نجد في هذا الصدد ثلاث مستويات مختلفة لكفاءة السوق تتمثل في المستوى القوي لكفاءة الأسواق المالية، المستوى الشبه قوي والمستوى الضعيف.

الفرع الأول: المستوى القوي لكفاءة الأسواق المالية

يوفر السوق المالي وفق هذا المستوى من الكفاءة للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة سواء كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها بما فيها المعلومات التاريخية، بمعنى آخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة بحيث لا تتوفر الفرصة لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق الأرباح استثنائية أو غير عادية هذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة صفرا كون الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية المتداولة فيه ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماما لقيمتها، لكن في هذا المستوى من الكفاءة لا ينبغي تماما من ناحية واقية قدرة بعضهم على تحقيق الأرباح الاستثنائية وتوفي بعض الصفات، وذلك بحكم قدرتها غير العادية في التنبؤ والتحليل لكن مع ذلك فان تلك الأرباح ستتلاشى على المدى الطويل بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربة وذلك إذا ما استثمر في ممارسة هذا العمل[1].

الفرع الثاني: المستوى الشبه قوي لكفاءة الأسواق المالية

يقصد بان أسعار الأسهم لا تعكس التغيرات السابقة المتعلقة بأسعار فحسب أي أنها لا تعكس المعلومات التاريخية عن الأسهم بل تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تبنى على أساسها تلك المعلومات، فذا لم تعكس الأسعار بسرعة تلك المعلومات الواردة إلى السوق يقال عنها بأن سوق غير كفؤة، ومن ثم يصبح مكان بعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، إذن يمكن أن نصف سوقا أنها تتميز بمستوى شبه قوي للكفاءة إذا لم تستطيع فيها أي مستثمر المتاجرة على المعلومات الحالية المتاحة[2].

[1]–محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص22.

[2]– شرياق رفيق، أسواق مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة 2018/2017، ص69.

الفرع الثالث: المستوى الضعيف لكفاءة الأسواق المالية

يقتضي المستوى الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للأوراق يعكس المعلومات التاريخية فقط، كالتغيرات في أسعار وأحجام المعاملات والعوائد للفترات السابقة وأسعار الفائدة وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عديم الجدوى، يعني أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وتعرف هذه الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل السعار تتحرك بصورة عشوائية[1].

[1]– بن أعمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، المركز الجامعي عين تيموشنت، الجزائر، 2012، ص239.

المطلب الثالث: أساليب قياس كفاءة الأسواق المالية في المستوى الضعيف

اعتمد الاقتصاديون الماليون على عدة أساليب مختلفة لقياس كفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف من الكفاءة ، وكل مستوى تميز باختبارات محددة

الفرع الاول : اختبار جدر الوحدة لديكي فيلر

من أجل اختبار سكون السلاسل الزمنية يتم استخدام اختبار ديكي فيلر الموسع واختصاره ADF المقترح من قبل ongle and Granger سنة 1987 والذي يعتمد على ثلاث نماذج[1].

RT=Rt−1+∑t:(نموذج بدون وجود ثابت واتجاه عام)

RT=u+: (نموذج بوجود ثابت وبدون اتجاه عام)

Rt=U+β(t−T)+: (نموذج بوجود ثابت واتجاه عام)

حيث أن:

Rt−1: عوائد الأسهم في اليوم السابق t−1

Rt: عوائد الأسهم في اليوم.

U: ثابت معدل الانحدار الذاتي.

α: ثابت معامل اتجاه معادلة الانحدار الذاتي.

Σt: الخطأ العشوائي

ويعتمد اختبار ديكي فيلر الموسع على إحصائية t لمعامل الانحدار الدالي (α) من أجل اختيار الفرضية التالية:

H:α<0 :(سلسلة العوائد تحتوي على جذر وحدة وبالتالي هي غير ساكنة أي تسير بشكل عشوائي) .

(:Hسلسلة العوائد لا تحتوي على جذر وحدة ساكنة أي لا تسير بشكل عشوائي) .

في حال قبلت الفرضية الصفرية فإن سلسلة العوائد ستكون غير ساكنة وذلك يعني أن السلسلة الزمنية المتمثلة بالعوائد (تغيرات الأسعار) تسير بشكل عشوائي ، أي أن السوق كفؤة عند المستوى الضعيف، وفي

[1]– بو الكور نور الدين، تحليل الكفاءة السعودية لبورصة قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد 03، جامعة الشهيد حامة لخضر الوادي، الجزائر، 2017، ص187.

حال ثم رفض الفرضية الصفرية فإن سلسلة العوائد ستكون ساكنة وذلك يعني أن السلاسل الزمنية لا تسير بشكل عشوائي أي أن السوق غير كفؤة عند المستوى الضعيف.

الفرع الثاني :اختبار أثر التباين الشرطي غير المتجانس ARCH

تتميز السلاسل الزمنية بخصائص وهي متوسط الأخطاء معدوم، تباين العشوائي ثابت مع تغيير الزمن واستغلاليتها عن بعضها البعض، لكن لوحظ أن السلاسل المالية تتميز بتباين غير ثابت يتغير بتغير الزمن وهوما يعرف عنه بالتقلب أو التطاير

ويتم اختياره وفق الفرضيات التالية[1]:

H_0: عوائد المؤشرات تباين شرطي متجانس.

H_1: عوائد المؤشرات تباين شرطي غير متجانس

الفرع الثالث :دالة الارتباط الذاتي:

المدخل الأول لاختبار السير العشوائي لأسعار الأسهم هم اختبار الارتباط المتسلسل الذي يستخدم لتحديد العلاقة بين أسعار الأسهم في الفترة الحالي وقيمتها في الفترة السابقة، ويهدف الاختبار إلى تحديد مدى استقلالية أسعار الأسهم عن بعضها البعض من خلال اختبار مدى اختلاف معامل الارتباط المتسلسل إحصائيا عن الصفر فإذا كانت أسعار الأسهم مرتبطة ذاتيا (معامل الارتباط يختلف عن الصفر) فإنه يتم رفض فرضية المستوى الضعيف عن الكفاءة وتأخذ فرضية الارتباط المتسلسل الشكل التالي[2] :

التغاير عند الفجوة=YK

H_0:PK=0جميع معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر

H_1:PK_0 جميع معاملات الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر

[1]– نور الدين بو الكور: مرجع سبق ذكره، ص188.

[2]– طلبة عادل، اختيار كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، المجلد...، العدد04، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2010، ص278–279.

الفرع الرابع :اختبار إحصائية KURTOSIS.

صيغة هذا الاختبار تكون بالشكل التالي[1]:

$$V_2 = \frac{|\beta_2 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{n}}}$$

$$\mu_k = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}(x_i - \bar{x})^k : \beta_1^{1/2} = \frac{\mu_3}{\mu_2^{3/2}}, \beta_2 \to N\left(3; \sqrt{\frac{24}{n}}\right):$$

$$\beta_2 = \frac{\mu_4}{\mu_2^2}$$

الفرضيات:

H_0: هناك تسطح طبيعي.

H_1:ليس هناك تسطح طبيعي.

فإذا كان:

v_2 >1.96/) هذا يعني عدم وجود تسطح طبيعي.

v_2 <1.96 \)هذا يعني وجود تسطح طبيعي.

الفرع الخامس: اختبار إحصائيةJarque–Bea: صيغة هذا الاختبار تكون في الشكل التالي[2] :

$$\boldsymbol{J - B = \frac{n}{6} x \beta^1 ½ + \frac{n}{24} x(\beta_2 - 3)^3}$$

الفرضيات:

H_0: توزيع طبيعي.

H_1:لا يوجد توزيع طبيعي.

فإذا كان:

[1]– بو الكور نور دين مرجع سبق ذكره ص186.

[2]– بو الكور نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص186–187.

$J - B > x^2_{(1-\alpha)}(2)$ هذا يعني أن التوزيع طبيعي.

$J - B < x^2_{(1-\alpha)}(2)$ هذا يعني أن التوزيع غير طبيعي.(**بن أحمد، 2008، 76 ـ 78**)

الفرع السادس :اختبار Skewness.

اختبار فرضية التناظر [1]

$$V_1 = \frac{|\beta_1^{1/2} - 0|}{\sqrt{\frac{6}{n}}}$$

$$\beta_1^{1/2} \to N\left(0; \sqrt{\frac{6}{n}}\right) : \beta_1^{1/2} = \frac{\mu_3}{\mu_2^{3/2}}$$

الفرضيات:

H_0:هناك تناظر طبيعي.

H_1:ليس هناك تناظر طبيعي.

إذا كان:

$V_1 > 1.96$ يعني عدم وجود تناظر طبيعي.

$V_1 < 1.96$: يعني وجود تناظر طبيعي.

الفرع السابع :اختبار BDS للاستقلالية:

يستعمل هذا الاختبار للكشف عن الاستقلالية غير خطية للسلاسل المترابطة خطيا، ويعتبر اختبار غير علمي [2].

الفرضيات:

[1]– رشيدة بن دراوي، قويدر سنوني، تحليل الكفاءة السعودية لسوق عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة الإقتصاد الصناعي، المجلد 11، العدد01، جامعة تلمسان، الجزائر، 2021، ص131.

[2]– بو الكور مرجع سبق ذكره، ص188.

H_0: مشاهدات السلسلة محل الدراسة مستقلة فيما بينها.

H_1: مشاهدات السلسلة محل الدراسة غير مستقلة فيما بينها.

فإذا كان:

BDS<1.96 هذا يعني أن مشاهدات السلسلة محل الدراسة غير مستقلة فيما بينها.

BDS>1.96هذا يعني أن مشاهدات السلسلة محل الدراسة مستقلة فيما بينها.

المطلب الرابع : العلاقة بين المحفظة الاستثمارية وكفاءة الأسواق المالية .

تعتبر المحافظ الاستثمارية أحد العوامل التي يمكن أن تؤثر على كفاءة الأسواق المالية على تسعير الأصول بشكل فعال وتعكس توقعات المشاركين في السوق بشكل العام ، تنطوي المحافظ الاستثمارية على عمليات شراء وبيع الأصول المالية، وبالتالي يمكن أن تؤثر على الأسعار والتقلبات في الأسواق المالية، إذا كانت المحافظ الاستثمارية الكبيرة أن تسهم في تقليل انحرافات الأسعار وتعزيز استقرار السوق ومع ذلك، يجب أن نلاحظ أن الكفاءة في الأسواق المالية تتأثر بعوامل عديدة ، بما في ذلك العوامل الهيكلية والتنظيمية والمؤسسة لذلك، من أهمية بمكان أن تتم إجراء تحليل شامل للعوامل المتعلقة بالمحافظ الاستثمارية وأي عوامل أخرى قد تؤثر على كفاءة الأسواق المالية .

المبحث الثالث: الدراسات السابقة والقيمة المضافة

هناك العديد من الدراسات السابقة التي تطرقت لموضوع سلوك عوائد المحافظ الاستثمارية ونظرية كفاءة الأسواق المالية وتناولته من زوايا مختلفة، وقد تنوعت هذه الدراسات بين العربية والأجنبية ومن خلال هذا المبحث الذي تضمن ثلاث مطالب، المطلب الأول الدراسات العربية، المطلب الثاني الدراسات الأجنبية أما المطلب الثالث القيمة المضافة، سوف نستعرض فيه جملة من الدراسات التي تم الاستفادة منها مع الإشارة إلى أبرز أهدافها ونتائجها.

المطلب الأول: الدراسات العربية

في حدود الاطلاع على الدراسات السابقة والتي تتعلق بالموضوع البحث نلاحظ هده الدراسات تختلف حسب نظرة كل باحث وندكر منها :

الفرع الأول: دراسة (بن فريحة 2020-2022)

حول بناء وشراء المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال، رسالة نيل شهادة دكتوراه تمثلت إشكالية البحث في ماهية مختلف الأدوات المالية المتاحة في أسواق رأس المال والتي يمكن أن تدخل في تشكيل المحافظ الاستثمارية؟ تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الجوانب النظرية لكل من كفاءة سوق الأوراق المالية وكذا المحافظ الاستثمارية لفهم عمل الأسواق. وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن أفضل طريقة للاستفادة من إيجابيات التنويع الاستثماري الدولي سواء في المدى القصير، المتوسط والطويل في الأسواق العربية تتمثل في تكوين محافظ تشمل أوراق مالية مدرجة في كل بورصة والسوق المالي السعودي في نفس الوقت وذلك لقلة درجة الارتباط بينهما بشكل عام، يمكن القيام بذلك أيضا بين سوق عمان للأوراق المالية والسوق المالية السعودية ولكن بدرجة مخاطر أعلى.

الفرع الثاني: دراسة (إلياس خيضر حمدوني، 2011)

حول تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار، تهدف هذه الدراسة إلى توضيح أبعاد المحافظ الاستثمارية وأساليب القياس لهذه الأبعاد فضلا عن توضيح أساليب المقارنة بين المحافظ الاستثمارية، وكذلك أهمية توحيد المقياس المستخدم للمقارنة من أجل الوصول إلى الدقة والموضوعية في القياس، ومن جاء استخدام أسلوب العائد المعدل بالمخاطرة كوسيلة دقيقة لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، وقد توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن معظم أسباب التقلبات في أسعار الأسهم ناتج

عن عوامل غير مرتبطة بالسوق وأن انخفاض معدلات العوائد الشهرية للشركات من شهر لآخر انعكس ذلك على محفظة السوق لتظهر القيمة السالبة، كما يثبت نتائج التحليل أن استخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة في المفاضلة بين أداء المحافظ الاستثمارية هو أفضل من استخدام العائد والمخاطرة على كل حدة وذلك لأن هذا المقياس يأخذ بالاعتبار العائد والمخاطرة معا..

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

هناك العديد من الدراسات الأجنبية التي تناولت مواضيع المحافظ الاستثمارية وكفاءة الأسواق المالية نذكر منها:

الفرع الأول: دراسة (mostapha،2018)

حول الكفاءة في أسواق الأسهم، (efficience in stock marketliterature)، تطرقت هذه الدراسة إلى الكفاءة في أسواق الأسهم للأوراق المالية المتقدمة والأسواق المالية الناشئة وبدأت بالأدبيات وعلى رأسها ما قدمه (fama1965) حيث توصلت الدراسة أن الكفاءة السوقية تعتمد على دمج المعلومات المتاحة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي الكفاءة السوقية مرتبطة بشكل عام بالكفاءة المعلوماتية في الأسواق وأن الأسواق المالية المتقدمة أكثر كفاءة من الأسواق المالية الناشئة .

الفرعالثاني : دراسة (Besseba.2020)

حول اختبار كفاءة سوق الأسهم الإسلامية (Testing Islamic stock marketefficieny) ،حيث تم اختبار فرضية المستوى الضعيف لكفاءة مؤشرات الأسهم، وتوصلت الدراسة أن مجموعة من الاختبارات رفضت فرضية العدم المتمثلة في تميز المؤشرات لخصائص المستوى الضعيف للكفاءة، وبالتالي هذه الأسواق لا تتبع نموذج السير العشوائي وهذا ما يثبت أنها غير كفؤة.

المطلب الثالث: المقارنة بين دراستنا ودراسة الحالة

بعد التطرق لمختلف الدراسات السابقة منها العربية والأخربأجنية سنحاول من خلال هذا المطلب المقارنة فيما بينهم ثم إعطاء القيمة المضافة من هذه الدراسة

الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات العربية والدراسات الأجنبية .

سنقوم بالمقارنة بينها ثم إعطاء القيمة المضافة.

الجدول رقم 01: المقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة.

اوجه الاختلاف بين الدراسات	عنوان الدراسة	مكان وزمتن الدراسة	الأدوات والمنهج المستخدم	نتائج الدراسة
دراستنا	دراسة لسلوك عوائد المحافظ الاستثمارية وفقا لكفاءة الأسواق المالية (دراسة تطبيقية السوق المالي السعودي)	السةق المالي السعودي خلال الفترة 2014-2020	المنهج الوصفي والمنهج التحليلي بالإعتماد على برنامج اكسيل وبرنامج eviewse10	المحفظة المالية هي تشكيلة متنوعة من الأصول المالية هذفها تقليل المخاطر و تحقيق أكبر ربح. السوق المالي السعودي كفء
بن فريحة حسام	بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في اطار فرضيات الكفاءة الغير كاملة	بورصة ماليزيا خلال الفترة 2017-2018	المنهج الوصفي التحليلي بالاعتماد على برنامج	لتكوين محفظة الاوراق المالية لابد من مراعاة العديد من الاعتبارات العامة و الادارية و الفنية ككفاءة اسواق رأس المال، إتجاهات أسعار الفائدة على القروض.
إلياس خيضر حمدوني	تقييم آداء المحافظ الاستثارية بالتطبيق لسوق عمان	صوق عمان خلال الفترة 2009.	المنهج التحليلي للإعتماد على برنامجeviewse8	توصلت النتائج غلى ان إستخدام مقياس في المفاضلة بين آداء المحافظ الإستثمارية هو أفضل من إسخدام العائد و المخاطرة.

- **المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة**

الفرع الثاني : القيمة المضافة

بعد تحليلنا للجدول اعلاه يمكننا القول ان ما يميز هده الدراسة عن الدراسات السابقة هو الالمام بأهم العناصر المتعلقة بالمحافظ الاستثمارية في السوق المالي المتمثلة في انواعها و قياس العائد و المخاطرة فيها ، و اختبار الكفاءة في السوق ، فاغلب الدراسات ركزت على متغير واحد من متغيرات دراستنا ، و لضمان تحليل و نتائج ادق ، اعتمدنا على برنامج eviewse10 حيث اختبرنا كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف و تقييم اداء المحافظ الاستثمارية وفق نموذج شارب .

خلاصة الفصل:

من خلال ما تناوله هدا الفصل الذي خصص لدراسة الإطار النظري للمحافظ الاستثمارية فتوصلنا التيإن المحفظة الاستثمارية هي تعبير يطلق على مجموعة الأصول التي يملكها الفرد أو النشأة الاستثمارية ولتحديد المحفظة الاستثمارية المثلى ينبغي على المستثمر أن يوزع استثماراته المالية بشكل امثل وحسب درجة المخاطرة التي يستطيع تحملها ، كما تطرقنا إلى الإطار المفاهيمي والنظري لكفاءة الأسواق المالية فستخلصنا أن السوق المالي الكفء هي تلك التي تجرى فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة وعند أسعار قريبة من القيم الحقيقية لهده الأدوات لتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية ينبغي تحقيق ثلاث سيمات أساسية لتحقيق الكفاءة هي الكفاءة التشغيلية والتخصصية وكفاءة المعلومات ، ويضاف إليها ثلاث صيغ تمثلت في المستوى الكفاءة الضعيف والمتوسط والقوي .

الفصل الثاني

تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقا لكفاءة الأسواق المالية للسوق المالي السعودي

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل السابق إلى عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية واهم نماذج قياس أدائها ، ولأهم المفاهيم المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية خاصة في المستوى الضعيف ،سوف نحاول في هدا الفصل التطبيقي تقييم كفاءة السوق المالية السعودي وتحليل أداء المحافظ الاستثمارية المتواجدة فيه وستتطرق الدراسة إلى تحليل البيانات المالية وعوائد الأصول المالية المتداولة في السوق السعودي خلال الفترة (2015_2019)ومقارنتها مع عوائد مؤشر السوق ،أما فيما يتعلق بتقييم كفاءة السوق المالية السعودية سيتم دراستها عند المستوى الضعيف .....

تم تقسيم هدا الفصل إلى أربع مباحث هي :

المبحث الأول : تقديم أو لمحة عن السوق المالي السعودي .

المبحث الثاني : لمحة عن المحافظ الاستثمارية محل الدراسة .

المبحث الثالث :اختيار كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف.

المبحث الرابع : قياس أداء المحافظ الاستثمارية للسوق المالي السعودي .

المبحث الأول :تقديم أولمحة عن السوق المالي السعودي

تعد الأسواق المالية العربية أسواقا ناشة ، نظرا إلى إمكانيات النموالاقتصادي الكبيرة المتاحة للدول العربية وتعتبر السوق المالية السعودية التي تعرف باسم" تداول" أهم سوق على مستوى الدول العربية جميعها ذلك لأنها اكبر السواق المالية في العالم العربي من حيث القيمة السوقية حيث تمثل السوق السعودية وحدها ثلث قيمة رؤوس أموال السواق العربية مجتمعة قد بلغت السوق أوجها خلال الفترة من 2003 إلى بداية عام 2006 ، عندما وصلت قيمتها السوقية إلى 834 مليون دولار .

والجدير بالذكر ان بورصة "تداول" على درجة عالية من التطور التكنولوجي ، إذ أنها بدأت تعمل كأول سوق الكترونية كاملة في العالم العبي في التسعينات ،وتشمل عملياتها الالكترونية التداول والمقاصة والتسوية والإيداع ومن خلا هذا المبحث سيتم التعرف أكثر عل هذا السوق مع الإشارة إلى أهدافه وخصائصه .

المطلب 01 نشأة السوق المالي السعودي (التعريف ، الأهداف ، الخصائص).

المطلب 02 المؤشر العام للسوق المالي السعودي .

المطلب الأول : نشأة السوق المالي السعودي

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودي الى عام 1932 حيث أنشئت أول شركة مساهمة ي المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات وتوالى فيما بعد إنشاء شكات أخر خصوصا في السبعينات و تزايدت أعداد هذه الشركات ،ومع تطور عدد الشركات المساهمة نشا سوق غير رسمي للأسهم من خلا 32 مكتب ووساطة أسهم لم تكن خاضعة لقوانين ونظم وكان عدد الشركات المساهمة التي يجري تداول أسهمها في السوق 40 شركة بحجم رؤوس أموال مستثمرة 35 مليار ريال سعودي ،ولقد وضعت بعض الأنظمة والقواعد التي تحكم وتراقب سير عمليات التداول أقرته في 1984 .[64]

مرت السوق المالية السعودية بعدد من المحطات الرئيسية التي ساهمت في تطور مشاريعها والخبرة اللازمة لإدارة هدا النوع من المشاريع تطوير أنظمة التداول الآلية حيث يعمل السوق حاليا بأنظمة تداول (T+0) وهو نظام تداول يشير إلى نظام التسوية الفورية في عمليات البيع والشراء في الأسواق المالية، تعني الحرف "T" يوم التداول الفعلي أي يوم إجراء الصفقة والحرف "0" يوم التسوية الفورية ، يعتمد على التقنية وشبكات الاتصال والتي نوجزها في المراحل التالية :[65]

1_المرحلة الأولى : تم في عام 1990 ESIS ثم أضيف تحديث يعني بنشر الشركات قوائمها المالية وفي عام 1994 فترة تداول ثانية وتم احتساب مؤشر السوق أسبوعيا .

2_المرحلة الثانية : 1997 حتى عام 2000 أيضا دمج أنظمة التسويات ونقل الملكية في منصة واحدة .

3_المرحلة الثالثة : في عام 2001 تم تطوير جميع الأنظمة بالتعاون مع شركة EFA إطلاق نظام التداول الآلي HORIZON من+T إلى T+1 بتطبيقات الحسابات الاستثمارية وفي هذه المرحلة تحديدا البنوك أنظمتها وبدا التداول في البنوك من خلال شبكة الانترنت والهاتف المصرفي وأجهزة الصراف الآلي .

4_المرحلة الرابعة : في عام 2007 أطلقت السوق المالية السعودية وبالتعاون مع الشركة الرادة ي عالم البرمجيات OMXوذلك تحسبا لزيادة وارتفاع معدلات العمليات اليومية والرغبة في الإدراج

[64]حفيظ الياس و اخرون ، اختبار فرضية الشكل الضعيف لكفاءة الأسواق المالية –دراسة حالة السوق المالي السعودي، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد12،العدد01،المركز الجامعي البيض، الجزائر، 2022،ص51.

[65] ربيع بوصبيع العايش، اثر استخدام استراتيجيات الخيارات المالية في تغطية مخاطر المحافظ المالية، اق،ت،و ع،ت،جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر،2017–2018،ص172.

5_ المرحلة الخامسة : مواكبة التطور السريع في الأنظمة والبرامج وتطبيق التقنيات الحديثة وتسخيرها لخدمة القطاع وضمن مساعي السوق المالية الحديثة لاستخدام احدث حلول التقنية التي ساعدها على تقديم الخدمات والمنتجات المالية للأسواق والمتعاملين فيها وقعت السوق المالية في اواخر العام 2013 NASDAQ العالمية والرائدة في البرمجيات .

الفرع الأول : تعريف السوق المالي السعودي

يعرف السوق المالي السعودي عل انه الإطار الذي يتم فيه الجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط تتوفر قنوات اتصال فعالة، وتعد السوق المالية السعودية "تداول" الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها.[66]

يتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية "تداول" من تسعة أعضاء يتم تعيننهم بقرار من مجلس الوزراء وترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالية وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل من وزارة التجارة والصناعة وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودي وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين عن الشركات المساهمة المدرجة وتكون مدة عضوية مجلس إدارة الشركة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واجدة وأكثر.[67]

[66]كريمة بن عيشة، دور هيكل راس المال في خلق القيمة للمؤسسة الاقتصادية، دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، كلية العلوم الاق وت و ع ت،جامعة الصديق يحيى ، جيجل، الجزائر،2021–2022، ص179.

[67] سميحة بن محياوي، دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، تجارة دولية، جامعة خيضر محمد بسكرة، الجزائر،2014–2015.ص86.

الفرع الثاني أهداف السوق المالي السعودي

تتمثل الأهداف الرئيسية للسوق المالي السعودي "تداول" والتي تسعى من خلالها إلى تحقيق رؤيتها فيما يلي :[68]

أولا : إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية من خلال :

- –إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية
- ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق
- –دعم الجهود الهادفة لرفع مستوي الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين
- تطوير إمكانيات وقدرات السوق
- ثانيا : تحقيق عوائد مالية مجزية للسوق ومساهميها من خلال :
- –توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكاريه
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين العالميين للمشاركة في السوق
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق

الفرع الثالث : خصائص السوق المالي السعودي

- تتميز سوق الأسهم السعودية بحداثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية أو اليابان ، كذلك تتصف بقلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير، ويعد حجم المعاملات في السوق محدودا نسبيا بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق ، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم ،وتؤثر جملة من العوامل والمتغيرات في أسعار الأسهم المتداولة في السوق من ضمنها الأوضاع الاقتصادية المحلية ومشكلات التضخم والبطالة ، كذلك تؤثر على ربحية الشركات المساهمة والتطورات الجارية في أسواق الأسهم العالمية ، إضافة إلىالسياسات الاقتصادية المحلية التي تتبعها الدولة من ناحية الصرف والإنفاق الحكومي والسيولة المتداولة في الاقتصاد.[69]

[68] جياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاد قرار الاستثمار في الأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014،2015، ص146.

[69] حسام مسعودي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2011–2012، ص106.

المطلب02: المؤشر العام للسوق المالي السعودي

سعت الملكة جامدة لتطوير السوق المالي من أجل أن يواكب الأسواق المالية في الدول المتقدمة وذلك من خلال تحسين سياستها الاقتصادية وتوفير الظروف اللازمة للاستقطاب المستمرين، وسنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على المؤشر العام لسوق المالي السعودي وأهم خصائصه.

القرع 1 : تعريف مؤشر TASI

TASI اسمه مؤلف من الأحرف الأولى إسم المؤشر باللغة الإنجليزية (Tadawial all share Index يقيس في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوما بالقيمة السوقية للسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم من بدأ إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك إبتداء من 28 فيفري 1985 حيث كان يعرف سابقا برسم مؤشر المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية يعكس هذا المؤشر نشاط سوق الأسهم وازدهارها وهوبالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصا فيما يتعلق . وتوفير السيولة المالية لدى المستثمرين ، وتلقى هذا المؤشر إهتمام كبير لمتابعة تطوره من قبل المحليين الماليين داخل المملكة أوخارجها وتتم متابعته ونشره بشكل واسع محليا ودوليا . [70]

الفرع :02 كيفية حساب المؤشر

يتم حساب المؤشر في أي يوم ، أو وقت معين عن طريق تعديل قيمة السهم في يوم سابق) أو وقت سابق بواسطة التغيير في القيمة السوقية الشركات المتداولة في السوق، وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر تعطى بالعلاقة التالية : .[71]

المؤشر (في وقت ما)= قيمة السوق عند هذا الوقت / قيمة السوق في وقت سابق x المؤشر في الوقت السابق .

-حيث : قيمة السوق = مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق.

القيمة السوقية لإحدى الشركات =(عدد الأسهم المصدرة للشركة) x (سعر السهم)

[70] سامي خيضر و عمار شهاب أحمد، دور تكتولوجيا المعلومات والاتصالات في تنشيط إستعمار المحفظي بالتطبيق في السوق المالي السعودي ، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية مجلد1، العدد 37 كلية الإدارة لواط والاقتصاد 2017 ص 195

[71] حوحو فطوم، سياسة تفعيل الأوراق المالية العربية دراسة حالة السوق المالي السعودي رسالة لنيل شهادة الدكتوراه ، كلية العلوم اقت، وع ،ت، جامعة محمد خيضر بسكرة ،الجزائر 2014 / 2015، ص2015.

الفرع 03 : خصائص مؤشر الاسوق المالي السعودي

- يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعودا وهبوطا . من يوم لأخر كما يعكس عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة لانتعاش أو الركود الاقتصادي المالي المتوقع وثقة المستثمرين في السوق وعوامل آخرى
- يسمح معادلة المؤشر بتكييفه في حالة تغير تركيبة السوق أوالأسهم مثل دخول أو خروج إحدى الشركات من السوق .
- لا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتداولة كمية الأسهم المتداولة بشكل عام أو حجم التنفيد اليومي.[72]

المبحث02: لمحة حول المحافظ محل الدراسة

وافقت مؤسسة النقد العربي السعودي على تأسيس المحافظ بالخطاب رقم 20740 م آپ 6790 بتاريخ 21 مارس 2001 بدأت المحافظ نشاطها بتاريخ 10 جوان 2001 وهي محافظ مالية مكونة من مجموعة صناديق قدا ر بموجب اتفاقية بين الرياض المالية والمستمرين بالمحافظ وتعتبر إدارة المحافظ مسؤولية مدير المحافظ وبموجب إتفاقية المحافظ يجوز للمدير تعويض أو إسناد واجباته إلى واحدة أو أكثر من المؤسسات المالية داخل المملكة العربية السعودية أوخارجها وفي تعامله مع مالكي الوحدات (المستمرين بالمحافظ) ينظر مدير المحافظ إلى المحافظ بإعتبارها وحدة محاسبية مستقلة. وبناءا على ذلك يقوم المدير بإعداد قوائم مالية منفصلة للمحافظة كما تخضع المحافظ للائحة صناديق الاستشعار الصادرة عن هيئة السوق المالية بتاريخ 24 ديسمبر 2000 والتي تم تعديلها في 23 ماي 2016 ، والتي تنص على المتطلبات التي يتعين على جميع المحافظ الإستثمارية في المملكة العربية السعودية با عما . ومن خلال هذا المبحث سنتعرف على المحافظ المتواجدة في السوق المالي السعودي التى ستكون محل دراستنا والمتمثلة فى محفظة المقدام والهادئ ، الشامخ والشجا ع .

المطلب الأول : محفظة المقدام

لقد استطاعت محافظ الأوراق المالية تحقيق إنجازات وتطورات كبيرة ومتتالية في السوق المالي السعودي وقد طرحت العديد من المحافظ التي طرقت إستحسانا في السوق ومن بينما محفظة المقدام التي سنتطرق إليها من خلال هذا المطلب بالإشارة إلى أهدافها ومجالات"وطبيعة إستثمارها.

[72] حوحو فطوم مرجع سبق ذكره،ص2015.

الفرع الأول: تعريف محفظة المقدام.

أنشأت هذه المحفظة في 10 جوان 2001 من قبل شركة الرياض المالية ضنت ضمن الصناديق القابضة، عملته الريال السعودي، يهدف إلى نمو رأس المال المستمر على المدى الطويل في ظل مخاطر عالية.[73]

الفرع الثاني: أهداف محفظة المقدام.

تهدف هذه المحطة إلى الأهداف التالية :[74]

- المحافظة على رأس المال مع تعرض محدود للتقلبات في الأسهم.
- السيولة العالية.
- تخفيض التكاليف

التنويع النشيط والمدار بكفاءة

[73] الرياض المالية :https://wwwrijad capital.com /ar/ assert_management / public - Funds-Of-Funds

[74] الموقع الرسمي للرياض المالية.https://www.riyadcapital.com/ar/assert_management /public_funds.of.funds

الفرع03 : مجالات وطبيعة استثمار المحفظة المقدام .

تستمر هذه المحفظة الغالبية العظمى من أصولها بنسبة 90% في مجموعة من صناديق الاسهم المحلية والعالمية وصناديق التطوير العقاري وصناديق الملكية الخاصة وتستمر الجزء المتبقي المتمثل في هدا من أصولها في صناديق الدخل الثابت كصناديق السندات والصكوك والعقار والتوريقوالصناديق المتدنية المخاطر ط صناديق أسواق النقد والمرابحة.[75]

الجدول (02) حول استشار محفظة المقدام

	حد ادنى	جد اعلى
الصناديق متدنية المخاطر	20%	بدون
صناديق الدخل الثابت	20%	بدون
الصناديق عالية المخاطر	25%	بدون

المصدر: الموقع الرسمي للرياض المالية

.https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-alshujaa-fund

المطلب02 : محفظة الهادئ (المتحفظ) .

عندما تشير الى محفظة المتحفظ فإنها تعني عادة محفظة إستثمارية بمستوى عالي من الحدر والإحتياط

الفرع 01 : تعريف محفظة الهادي (المتحفظ)

هي محفظة استثمارية تهدف إلى تحقيق توازن بين الدخل والنمو والحفاظ على مستوى معقول من المخاطر تعتمد هذه المحفظة على تنويع الاستثمارات في مجموعة متنوعة من الأصول المالية مثل الاسم والسندات، وتعتبر مخففة الهادئ خيارًا شائعا للمستثمرين الدين يبحثون عن توازن بين العائد والمخاطر..[76]

[75]موقع الرياض المالية ،

https://www.riyadcapital.com/ar/asset funds/funds-management/public-of-funds/riyad-aljarei-fund،22/22/1212،22:92

[76]https://www.riyadcapital.com lar lasset – mangement / publicFunds / Funds – of– funds / riyad_almutahaseth_ Fund17:25.2023/06/17

المطلب 03 : محفظة الشامخ (الجرئى)

تصنف ضمن المحافظ المالية المكونة من مجموعة صناديق تدار بموجب إتفاقية بين الرياض المالية والمستثمرين بالمحافظ.

الفرع 01 : تعريف محفظة الشامخ (الجرئي)

هي نوع من أنواع المحافظ الاستثمارية التي تعتبر عالية المخاطر وتستهدف العائدات العالية على المدى الطويل، تشمل هذه المحفظة استثمارات قوية في الأصول ذات المخاطر العالية مثل الأسهم الناشئة والسلع و العقارات ، وتناسب عادة محفظة الشامخ المستمرين الدين يمتلكون رغبة قوية في تحقيق العائدات العالية ولديهم القدرة على تحقيق المخاطر المرتفعة.[77]

الفرع 02 : أهداف محفظة الشامخ (الجرئى)

تمثلت أهدافها في :[78]

- تنمية رأس المال
- السيولة العالية
- تخفيض التكاليف
- التنويع الشط والمدار بكفاءة

الفرع03: مجالات وطبيعة استثمارمحفظة الشامخ.

تستمر هذه المحفظة الغالبية العظمى من أصولها بنسبة90% في مجموعة من صناديق الأسهم المحلية والعالمية وصناديق التطوير العقاري وصناديق الملكية الخاصة وتستمر جزء المتبقي المتمثل في 10% من أصولها في مجموعة صناديق الدخل الثابت كصناديق السندات والصكوك والعقار والتوريق والصناديق المتدينه المخاطر كصناديق أسواق النقد والمرابحة . [79]

---

[77]الموقع الرسمي للرياض الماليةالتقرير السنوي

https://www.riyadcapital.com/ar/assert_management /public_funds.of.funds.17:25.2023/06/17

[78]https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-almutawazen-fund

[79]الموقع الرسمي للرياض المالية، https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-almutahafedh-fund

الجدول (03): حدود إستثمار الشامخ (الجرئي)

	حد ادنى	جد اعلى
الصناديق متدنية المخاطر	بدون	بدون
صناديق الدخل الثابت	بدون	بدون
الصناديق عالية المخاطر	70%	بدون

المصدر :الموقع الرسمي للرياض المالية

.https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-alshujaa-fund

المطلب04 : محفظة الشجاع

تشير إلى محفظة استثمارية بمستوى عالي من الجرأة و المخاطر

الفرع01: تعريف محفظة الشجاع[80]

أنشأت في 10 جوان 2001 من قبل شركة الرياض المالية هدفها تحقيق عائدات مرتفعة على المدى الطويل على الرغم من أنها تتعرض لتقلبات وخسائر كبيرة في فترات سوق غير مستقرة ، تعتمد محفظة الشجاع على الاستفادة من القرض الاستثمارية العالية وتحقيق نمو قوي للمحافظ.

الفرع02: أهداف محفظة الشجاع[81]

- تنمية رأس المال والمحافظة عليه
- السيولة العالية
- تخفيض التكاليف
- التنويع النشط والمدار بكفائة

الفرع :03 : مجالات وطبيعة استثمار الشجاع

تستثمر مده المحفظة أصولها بشكل رئيسي بنسبة 40% في صناديق عالية المخاطر كصناديق الأسهم المحلية والإقليمية والدولية وصناديق التطوير العقاري وصناديق الملكية الخاصة وجزء من أصولها يستثمر

[80] الموقع الرسمي للرياض المالية محفظة الرياض الشجاع
https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-alshujaa-fund

[81] الموقع الرسمي للرياض المالية، https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-alshujaa-fund

بنسبة 30% في صناديق الدخل الثابت صناديق الصكوك والعقار والتوريق والصناديق المنتدنية المخاطر كصناديق أسواق النقد والمرابحة[82].

الجدول رقم (04): **حدود إستثمار الشجاع**

	حد ادنى	جد اعلى
الصناديق متدنية المخاطر	بدون	بدون
صناديق الدخل الثابت	بدون	بدون
الصناديق عالية المخاطر	50%	بدون

المصدر: الموقع الرسمي للرياض المالية

.https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-alshujaa-fund

[82]الموقع الرسمي للرياض المالية، https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-alshujaa-fund.

المبحث الثالث: اختبار كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف

في هذا الجزء من البحث سنقوم بإجراء مجموعة من الاختبارات وهي: اختبارات التوزيع الطبيعي، اختبار استقرارية سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي، اختبار الارتباط الذاتي، اختبار الاستقلالية، ثم بعد ذلك نقوم بإجراء اختبار أثر ARCH، للتأكد من خطية العلاقة.

. البيانات المستخدمة لاختبار كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف، تم الحصول عليها من قاعدة بيانات صندوق النقد العربي واتحاد البورصات العربية.

. البيانات المستخدمة تغطي الفترة(2014/01/01 ـ 2020/12/31).

. يتم عادة احتساب العوائد اليومية للأسواق المالية، من خلال الصيغة التالية:

$$R_t = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1} \times 100$$

حيث أن:

R_t:عوائد الأسهم في اليوم t

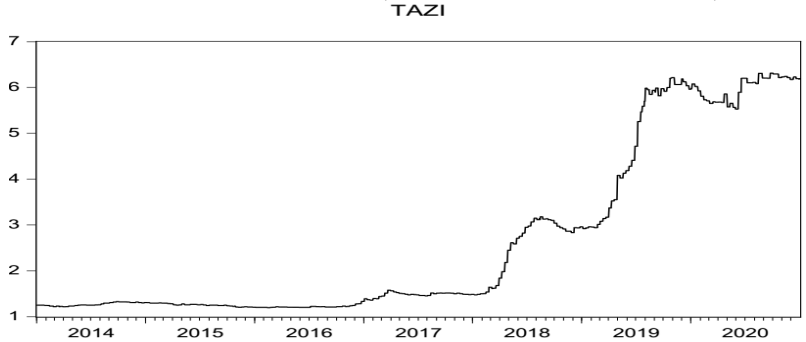
P_t: مؤشر أسعار الأسهم للفترة t

P_{t-1}: مؤشر أسعار الأسهم للفترة t−1

1. الرسم البياني:

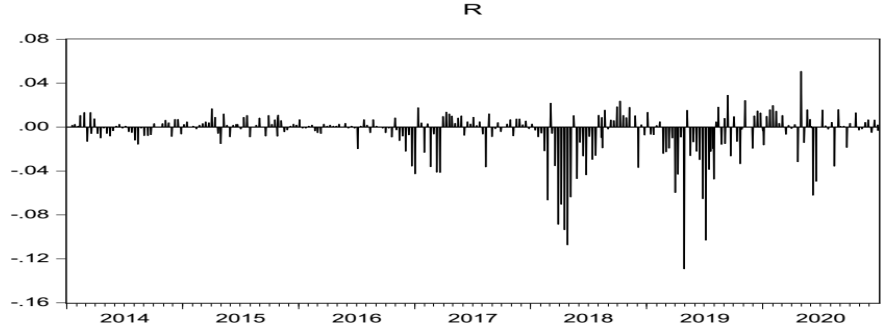
من خلال الشكل رقم 1، نلاحظ أن سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي غير مستقرة، على العكس من ذلك نجد بأن سلسلة عوائد السوق المالي السعودي مقارنة بها، في وضعية استقرار أفضل. كما يوضحه الشكل رقم 2.

الشكل رقم 1: الرسم البياني لسلسلة مؤشر السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة.



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج EVIEWS10

الشكل رقم 2: الرسم البياني لسلسلة عوائد السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة

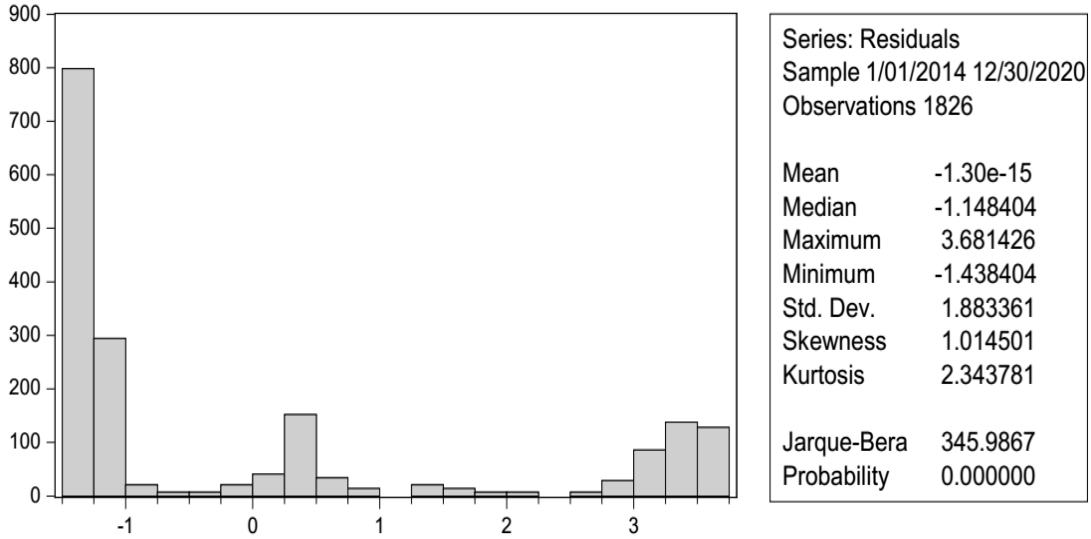


المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج EVIEWS10

المطلب الاول: اختبار التوزيع الطبيعي على سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي:

إن التوزيع الطبيعي لعوائد الأسهم ذو أهمية كبيرة في نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية، فالتوزيع الطبيعي لعوائد الأسهم يعتبر شرطا من شروط السير العشوائي. سنقوم بتطبيق الاختبار المعلمي للتوزيع الطبيعي، وهم: Skewness، Kurtosis، Jarque–Berra. والشكل البياني التالي يوضح طبيعة هذه الاختبارات:

الشكل رقم 3: اختبارات التوزيع الطبيعي



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج EVIEWS10

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن معامل Skewness موجب، بمعنى أن التوزيع ملتوي نحو اليمين، وبالتالي نرفض فرضية العدم القائلة بأن هناك تناظر طبيعي، ومنه يكون توزيع سلسلة عوائد مؤشر السوق المالي السعودي غير متناظر. كذلك بمأن معامل Kurtosis أقل من 3 فإن التوزيع غير مفلطح التجانف، وبالتالي نقبل فرضية التسطح الطبيعي للسلسلة. إحصائية Jarque–Bera، تؤكد لنا فيما إذا كانت السلسلة تحمل خصائص التوزيع الطبيعي أولا، وبمأن احتمال إحصائية Jarque–Bera أقل من 5%، فإننا نقبل الفرض البديل القائل بأن التوزيع غير طبيعي، وبالتالي السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهوما ينفي فرضية السير العشوائي.

المطلب الثاني: اختبار ديكي ـ فولر الموسع (ADF):

يتم استخدام اختبار جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية محلال دراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أملا. وسوف تعتمد هذه الدراسة على اختبار فرضية العدم (ADF)ديكيفولر الموسع القائلة بوجود جذر الوحدة أي عدم استقرار السلاسل الزمنية.

نتائج اختبارات جذر الوحدة لسلسلة مؤشر السوق المالي السعودي (TAZI)، أبرزت بأن سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي غير ساكنة، إذ كانت الإحصائية المحتسبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الحرجة عند المستوى (5%)، والجدول رقم 1 يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) لسلسلة مؤشر لسلسلة مؤشر السوق المالي السعودي:

الجدول رقم (05):نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) لسلسلة مؤشر السوق المالي السعودي (TAZI)

ADF	قيمة t المحسوبة في المستوي(0)I	قيمة t الجدولية عند مستوى 5%	الاحتمال Prob
النموذج الأول بوجود ثابت	0,694940	−2,862932	0,9921
النموذج الثاني بوجود ثابت واتجاه عام	−1,293517	−3,412292	0,8318
النموذج الثالث بدون ثابت ولا اتجاه عام	2,147541	−1,940999	0,9928

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على برنامج EVIEWS10

ظهور جذر الوحدة يدعم فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، حيث أن ظهوره هو شرط ضروري، ولكنه غير كافي للسير العشوائي، ولذلكفإن هنا كحاجة إلى إجراء اختبارات أكثر تحديداً من ذلك.

المطلب الثالث: اختبار السير العشوائي باستخدام دالة الارتباط الذاتي:

تكون السلسلة مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط الذاتي Pk معدومة أي تقع داخل مجال ثقتها، من أجل كل قيمة لـ: k أكبر من الصفر، ويمكن من خلال الشكل الآتي إبراز دالة الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية لسلسلة الدراسة:

الشكل رقم 4: دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر السوق المالي السعودي

Correlogram of TAZI

Date: 06/23/23 Time: 15:15
Sample: 1/01/2014 12/30/2020
Included observations: 1826

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.999	0.999	1824.3	0.000
		2	0.997	0.004	3645.0	0.000
		3	0.996	-0.005	5462.0	0.000
		4	0.995	-0.001	7275.4	0.000
		5	0.994	-0.002	9085.0	0.000
		6	0.992	-0.001	10891.	0.000
		7	0.991	-0.001	12693.	0.000
		8	0.990	-0.035	14492.	0.000
		9	0.988	-0.001	16286.	0.000
		10	0.987	-0.009	18076.	0.000
		11	0.985	0.001	19862.	0.000
		12	0.984	-0.006	21644.	0.000
		13	0.983	0.000	23422.	0.000
		14	0.981	-0.001	25196.	0.000
		15	0.980	-0.030	26965.	0.000
		16	0.978	0.006	28731.	0.000
		17	0.977	0.003	30491.	0.000
		18	0.975	-0.001	32248.	0.000
		19	0.974	-0.011	34000.	0.000
		20	0.972	-0.001	35748.	0.000
		21	0.971	-0.007	37492.	0.000
		22	0.969	-0.016	39231.	0.000
		23	0.968	-0.001	40965.	0.000
		24	0.966	-0.010	42695.	0.000
		25	0.965	-0.002	44420.	0.000
		26	0.963	-0.009	46140.	0.000
		27	0.962	-0.001	47855.	0.000
		28	0.960	0.003	49566.	0.000
		29	0.958	-0.013	51272.	0.000
		30	0.957	-0.001	52973.	0.000
		31	0.955	-0.006	54670.	0.000
		32	0.953	0.000	56361.	0.000
		33	0.952	-0.000	58048.	0.000
		34	0.950	-0.000	59729.	0.000
		35	0.949	-0.004	61406.	0.000
		36	0.947	-0.014	63078.	0.000

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج EVIEWS10

نلاحظ من الشكل أعلاه لدالة الارتباط الذاتي، أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K كلها معنوية وتختلف عن الصفر، إلا أننا سوف نلجأ إلى اختبار Ljung-Box، لتأكيد نتائج الشكل أونفيها، كما يلي:

يستعمل اختبار Ljung-Box لدراسة المعنوية الكلية لدالة الارتباط الذاتي، حيث أن أخر قيمة في عمود Q-Stat تمثل إحصائية Ljung-Boxوعليه فإن:

$$Q - Stat = 63078 > 1.96$$

نرفض فرضية العدم القائلة بأن كل معاملات دالة الارتباط الذاتي مساوية للصفر، ونقبل الفرضية البديلة القائلة بأن معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر، وبالتالي فإن سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي غير مستقرة. وهذه النتيجة تدعم السير العشوائي لسلسة مؤشر السوق المالي السعودي ولكنها غير كافية.

المطلب الرابع: اختبار BDS للاستقلالية:

إذا كانت إحصائية BDS أكبر تماما من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي، عند مستوى معنوية α فإننا نرفض فرضية الاستقلالية H_0ومنه تكون السلسلة ذات بين ارتباط. والجدول الآتي يبين نتائج الاختبار على السلسلة محل الدراسة:

الجدول رقم (06): نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي

BDS Test for TAZI
Date: 06/23/23 Time: 15:01
Sample: 1/01/2014 12/30/2020
Included observations: 1826

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.209892	0.002070	101.4080	0.0000
3	0.355528	0.003253	109.2817	0.0000
4	0.456642	0.003832	119.1669	0.0000
5	0.526878	0.003951	133.3623	0.0000
6	0.575671	0.003769	152.7458	0.0000

Raw epsilon	3.022312		
Pairs within epsilon	2322072.	V-Statistic	0.696425
Triples within epsilon	3.22E+09	V-Statistic	0.529218

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	1157332.	0.695345	1159661.	0.696744	0.485452
3	1154605.	0.694468	1159193.	0.697227	0.338940
4	1151927.	0.693617	1158726.	0.697711	0.236975
5	1149298.	0.692794	1158260.	0.698197	0.165916
6	1146718.	0.691999	1157795.	0.698683	0.116327

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج EVIEWS10

من خلال نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي، نلاحظ أن قيم السلسلة تتميز بارتباط غير خطي، باعتبار أنه من أجل البعد Embedding Dimension، $m = 2, 3 \dots \dots 6$ إحصائية BDS$(Z - Stat)$ أكبر تماما من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوية 5%، بمعنى أن قيم سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي غير مستقلة وغير متماثلة التوزيع، أي أننا نرفض الفرضية العدمية القائلة بأن قيم سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة، ونقبل الفرضية البديلة القائلة بأن قيم سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي غير مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة. وهذا ما ينفي فرضية السير العشوائي لسلسة مؤشر السوق المالي السعودي.

المطلب الخامس: اختبار تجانس تباين الخطأ للبواقي (اختبار أثر (ARCH):

يتضح من خلال الجدول رقم 3 نتائج اختبار أثر ARCH، ونجد بأن القيمة الاحتمالية المقابلة لقيمة إحصائية F المحسوبة أصغر من 0,05، وعليه نرفض فرضية العدم ونستنتج وجود أثر ARCH في سلسلة البواقي عند مستوى معنوية 95%، ما يبين لنا بأن تباين سلسلة عوائد مؤشر السوق المالي السعودي غير ثابت عبر الزمن.

الجدول رقم (07): نتائج اختبار أثر ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1223491.	Prob. F(1,1823)	0.0000
Obs*R-squared	1822.285	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/23/23 Time: 15:19
Sample (adjusted): 1/02/2014 12/30/2020
Included observations: 1825 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003876	0.004903	0.790441	0.4294
RESID^2(-1)	1.000573	0.000905	1106.115	0.0000

R-squared	0.998512	Mean dependent var	3.545997
Adjusted R-squared	0.998511	S.D. dependent var	4.111618
S.E. of regression	0.158636	Akaike info criterion	-0.843315
Sum squared resid	45.87643	Schwarz criterion	-0.837277
Log likelihood	771.5249	Hannan-Quinn criter.	-0.841088
F-statistic	1223491.	Durbin-Watson stat	2.010710
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج EVIEWS10

من خلال الاختبارات السابقة نجد بأن سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي، رغم أخلها ببعض شروط العلاقة الخطية (فقيم سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي غير مستقلة وغير متماثلة التوزيع، كم أن سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي لا تتبع التوزيع الطبيعي، كما أن تباين سلسلة عوائد مؤشر السوق المالي السعودي غير ثابت عبر الزمن). إلا أن اختبار ديكي فوللر الموسع بين لنا وجود جذر الوحدة في سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي، حيث أن ظهوره هو شرط ضروري يدعم فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف. كما أن دالة الارتباط الذاتي قد بينت لنا بأن معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر، وبالتالي فإن سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي غير مستقرة، وهذه النتيجة تدعم السير العشوائي لسلسة مؤشر السوق المالي السعودي وهو شرط ضروري أيضا.

ومن خلال ما سبق نستنتج بأن السوق المالي السعودي كفئ عند المستوى الضعيف (سلسلة مؤشر السوق المالي السعودي تتبع السير العشوائي).

المبحث الرابع قياس أداء المحافظ الاستثمارية للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2015-2019)

يهدف المستثمرين من أي عملية استثمارية الحصول على عائد مرتفع مقابل تحمله مستوى معين من المخاطر ولكن العائد المرتفع لا يعبر دائما عن الأداء الجيد للاستثمار لأنه قد يترتب عليه مخاطر اكبر لدلك عند قياس آدا الاستثمار معين يجب مراعاة مؤشر الأداء والمخاطرة فادا كان معدل العائد أعلى من عائد السوق فان إدارة المحفظة سوف تكون أعلى من إدارة محفظة السوق أو توازنها والعكس صحيح .

المطلب الأول عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية قيد الدراسة

عائد المحافظ الاستثمارية يتأثر بعدة عوامل بما في دلك تركيبة الأصول في المحفظة وأداء هده الأصول على مر الزمان عادة ما يتوقع أن المحافظ الاستثمارية التي تحتوي على أصول ذات عائدات أعلى مثل الأسهم تكون لها عائدات أعلى المدى الطويل ولكن مع دلك تكون أيضا أكثر عرضة للتقلبات والمخاطر والجدول التالي يوضح عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي

الجدول رقم (08):عوائد ومخاطر المحافظ محل الدراسة

	الجرئ	المتوازن	المتحفظ	الشجاع	السوق
	عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	عوائد المحفظة
2015	%-3.37	%-2.52	%0.04	%-4.64	%-17.06
2016	%2.35	%2.18	%1.52	%1.35	%4.76
2017	%15.52	%11.22	%2.91	%13.42	%-0.54
2018	%-11.28	%-2.66	%1.99	%-4.82	%8.69
2019	%17.58	%9.72	%2.73	%13.61	%6.62
متوسط العائد	**0.046**	**0.358**	**0.0183**	**0.0377**	**0.0049**
الانحراف المعياري $\delta p = \sqrt{\frac{(Rpi - \overline{Rp})^2}{n}}$	**0.1108**	**0.059**	**0.0503**	**0.082**	**0.0929**
العائد الخالي من المخاطر	**0.0278**				

المصدر : من إعداد الطالبة, بالاعتماد على التقارير السنوية للمحافظ

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن:

محفظة الشامخ(الجريء) تنطوي عل مخاطر مرتفعة و هذا ما يبرره الانحراف المعياري المقدر ب11.08**%** و هي المحفظة الوحيدة التي سجلت مخاطر أكبر من مخاطر السوق، تليها محفظة الشجاع 8.2**%** لأن النسبة المستثمرة في السهم مقدرة ب **%**70 مقارنة ب 3**%** في أسواق النقد ذات المخاطر الأقل ثم محفظة المقدام بنسبة مخاطرة 3.58**%**، حيث في هذه المحفظة يتم توزيع نسبة الاستثمار بالتساوي بين الأسهم ذات المخاطر المرتفعة و أسواق النقد ذات المخاطر المنخفضة في حين أن نسبة المخاطرة في محفظة الهادئ هي نسبة منخفضة مقدرة ب **%**1.83 وهذا راجع إلى النسبة المستثمرة في الأسهم تقدر ب **%**10 و 90**%** في أسواق النقد

المطلب الثاني : تقييم أداء المحافظ الاستثمارية محل الدراسة

إن للحكم على مدى جودة المحفظة لابد من القيام بإجراءات ، وبعد التحليل اللازم للعائد والمخاطرة باعتبارهما أساس تقييم المحفظة سنقوم باستخدام مقاييس الأداء التي تعد من الضروري استخدامها ،وفي هدا المطلب سنطبق مؤشر شارب لتقييم أداء كل من محفظة الشامخ، الهادئ،المقدام وشارب المتواجدة في السوق المالي السعودي لكل سنة من فترة الدراسة .

الفرع الأول : حساب مؤشر شارب للمحافظ محل الدراسة لكل سنة خلال الفترة (2015-2019).

الجدول (09): حساب مؤشر شارب للمحافظ لكل سنة

	S محفظة الجريء	S محفظة االمتوازن	S محفظة المتحفظ	S محفظة الشجاع	Sm محفظة السوق
2015	-1.83	-1.941	-3.42	-1.97	-0.0040
2016	-0.614	-1	-1.62	-1.43	0.0040
2017	2.54	2.81	0.32	2.47	-6.77
2018	-2.34	-0.31	-0.98	-2	12.061
2019	2.46	3.47	-0.01	2.70	7.836

- المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (08).

الفرع الثاني : حساب نسبة مؤشر شارب للمحافظ محل الدراسة

الجدول(10): حساب مؤشر شارب للمحافظ محل الدراسة

المحافظ	مؤشر شارب
محفظة الجريء	0.04
محفظة المتوازن	0.63
محفظة المتحفظ	-0.37
محفظة الشجاع	-0.4
محفظة السوق	2.625

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (09)

الاستنتاج:

-سجلت كل محافظ محل الدراسة في السوق المالي السعودي أقل من عوائد المرجحة لمحفظة السوق، و من هنا يمكن القول أن كل المحافظ ضعيفة و بالتالي هي غير كفؤة لأن مؤشر شارب لها أقل من مؤشر شارب لمحفظة السوق

.

الخاتمة

الخاتمة

يعتبر موضوع المحفظة الاستثمارية تطويرا لعلم الاستثمار جاء من اجل تعبئة حاجات المستثمرين الدين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية ضد المخاطر المحتملة ، كما يعد تقييم أداء المحافظ الاستثمارية احد المنافع الرئيسية للتعرف على مدى جودة توظيف الموارد المالية للأفراد و الشركات على حد سواء و توجد العديد من الأساليب المستخدمة في قياس أداء المحافظ الاستثمارية و تجدر الإشارة إلى أن كفاءة السوق المالي آدا تحققت فقد تأخد أكثر من صيغة تبعا لطبيعة المعلومة التي تصل إلى السوق ، فالصيغة الضعيفة مثلا تعني أن سعر الورقة المالية في السوق يعكس جميع المعلومات التاريخية عن سعر السهم و حجم التعامل فيه .

و قد حاولنا من دراستنا لحالة السوق المالي السعودي بيان إذا كان السوق كفئ عند المستوى الضعيف ، و تقييم أداء المحافظ الاستثمارية المتواجدة فيه ، حيث تم الاعتماد برنامج eviews 10 ، فتوصلنا إلي النتائج التالية :

اولا نتائج الدراسة:

- نقبل الفرضية القائلة أن السوق المالي كفء عند المستوى الضعيف .
- نرفض الفرضية القائلة أن المحافظ الاستثمارية السعودية محل الدراسة لها أداء جيد و بالتالي كفؤة
- مؤشر شارب غير فعال في تحديد طبيعة أداء عوائد المحافظ الاستثمارية.
- عدم وجود أي أثر لكفاءة السوق المالي السعودي على أداء المحافظ الاستثمارية محل الدراسة ،إذا كان السوق المالي السعودي كفء عند المستوى الضعيف، إلا أن المحافظ الاستثمارية محا الدراسة لم تكن كذلك إذ كان أداؤها سيء وضعيف خلال الفترة.

ثانيا الاقتراحات :

قبل اتخاذ قرار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية لابد من تحديد و معرفة كل نوع من أنواع المخاطرة و القيام بتحليلها تحليلا دقيقا و معرفة العوامل المسببة لها ، و من ثم انتقاء أحسن الأوراق المالية المتاحة للاستثمار فيها صمن وحدة استثمارية واحدة .

على المستثمر المالي أن يحدد درجة المخاطرة التي يرغب أو هو مستعد لتحملها و كدا مستوى العائد الذي يرغب في تحقيقه .

على مدير المحفظة اتباع السياسة المتوازنة لأنها تمزج بين المغامرة و التحفظ و تسعى إلى تحقيق أرباح معقولة بمخاطر مقبولة .

ثالثا أفاق الدراسة :

القيام بدراسة المحفظة المالية من المنظور الإسلامي من حيث مكوناتها و طريقة إدارتها .

التطرق للتنويع الدولي من خلا دراسة أثره على أداء المحافظ المالية .

القيام بدراسة قياسية لنفس الموضوع .

المراجع

المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

الكتب

1. بلقالة إبراهيم، إدارة المخاطر المالية، قسم العلوم الاقتصادية، إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2012/2011.
2. سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، مقال بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2005.
3. طاهر حيدر طاهر، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص82.
4. عبد الغفار حنيفي ،بورصة الأوراق المالية ،أسهم سندات صناديق الاستثمار، بدون طبعة،الدار الجامعية للنشر،الإسكندرية،2003
5. محمد الصبرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007
6. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم، الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002/2001
7. المنجي محمد العرفاوي ، إدارة محفظة الأوراق المالية، قسم إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة المجمعة، السعودية
8. منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الطبعة الأولى،منشأة المعارف، مصر، 200
9. نبيل بوفليح، عبوربيعة، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة شعاع للدرسات الاقتصادية، المجلد 01، العدد 02، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تيسمسيلت، 2017.

- ✓ **الأطروحات والمذكرات**

أ- الأطروحات

1. بن فريحة حسام، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي الساسي، سيدي بلعباس، 2021/2020.
2. بوشامي عبد القادر، تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى، أطروحة مقدمة ضمن نيل الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية وعلوم التسيير، إدارة مالية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2022/2021
3. توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، مذكرة استكمال متطلبات الحصول على درجة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسلامية، عزة، 2015.
4. حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011
5. سامية فقير، تسير المحافظ الاستثمارية، قسم العلوم التجارية، مالية ومحاسبة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2018/2017.
6. سايغي مريم، دور المؤشرات البورصية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الألفية الثالثة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018/2017
7. سليمة حشاشي، نحو نموذج مقترح لتقييم أصول المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية علوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2018/2017.
8. سهى نبيل سنيج، تكوين محافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014.
9. شرياق رفيق، أسواق مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة 2018/2017
10. لطرش سميرة، كفاءة السوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009.

11. لورين ابرهيم القاضي، أثر كفاءة أدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، مذكرة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2016

12. مجدوب خيرة ،إدارة المخاطر المالية، إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2020/2019

13. نصر الدين بوعمامة، إدارة المحافظ الاستثمارية قسم العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية ومالية المؤسسة واقتصاد نقدي بنكي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2021/2020

✓ **المجلات**

1. إلياس خيضر الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد07، جامعة الموصل، 2011، ص313.
2. بن أعمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول انامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، المركز الجامعي عين تيموشنت، الجزائر، 2012، ص239.
3. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 03، جامعة الجزائر، 2004، ص39.
4. بوالكور نور الدين، تحليل الكفاءة السعودية لبورصة قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد 03، جامعة الشهيد حامة لخضر الوادي، الجزائر، 2017، ص187.
5. حسن إسماعيل فارس، قياس أداء محافظ الأوراق المالية بالتطبيق على سوق رأس مالي مصري، مجلة الشروق للعلوم الاقتصادية، العدد04، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، مصر، 2010، ص 164،163.
6. ربيعة عبو، أثر خطر الصرف على خصائص المحفظة الاستثمارية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 08، العدد01، جامعة حسينة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2022، ص149.

7. رشيدة بن دراوي، قويدر سنوني، تحليل الكفاءة السعودية لسوق عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 11، العدد01، جامعة تلمسان، الجزائر، 2021.
8. طلبة عادل، اختيار كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، المجلد...، العدد04، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2010، ص278-279.
9. عز الدين محمودي، عبد العالي صالحي، تطبيق برمجة الأهداف في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى، مجلة دراسات، المجلد 16، العدد 01، جامعة الأغواط ، الجزائر، 2019، ص93.
10. غراوي اعمر، تقييم كفاءة الأسواق المالية، مجلة الحقيقة، العدد026، جامعة ورقلة، الجزائر، ص34.
11. ماليك حموتان، إطار القانوني للاستثمار في الجزائر، مجلة أبحاث قانونية وسياسية، المجلد07، العدد 01، جامعة مولود معمري تيزي وزو، الجزائر، 2022، ص1222.
12. مزيود ابراهيم، بلحياني خديجة، احتكار كفاءة الأسواق المالية على مستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة، مجلة معارف، المجلد 12، العدد 22، جامعة يحيى فارس المدية، 2017، الجزائر، ص310.
13. مسلم بن سالم، قطاع الاستثمار في سلطنة عمان وأبعاده الاقتصادية، مجلة العلوم القانونية والاجتماعية، المجلد 05، العدد04، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2020، ص590
14. نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد02، 2018، ص70.

✓ **الحوليات:**

1. أحلام برحالي، زوبير عياش، أثر العائد والمخاطرة على الإشعار في الأوراق المالية، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والسياسية، العدد 02، جامعة قالمة، الجزائر، 2017، ص388.
2. أحلام برحالي، زوبير عياش، أثر القائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية، حوليات جامعة قالمة، العدد 20، جامعة العربي بن لمهيدي أم البواقي، الجزائر، 2017، ص388.

- ✓ **التقارير**

1. **هيئةالسوقالمالية،التقريرالسنوي،2015.**
2. **هيئةالسوقالمالية،التقريرالسنوي،2016.**
3. **هيئةالسوقالمالية،التقريرالسنوي،2017.**
4. **الرياضالمالية،التقريرالسنوي،2019.**

ثالثا: المواقع الالكترونية:

الرياض المالية

https://wwwrijad capital.com /ar/ assert_management / public – Funds–Of–Funds

[1]الموقع الرسمي للرياض المالية.https://www.riyadcapital.com/ar/assert_management /public_funds.of.funds

موقع الرياض المالية

https://www.riyadcapital.com/ar/asset funds/funds-management/public-of-funds/riyad-aljarei-،

22:92،22/22/1212،fund

www.riyadcapital.com lar lasset – mangement / publicFunds / Funds – of– funds / riyad_almutahaseth_ //https:

Fund17:25.2023/06/17

الموقع الرسمي للرياض الماليةالتقرير السنوي

https://www.riyadcapital.com/ar/assert_management /public_funds.of.funds.17:25.2023/06/17

https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-almutawazen-fund

الموقع الرسمي للرياض المالية،

https://www.riyadcapital.com/ar/asset–management/public–funds/funds–of–funds/riyad–almutahafedh–fund

الموقع الرسمي للرياض المالية محفظة الرياض الشجاع

https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-alshujaa-fund

الموقع الرسمي للرياض المالية

https://www.riyadcapital.com/ar/asset–management/public–funds/funds–of–funds/riyad–alshujaa–fund،

[1]الموقع الرسمي للرياض المالية،

https://www.riyadcapital.com/ar/asset–management/public–funds/funds–of–funds/riyad–alshujaa–fund

الملاحق

الملاحق

الملحقرقم01: TASI إختبار ديكي فيلر الموسع لسلسلة بيانات مؤشر السوق المالي السعودي لنموذج دوالمقطع فقط

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on TAZI

Null Hypothesis: TAZI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 14 (Automatic - based on SIC, maxlag=24)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.694940	0.9921
Test critical values:	1% level	-3.433759	
	5% level	-2.862932	
	10% level	-2.567558	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TAZI)
Method: Least Squares
Date: 06/23/23 Time: 15:29
Sample (adjusted): 1/22/2014 12/30/2020
Included observations: 1811 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TAZI(-1)	0.000273	0.000394	0.694940	0.4872
D(TAZI(-1))	-0.007130	0.023206	-0.307245	0.7587
D(TAZI(-2))	0.018315	0.023205	0.789284	0.4301
D(TAZI(-3))	-0.009243	0.023205	-0.398306	0.6905
D(TAZI(-4))	-0.003162	0.023190	-0.136364	0.8915
D(TAZI(-5))	2.09E-05	0.023185	0.000902	0.9993
D(TAZI(-6))	0.005161	0.023182	0.222640	0.8238
D(TAZI(-7))	0.230272	0.023182	9.933078	0.0000
D(TAZI(-8))	-0.003461	0.023192	-0.149233	0.8814
D(TAZI(-9))	-0.015531	0.023203	-0.669360	0.5034
D(TAZI(-10))	-0.019773	0.023206	-0.852080	0.3943
D(TAZI(-11))	0.037163	0.023210	1.601153	0.1095
D(TAZI(-12))	-0.018181	0.023226	-0.782809	0.4338
D(TAZI(-13))	-0.009578	0.023226	-0.412378	0.6801
D(TAZI(-14))	0.186274	0.023227	8.019829	0.0000
C	0.000940	0.001252	0.750940	0.4528

R-squared	0.115516	Mean dependent var	0.002734
Adjusted R-squared	0.108125	S.D. dependent var	0.032746
S.E. of regression	0.030925	Akaike info criterion	-4.105731
Sum squared resid	1.716619	Schwarz criterion	-4.057124
Log likelihood	3733.739	Hannan-Quinn criter.	-4.087794
F-statistic	15.62878	Durbin-Watson stat	1.998454
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج eviews10

الملحق رقم02: TASI إختبار ديكي فيلر الموسع لسلسلة بيانات مؤشر السوق المالي السعودي لنموذج دوالمقطع والاتجاه العام.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on TAZI

Null Hypothesis: TAZI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 14 (Automatic - based on SIC, maxlag=24)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.493517	0.8318
Test critical values:	1% level	-3.963118	
	5% level	-3.412292	
	10% level	-3.128080	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TAZI)
Method: Least Squares
Date: 06/23/23 Time: 15:29
Sample (adjusted): 1/22/2014 12/30/2020
Included observations: 1811 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TAZI(-1)	-0.001144	0.000766	-1.493517	0.1355
D(TAZI(-1))	-0.008359	0.023189	-0.360488	0.7185
D(TAZI(-2))	0.017064	0.023189	0.735873	0.4619
D(TAZI(-3))	-0.010443	0.023188	-0.450382	0.6525
D(TAZI(-4))	-0.004402	0.023174	-0.189962	0.8494
D(TAZI(-5))	-0.001223	0.023169	-0.052798	0.9579
D(TAZI(-6))	0.003919	0.023166	0.169193	0.8657
D(TAZI(-7))	0.229042	0.023166	9.887062	0.0000
D(TAZI(-8))	-0.004176	0.023170	-0.180220	0.8570
D(TAZI(-9))	-0.016266	0.023182	-0.701699	0.4830
D(TAZI(-10))	-0.020551	0.023185	-0.886407	0.3755
D(TAZI(-11))	0.036332	0.023190	1.566743	0.1174
D(TAZI(-12))	-0.018915	0.023204	-0.815153	0.4151
D(TAZI(-13))	-0.010367	0.023206	-0.446758	0.6551
D(TAZI(-14))	0.185460	0.023206	7.991835	0.0000
C	-0.000771	0.001481	-0.520593	0.6027
@TREND("1/01/2014")	5.97E-06	2.77E-06	2.156531	0.0312

R-squared	0.117803	Mean dependent var	0.002734
Adjusted R-squared	0.109935	S.D. dependent var	0.032746
S.E. of regression	0.030893	Akaike info criterion	-4.107215
Sum squared resid	1.712181	Schwarz criterion	-4.055571
Log likelihood	3736.084	Hannan-Quinn criter.	-4.088157
F-statistic	14.97244	Durbin-Watson stat	1.998342
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج eviews10

الملحق رقم03: TASI إختبار ديكي فيلر الموسع لسلسلة بيانات مؤشر السوق المالي السعودي لنموذج دون مقطع ودون إتجاه.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on TAZI

Null Hypothesis: TAZI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 14 (Automatic - based on SIC, maxlag=24)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		2.147541	0.9928
Test critical values:	1% level	-2.566240	
	5% level	-1.940999	
	10% level	-1.616582	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TAZI)
Method: Least Squares
Date: 06/23/23 Time: 15:30
Sample (adjusted): 1/22/2014 12/30/2020
Included observations: 1811 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TAZI(-1)	0.000509	0.000237	2.147541	0.0319
D(TAZI(-1))	-0.007071	0.023203	-0.304732	0.7606
D(TAZI(-2))	0.018376	0.023202	0.791985	0.4285
D(TAZI(-3))	-0.009187	0.023202	-0.395978	0.6922
D(TAZI(-4))	-0.003110	0.023187	-0.134146	0.8933
D(TAZI(-5))	7.46E-05	0.023182	0.003219	0.9974
D(TAZI(-6))	0.005215	0.023179	0.224995	0.8220
D(TAZI(-7))	0.230323	0.023179	9.936537	0.0000
D(TAZI(-8))	-0.003513	0.023189	-0.151518	0.8796
D(TAZI(-9))	-0.015595	0.023200	-0.672211	0.5015
D(TAZI(-10))	-0.019834	0.023203	-0.854817	0.3928
D(TAZI(-11))	0.037107	0.023207	1.598950	0.1100
D(TAZI(-12))	-0.018249	0.023223	-0.785850	0.4321
D(TAZI(-13))	-0.009644	0.023223	-0.415288	0.6780
D(TAZI(-14))	0.186210	0.023224	8.018095	0.0000

R-squared	0.115238	Mean dependent var	0.002734
Adjusted R-squared	0.108341	S.D. dependent var	0.032746
S.E. of regression	0.030921	Akaike info criterion	-4.106521
Sum squared resid	1.717159	Schwarz criterion	-4.060953
Log likelihood	3733.455	Hannan-Quinn criter.	-4.089705
Durbin-Watson stat	1.998417		

المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج eviews10

العوائد السنوية لمحفظة الجريء

السنوات	عوائد المحفظة
2010	%12.85
2011	%-10.46
2012	%13.38
2013	%22.17
2014	%5.26
2015	%-3.37
2016	%2.35
2017	%15.52
2018	%-11.28
2019	%17.58

المصدر: التقرير السنوي 2019 لمحفظة الجريء.

العوائد السنوية لمحفظة المتوازن

السنوات	عوائد المحفظة
2010	%09.25
2011	%-05.28
2012	%8.51
2013	%13.82
2014	%03.33
2015	%-02.52
2016	%2.18
2017	%11.22
2018	%-02.66
2019	%09.72

المصدر: التقرير السنوي 2019 لمحفظة المتوازن.

العوائد السنوية لمحفظة المتحفظ

السنوات	عوائد المحفظة
2010	%02.04
2011	%-0.65
2012	%02.24
2013	%03.16
2014	%01.15
2015	%0.04
2016	%01.52
2017	%02.91
2018	%01.99
2019	%02.73

المصدر: التقرير السنوي 2019 لمحفظة المتحفظ.

الملحق(4): العوائد السنوية لمحفظة الشجاع

السنوات	عوائد المحفظة
2010	%10.53
2011	%-07.56
2012	%11.02
2013	%17.69
2014	%04.42
2015	%-04.69
2016	%01.35
2017	%13.42
2018	%-04.82
2019	%13.61

المصدر: التقرير السنوي 2019 لمحفظة الشجاع.

العوائد السنوية لمحفظة السوق

السنوات	عوائد المحفظة
2010	%08.15
2011	%-03.07
2012	%05.98
2013	%25.50
2014	%-02.37
2015	%-17.06
2016	%04.76
2017	%-0.54
2018	%08.69
2019	%06.62
العائد الخالي من المخاطر	%02.78

المصدر: الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي، **مؤشر تاسي**.