الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمّه لخضر بالوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: بنوك

دراسة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

دراسة حالة " بورصة الكويت "

الفترة الزمنية 2012-2016

إعداد الطلبة:

- **حليلو أسامة**
- **شرفي علي**
- **حليس بوبكر**

تحت إشراف الاستاذ:

د. بشير بن عمر

لجنة المناقشة

د. احمد نصير	**أستاذ محاضر –أ– بجامعة الشهيد حمّه لخضر بالوادي**	**رئيسا**
د. محمد البشير بن عمر	**أستاذ مساعد – ب – بجامعة الشهيد حمّه لخضر بالوادي**	**مشرفا ومقررا**
أ . ربيع بوصبيع العايش	**أستاذ مساعد – أ– بجامعة الشهيد حمّه لخضر بالوادي**	**مناقشا**

السنة الجامعية: 2017/2016

شكر وعرفان

الحمد والشكر لله القائل﴿ وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَئِنْ كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ ﴾ إبراهيم الآية 07 على توفيقه وتيسيره لأمر

نتوجه بأسمى عبارات العرفان والتقدير إلى أهلنا الأعزاء الذين تعيبوا على راحتنا وتعليمينا كما نتقدموا بخالص الشكر وعظيم الامتنان إلى الأستاذ المشرف

الدكتور محمد البشير بن عمر

على دعمه المتواصل طيلة إنجاز هذه المذكرة.

كما لا ننسي الدكتور " **عقبة عبد اللاوي** " على التوجيهات السديدة

والشكر المتوصل لعمال مكتبة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير التجارية بجامعة الشهيد حمه لخضر–الوادي

وأشكر مسير" مكتبة التميز " على مساعدته لنا بالتوجيه والإرشاد حتى لمرحلة الإخراج

والشكر لكل من ساعدنا من قريب أو من بعيد

وبهذا يكون الحمد والشكر لله أولا وأخرا

الإهداء

"إلي كل من يؤمن بالله ربا و بالإسلام دينا و بالجزائر وطنا"

بكل إخلاص امنح عصارة جهدي المتواضع إلى من كانا سببا في وجود العش الذي

وفر لي كل الرعاية والحنان

وعلماني أن الأمل والحلم يتحققان بالعمل والسهر و علماني أن الألم و الأنين لا يداويهما إلا الصبر

و علماني أن جراح السنين لا تمتد مدى العمر

إلى الشمعة التي أحرقت نفسها عن طيب خاطر لتنير درب حياتي سندي الصامت، رمز الحب و منبع الحنان" أمي الغالية".

إلى مصباح أفكاري الذي ذلل لي الصعاب و أراد لي العلم و النجاح ، رمز العطاء و منبع الصبر

والثقة " أبي العزيز".

إلى من أعيش في قلوبهم ويعيشون في قلبي:

إلى إخوتي: ربي يوفقهم في دربهم .

إلى كل المعلمين و الأساتذة الذين كان لهم الفضل في تعليمي في كل مراحلي الدراسية .

إلى كل أقاربي إلى جميع أصدقائي وزملائي.

إلى كل من ساعدني لإنجاز هذا العمل المتواضع .

إلى رمز الصداقة و الإخوة التي تقاسمت معها ثمرة هذا الجهد " اسامة وبوبكر ".

علي

ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى إبراز العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وبعض أسعار الأسهم في بورصة الكويت باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، على مستوى قطاع البنوك، العقار والخدمات المالية ، حيث تم تطوير هذا النموذج باستخدام نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس التباين المعممة، واعتمدت على بيانات شهرية وقد شملت عينة الدراسة على 9 شركات مدرجة من اصل ثلاث قطاعات في بورصة الكويت ، وذلك خلال الفترة الممتدة 2016/2012

ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي للإلمام بحيثيات الجانب النظري والتطبيقي، وقد تم الاعتماد على الأساليب الاحصائية (CAPM – GARCH، ARCH) لتفسير العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم ، وقد لخصت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مخاطر المحفظة المالية والمتمثل في المخاطر النظامية وأسعار الأسهم.

الكلمات المفتاحية : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، المخاطر النظامية، بورصة الكويت ، معامل بيتا β ، نماذج ARCH و GARCH

Abstract:

This study aims to highlight the relationship between portfolio risk and some stock prices on the KSE using the capital asset pricing model at the banking sector, real estate and financial services. This model was developed using self-regression models, The study sample included 9 listed companies out of three sectors on the KSE during the period 2012-2016

In order to achieve the objectives of the study, the descriptive approach was used to understand the theoretical and practical aspects. The statistical methods were used to explain the relationship between portfolio risk and stock prices. The study concluded that there is a statistically significant relationship between the portfolio risk Systemic risk and equity prices.

Keywords: capital asset pricing model, systemic risk, KSE, beta β, ARCH and GARCH models

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات	الصفحة
اهداء	
شكر وعرفان	
الملخص	
فهرس المحتويات	I
فهرس الجداول.....	III
فهرس الأشكال.....	III
مقدمة عامة	أ-ث
الفصل الأول: مقاربة نظرية بين المحفظة المالية وأسعار الاسهم	
تمهيد	6
المبحث الأول : مخاطر المحفظة المالية ونموذج تسعير الاصول الرأسمالية	7
المطلب الأول : تعريف المحفظة المالية ووظائفها.....	7
الفرع الأول : تعريف المحفظة المالية	7
الفرع الثاني : وظائف المحفظة المالية.....	8
المطلب الثاني : انواع المحافظ المالية ومخاطرها.....	9
الفرع الاول: انواع المحافظ المالية.....	9
الفرع الثاني: مخاطر المحفظة المالية.....	10
المطلب الثالث :أسس تكوين المحفظة المالية والسياسات المتبعة للتسيير المحفظة.....	11
المطلب الرابع: اهداف وسياسات المحفظة المالية.....	13
الفرع الاول: اهداف المحفظة المالية	13
الفرع الثاني: سياسات المحفظة المالية	14
المطلب الخامس: نظرية تسعير الاصول الرأسمالية.....	15
الفرع الاول: تعريف بالنظرية	15
الفرع الثاني : ايجابيات وانتقادات الموجهة الى النظرية	16
الفرع الثالث :معامل بيتا BETA و النماذج التوسعية لنموذج تسعير الاصول الرأسمالية	17

المبحث الثاني : ماهية الاسهم ومخاطرها	20
المطلب الاول: تعريف والخصائص الأسهم	20
الفرع الاول : تعريفات الأسهم.....	20
الفرع الثاني : خصائص الاسهم	21
المطلب الثاني انواع الأسهم	21
المطالب الثالث: المخاطر والعوامل والاليات المرتبطة بالأسهم.....	23
الفرع الاول: المخاطر المرتبطة بالأسهم.....	23
الفرع الثاني : العوامل والاليات المؤثرة على اسعار الاسهم	25
الفرع الثالث : الاليات المؤثرة على اسعار الأسهم	26
المطلب الرابع: العوامل المحددة لأسعار الأسهم وتذبذباتها.....	27
الفرع الاول: العوامل الخارجية.....	27
الفرع الثاني: العوامل الداخلية و العوامل النفسية	28
خلاصة الفصل الأول.....	29
الفصل الثاني: دراسة ميدانية لسوق الكويت المالي	
تمهيد:	31
المبحث الاول: طريقة وادوات الدراسة	31
المطلب الاول: طريقة الدراسة:	31
المطلب الثاني: أدوات المستخدمة في الدراسة.....	31
الفرع الأول: الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة	34
الفرع الثاني: البرامج المستخدمة في الدراسة.....	35
المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها	36
المطلب الأول: نتائج الدراسة وتحليلها.....	36
المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة	61
خلاصة الفصل الثاني :.....	62
الخاتمة العامة	64
المراجع.....	68
الملاحق :	72

فهرس الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
الجدول رقم 1	توزيع عينة الدراسة على القطاعات	33
الجدول رقم 2	نتائج تقدير CAPMلمحافظ القطاعات وأسعار الأسهم في سوق الكويت المالي	37
الجدول رقم 3	يبين نتائج تقدير ARCH- LM	41
الجدول رقم 4	نتائج تقدير نموذج GARCH –CAPM للسوق الكويت المالي	48
الجدول رقم 5	مقارنة بين نتائج تقدير CAPMو نتائج تقدير نموذج CAPM- GARCHلسوق الكويت المالي بالنسبة لمعامل بيتا	58

فهرس الأشكال

الرقم	الشكل	الصفحة
الشكل رقم 1	يبين الارتباط الذاتي بين الأخطاء بالنسبة لقطاع البنوك في بنك بوبيان	40
الشكل رقم 2	يبين الارتباط الذاتي بين الأخطاء بالنسبة لقطاع البنوك في بنك الخليج	41
الشكل رقم 3	يبين الارتباط الذاتي بين الأخطاء بالنسبة لقطاع البنوك في بنك البرقان	44
الشكل رقم 4	يوضح التمثيل البياني لمحفظة القطاعات في سوق الكويت المالي	46
الشكل رقم 5	يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لقطاع البنوك	51
الشكل رقم 6	يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لقطاع العقار	53
الشكل رقم 7	يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لقطاع الخدمات المالية	55
الشكل رقم 8	علاقة دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي للبواقي لأسعار الأسهم الشهرية لمحفظة قطاع خدمات مالية شركة مشاريع كويتية القابضة	59

مقدمة

تمهيد:

يؤدي الاستثمار دورا هام في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية لذا فان وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقا لرؤية المستثمر وميوله ،ولعل من أهم هذا الوسائل أو أدوات هو تكوين محفظة مالية التي وضع نظريته ماركويتز سنة1956 ثم تنوله آخرون بعده بدراسة وتطوير أمثال تورنر وشارب وغيرهم

تعتبر المحفظة المالية اليوم من أهم أدوات الاستثمارية التي يلجأ إليها المستثمرين بالنظر الى الدور الذي تلعبه في تقليل المخاطر وزيادة العوائد المتوقعة،مما جعل المستثمرين يوظفون أموالهم ضمن المحافظ المالية وذلك لما توفره هذه المحافظ من مزايا لصالح المستثمر

كما تعتبر الحافظة المالية ذات العوائد الأكبر هي التي تحمل نسبة كبير من المخاطر أي العائد على الاستثمار يتناسب طرد مع درجة المخاطر التي يحملها هذا الاستثمار

ب- الإشكالية :

بناءا على ما سبق قمنا بصياغة الإشكالية الرئيسية كما يلي :

- إلى أي مدى يمكن أن تؤثر أسعار الأسهم على مخاطر المحفظة المالية باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الكويت للأوراق المالية ؟

❖ **الإشكاليات الفرعية:**

بناءا على الإشكالية الرئيسية قمنا باستخراج الإشكاليات الفرعية التالية:

1- ما المقصود بمحفظة الأوراق المالية؟، وفيما تكمن مخاطرها المالية؟

2-ما مدى مساهمة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المشروط بعد تجانس التباين في قيس مخاطر المحفظة المالية؟

3- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم ومخاطر المحفظة المالية على مستوي بورصة الكويت؟

4-هل معامل بيتاßيتأثر بالسوق؟

❖ **الفرضيات:**

– تنقسم مخاطر المحفظة المالية في المخاطر المنتظمة والغير منتظمة بالنسبة إلى مخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تأثر في سوق ككل أما بالنسبة المخاطر غير المنتظمة فهي التي تستهدف قطاع معين أو مؤسسات معينة في القطاع .

–يساهم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المشروط بعد تجانس التباين في قياس مخاطر المحفظة المالية.

– توجد علاقة ذات دلاله إحصائية بين أسعار الأسهم ومخاطر المحفظة المالية في بورصة الكويت.

– لمعامل بيتا أثر بارز في سوق الأوراق المالية (الكويت) .

❖ **أسباب الدراسة:**

– محاولة إبراز أهميته النماذج القياسية في تحليل وتفسير العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم.

–السعي إلى إبراز المخاطر النظامية للأصول المالية و كيفية قياس هذه المخاطر

– التعرف على العوامل المحددة لقيم الأسهم والمؤثرة فيها.

❖ **حدود الدراسة**

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية، أما الحدود الزمنية للدراسة فتمتد من 2016/2012.ويمكن التفصيل في الحدود الزمنية والمكانية للدراسة كما يلي:

الحدود الزمنية :

تتمثل حدود الدراسة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم في الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة، والمعبر عنها بأسعار الإغلاق ومؤشر السوق خلال الفترة الممتدة من 2016/2012.

الحدود المكانية :

وقد تم بناء نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لعينة من الشركات المسعرة في بورصة الكويت وتتمثل في 9شركة موزعة على 3 قطاعات (قطاع المصارف والبنوك–قطاع العقار– قطاع خدمات المالية)، خلال 5سنوات أي من

2016/2012. ، وذلك بالاعتماد على GARCH CAPMباستخدام برنامج EXCEL، EVIEWS7

❖ منهج الدراسة

استخدم المنهج الوصفي التحليلي الذي يجمع بين الدراسة المكتبية والدراسة التطبيقية، فالمنهج الوصفي للإحاطة بالجانب النظري في مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وفيما يخص الجانب التطبيقي فاستعمل المنهج التحليلي الذي يبين مدى تأثير مخاطر المحفظة المالية على أسعار الأسهم.

❖ أهمية الدراسة:

- محاولة إبراز أهميته النماذج القياسية في تحليل وتفسير العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم.

-السعي إلى إبراز المخاطر النظامية للأصول المالية و كيفية قياس هذه المخاطر

- التعرف على العوامل المحددة لقيم الأسهم والمؤثرة فيها.

❖ أهداف الدراسة :

-تسليط الضوء على خصائص البيئة المالية الكويتية بشكل عام ،و تقييم في البورصة بشكل خاص .

- محاولة دراسة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الكويت.

- تجنب مخاطر المحفظة المالية مع تحديد السياسات التي تتبعها المحفظة المالية للحد منها.

- إبراز تقنيات إدارة مخاطر المحفظة المالية .

❖ هيكل الدراسة

أنجز هذا البحث وفقا لما تمليه مقتضيات البحوث في هذا المجال، بدءا بمقدمة تعرض التساؤلات والفرضيات المطروحة، وتوضح أهمية وأهدف البحث، والمنهجية المتبعة. وقدتم تقسيم البحث إلى فصلين ؛كل فصل اشتمل على تمهيد وخلاصة تحوي عرض

موجز لأهم ما تناولنا فيه من نقاط وما توصلنا إليه من نتائج. وفي الأخير نجمع هذه النقاط في الخاتمة النهائية ونجيب على الإشكالية الرئيسة والتساؤلات الفرعية مع نفي أو إثبات فرضيات الدراسة. ويمكن أن نستعرض ما يحمله كل فصل كما يلي

الفصل الأول : ويحمل عنون "مقاربة نظرية بين المحفظة المالية وأسعار الأسهم " وقد تم تقسيمه إلى مبحثين ؛ الأول تحت عنوان "مخاطر المحفظة المالية ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية" والذي تم تخصيصه لتسليط الضوء على المفاهيم الأساسية المتعلقة بالمحفظة المالية وتسيرها، وفي هذا الصدد قمنا بشرح المحفظة المالية وبمخاطرها ، كما تناولنا وظائف المحفظة المالية و أنواعها . وتم التعريج على أسس تكوين المحفظة المالية والسياسات المتبعة فيه وأيضا نموذج تسعير الأصول الرأسمالية . أما المبحث الثاني فجاء تحت عنون "ماهية الأسهم"، وقد خصص للقيام بمسح لمختلف المفاهيم المتعلقة بأسعار الأسهم ، لمعرفة أهدافها أنواعها ومخاطرها والعوامل المؤثرة فيها والياتها

الفصل الثاني : ويحمل عنون" دراسة تطبيقية لسوق الأوراق المالية الكويتية"، وقد تم تقسيمه إلى مبحثين ؛ الأول تحت عنون " الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة"، ويخصص مجتمع الدراسة المتمثل في بورصة الكويت للأوراق المالية، وعينة الدراسة وأسباب اختيارها، كما يتم تحديد المتغيرات وتلخيص المعطيات . أما المبحث الثاني فهو بعنوان "عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها "، حيث سيتم عرض النتائج المتواصل إليها بطريقة متسلسلة، بداء بخصائص الأوراق المالية المشكلة لعينة الدراسة، وانتهاء بالدراسة الإحصائية والقياسية، وبعد ذلك سيتم مناقشة هذه النتائج.

❖ صعوبات الدراسة

- صعوبة الربط بين التحليلات النظرية وإسقاط ذلك قياسيا بواسطة مجموعة من النماذجEXCEL ، EVIEWS7

❖ **الدراسات السابقة :**

–الدراسة الأولى : دراسة مروان جمعة درويش : بعنوان اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة من 2000 إلى 2009 بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الزرقاء الأهلية 2009.

وطبقت الدراسة في بورصة فلسطين للأوراق المالية واستخدمت الدراسة مؤشر فلسطين للأوراق المالية وطبقت نموذج عدم ثبات التباين المشروط بالارتباط المتسلسل او ما يعرف بنموذج GARCH.

حيث بينت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة ايجابية بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية إلا أنها لم تكن ذات دلالة إحصائية مما يشير إلى ضعف هذه العلاقة وبالتالي عدم تأثير الأزمة المالية بشكل مباشر على السوق من خلال إمكانية تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة .

الدراسة الثانية : خروبي يوسف : مذكرة بعنوان تقدير العائد والخاطر للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2009 مذكرة ماجستير جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2012.

وطبقت الدراسة في بورصة عمان للأوراق المالية وذلك باستخدام نموذج توازن الأصول المالية وتحديد قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة المخاطرة . وقد استخدمت الدراسة مؤشر السوق (سعر الإقفال) وكذا اعتمدت على معطيات يومية وتوصلت الدراسة باستخدام مختلف الاختبارات الخاصة بدالتي الارتباط الذاتي و الجزئي لسلسلة مؤشر سوق مسقط و المتمثلة في اختبار (1988) pp و (1981) ADF و المطبقة على سلسلة أسعار الأسهم المدرجة بالسوق خلال الفترة الممتدة ما بين 2003/10/10 – 2008/11/28 إلى أن سلسلة مؤشر السوق بها جذر وحدوي غير مستقر يعني أن الأسعار تحدد عشوائيا كما ان العوائد عشوائية ذات تذبذب ومنه السوق لا يتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف كما يمكن تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة .

الدراسة الثالثة : بكاري دلال : مذكرة بعنوان اختبار العلاقة بين العائد و المخاطرة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2014/2010 مذكرة ماستر جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2015.

وطبقت الدراسة في بورصة الكويت للأوراق المالية وقد استخدمت الدراسة مؤشر السوق ومجموعة من الأسهم (سعر الإغلاق) ولمعالجة الموضوع اعتمدت على معطيات يومية لأسهم 25 شركة مقسمة على خمس قطاعات وقد تم استخدام نموذج MEDAF-GARCH-M حيث بينت نتائج هذه الدراسة على أساس التباين الشرطي إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية مقبولة وبالنسبة للسهمين الأول لشركة

المعادن والصناعات التحويلية والثاني لشركة وثائق التامين التكافلي . أما عن الأسهم الأخرى يتضح انه ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة للتقلبات الشرطية مما يشير الى ضعف هذه العلاقة مقارنة بالأسهم الأخرى .

النتائج :

من خلال معالجتنا للدراسات السابقة نلاحظ أنها كانت منوعة فيما بينها فمنها من قامت دراسته على المخطر النظامي (نموذج توازن الأصول المالية) ومنها من قامت على المخطر الغير نظامي ومنها من درست المخطر النظامي و الغير نظامي واغلبها ركزت على اختبار العلاقة بين العائد و المخاطرة .

وعن أوجه التشابه بالنسبة لدراسة مروان جمعة درويش استخدم نموذج GARCH في دراسته لسوق فلسطين للأوراق المالية هذا ما يشبه دراستنا . ودراسة يوسف خروبي تتشابه دراستنا في النموذج المستخدم ألا وهو نموذج توازن الأصول المالية وطبقت دراسته في سوق عمان للأوراق المالية . أما عن دراسة بكاري دلال فقد استخدمت المخاطر النظامية (نموذج توازن الأصول المالية) ونموذج MEDAF-GARCH-M وهذا مايشبه دراستنا .

تتشابه دراستنا الحالية مع جميع الدراسات السابقة في أنها تحاول تحديد العوامل المؤثرة على عائدات الأسهم .

أما أوجه الاختلاف فاغلب الدراسات اختلفت من حيث استخدام الأدوات الإحصائية المطبقة وكذلك من حيث مكان الدراسة وسنوات الدراسة . تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في السوق التي تم إجراء الدراسة الحالية عليه .

الفصل الأول

مفهوم الاستثمار في الأسهم

و المحفظة المالية

المبحث الأول : ماهية الأسهم ومخاطرها

تقوم العديد من شركات المساهمة بإصدار العديد من أنواع الأسهم كجزء من مصادر التمويل الداخلي للمشروعات ، ويطلق على المستثمرين حملة الأسهم لقب المساهمين وتعتبر الأسهم أهم المصادر التمويل.

المطلب الأول:تعريف والخصائص الأسهم

الفرع الأول : تعريفات الأسهم

-الأسهم هي صكوك متساوية القيمة و قابلة للتداول بالطرق التجارية، وتثبت حقا للمساهم في الشركات التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، لا سيما حقه في الأرباح.[1]

-إن الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة وبتالي فان كل من الرأسمال المعلن والرأسمال المساهم فيه، مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون.[2]

- ويعرف السهم انه جزء من رأس مال الشركة المساهمة يعطي لصاحبه الحق في حصته من الأرباح التي حققتها الشركة. كما عرف بالنصيب الذي يشترك به المساهم في الشركة وهو يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص والذي يتمثل في صك يعطى للمساهم .[3]

الفرع الثاني : خصائص الأسهم [4]

أولا متساوية القيمة :فلا يجوز إصدار أسهم عادية عن الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار أوراق المالية أخرى

[1] الأسهم والسندات وأحكامها، د احمد بن محمد الخليل، دار النشر ابن الجوزي، الطبعة الثانية صفر 1426هـ ،ص48

[2] الاستثمارات والأسواق المالية ، د هوشيارمعروف ،درا صفاء للنشر وتوزيع عمان ،الطبعة الأولى 2015-1436هـ ،ص91

[3] بوضياف عبير ، سوق الأوراق المالية في الجزائر ، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة تخصص مالية ، سنة 2007 ص 75

[4] دكتور يوسف الشبيلي، الاستثمار في الأسهم وسندات، موقع الكتروني http://www.shubily.com/home.php 2017/08/12 . 12.30

ثانيا قابلية التداول : هذه الخاصية توفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية ، و تجعل بالإمكان التنازل عنه بطرق تجارية ، دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية و التي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها .

وتضع قوانين تجارية في معظم الدول شروطا خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة الغير مشروعة بالأسهم منها لأعلى سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائيا.

ثالثا عدم قابلية السهم للتجزئة في مواجهة الشركة: فإذا تملك السهم أشخاص متعددون سواء بطرق الشراء أو الإرث وجب عليهم أن يختاروا احدهم فيوكلوه لينوب عنهم في استعمال الحقوق المختصة بالسهم في مواجهة الشركة.

رابعا المسؤولية المحدودة للمساهم: فمسؤولية المساهم في الشركة لا تتجاوز قيمة السهم، فلا يسال عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يمتلكها.

المطلب الثاني أنواع الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم وفقا لما يلي :

الفرع الأول : من حيث الشكل

أولا الأسهم الاسمية: السهم الاسمي هو الذي يصدر باسم مالكه ويتداول هذا السهم عن طريق قيد في سجل الشركة،ويؤشر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت إليه.

1- الأسهم الأذينة: السهم الاذني هو السهم الذي يقترن بشرط الإذن ويتداول هذا السهم بطريق التظهير، أي بكتابته على ظهر السهم تفيد نقل ملكيته للمظهر إليه، ومن النادر عملا ان يصدر السهم لإذن شخص معين.

2- الأسهم لحاملها: السهم لحامله هو السهم الذي لا يذكر فيه اسم المساهم،وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله،ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة. ونظرا لاندماج الحق مع السهم، فان هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية،والتي ينطبق بشأنها قاعدة الحيازة في منقول سند الملكية.

ثانيا : من حيث طبيعة الحصة

1- الأسهم النقدية : الأسهم النقدية هي الأسهم التي تمثل الحصص التي دفعت نقدا في رأس المال للشركة .

2- الأسهم العينية : الأسهم العينية هي الأسهم التي تمثل الحصص العينية في رأس مال الشركة

ثالثا : من حيث الحقوق :

1- الأسهم العادية : الأسهم العادية هي اكبر أنواع الأسهم شيوعا ، وهي التي ينعقد لمالكيها الحق في اقتسام الأرباح المحققة ، بعد دفع التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة ، وقبل صرف أرباح الأسهم المؤجلة ، ولحاملها الحق في نقل ملكيتها بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريق اخر ، كما ان مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال ، وله الحق في التصويت في الجمعية العمومية .

2- الأسهم الممتازة: السهم الممتاز هو السهم الذي يتمتع ببعض مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، ومن هذه المزايا تقرير بعض الامتيازات لهذه الأسهم في الإرباح أو ناتج التقية أو التصويت.

رابعا : من حيث الاستهلاك:[1]

1- أسهم رأس المال:أسهم رأس المال هي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها بعد، إذ تمثل جزءا في رأس مال الشركة لم يسترده المساهم بعد،والأصل أن الأسهم لا تستهلك طالما الشركة ما زالت قائمة،ومن حق الشريك تبعا لذلك البقاء في الشركة إلى أن تنقضي، وهذه الأسهم بذلك تمثل الصورة العادية المألوفة للأسهم

2- أسهم التمتع : أسهم التمتع هي الأسهم التي تمنح للمساهم التي استهلكت أسهمه في رأس المال إثناء حياة الشركة ، وهذه الأسهم قابلة للتداول ، كما أنها تمنح صاحبها حق حضور جلسات الجمعية العمومية ، و الحصول على الأرباح ، دون ان يكون له الحق في موجودات الشركة عند التصفية ، وهذا الأروع من الأسهم على خلاف الأصل ، و لكن قد تضطر الشركة إلى ذلك إذا كانت قد حصلت على امتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة لمدة معينة ، لا استغلال مورد معين من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة ، تؤول بعدها ممتلكات الشركة للجهة المانحة للامتياز ، و أيضا إذا كانت موجودات الشركة بما يهلك بالاستعمال ، ما يستحيل معه حصول المساهمين على قيمة أسهمهم عند انقضاء الشركة .

[1] المشتقات الماليه ،عبد الكريم احمد قندوز ،دار الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعهالثانيه 2014،ص41الى43

المطالب الثالث: المخاطر و العوامل و الآليات المرتبطة بالأسهم[1]

الفرع الأول المخاطر المرتبطة بالأسهم

أولا مخاطر السوق

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معا استجابة لأحداث خارجية(هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية)، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعودا أو هبوطا نجد أن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، ومن أهم المخاطر السوقية، تلك المخاطر الناتجة عن استثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم فإذا كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة، مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدى زمني أطول بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور سوق الأسهم.

ثانيا مخاطر الإدارة

يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس، وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة المشاكل واستغلال

الظروف المواتية، وعمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف وغايات الشركة، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا إيجابيا على أسعار أسهمها.

ثالثا مخاطر الصناعة:

تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات إلى قابلية تغير العائد بسبب قوة معينة، لا تؤثر في غالبية المنشآت العاملة خارج تلك الصناعة، وهذه القوة يطلق عليها مخاطر الصناعة.

[1] مذكرات حسن السلطان، ماجستير إدارة إعمال، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، سنة الجامعية2008/2009ص9الى11.

رابعا مخاطر الأعمال:

تشير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي، ومتغيرات هذا الأداء، وبيئة التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية، وتشتق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، لهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر.

خامسا مخاطر الرفع التشغيلي :

يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية للتكاليف الكلية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، وتقاس مخاطر الرفع التشغيلي من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة، وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت اختلافات أو تباين العائد على السهم أي أن انخفاض بسيط في رقم المبيعات يؤدي إلى انخفاض كبير في ربح التشغيل.

سادسا مخاطر الإفلاس:

تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري، أو توسيع نشاطاتها، فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة أو الشركة، إذ قد تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية، وتكمن مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد استيفاء الدائنين على حقوقهم كاملة، حيث أنه يمكن أن لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك المنشأة.

- سابعا : مخاطر التضخم :

ليس بالإمكان تجنب مخاطر التضخم المؤدي إلى تدهور القوة الشرائية للنقود . إذ تتجه القوة الشرائية لوحدات النقود المستثمرة نحو الانخفاض عند زيادة الأسعار .ومما لاشك فيه أنها تؤثر بشكل اكبر على الاستثمارات المنتجة

لعوائد ثابتة وتلك التي لا تجنب عوائد مثل الحسابات الجارية . وبالرغم من اختلاف معدلات التضخم من دولة إلى أخرى إلا أن الدول النامية هي الأكثر تعرضا للتضخم . كما انه بحكم اتساع الأفق الزمني فان الاستثمارات طويلة الأجل أكثر عرضة للتضخم من غيرها من الاستثمارات .

ولكل ما سبق فانه يجب على المستثمر اختيار الاستثمارات المتوقع ان تكون عوائدها أعلى من معدلات التضخم التوقع للوقاية من مخاطر تدهور القدرة الشرائية . لأنه في حالة حدوث معدل تضخم مرتفع فكل الأصول المالية سواء . وإضافة لتعرض المستثمر في الاستثمارات طويلة الأجل تتناقص القيمة الحقيقية للأصل المستثمر . فانه يتعرض لتناقص معدل العائد أيضا فقدان وحدة النقد لسمة الثبات ولكل ما سبق لابد من إدخال معدل التضخم كمتغير أساسي في بناء نماذج تقييم جدوى الاستثمارات .

ثامنا: مخاطر سعر الصرف :

تكون مخاطر أسعار الصرف نتيجة لتقلبات أسعار الصرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية ويجب التفريق بين التخفيض في قيمة العملة المنفذة في نظام الصرف الثابت وبين الانخفاض التلقائي في قيمة العملة الوطنية ويقصد بخطر الصرف التغير الحاصل في نتيجة المؤسسة متأثرا بتقلبات أسعار الصرف للعملات الصبة ونعني به الأثر المالي لتقلبات أسعار الصرف على الصفقات او على وضعية المؤسسة .

ويتم تأثير سعر الصرف على الأسهم من خلال قناتين . القناة الأولى المباشرة عن طريق السوق المالية أو حساب رأس المال أما القناة الثانية غير المباشرة عن طريق السوق السلعية .

الفرع الثاني العوامل والآليات المؤثرة على أسعار الأسهم

أولا : العوامل المؤثرة[1]

1-عوامل داخلية :

- التنبؤات الخاصة بربحية السهم
- توقيت تدفق الأرباح للأسهم
- درجة الخطر واحتمال تحقيق الأرباح المتوقعة

[1] الإدارة المالية ، د أسامه عبد الخالق الأنصاري، نشر الكتروني، ص 51و 53

- مدى اعتماد هيكل تمويل على الديون

- سياسة التوزيع الأرباح

بالإضافة إلى جودة إدارة وخاصة إدارة العليا ومدي استقلالية عن الدولة بالإضافة إلى مشكلة الوكالة نتجه عن الفصل بين الملكية والإدارة

2-عوامل خارجية :

- القيود القانونية على التداول الأوراق المالية

- المستوى العام للنشاط الاقتصادي بالدولة (الركود/الانتعاش)

- قوانين الضرائب والأموال

- النظم الخاصة بسوق الأوراق المالية

ثانيا : الآليات المؤثرة على أسعار الأسهم:[1]

1- إعادة شراء الأسهم:

إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين، وقد يكون التوزيع في صورة نقدية او في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها. ويؤدي ذلك الإجراء إلى انخفاض عدد الأسهم وبالتالي ربحية السهم وقيمته السوقية.

2-التوزيعات في صورة أسهم:

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية. و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة . من ميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين . كذلك و نتيجة لزيادة عدد الأسهم فان ذلك سيعمل على خفض نسبة القروض / أسهم الملكية للشركة . و من بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم ، لذا تلجا إليها الشركات عندما ترتفع القيمة

[1] إبراهيم الكراسنة ، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات ، صندوق النقد العربي ،معهد السياسات الاقتصادية ، ابوظبي ،سنة2010، ص13الى 16

السوقية للسهم بدرجة كبيرة ، يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها كما يؤدي هذا الإجراء أيضا إلى انخفاض ربحية السهم .

3-اشتقاق الأسهم :

قد تلجا الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال و هو ما يطلق عليه باشتقاق الأسهم أو تقسيم الأسهم أو أحيانا تفتيت الأسهم . وتختلف هذه السياسة مع سابقاتها في أنها تهدف في النهاية الى تخفيض القيمة السوقية للسهم ، بما يسمح بزيادة الطلب عليه ، و يترك بالتالي أثره الايجابي على مستوى سيولته ، ذلك أن زيادة عدد الأسهم – نتيجة الاشتقاق – لا يؤدي في حد ذاته الى زيادة أرباح الشركة ، وعليه يتوقع أن يؤدي تقسيم السهم إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح و التوزيعات ، وهو أمر يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم ، مما يحقق له سيولة أفضل .

المطلب الخامس: العوامل المحددة لأسعار الأسهم وتذبذباتها

تعد أوضاع سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة لموضع الاقتصادي العام في البلاد، واستقرار هذه الأسواق مقياسا لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، ومن ثم تكون محاولة فهم تقلبات أسعار الأوراق المالية وعلاقتها بالعوامل الاقتصادية والمالية والنقدية والأزمات المالية، أي ان هناك ثمة كهنا عوامل ذاتية وعوامل موضوعية تلعب دورا محوريا في تقلبات أسعار الأسهم والسندات، سنذكر منها ما يلي:

الفرع الأول : العوامل الخارجية

تتمثل في مختلف العوامل التي من شأنها التأثير على سلوك المدخرين والمتعاملين وكذلك الشركات المسعرة ويمكن حصر أهمها فيما يلي:

أولا سعر الصرف: انخفاض قيمة العملة أو انخفاض سعر الصرف يدفع المستثمر في الأوراق المالية التي يحصل منها على كوبونات بالعملة المنخفض سعر صرفها إلى بيع الأوراق المالية وشراء أوراق مالية بعملة ذات سعر صرف مرتفع يربح منه.

ثانيا التضخم: أي ارتفاع في الأسعار يقابله انخفاض في الشراء هو التضخم أي ، أنه عندما يرتفع السعر و ينخفض الشراء يكون هنا حالة تضخم ،حيث أن تأثير التضخم على الأسعار قد يظهر من خلال انخفاض المبيعات المؤسسة الناتج عن انخفاض القدرة الشرائية والذي يؤثر على توقعات المستثمرين.

ثالثا سعر الفائدة : يتأثر أداء السهم في السوق بشكل كبير بارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة، ولكن هذا التأثير يكون تأثيرا عكسيا على أسعار الأوراق المالية، حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى استقطاب الكثير من المدخرات نحو الودائع النقدية الأمر الذي يكون على حساب الاستثمار في الأسهم فيتراجع الإقبال على شرائها فتنخفض أسعارها.

رابعا حجم الناتج القومي : زيادة النشاط الاقتصاد ي يدفع المستثمر إلى التفاؤل بشأن المستقبل مما يؤثر على الأسهم بارتفاعها و لكن إذا حدثت زيادة غير متوقعة في الأسعار ففي هذه الحالة يكون الناتج القومي للدولة في مرحلة التضخم مما يؤثر على سوق الأوراق المالية.

خامسا السياسة المالية : وهي الوسائل و الطرق التي تتخذها الدولة لتمويل الإنفاق الحكومي ، لها و الضرائب أهم وسيلة لذا الحكومة فإن زيادة الضرائب على الشركات يؤدى إلى تخفيض أرباح الشركات و بالتالي انخفاض أسعار أسهم تلك الشركات في البورصة . كذلك تلجأ الحكومة من أجل زيادة الاستثمار إلى تخفيض الضرائب و قد تصل إلى منح إعفاءات ضريبية التي ستؤدى إلى زيادة حجم الأرباح.

الفرع الثاني: العوامل الداخلية و العوامل النفسية [1]

أولا العوامل الداخلية

سنذكر بعض العوامل الداخلية التي من شأنها التأثير على الأسعار :

- المتعاملون و سلوكهم، بنية السوق
- النتائج المحققة و المحتملة
- سمعة الشركة وطاقمها الإداري
- المحللون الماليون وآرائهم والدراسات
- نوعية المعلومات المقدمة للمحللين ووسائل الاتصال

[1] جقلوموني ، دراسة قياسية لتقلبات أسعار الأسهم ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، السنة الجامعية : 2014/ 2015 ،ص8و9

ثالثا : العوامل النفسية

تلعب العوامل النفسية دورا هاما في تقلبات الأسعار، وهذه التأثيرات النفسية المختلفة تركز في بعض الحالات على معلومات ذات أهمية وحقيقة كما قد تركز على توقعات أو مجرد شائعات . إن المبالغة في تقدير لأثر المعلومات هي الصفة الأساسية للبورصة باعتبارها آلة تلتقط جميع الأخبار والمعلومات الهامة والتافهة، والمتعامل يشتري بناءا على معلومات سارة أو غير سارة، كما قد يلجأ بعض المضاربين إلى ترويج الشائعات لغرض توجيه المبادلات نحو فئة بغية اقتناص الفرص، خاصة إذا كان المتعاملون سلوك القطيع أو قليلو الخبرة أو غير راشدين مما ينعكس في الأخير على كفاءة البورصة وحسن سيرتها .

تمهيد :

تعتبر محفظة الأوراق المالية إحدى أهم أدوات الاستثمار التي حضيت باهتمام العديد من الاقتصاديين , وذلك لأنها ربطت بين المخاطر المالية التي يتعرض لها المستثمرون في السوق المالي , و العائد المحقق من عملية الاستثمار بطريقة رياضية .

في هذا الفصل يتم توضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية , كما يهدف هذا الفصل إلى بيان مختلف المفاهيم النظرية المتعلقة بخطر أسعار الأسهم في الأسواق المالية , كما سيتم القيام بدراسة العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم , بالإضافة إلى توضيح للأساليب القياسية المستخدمة في الدراسة وعليه سيتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين هما :

المبحث الأول : مخاطر المحفظة المالية و نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

المبحث الثاني : ماهية الأسهم ومخاطرها

المبحث الثاني: مخاطر المحفظة المالية ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية

تناول الكتاب الكثير من التعاريف الخاصة بالمحفظة المالية . ومن أهم هذه التعاريف نذكر :

المطلب الأول: تعريف المحفظة المالية ووظائفها

لذا سنحاول من خلال هذا المطلب إلى التعريف بالمحفظة المالية ووظائفها

الفرع الأول : تعريف المحفظة المالية: هناك العديد من التعاريف الخاصة للمحفظة المالية أهمها:

-المحفظة المالية هي عبارة عن مجموعة من الأصول يتم الاحتفاظ بها وأداتها بغرض زيادة القيمة السوقية لها وتجنب المخاطر المترتبة على الاستثمار في أصل واحد أو عدة أصول محدودة .[1]

-يعرف جاك هامون J.HAMON محفظة المالية على أنها:" مجموعة الأوراق النسبية لأصول مالية، أي قائمة النسب الممثلة للأصول والتي يجب أن تساوي في مجموعها الـ 100%.[2]

- يمكن تعريف المحفظة المالية على أنها توليفه من أدوات الاستثمارية التي تضم الأدوات المالية : كأسهم والسندات والودائع والمقبولات والاذونات والأوراق وحسابات الصرف الأجنبي ، وأدوات حقيقية : كالعقارات والمعادن النفسية ومنتجات الفنية، وكل مالا يوجه لأي الانتفاع الترفيهي أو للاستهلاك الظاهري بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الإرباح ...وذلك حيث تقع هذا التوليفة تحت أدراه وحده معتمده تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاء من استثمار الأدوات المعنية في ضل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة.[3]

الفرع الثاني : وظائف المحفظة المالية : [4]

1-تحديد أنواع الأصول الاستثمارية مع بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية. وكل ذلك بناء على ممسوحات أولية للأسواق المالية وللفرص المتاحة

[1] عصران جلال عصران ، الاستثمار غير المباشر في محافظ الاوارق المالية ، نشر وتوزيع دار التعليم الجامعي الإسكندرية ، طبعة الأولى سنة ،2010،ص16

[2] منيةخرباش،أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية تخصص: مالية المؤسسة، السنة الجامعية:2011/2012،ص5

[3] هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية ، الطبعة الأولى 2015م/1436هـ،دار صفاء للنشر والتوزيع عمان،ص222

[4] هوشيار معروف ، مرجع سابق ،ص:222و223

2-تعزيز قيم موجودات المحفظة المالية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد خطط دقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر وفي جدولة يجري تنظيمها وفق تقييمات اقتصادية لجدوى كل مشروع عند تحريك أي من الأصول الموجودة ضمن أولويات تحكمها توقعات علمية وعقلانية لحركة استثمارات المحفظة

3-توفير الأمان للمحفظة المالية خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط والعقلانية مع قبول بهامش ضروري للمخاطرة . وذلك للاستناد إلى تنويع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية.

4-إقرار السياسة الاستثمارية و بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة .

5-دراسة التغذية الخلفية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية و الايجابية لهذه القرارات .

6-توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وانجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة و التداول الحر للأدوات الاستثمارية .

7-بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق.

المطلب الثاني : أنواع المحافظ المالية ومخاطرها

يمكن تقسيم المحفظة المالية ومخاطرها إلى :

الفرع الأول : أنواع المحافظ المالية

أولا-**محفظة الدخل:** وهي تبحث عن تحقيق أقصى العوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية أو من الفروقات للأسعار ولا خلاف حول تركيز الإدارة في هذه المحفظة على أكبر حجم وأسرع وقت لهذا الغرض غير أن المسالة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة. وهنا تتباين سلوكيات المدراء ما بين التحوط والمغامرة . ويفترض بهؤلاء عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد وإلا تنعكس النتائج السلبية على وظائفهم .[1]

[1] هوشيار معروف ،مرجع سابق ، ص227و228

ثانيا–محفظة النمو : ترتكز محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة و زيادتها و هنا فان معدلات النمو تكون المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات وتركيزها في الأسواق المتاحة وثم لتقويم أداء المدراء .[1]

ثالثا–المحفظة المتخصصة : وهي غالبا حالة نادرة من أدوات مؤسسة ما والذي يميز هذه المحفظة انها لا تتلاءم مع اهمم بدا للمحفظة والذي هو التنويع .

رابعا–المحفظة المتوازنة : وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها وهي ما يمكن انجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة) ، و الطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات ثابتة الرتيبة للعوائد) .

خامسا–المحفظة المتنوعة: تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية على تنويع محتويات المحفظة الخاصة بها لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع ان تعطي عوائد ايجابية وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن الديناميك حيث يمكن خلال العمليات الجارية ان تعوض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات التي تتحقق استثمار أدوات أخرى فيكون التوازن مستمرا ويحافظ المستثمرون في محافظهم ربحية مقبولة وبوتيرة متنامية قدر المستطاع .

الفرع الثاني: مخاطر المحفظة المالية

قبل التطرق إلى مخاطر المحفظة المالية يجب أولا إلى تعريف الخطر

أولا– : تعريف المخاطرة

1– مفهوم الخطر : [2]

– لغة : أن كلمة خطر مستوحاة من المصطلح اللاتيني والذي يدل على الارتفاع في التوازن وحدوث تغيير ما مقارنة مع ما كان منتظرا والانحراف المتوقع .

– اصطلاحا : هو ذلك الالتزام الذي يحمل في جوانبه الريبة وعدم التأكد المرفقين باحتمال وقوع النفع او الضرر حيث يكون هذا الأخير إما تدهور أو خسارة .

[1] عبد اللطيف الطيبي ،التطبيقاتالمتمايزه للتقنيات التمويل والاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منضور العائد والمخاطرة ،مذكرة مقدمه لاستكمال شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية مؤسسة ،2009/2008،ص1

[2]عبدلي لطيفة ،دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية ، مذكره للنيل شهادة ماجستير ، الموسمي الجامعي 2012/2011،ص2و3.

– مفهوم الخطر اقتصاديا : يعرف الخطر على انه توقع اختلافات في العائد بين المخطط و المطلوب و المتوقع حدوثه .

– ويعرف أيضا على انه احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع .

– ويعرف كذلك على انه احتمالية أن تكون نتائج التوقعات خاطئة فإذا كانت هناك احتمالية عالية في إن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية أيضا أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة فان درجة المخاطرة ستكون منخفضة.

2–مفهوم المخاطرة: هو احتمال أن يكون العائد الحقيقي للسهم مختلفا عن العائد المتوقع ويشمل ذلك احتمال خسارة بعض أو كل الاستثمار الأصلي.

ثانيا– مخاطر المحفظة المالية.

تنقسم مخاطر المحفظة المالية إلى قسمين:[1]

1–الخاطر غير النظامية: وهي تلك المخاطر التي تكمن في شركة أو قطاع معين مثل تذبذب صافي الإرباح حيث تتعلق هذه المخاطر في العوامل التي تؤثر على شركة معينة دون غيرها من الشركات ويتم احتساب الخطر عن طريق حساب الانحراف المعياري لمعدل الفوائد التاريخية لسهم الشركة. ويمكن إلغاء المخاطر غير النظامية عن طريق التنويع في الأسهم المستثمر بها. وبحسب ما تشير إليه الدراسات فان 90 بالمائة من المخاطر غير النظامية يمكن إلغاؤها والسيطرة عليها عن طريق التنويع في الأسهم 12–18 شركة في المحفظة المالية الواحدة.

2–المخاطر النظامية: وهي المخاطر التي يتعرض لها السوق ككل مثل مخاطر أسعار الفائدة والتضخم والحروب .... والتي تؤثر على الاقتصاد وتشمل جميع القطاعات دون استثناء ولكن تأثيرها يكون مختلف على كل قطاع وتعتمد بشكل رئيسي على مخرجات القطاعات .فتأثيرها على القطاعات المنتجة لأساسيات الحياة اقل من القطاعات المنتجة للكماليات ولا يمكن السيطرة على هذا النوع من المخاطر أو إلغائها كما هو الحال في المخاطر غير النظامية . ويؤثر هذا النوع من المخاطر على مجموعة كبيرة من الشركات في مختلف القطاعات وأيضا على أسهمها حيث يتم احتساب هذه المخاطر عن طريق وحدة قياسها.

[1] قسم الدارسات والأبحاث، إدارة المخاطر في بورصة عمان، المحافظة الوطنية للأوراق المالية ،ص4

المطلب الثالث :أسس تكوين المحفظة المالية والسياسات المتبعة للتسيير المحفظة

أما من خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على أسس تكوين المحفظة المالية والسياسات المتبعة لتسييرها

الفرع الأول:أسس تكوين المحفظة المالية[1]

أولا–تحديد الهدف من المحفظة

تتمثل الأهداف المراد تحقيقها من محفظة الأوراق المالية فيما يلي :

– تحقيق أقصى عائد ممكن على الأموال المستثمرة في المحفظة .

– تجنب التعرض لمخاطر الإفلاس

– توفير السيولة اللازمة

ثانيا– اختيار أسلوب التنوع وتأثير على المخاطر

يقصد بالتنوع عملية تقليل المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، وذلك من خلال توزيع رأس المال المستثمر على عدد كبير من الأصول التي تختلف معدلات العائد عليها كأسهم والسندات بما يهدف إلى تجنب تركيز الاستثمار في ورقه ماليه وحدها قطاع معين .

ثالثا– تأثير الوزن النسبي

المقصود بالوزن النسبي إعطاء وتحديد وزن نسبي لكل نوع من أوراق المالية التي تتكون منها المحفظة، وفي الحقيقة يمكن القول أن الأوزان النسبية تسمح بتنوع الأسهم وكذلك تنوع المخاطر التي تتعرض لها تلك الأسهم.

الفرع الثاني: السياسات المتبعة في تسير المحفظة

الأشكال التي تأخذها المحفظة لتشكيل أصولها :

أولا– السياسة الهجومية (غير المتحفظة)

يتبناها مسيرو المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر المخاطرة إذ أن هدفهم الرئيسي جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار الأدوات أو (الأصول) الاستثمارية، بمعنى أن اهتمام

[1] الاستثمار في البورصة، محمد عبد الحميد عطية، دار التعليم الجامعي لطبعه ونشر وتوزيع، طبعه الاولي 2011، ص411و420

المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال عن طريق النمو في قيم أصولها، و النموذج الشائع للمحفظة الملائمة لهذه السياسة هي محفظة النمو (محافظ رأس المال)، و من أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80 بالمائة إلى 90 بالمائة من قيمة المحفظة، و يلجأ مسيرو المحافظ إلى تبني هذه السياسة خلال الظروف التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي

ثانيا– السياسة الدفاعية (المتحفظة)

يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى، وهي السياسة التي يتبناها مسير المحفظة المتحفظ جدً ا اتجاه عنصر المخاطرة فهو يعطي أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب العائد فيركز اهتمامه على أدوات مالية ذات دخل ثابت و المحفظة الملائمة لهذه السياسة هي محفظة الدخل، و تتكون قاعدتها الأساسية من أسهم ممتازة أسهم الشركات الكبيرة ، أذونات الخزانة ، السندات الحكومية، بنسب تتراوح من 60 بالمائة إلى 80 بالمائة من رأس مال المحفظة الإجمالي، بشكل يوفر للمستثمر دخل ثابت و مستمر لمدة من الزمن كما توفر له هامشاً مرتفعاً على رأس المال المستثمر.

ثالثا– السياسة المتوازنة (الدفاعية و الهجومية)[1]

يتبنى هذه السياسة أغلب مسيرو المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم عوائد مقبولة عند مستويات معقولة من المخاطرة ، و يوزع رأس مال المحفظة على أصول مالية متنوعة بحيث تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة مع ترك الفرصة مفتوحة لتحقيق أرباح رأسمالية متى كان ذلك مناسبا،و المحفظة الملائمة هي المحفظة المتوازنة أو المختلطة حيث تتكون هذه المحفظة من تشكيلة متوازنة من الأصول المالية ، أصول مالية قصيرة الأجل عالية السيولة مثل : أذونات الخزانة و من أصول مالية طويلة الأجل مثل : الأسهم العادية و الممتازة .

[1] منيةخرباش،مرجع سابق ذكره ،ص10

المطلب الرابع: أهداف وسياسات المحفظة المالية

ومن خلال هذا المطلب سنتطرق الى أهداف المحفظة المالية وسياساتها

الفرع الأول : أهداف المحفظة المالية [1]

تتمثل أهداف المحفظة الاستثمارية فيما يلي:

أولا–درجة عالية من الآمان: يعني الحفاظ على رأس المال مع ضمان دخل معين، وهذا لصيانة القدرة الشرائية لرأس المال، لهذا فهي تشكل من سندات ذات دخل ثابت و أخرى ذات دخل متغير . مثلا شركات تأمين الحياة تهتم بضمان انتظام معدل العائد أكثر من اهتمامها بالسيولة، فمحافظها متكونة خاصة مستندات ذات الأجل الطويل.

ثانيا–الدخل المنتظم : إذا كان الهدف من المحفظة هو ضمان دخل منتظم، فإن جزء كبير من المحفظة يكون من السندات من الدرجة الأولى أو من سندات الخزينة، أو أسهم توزع دخل منتظم.

ثالثا– التحفظ : يعني العمل على ضمان قيمة رأس المال، في نفس الوقت ضمان دخل مع ين فيجب أن تكون المحفظة متنوعة، فالاختيار يكون بين انتظام الدخل ونمو الدخل وبالمثل يجب التحكيم بين دخل قصير المدى ودخل طويل المدى.

رابعا– لنمو:إذا كان المستثمر يريد شراء أوراق مالية متوسطة الأجل ولم يكن بحاجة إلى السيولة بسرعة، يستطيع استعمال رأس ماله في شراء أوراق مالية ذات أرباح عالية، لكن بالمقابل يمكنه تحمل مخاطر عالية .

إن الشركات التي تستثمر في هذا النوع من المحافظ تتصف بما يلي:

–استثمارات عالية.

–معدل نمو المبيعات أعلى بالمقارنة مع القطاع.

–معدل عالي للمرد ودية.

–نظام مالي متوازن.

[1] زيانسعاد ، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص : اقتصاديات المالية و البنوك، السنة الجامعية: 2015 ،ص105

الفرع الثاني: سياسات المحفظة المالية [1]

أولا. السياسية الهجومية: يتميز مديرو المحافظ اللذين يتبنون السياسة الهجومية بتفضيلهم لعنصر العائد على الأمان، ويتم اللجوء إليها عند توقع ازدهار اقتصادي سيحدث في المستقبل، فيطبقونها بشراء أسهم متدنية السعر لشركات مساهمة مازالت في طور النمو، وذلك في انتظار ارتفاع أسهمها في فترات لاحقة مما يوفر الفرصة لجني أرباح رأسمالية تمثل حافظة رأس المال بالحافظة المثلى لهذه السياسة.

ثانيا–السياسة الدفاعية: وهي سياسة يتبناها مديرو المحافظ الذين يعطوا أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، والحافظة المناسبة لهذه السياسة هي حافظة الدخل لأنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا ومستمرا لمدة طويلة من الزمن، كما توفر له هامش مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر.

ثالثا–السياسة المتوازنة: تجمع هذه السياسة ما بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية، حيث يقسم رأس المال إلى قسمين، قسم لأوراق المالية ذات الربحية والمخاطر العالية ويتم زيادة نصيبه في حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي، والقسم الأخر للأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت، ويخصص الجزء الأكبر له من رأس المال في حالة الكساد أو الركود في سوق الأوراق المالية وتطبق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القائمة.

المطلب الخامس: نظرية تسعير الأصول الرأسمالية

أما في هذا المطلب سنتعرض إلى أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

الفرع الأول: تعريف بالنظرية [2]

قبل تعرف على نظرية تسعير الأصول الرأسمالية علينا تعريف بنظرية ماركوفيتز لأنها أساسها.

أولا نظرية ماركوفيتز

تهدف لاختيار المحافظ المثلي من مجموعة المحافظ المتحصل عليها، التي تقلص المخاطر عند مستوى عائد المقبول أو إيجاد عوائد قصوى عند مستوي خطر مقبول .

[1] سارة عبدلي ،اساليب اداء حافظة الاوراق المالية ، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص:مالية مؤسسة ، السنة الجامعية 2011/2012 ، ص42

[2] محمد مكاوي، دارسة أثر تقلبات اسعار الصرف على قيمة الاسهم، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير، السنة الجامعية 2012/2011، ص24و25 جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2012.

قدم ماركوفيتز إطار لقياس كل من العائد والمخاطر وإظهار العلاقة بينهما، إذا تقوم نظريته على أساس العلاقة الطردية بين مستوي المردودية ومستوى المخاطرة والاختيار بين مالا نهاية من التركيب لأصل مالي Nباستعمال الثنائيات الأمثل (مردودية–المخاطر)، كما تقوم على الفرضيات الأساسية الآتية :

– تقدير المخاطر على ضوء تتغير العوائد المتوقعة

–محاولة المستثمر تعظيم العوائد المتوقعة للفترة واحد

– اتسام سلوك المستثمرين بالرشادة

–اعتماد قرارات المستثمرين على العائد.

ثانيا نموذج تسعير الأصول الرأسماليةCAMP :

أعد 1964من طرف (W.fsharp) تكملة لأعمال (H.Markowitz)،حيث يضيف فرضيتي غياب تكاليف الصفقات وسيولة السوق المرتبطين بمفهوم كفاءة السوق ،ويقوم على فكرة العقلانية بين العوائد والمخاطر.

ونوجز فرضياته على النحو التالي:

– إمكانية الحصول على المعلومات مجانا وبكل سهولة مع عدم وجود ضرائب ورسوم وسهولة الإقراض والاقتراض لأي كمية.

– تجنب المستثمرين المخاطر واتسامهم بالرشادة.

ثالثا العلاقة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية وتحليله[1]

يعتبر نموذج الأصول الرأسمالية المعروف باسم CAPMوهو نموذج النظري يمكن استخدامه في حساب معدل العائد المطلوب للشركة الذي يعكس تكلفة حقوق الملكية حيث يعبر عن القيمة معدل العائد المطلوب وفقا للمعادلة التالية :

$$E(Rs) = Rf + B(Rm - Rf)$$

[1] فؤاد عبد الحميد النواجحة، قدرة نماذج تسعري الاصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في برصة فلسطين ، قدمت هذه الدراسة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة التمويل ،1435هـ/2014، ص 75و76.

حيث ان:

- E(Rs)= معدل العائد المطلوب .
- Rf = معدل العائد الخالي من المخاطرة ، و يقاس من خلال العائد على السندات الحكومية ، ولكن في بيئتينا الفلسطينية و بسبب عدم وجود السندات سيتم اعتبار معدل العائد على الودائع المصرفية كمعدل العائد الخالي من المخاطرة.
- B = معامل بيتا و هو مقياس تقريبي للمخاطر النظامية لحقوق الملكية.
- Rm = معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.

الفرع الثاني : ايجابيات وانتقادات الموجهة إلى النظرية [1]

- أولا الايجابيات

- تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة بمعادلة رياضية خطية بسيطة
- أنه ما ا زل مستخدماً حتى هذا في تقييم أداء المحافظ المالية
- تحديد معدل العائد المطلوب وقياس تكلفة التمويل
- سهولة الحصول على اقتراض وتجنب المستثمرين المخاطر

- ثانيا الانتقادات

- يفترض(CAPM) أن المستثمرين يمكن أن يقرضوا أو يقترضوا بمعدل الفائدة الخالي من المخاطر.

- افترض عدم وجود تكاليف للصفقات

- يعتَبر(CAPM) نموذجاً لفترة استثمار واحدة

- يفترض(CAPM) عدم وجود ضرائب

الفرع الثالث :معامل بيتا BETA و النماذج التوسعية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية :

أولا معامل بيتا BETA : [2]

[1] ايمن الشهاب، اختبار نموذج تسعير الاصول الرأسمالية، طالب دراسات عليا (دكتوره) كلية اقتصاد جامعة حلب، سنة 2014، ص 269و270و271.

[2] يوسف خروبي ،تقدير العائد والمخاطر للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الاصول المالية ،مذكره مقدمه للاستكمال نيل شهادة ماجستير في علوم تسيير، المواسمي الجامعي 2012/2011،ص61

يعد معامل بيتا من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية فهو يقيس حساسية الورقة نتيجة التغير في العائد محفظة الأوراق المالية،إذا يصنف هذا المقاييس الأوراق المالية إلى أوراق ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد (1) صحيح أي مخاطرها ستكون اقل من مخاطر السوق، ولحساب معامل بيتا يجب توفير معلومات عن معدلات العائد عن لأسهم شركة معينة او محفظة معينة لفترة تاريخية سابقة وكذلك معلومات عن معدلات العائد لأسهم السوق عن فترة نفسها ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة الآتية:

Betai=Bi=covaince (ri-rm)/variance m=pi moi om/om².....

حيث :Covaiance(ri-rm) :

التباين المشترك بين معدل العائد على السهم i ومعدل العائد على المحفظة m

Variance m: التباين في العوائد على المحفظة السوق

Pim: معامل الارتباط بين السهم i والمحفظةm

Oi: الانحراف المعياري للسهم

Om: الانحراف المعياري للمحفظة m

ويفسر معامل بيتا للسهمi أو المحفظة بالنسبة لعامل بيتا لمحفظة في السوق والذي يساوي 1:

Bi=0 السهم i غير مرتبط بمخاطر السوق

Bi=0 مخاطر السهم i مساوية لمخاطر السوق

Bi=-1.0 مخاطر السهم i مساوية لمخاطر السوق ولكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس اتجاه سوق

Bi>1.0 مخاطر السهم i اكبر من مخاطر السوق

Bi <1.0 مخاطر السهم i اقل من مخاطر السوق

ثانيا النماذج التوسعية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية:[1]

عرفت الأسواق المالية العديد من التشوهات التي أثبتت وجود ضعف وقصور الأصول الرأسمالية وقد اعتبرت هذه التشوهات بمثابة الدافع الذي حفز الاقتصاديين على البحث عن تيار جديد يكون قادر على تفسير هذه المشاكل من وجهة وإيجاد حلول من جهة أخرى و تمثل هذا التيار في :

1- نموذج الاربيتراج (ApT) :

على إعقاب الانتقادات اللاذعة لنموذج توازن الأصول المالية ظهرت عدة مقاربات و نماذج حاولت تقديم معدل العائد كدالة خطية تابعة لعدة متغيرات ، ومن أهم هذه النماذج نموذج التسعير بالمراجحة ، يقوم نموذج التسعير بالمراجحة على ركائز نموذج توازن الأصول المالية فهو يبحث عن العلاقة بين العائد و المخاطرة ، ليبحث عن طريقة بديلة لتفسير و قياس هذه العلاقة ، قدم هذا النموذج من قبل ستيفن روس سنة 1976 إذا يعد تعميما للنموذج الأصلي و يفترض نموذج التسعير بالمراجحة أن علاوة المخاطرة مرتبطة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية ، وكذا بتشويش البواقي الخاص بالمؤسسة ، فهذا النموذج لا يعطي قائمة محددة لهذه المتغيرات ، كما اعتمد هذا النموذج على العديد من المتغيرات كالتغير غير المتوقع في التضخم و الإنتاج الصناعي ، التغير غير المتوقع في علاوة المخاطرة ، الارتفاع في منحنى المعدلات .

2-نموذج French et Famma:

في عام 1993 قام كل من فأما وفرانشب تطوير نموذج ثلاثي العوامل لوصف سلوك العوائد في الأسواق المالية و فمن خلال ملاحظتهما لعوائد الأسهم المختلفة في تلك الأسواق، وخاصة عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم، واسهم الشركات ذات نسب القيمة الدفترية الى القيمة السوقية العالية.

3-المالية السلوكية:

ان عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار تتسم بالعقلانية التامة، أساسه عملية تحليل كل المعطيات الأساسية كالمعدلات أو الإرباح أو تطور السوق، إذ يقر المحللون في هذا الصدد و يعترفون بأثر العوامل غير العقلانية

[1] لعروسي بلخير ، تقدير العائد و المخاطرة للاستثمار وفق نموذج medaf مع خطGARCH-M ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر اكاديمي تخصص التقنيات الكمية في المالية ، السنة الجامعية 2016/2015 ص 14و15و16

كالإفراط في الثقة، التقليد و المحاكاة و أخطاء الإدراك وغيرها على تشكيل الأسعار في البورصة و وقد جاءت المالية السلوكية لأجل دراسة هذا المقدار من عدم الرشادة الذي يشوب عملية اتخاذ القرار .

خلاصة الفصل الأول :

لقد تناولنا في هذا الفصل أهم المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية وذلك بتعريفها وذكر أهم مخاطرها كما تعرضنا إلى أنواع المحافظ المالية ووظائفها .

كما تطرقنا في هذا الفصل على أهم المفاهيم المتعلقة بالأسهم وذلك بتعريفها وذكر أهم مخاطرها و العوامل المؤثرة على أسعارها وكذا العوامل المحددة لهذه الأسعار

يتم قياس درجة المخاطر باستخدام أدوات إحصائية مثل معامل بيتا الذي يقيس لنا درجة المخاطرة

و كذا يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أساس تنظيم الاستثمار في الأوراق المالية، كما أكد على أن تصرفات المستثمرين تبنى على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية التي يمكن التحكم فيها عن طريق التنويع الفعال والإدارة الكفؤة .

وسنحاول من خلال الدارسة التطبيقية في الفصل الثاني من إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي , وذلك للمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

الفصل الثاني

دراسة ميدانية لسوق الكويت المالي

تمهيد :

بعد التطرق في الفصل الأول إلى عرض مختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية، وأهم المفاهيم المتعلقة بالمخاطر النظامية التي تتعرض لها المحفظة و كذلك التطرق إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بأسعار الأسهم ومخاطرها ، وسنقوم في هذا الفصل باختبار ومعرفة مدى تطابق المفاهيم والقواعد النظرية لمحفظة الأوراق المالية مع ما هو موجود في الجانب التطبيقي في بورصة الكويت للأوراق المالية.

والإلمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة ارتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة وطريقة جمع وتلخيص المعطيات والتعرف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية والبرامج المستخدمة في معالجة المعطيات، كما سيتم عرض وتحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة، ولإبراز مدى صحة فرضيات الدراسة قمنا بتقسيم الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول : طريقة و أدوات الدراسة

المبحث الثاني : عرض و مناقشة النتائج المتوصل إليها

المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة

المطلب الأول : طريقة الدراسة :

الفرع الأول: المجتمع وعينة الدراسة

أولا:مجتمع الدراسة:[1]

1-نشأة سوق الكويت للأوراق المالية:

تم تأسيس سوق الكويت للأوراق المالية منذ حوالي ربع قرن، وذلك تبعا للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 وحيث جاء فيه ان سوق الكويت المالي هو مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وفق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الأهداف على الوجه الأمثل، وذلك طبقا للقوانين والأنظمة المتعلقة بنشاط السوق. من خلال هذا يسعى بان يكون أهم واحدث الأسواق في المنطقة و في العالم من خلال توفير كافة الوسائل التقنية و التشريعية اللازمة لجعله محل اهتمام وجذب للمستثمرين من المحليين و الأجانب من خلال توفير سوق عادلة للتعامل بالأوراق المالية و ممتاز بدرجة عالية من الشفافية و الكفاءة و السيولة و العمق.

2-مهام سوق الكويت للأوراق المالية:

تتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنظيم ومراقبة السوق المالية، ولها على وجه الخصوص ما يلي:

- تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية.
- تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات وتوفير الحماية للمتعاملين.
- تطوير السوق المالية على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية.
- تنمية روابط السوق بالأسواق الإقليمية والعالمية و مواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

[1] بكاري دلال ، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطره في سوق الاوراق المالية ، مذكره مقدمه لاستكمال متطلبات شهادة ماستر اكاديمي ، السنة الجامعية 2015/2014 ،ص22و23

3- أهداف سوق الكويت للأوراق المالية :

تتمثل أهداف السوق المالية الكويتية فيما يلي ك

- العمل على تطوير السوق المالية في الكويت على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية في البلاد ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة وتطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل السلامة والمعاملات ودقتها وسيرها ويوفر الحماية للمتعاملين.
- نشوء الصلات والترابط مع الأسواق المالية الخارجية والاستفادة من أساليب التعامل في هذه الأسواق.

4-عينة الدراسة:عبارة عن مشاهدات شهرية لأسهم 9شركات مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية موزعة بين كل من قطاع البنوك، قطاع العقار، قطاع الخدمات المالية خلال خمس سنوات من 2012 إلى 2016 موضحة أكثر في الجدول التالي أكثر في الجدول التالي:

الجدول رقم (1): توزيع عينة الدراسة على القطاعات

القطاع	البنوك	العقار	الخدمات المالية	المجموع
عدد الشركات	3	3	3	9
نسبة الشركات من العينة%	%33.33	%33.33	%33.33	100

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملحق رقم 1

1- شروط اختيار عينة الدراسة

- بالنسبة للقطاعات
- أن تكون الشركة مدرجة خلال جميع سنوات الدراسة
- ان تكون أسهم الشركة من بين أكثر الأسهم تداولا في سوق الكويت
- لم تقم البورصة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة
- أن لا تكون الشركة قد تعرضت لعملية اندماج او استحواذ خلال فترة الدراسة

ثانيا: مصادر جمع بيانات الدراسة

لقد اعتمدنا على مجموعة من المصادر هي عبارة عن البيانات المعتمدة في موضوع الدراسة وهي كما يلي:

✓ المصادر الأولية :وهي البيانات التي اعتمدنا عليها في إعداد الجانب التطبيقي من الدراسة وتتمثل في البيانات التي تم الحصول عليها من الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة الكويت للأوراق المالية حيث تم جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المكونة لعينة الدراسة، وتتمثل هذه المعلومات على ما يلي:

- أسعار الإقفال بالنسبة للشركات محل الدراسة خلال الفترة: 2012-2016 وأسعار الصرف وكذا معدلات التضخم.
- توضيح بدور المتغيرات المستقلة كما يلي:
- سعر الصرف هو النسبة التي يحصل على أساسها مبادلة النقد الأجنبي بالنقد الوطني .سعر الصرف هو عدد الوحدات النقدية التي تبدل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية.
- التضخم هو المعدل الإجمالي لزيادة سعر السلع والخدمات في اقتصاد ما خلال فترة معينة من الزمن. هو مقياس لتخفيض قيمة عملة بلد ما. ويطلق على عكس التضخم الانكماش.
- مؤشر السوق نعني به أسعار الأقفال بالنسبة لأسهم مدرجة في بورصة الكويت.

المصادر الثانوية :وهي البيانات التي اعتمدنا عليها في إعداد الجانب النظري من دراسات حيث تنوعه بين الكتب والمذكرات ، كما قمنا بالاطلاع على مختلف الدراسات السابقة ذات العلاقة بالموضوع.

ثالثا : متغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة: المتمثلة في مخطر المحفظة المالية (المخاطر النظامية) المتمثلة مؤشر السوق ومعدل التضخم و سعر الصرف

المتغير التابع: (أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية).

المطلب الثاني: أدوات المستخدمة في الدراسة

يتم في هذا المطلب التطرق إلى الأدوات الإحصائية والبرامج المستخدمة في الدراسة.

الفرع الأول: الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

إن الهدف من هذه الدراسة تحليل أفضل للمخاطر وذلك من خلال استخدام البرامج الإحصائية:

-معامل بيتا(β): يتم حسابه عن طريق استخدام البرامج الإحصائيةEVIEWS7 .

-معامل التحديدR^2: يتم الحصول عليه عن طريق استخدام البرامج الإحصائية EVIEWS7

الفرع الثاني: البرامج المستخدمة في الدراسة

تم الاعتماد على نموذج CAPM/MEDAFو CAPM- GARCHوهو الأنسب لاختبار فرضيات الدراسة وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EXCELوEVIEWS7

***تقديم مختصر للنماذج المختصرة في الدراسة**

1.نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model

لأكثر من 30عاما، وأصحاب النظريات المالية عموما يفضلون استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPMكأسلوب مفضل لتقدير تكلفة رأس المال، على الرغم من الكثير من الانتقادات، فإنه لا يزال واحدا من أكثر النماذج استخداما، خاصة بالنسبة للشركات الأكبر حجما1. كما يكمن الفرق الأساسي بين CAPMوبعض النماذج الأخرى هو إدخال مخاطر السوق أو المخاطر المنظمة لسهم معين كمادة محولة للمخطر العام الأسهم إلى مخاطر خاصة، ويتم قياس مخاطر السوق بواسطة المعامل بيتا، الذي يقيس حساسية السهم والسوق

2.نموذج GARCH: ARCH أو GARCHهي نماذج الهدف منها هو نمذجة التباين (، variance)وأكثر استخدامها يكون في نماذج البيانات المالية، لأن الاتجاه الحديث لدى المستثمرين لا ينصب فقط على الدراسة والتنبؤ بالعوائد المتوقعة من السهم ... في أسواق المال، إنما يهتمون أيضا بعنصر المخاطرة أو عدم التأكد، ولدراسة عدم التأكد فنحن بحاجة إلى نماذج خاصة تتعامل مع تقلب قيم السهم عبر سلسلة زمنية أو ما يمكن أن نطلق عليه تباين السلسلة (variance)والنماذج التي تتعامل مع هذا النوع من التباين تنتمي إلى ما يمكن تسميته بنماذجARCH.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها:

من خلال هذا المبحث سيتم عرض الدراسة الميدانية لبورصة الكويت للأوراق المالية بعد تطبيق الأدوات الإحصائية المذكورة أما المبحث الثاني سنتطرق إلى مناقشة وتحليل النتائج المتوصل إليها.

المطلب الأول: نتائج الدراسة وتحليلها

سوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى عرض النتائج دراسة حساسية السوق)معامل بيتا(ولدراسة العلاقة بين مخاطر المحفظة وأسعار الأسهم على بعض الأسهم في بورصة كويت من أصل 3 قطاعات باستخدام أهم الأدوات الإحصائية من أهمها نموذج MEDAF- GARCHللقيام بتحليلها

الفرع الأول: نتائج الدراسة الإحصائية

سنحاول من خلال هذه النتائج من التحليل الإحصائي لمعرفة المخاطر النظامية والمتمثلة في معامل بيتا للقطاعات من خلال تقدير النماذج للمشاهدات شهرية لسنوات الدراسة، ثم نختار النموذج الأحسن بناءا على عدة معايير إحصائية هي:

- معرفة القيمة الثابتC؛
- معامل بيتاBeta ؛
- نسبة الاحتمال t-sta؛
- معنوية المعالم المقدرة) وجود دلالة إحصائية لمعاملات المعادلة (؛
- المعنوية الكلية للنموذج) وجود دلالة إحصائية للمعادلة(؛
- معامل التحديد R^2المصحح ؛
- معيار Akaike : في عام 1973 قدم اكاكي مفهوم معايير المعلومات كأداة لاختيار النموذج الأمثل ووضح نتيجته الحاسمة في الحصول على معيار صارم لاختيار النموذج بالاعتماد على معلوماتK-L

معيار Schwarz : يستخدم هذا المعيار في تحديد العديد من الفترات التخلف m عند إجراء الانحدار ،وبعد ذلك اختبار فترة التخلف التي تحقق أدنى قيمة لـ SC الإضافة عن تحديد طول فترة التخلف

قيمة durbainwatson.

الجدول رقم- 2-نتائج تقدير CAPMلمحافظ القطاعات وأسعار الأسهم في سوق الكويت المالي

الجدول رقم 2-1 قطاع البنوك

قطاع البنوك	C الثابت	t-stat	معامـــــل بيتا	t-stat	Adj R^2	f-stat	AKAIK	SCHWARZ	DW syat	P-Value
بنك بوبيان X1 X2 X3	2177.53	11.56	-7.39 33.84 - 0.007	-10.14 -2.26 0.95	0.76	65.08	10.53	10.67	0.77	0.0000 0.1276 0.0000
بنك الخليج X1 X2 X3	2652.16	17.44	-8.04 20.74 0.005 -	-17.05 2.14 -1.16	0.86	126.84	9.66	9.80	0.69	0.0000 2.2858 0.8956
بنك برقان X1 X2 X3	988.29	5.49	-3.16 16.89 - 0.07	-5.67 -1.47 11.69	0.85	118.67	10.006	10.14	0.41	0.0000 0.0147 0.0000
المتوســـــط الحسابي	1939.31	11.49	-5.06	-2.33	0.82	103.53	10.06	10.20	0.62	0.3693

المصدر من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات eviews7

الجدول رقم 2-2 قطاع العقار

قطاع العقار	C الثابت	t-stat	معامل بيتا	t-stat	Adj R^2	f-stat	AKAIK	SCHWARZ	DW syat	P-Value
شركة ايبار للتطوير العقار	115.70	6.06	-1.12 0.83 0.02	-6.35 -0.23 12.83	0.90	192.65	5.51	5.65	0.82	0.0000 0 .1766 0.0000
الشركة الوطنيه العقارية	298.97	5.22	-0.44 -2.01 0.009	-7.57 -1.66 14.67	0.87	138.28	7.71	7.85	0.72	0.0000 0.8889 0.0000
شركة	-130.63	-3.14	0.43	3.40	0.76	64.52	7.07	7.21	0.77	0.0000

الاعيان العقارية			-8.18 0.017	-3.099 12.60						0.2519 0.0000
المتوسط الحسابي	94.68	2.71	-1.16	2.73	0.84	131.81	6.76	6.90	0.77	0.1463

المصدر من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات eviews7

الجدول رقم 2-3 قطاع الخدمات المالية

قطاع خدمات المالية	C الثابت	t-stat	معامل بيتا	t-stat	Adj R^2	f-stat	AKAIK	SCHWARZ	DW syat	P-Value
شركة التسهيلات التجارية	1315.16	8.92	-3.65 -26.91 0.012	-7.99 -2.87 2.53	0.73	55.49	9.60	9.74	0.26	0.0000 0.0001 0.0057
الشركة الساحل للتنمية والاستثمار	-38.56	-1.02	-0.03 8.15 0.01	-0.32 3.43 9.61	0.68	43.03	6.86	7.001	1.09	0.6373 0.0017 0.0000
شركة المشاريع الكويتية القابضة	-3406.20	-8.05	10.75 8.53 0.12	8.19 0.31 8.84	0.62	33.17	11.71	11.85	0.27	0.0000 0.8703 0.0000
المتوسط الحسابي	-709.85	-0.05	-0.33	2.41	0.67	43.89	9.39	9.53	0.54	0.1605

المصدر من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات eviews7

أولا:الدراسة الإحصائية:يتم اختيار النموذج المقدر باستعمال معايير إحصائية يهدف إلى اختبار مدى دقة

الإحصائية في القديرات الخاصة بمعلمات النموذج، حيث يتم اختيار معنوية المعلمات باستخدام إحصائية ستودنتt واختبار المعنوية الجزئية والكلية للنموذج باستخدام إحصائية فيشر Fو R^2 Adjمعامل التحديد المصحح من خلال جدول رقم (2) نلاحظ ما يلي:

1 بالنسبة للقطاع البنوك:

* اختبار المعنوية الجزئية للنموذج: من خلال إحصائيات ستودنتtالتقييم معنوية مقدرات النموذج وتقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع حيث من خلال الجدول رقم (2-1) نلاحظ:

بالنسبة $|ts|=11.49 \geq t0.05=1.96$

بالنسبة $|ts|=-2.3 \leq 3\ t0.05=1.96$

نلاحظ أن قيمة ستودنت بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي،1.96 وهذا يعني رفض الفرضية H0

-المعلمات B0 B1 ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية. $\propto=0.05$.

- للتأكد من هذه النتائج نقارن نسب الاحتمالP- Value التي تساوي مع نسبة المعنوية ، $\propto=0.05$ نلاحظ: أن نسب الاحتمال التي تساوي 0,3693 اكبر تماما من $\propto=0.05$ إذن نقبل H0 أي

إن نقبل الفرضيةH0

إذن B0;B1;B2;B3 لا تعبر عن ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية $\propto=0.05$.

*اختبار المعنوية الكلية للنموذج :نلاحظ أن إحصائية Fالتي تساوي 103.53اكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيعF التي تساوي 1.96

$FC \geq FT$ عند $\propto=0.05$

إذن نرفض الفرضية، أي النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية$\propto=0.05$.

*معامل التحديد (قوة الارتباط):

من خلال معامل التحديد المصحح نلاحظ أن المتغير المستقل (مخطر المحفظة) يفسر المتغير التابع (أسعار الأسهم) بنسبة 82% وعليه للنموذج قدرة تفسيرية عالية جدا.

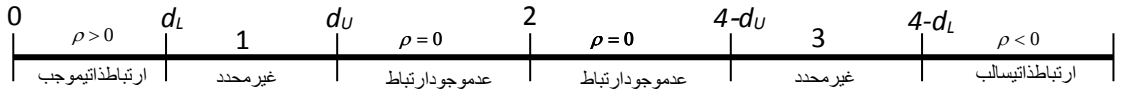
*اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

فترض اختبار دوربين واتسون وجود فرضيتين أساسيتين هنا :

فرضية العدم :وتنص على انعدام الارتباط الذاتي$H0 : p = 0$

فرضية البديلة :و تنص على وجود الارتباط الذاتي$H1 : p \neq 0$

الشكل رقم(1) يبين الارتباط الذاتي بين الأخطاء بالنسبة لقطاع البنوك في بنك بوبيان



من إعداد الطلبة باعتماد على مخرجات EVIEWS 7

حيث من خلال هذا الاختبار نلاحظ أن من الشكل أعلى أن قيمة بين قيمة $DW=0.62$وهي قريب جدا من1 أي تقع في منطقة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء

*اختبار عدم تجانس التباين: اختبار يعتمد على العلاقة بين مربعات البواقي وجميع المتغيرات المستقلة وكذا مربعاتها، وكانت نتائج التقدير وفقا لهذا الاختبار ممثلة في الجدول التالي:

الجدول رقم 3:يبين نتائج تقدير ARCH- LM

الجدول رقم 3–1: يبين نتائج تقدير ARCH- LM بالسبة لقطاع البنوك

بنك بوبيان	بنك الخليج	بنك البرقان
1.74	1.68	5.98

من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS7 الملحق رقم 5

بنك بوبيان : ويتم من خلال مقارنة إحصائية ARCH- LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حرية k

$1.05\ X^2=3.841> 1.74$

$ARCH-LM>X^2 1.05$نقبل فرضية العدم، وهذا يعني ثبات التباين.

بنك الخليج : ويتم من خلال مقارنة إحصائية ARCH- LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حرية k

X ²1.05=3.841> 1.68

X ²1.05>ARCH-LMنقبل فرضية العدم، وهذا يعني ثبات التباين.

بنك البرقان: ويتم من خلال مقارنة إحصائية ARCH- LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حرية k

X²1.05= 5.98≥3.841

ARCH-LM≥X²1.05نرفض فرضية العدم، وهذا يعني عدم ثبات التباين.

2- بالنسبة الى قطاع العقار :

* اختبار المعنوية الجزئية للنموذج : من خلال إحصائيات ستودنتtالتقييم معنوية مقدرات النموذج وتقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع حيث من خلال الجدول رقم (2-2) نلاحظ :

بالنسبة |ts|=2.71≥t0.05=1.96

بالنسبة |ts|=2.73≥3 t0.05=1.96

نلاحظ أن قيمة ستودنت بالقيمة المطلقة اكبر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي،1.96 وهذا يعني رفض الفرضيةH0

-المعلمات B1 B0ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية. ∝=0.05 .

- - للتأكد من هذه النتائج نقارن نسب الاحتمالP- Valueمع نسبة المعنوية ، ∝= 0.05 نلاحظ:

: أن نسب الاحتمال التي تساوي 0,1463 اكبر تماما من ∝=0.05 إذن نقبل H0 أي

أن نقبل الفرضيةH0

اذن B0;B1;B2;B3 عن ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية ∝=0.05 .

*اختبار المعنوية الكلية للنموذج: نلاحظ أن إحصائية Fالتي تساوي 131.81اكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيعF التي تساوي 1.96

$$FC \geq F0.05$$

إذن نرفض الفرضيةH0 ، أي النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية$\propto$=0.05 .

*معامل التحديد (قوة الارتباط):

من خلال معامل التحديد المصحح .نلاحظ أن المتغير المستقل (مخطر المحفظة) يفسر المتغير التابع (أسعار الأسهم) بنسبة 84% وعليه للنموذج قدرة تفسيرية عالية جدا.

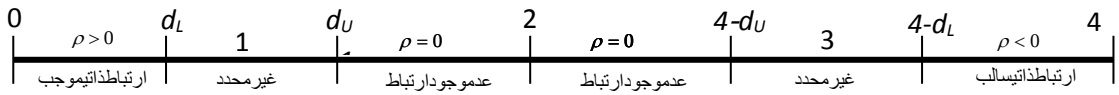
*اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

فترض اختبار دوربين واتسون وجود فرضيتين أساسيتين هنا :

فرضية العدم :وتنص على انعدام الارتباط الذاتي$H0 : p = 0$

فرضية البديلة :و تنص على وجود الارتباط الذاتي$H1 : p \neq 0$

الشكل رقم(2) يبين الارتباط الذاتي بين الأخطاء بالنسبة لقطاع البنوك في بنك بوبيان



من إعداد الطلبة باعتماد على مخرجات EVIEWS 7

حيث من خلال هذا الاختبار نلاحظ أن من الشكل أعلى أن قيمة بين قيمةDW=0.77وهي قريب جدا من1 أي تقع في منطقة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

*اختبار عدم تجانس التباين : اختبار يعتمد على العلاقة بين مربعات البواقي و جميع المتغيرات المستقلة و كذا مربعاتها، و كانت نتائج التقدير وفقا لهذا الاختبار ممثلة في الجدول التالي:

الجدول رقم 3-2: يبين نتائج تقدير ARCH- LM بالسبة لقطاع العقار

شركة ايبار للتطوير العقاري	الشركة الوطنية العقارية	شركة الأعيان العقارية
2.040	2.016	0.845

من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS الملحق رقم 5

شركة ايبار للتطوير العقاري: ويتم من خلال مقارنة إحصائية ARCH-LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حرية k

$X^2 1.05=3.841>2.040$

$X^2 1.05>$ARCH-LMنقبل فرضية العدم، وهذا يعني ثبات التباين.

الشركة الوطنية الكويتية: ويتم من خلال مقارنة إحصائية ARCH- LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حرية k

$X^2 1.05=3.841> 2.016$

$X^2 1.05>$ARCH-LMنقبل فرضية العدم، وهذا يعني ثبات التباين.

-شركة الأعيان العقارية: ويتم من خلال مقارنة إحصائية ARCH- LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حرية k

$X^2 1.05=3.841> 0.845$

ARCH-LM$<X^2 1.05$نقبل فرضية العدم، وهذا يعني ثبات التباين.

3- بالنسبة إلى قطاع الخدمات المالية :

* اختبار المعنوية الجزئية للنموذج : من خلال إحصائيات ستودنتtالتقييم معنوية مقدرات النموذج وتقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع حيث من خلال الجدول رقم (2) نلاحظ :

بالنسبة $|ts|=2.41 \geq t0.05=1.96$

بالنسبة $|ts|=-0.05 \leq 3\ t0.05=1.9$

نلاحظ أن قيمة ستودنت بالقيمة المطلقة اكبر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي،1.96 وهذا يعني رفض الفرضية

-المعلمات B0 B1ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية. $\alpha=0.05$.

- - للتأكد من هذه النتائج نقارن نسب الاحتمالP- Valueمع نسبة المعنوية ، $\alpha= 0.05$ نلاحظ:

: أن نسب الاحتمال التي تساوي 0,1605 اكبر تماما من $\alpha=0.05$ إذن نقبل H0 أي

أن نقبل الفرضيةH0

إذن B0;B1;B2;B3 لا تعبر عن ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية $\alpha=0.05$.

*اختبار المعنوية الكلية للنموذج: نلاحظ أن إحصائية Fالتي تساوي 43.87اكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع Fالتي تساوي 1.96

$FC \geq FT$ عند $\alpha=0.05$

إذن نرفض الفرضية، أي النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية$\alpha=0.05$.

*معامل التحديد (قوة الارتباط):

من خلال معامل التحديد المصحح .نلاحظ أن المتغير المستقل (مخطر المحفظة) يفسر المتغير التابع (أسعار الأسهم) بنسبة 67% وعليه للنموذج قدرة تفسيرية عالية ا.

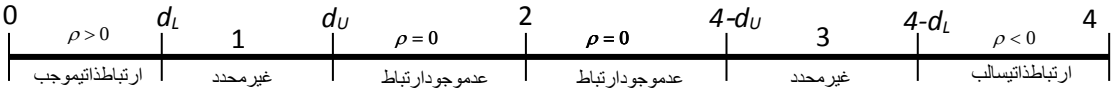
*اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

فترض اختبار دوربين واتسون وجود فرضيتين أساسيتين هنا :

فرضية العدم :وتنص على انعدام الارتباط الذاتي$H0 : p = 0$

فرضية البديلة :و تنص على وجود الارتباط الذاتي$H1 : p \neq 0$

الشكل رقم(3) يبين الارتباط الذاتي بين الأخطاء بالنسبة لقطاع البنوك في بنك بوبيان



من إعداد الطلبة باعتماد على مخرجات EVIEWS 7

حيث من خلال هذا الاختبار نلاحظ أن من الشكل أعلى أن قيمة بين قيمة1.54=DWوهي قريب من1 أي تقع في منطقة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

*اختبار عدم تجانس التباين: اختبار يعتمد على العلاقة بين مربعات البواقي و جميع المتغيراتالمستقلة و كذا مربعاتها، و كانت نتائج التقدير وفقا لهذا الاختبار ممثلة في الجدول التالي:

الجدول رقم 3-3: يبين نتائج تقدير ARCH- LM بالسبة لقطاع خدمات المالية

شركة التسهيلات التجارية	الشركة الساحل التنمية والاستثمار	شركة المشاريع الكويتية القابضة
11.61	0.62	30.85

من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7 الملحق رقم 5

شركة التسهيلات التجارية: ويتم من خلال مقارنة إحصائية ARCH- LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حرية k

$X^2 1.05=3.841 \leq 11.61$

$ARCH-LM \leq X^2 1.05$نرفض فرضية العدم، وهذا يعني عدم ثبات التباين.

الشركة الساحل التنمية و الاستثمار: ويتم من خلال مقارنة إحصائية ARCH- LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حرية k

$X^2 1.05=3.841 > 0.62$

$ARCH-LM < X^2 1.05$نقبل فرضية العدم، وهذا يعني ثبات التباين.

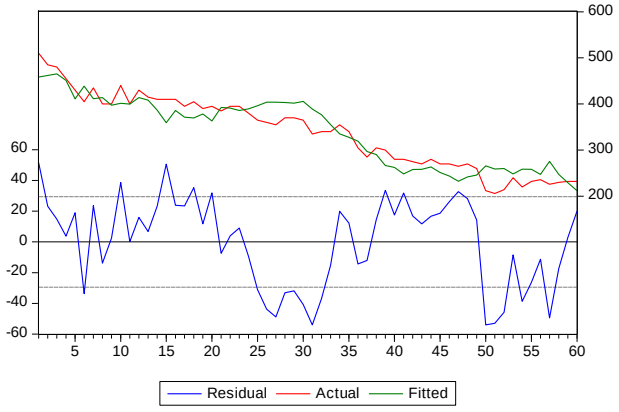
- شركة المشاريع الكويتية القابضة: ويتم من خلال مقارنة إحصائية ARCH- LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حرية k=1،

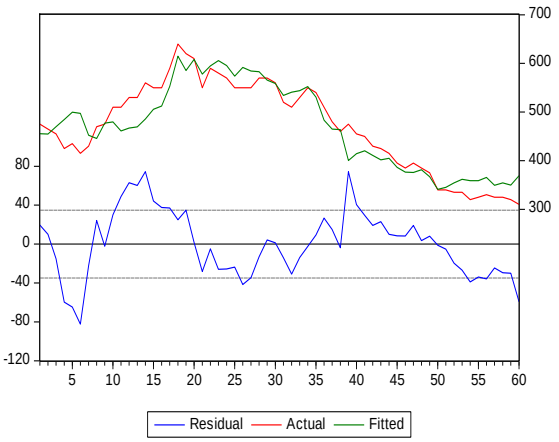
$X^2 1.05=3.841 \leq 30.85$

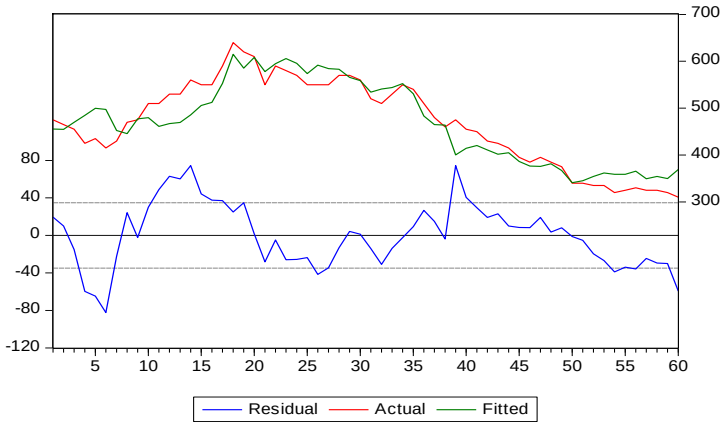
$ARCH-LM \leq X^2 1.05$نرفض فرضية العدم، وهذا يعني عدم ثبات التباين.

الشكل رقم4 يوضح التمثيل البياني لمحفظة القطاعات في سوق الكويت المالي :

- الشكل رقم 4-1:للتمثيل البياني لمحفظة القطاع البنوك



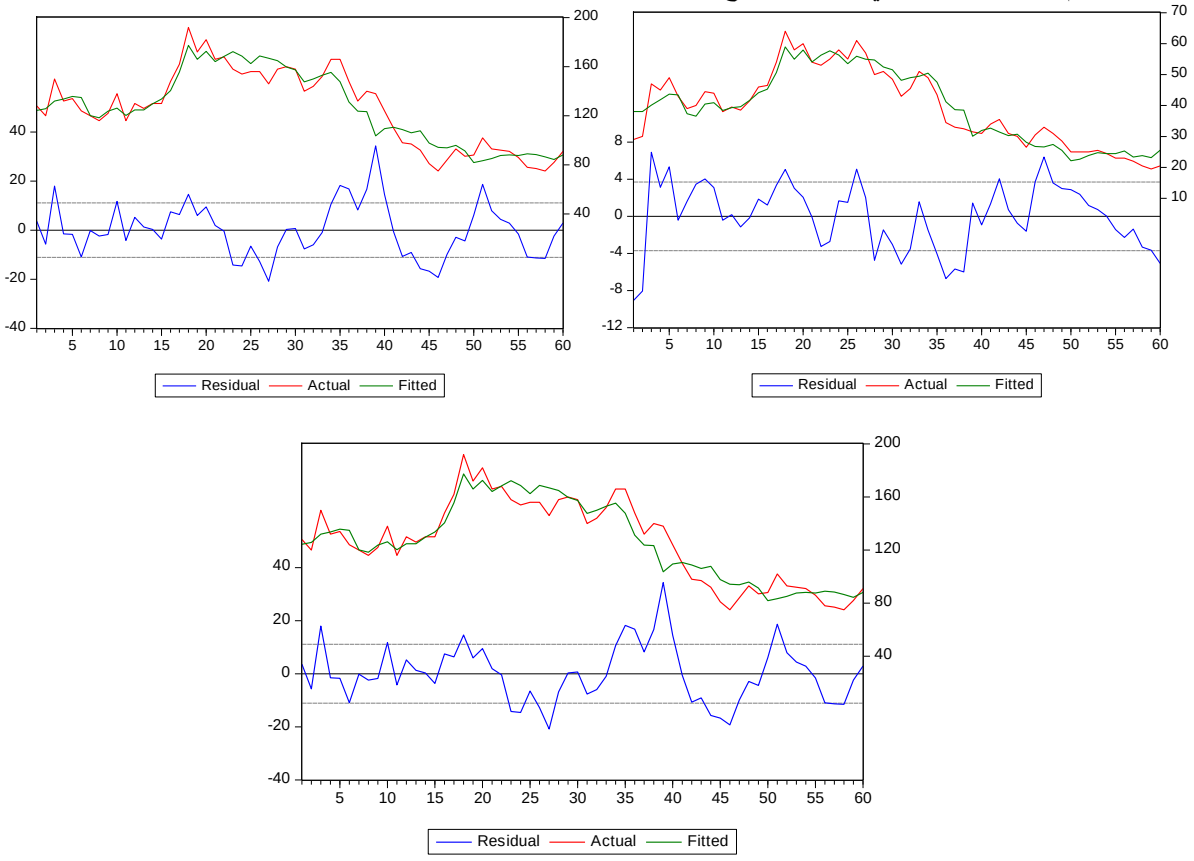




من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

نلاحظ أن السلاسل تحتوي على مركبة الاتجاه العام تتغير بتغير الزمن حيث تتذبذب حول وسط حسابي ثابت ومن هنا تقول أن السلسة لا تتمتع بالإستقرارية

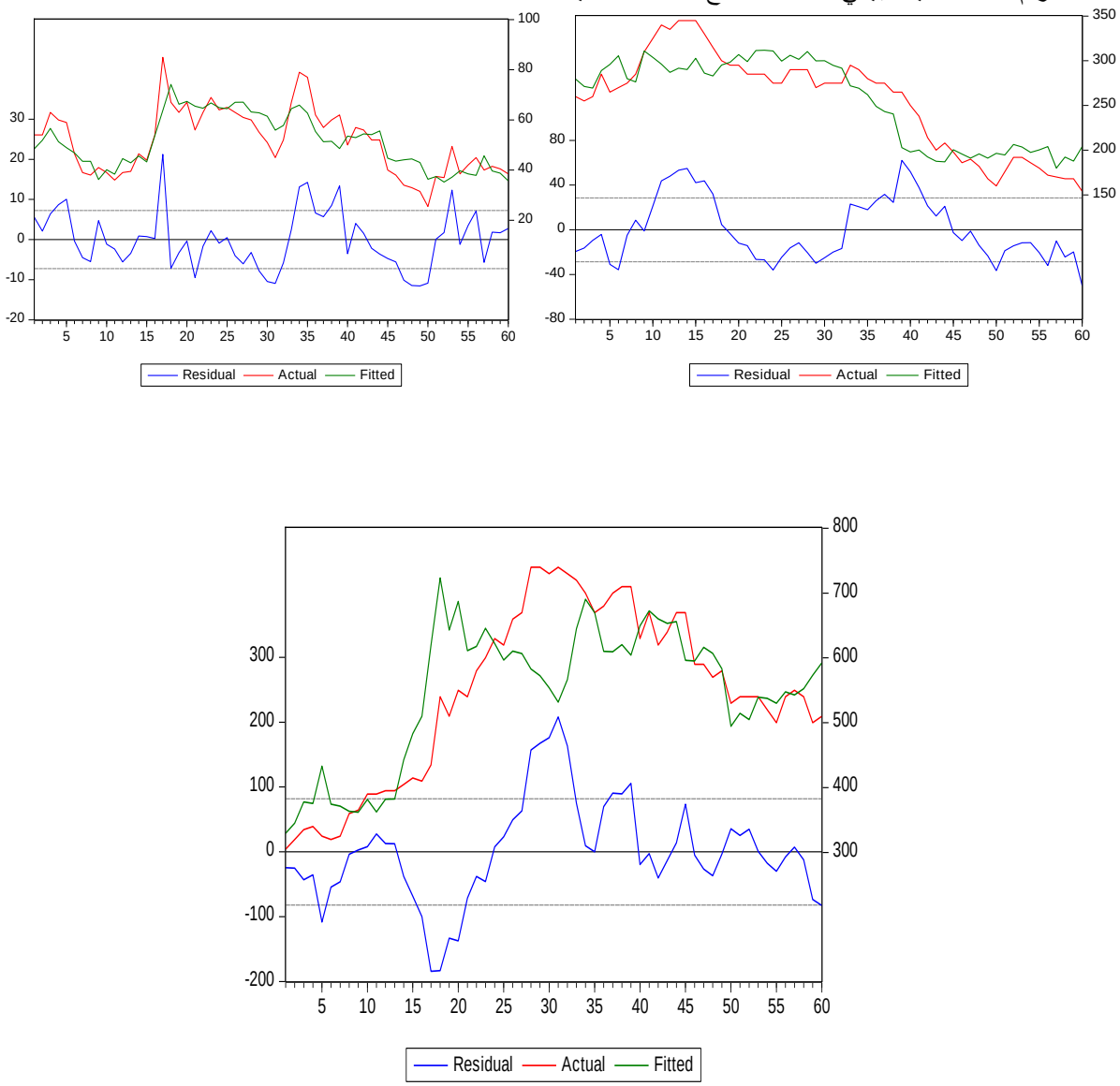
- الشكل رقم 4-2: للتمثيل البياني لمحفظة القطاع العقار



من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

نلاحظ أن السلاسل تحتوي على مركبة الاتجاه العام تتغير بتغير الزمن حيث تتذبذب حول وسط حسابي ثابت ومن هنا تقول أن السلسة لا تتمتع بالإستقرارية

الشكل رقم 4-3: للتمثيل البياني لمحفظة القطاع الخدمات المالية



من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

نلاحظ أن السلاسل تحتوي على مركبة الاتجاه العام تتغير بتغير الزمن حيث تتذبذب حول وسط حسابي ثابت ومن هنا تقول أن السلسة لا تتمتع بالإستقرارية

الجدول رقم 6-نتائج تقدير نموذج GARCH –CAPM للسوق الكويت المالي

محفظة القطاعات	المتغيرات	الثابت c	t-stat	معامل بيتا	z-stat	Prop
بنك بوبيان	X1	2390.14	24.60	-6.83	-20.75	0.0000
	X2			-16.90	-1.52	0.1276
	X3			0.02	4.36	0.0000
بنك الخليج	X1	2540.54	17.81	-7.63	-16.83	0.0000
	X2			9.51	1.06	2.2858
	X3			-0.0006	-0.13	0.8956
بنك البرقان	X1	945.53	9.31	-2.73	-8.08	0.0000
	X2			-14.66	-2.43	0.0147
	X3			0.05	30.18	0.0000
شركة ايبار للتطوير العقاري	X1	121.64	5.22	-0.46	-6.10	0.0000
	X2			-1.86	-1.35	0.1766
	X3			0.008	13.95	0.0000
الشركة الوطنية العقارية	X1	298.69	7.20	-1.12	-9.14	0.0000
	X2			-0.31	-0.13	0.8889
	X3			0.02	17.46	0.0000
شركة الاعيان العقارية	X1	-227.25	-9.23	0.67	9.54	0.0000
	X2			-2.38	-1.14	0.2519
	X3			-0.016	23.74	0.0000
شركة التسهيلات التجارية	X1	1313.5	8.95	-3.66	-7.87	0.0000
	X2			-25.32	-3.82	0.0001
	X3			0.01	2.76	0.0057
شركة الساحل للتنمية والاستثمار	X1	-34.62	-1.45	-0.04	-0.47	0.6373
	X2			8.47	3.13	0.0017
	X3			0.01	897.47	0.0000
شركة المشاريع الكويتية القابضة	X1	-3406.18	-7.75	10.78	8.50	0.0000
	X2			4.68	0.16	0.8703
	X3			0.12	8.73	0.0000

من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7 الملحق رقم5

*معادلة التباين :

Z-STAT	GARCH	Z-STAT	ARCH	Z-STAT	الثابتC	الشركات
0.83	-0.11	0.1692	1.74	1.89	653.62	بنك بوبيان
0.31	0.16	0.1813	1.68	0.091	323.58	بنك الخليج
-1.38	-0.15	0.0014	5.98	1.27	218.23	بنك برقان
-0.14	-0.04	0.078	2.40	1.22	4.95	ايبار للتطوير العقاري
-2.19	-0.28	0.1228	2.01	2.67	74.80	الوطنية العقارية
-0.34	-0.07	0.4752	0.84	1.45	10.32	الأعيان العقارية
-1.68	-0.38	0.0000	11.61	1.73	493.96	التسهيلات التجارية
8.35	1.14	0.6016	0.62	0.37	2.02	الساحل للتنمية والاستثمار
-1.34	-0.45	0.0000	30.35	1.71	4097.73	المشاريع الكويتية القابضة

ARCH+ GARCH	DW STAT	F- STAT	ADJUS R^2	SCHAWRZ	AKAIK	الشركات
1.63	0.61	1.74	0.71	10.62	10.44	بنك بوبيان
1.84	0.54	1.68	0.85	9.93	9.62	بنك الخليج
5.83	0.28	5.98	0.82	9.99	9.75	بنك برقان
2.36	0.82	2.40	0.90	5.63	5.39	ايبار للتطوير العقاري
1.73	0.72	2.01	0.87	7.80	7.56	الوطنية العقارية
0.77	0.58	0.84	0.69	7.17	6.92	الأعيان العقارية
11.23	0.23	11.61	0.69	9.55	9.31	التسهيلات التجارية
1.76	1.10	0.62	0.67	6.99	6.75	الساحل للتنمية والاستثمار
29.90	0.27	30.35	0.61	11.41	11.16	المشاريع الكويتية القابضة

من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7 الملحق رقم5

من خلال المقارنة يظهر أن النموذج الخطي الأفضل هو نموذج قطاع الخدمات المالية (شركات المشاريع الكويتية القابضة)وذلك الآن كل من معامل التحديد ومعامل فيشر تعطينا القيمة الأفضل والأكبر (المفاضلة على أساس أكبر قيمة)من قطاع البنوك وقطاع العقار ، أما بالنسبة للمعيار دربين واتسون حيث انه غير متشابه في كل القطاعات أي انه هناك ارتباط الذاتي للأخطاء .

الذي يعبر عن الخطأ فإنها تكون باختيار اقل قيمةakaik* Schwarz أما بالنسبة لمعيار كل من المعيارين ، بالمفاضلة بين النماذج نختار نموذج قطاع العقار (شركة ايبار للتطوير العقاري).

أما بالنسبة إلى إحصائية ستودنت فتعتبر محفظة قطاع البنوك هي الأفضل لأنها هي الأكبر من باقي القطاعات الأخرى

ومعاملات نموذج GARCHالمقداران β وα موجبان وأقل من واحد.

$$A+B=-0.11+1.74=1.63>1$$

$$A+B=0.16+1.68=1.84>1$$

$$A+B=-015+5.98 =5.83>1$$

$$A+B=-0.04+2.40 =2.36>1$$

$$A+B=-0.28+2.01 =1.73>1$$

$$A+B=-0.38+11.61 =11.23>1$$

$$A+B=1.14+0.62 =1.76>1$$

$$A+B=-0.45+30.35 =29.90>1$$

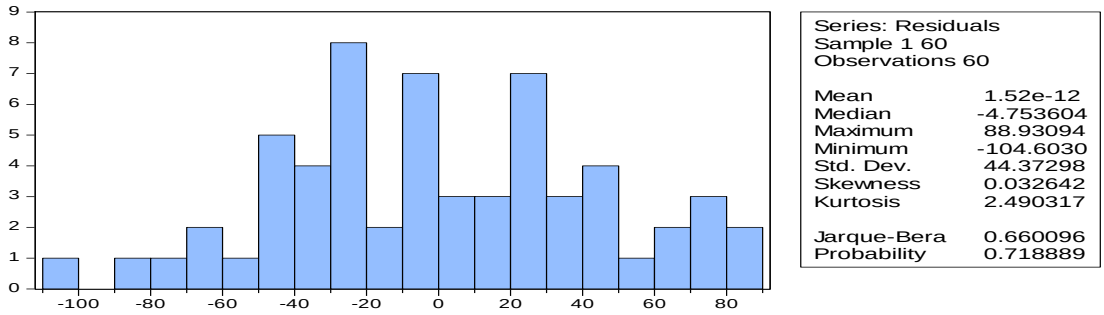
وهذا يعني أن شرط الاستقرارية غير محقق لأنها أكبر من الواحد

أما بالنسبة للشركة الأعيان العقارية فان شرط الاستقرارية محقق لأنه اقل من الواحد

$$A+B=-0.07+0.84=0.77<1$$

الشكل رقم 5-يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لقطاع البنوك:

-شكل رقم 5-1: يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لبنك بوبيان



من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة أسعار الأسهم ذات التوزيع الطبيعي لأن إحصائية: Jaque-Berra

$$JB=0.660096 < X0.05^{2}(1) = 5.99$$

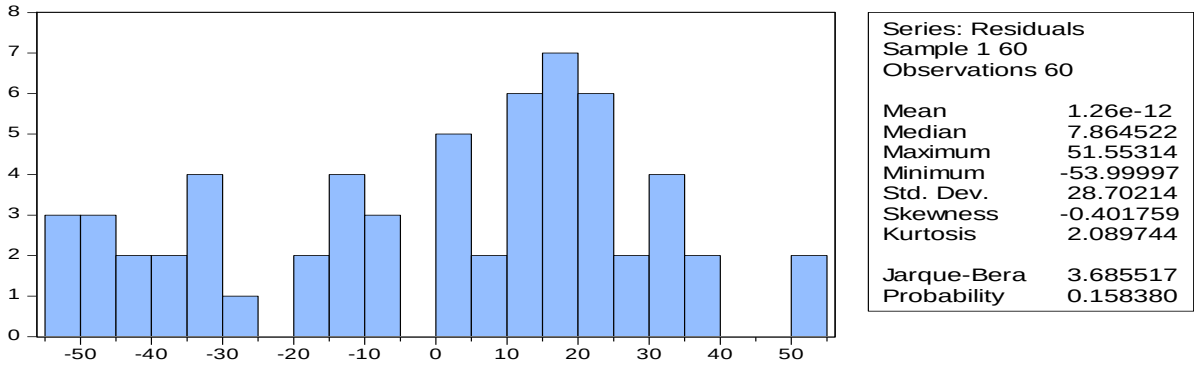
أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع X^2بدرجة حرية 1عند مستوى دلالة 0.05 (نسبة احتمال P-rob 0.718889= فهي اكبر تماما من 0.05)ومنه نقبل H1 ونرفض H0، بالإضافة إلى ذلك معيار kurtosisلاختبار فرضية التفرطح: تبين أن القيمة المحتسبة لهذا الاختبار 3 >K=2.490317اقل تماما من 3مما يوحي إلى تفلطح التوزيع الاحتمالي أي فمنحناه يقع تحت التوزيع الطبيعي كما أن معيار skewnessلاختبار فرضية التناظر: نلاحظ أن القيمة المحسوبة موجب 0<0.032642 =S إذن التوزيع غير متناظر مائل نحو اليمين.

-يقصد بالتفلطح مقدار التذبذب (الارتفاع أو الانخفاض) في قمة المنحنى مقارنة بقمة منحنى التوزيع الطبيعي .وتكون قيمة معامل التفلطح صفر في حالة التوزيع الطبيعي المعياري.وقيمة التفرطح تساوي 3

-التناظر هو الذي تتساوى فيه قيم ثلاث الوسط والوسيط والمنوال

-التوزيع الاحتمالي هي توزيعات احتمالية أو دوال و كتل احتمالية لمتغيرات عشوائية

-شكل رقم 5-2: يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لبنك الخليج



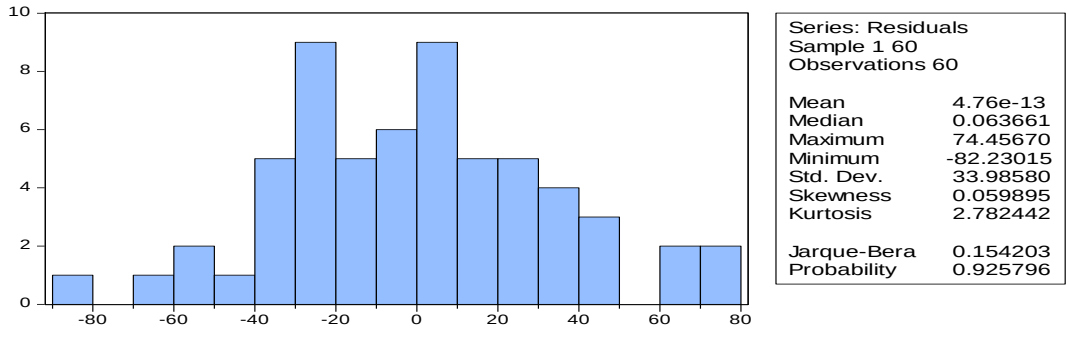
من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة أسعار الأسهم ذات التوزيع الطبيعي لأن إحصائية: Jaque-Berra

$$JB=3.685517 < X0.05^{2}(1) = 5.99$$

أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع X^2بدرجة حرية 1عند مستوى دلالة 0.05 (نسبة احتمال P-rob 0.158380=فهي اكبر تماما من 0.05)ومنه نقبل H1ونرفضH0، بالإضافة إلى ذلك معيار kurtosisلاختبار فرضية التفرطح: تبين أن القيمة المحتسبة لهذا الاختبار 3 >K=2.089744اقل تماما من 3مما يوحي إلى تفلطح التوزيع الاحتمالي أي فمنحناه يقع تحت التوزيع الطبيعي كما أن معيار skewnessلاختبار فرضية التناظر: نلاحظ أن القيمة المحسوبة سالب 0>0.401759- =S إذن التوزيع غير متناظر مائل نحو اليمين.

-شكل رقم 5-3: يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لبنك برقان :



من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

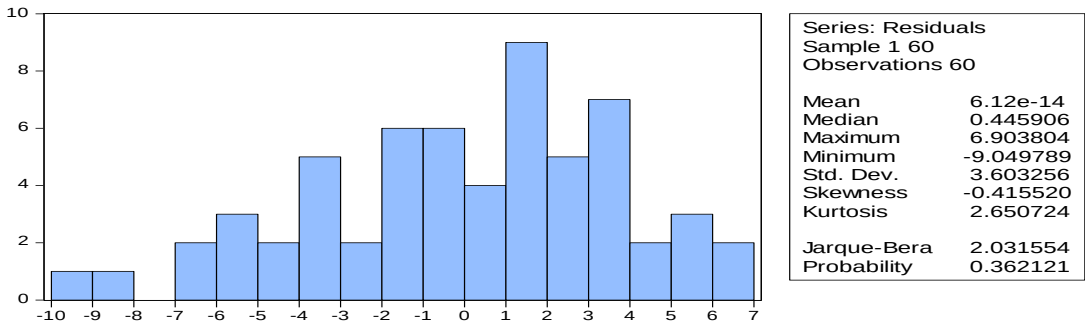
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة أسعار الأسهم ذات التوزيع الطبيعي لأن إحصائية: Jaque-Berra

$JB=0.154203 < X0.05^2\ (1) = 5.99$

أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع X^2بدرجة حرية 1عند مستوى دلالة 0.05 (نسبة احتمال P-rob 0.925796=فهي اكبر تماما من 0.05)ومنه نقبل H1ونرفض H0، بالإضافة إلى ذلك معيار kurtosisلإختبار فرضية التفرطح: تبين أن القيمة المحتسبة لهذا الاختبار 3 >K=2.782442اقل تماما من 3مما يوحي إلى تفلطح التوزيع الاحتمالي أي فمنحناه يقع تحت التوزيع الطبيعي كما أن معيار skewnessلاختبار فرضية التناظر: نلاحظ أن القيمة المحسوبة موجب 0<S= 0.059895 إذن التوزيع غير متناظر مائل نحو اليمين.

شكل رقم 6-يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لقطاع العقار:

--شكل رقم 6-1: يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لشركة ايبار للتطوير العقاري:



من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

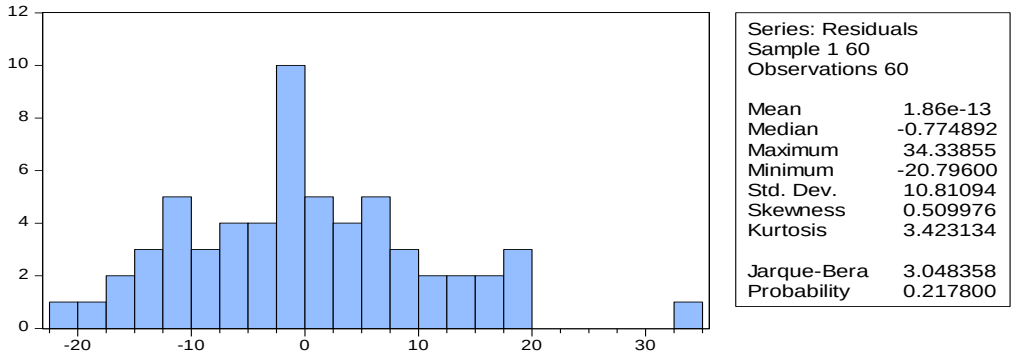
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة أسعار الأسهم ذات التوزيع الطبيعي لأن إحصائية: Jaque-Berra

$JB=2.031554 < X0.05^2\ (1) = 5.99$

أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع X^2بدرجة حرية 1عند مستوى دلالة 0.05 (نسبة احتمال P-rob 0.362121=فهي اكبر تماما من 0.05)ومنه نقبل H1ونرفض H0، بالإضافة إلى ذلك معيار kurtosisلاختبار فرضية التفرطح: تبين أن القيمة المحتسبة لهذا الاختبار 3 >K=2.650724اقل تماما من

3مما يوحي إلى تفلطح التوزيع الاحتمالي أي فمنحناه يقع تحت التوزيع الطبيعي كما أن معيار skewnessلاختبار فرضية التناظر: نلاحظ أن القيمة المحسوبة سالب 0>0.415520- =S إذن التوزيع غير متناظر مائل نحو اليمين.

- شكل رقم 6-2: يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لشركة الوطنية العقارية :



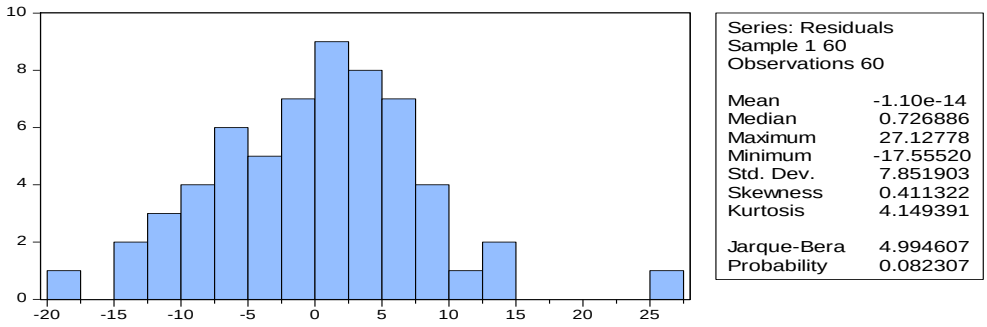
من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة أسعار الأسهم ذات التوزيع الطبيعي لأن إحصائية: Jaque-Berra

$JB=3.483580 < X0.05^2 (1) = 5.99$

أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع X^2بدرجة حرية 1عند مستوى دلالة 0.05 (نسبة احتمال P-rob 0.217806= فهي اكبر تماما من 0.05)ومنه نقبل H1ونرفض H0، بالإضافة إلى ذلك معيار kurtosisلاختبار فرضية التفرطح: تبين أن القيمة المحتسبة لهذا الاختبار 3 <3.423134=Kاكبر تماما من 3مما يوحي إلى تفلطح التوزيع الاحتمالي أي فمنحناه يقع فوق التوزيع الطبيعي كما أن معيار skewnessلاختبار فرضية التناظر: نلاحظ أن القيمة المحسوبة موجب 0<0.509976 =S إذن التوزيع غير متناظر مائل نحو اليمين.

-شكل رقم 6-3: يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لشركة الأعيان العقارية :



من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

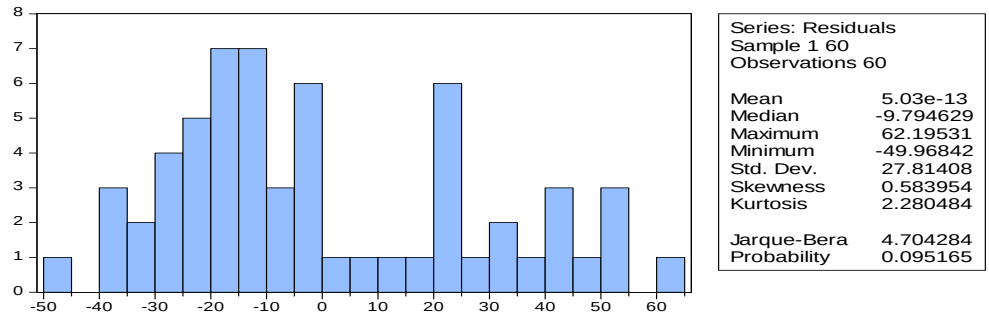
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة أسعار الأسهم ذات التوزيع الطبيعي لأن إحصائية: Jaque-Berra

$JB=4.994607 < X0.05^2\ (1) = 5.99$

أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع X^2بدرجة حرية 1عند مستوى دلالة 0.05 (نسبة احتمال P-rob 0.082307= فهي اكبر تماما من 0.05)ومنه نقبل H1ونرفضH0، بالإضافة إلى ذلك معيار kurtosisلاختبار فرضية التفرطح: تبين أن القيمة المحتسبة لهذا الاختبار 3 <K=4.149391اكبر تماما من 3مما يوحي إلى تفلطح التوزيع الاحتمالي أي فمنحناه يقع فوق التوزيع الطبيعي كما أن معيار skewnessلاختبار فرضية التناظر: نلاحظ أن القيمة المحسوبة موجب 0<S= 0.411322 إذن التوزيع غير متناظر مائل نحو اليمين.

شكل رقم 7-يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لقطاع الخدمات المالية :

-شكل رقم 7-1: يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لشركة التسهيلات التجارية :



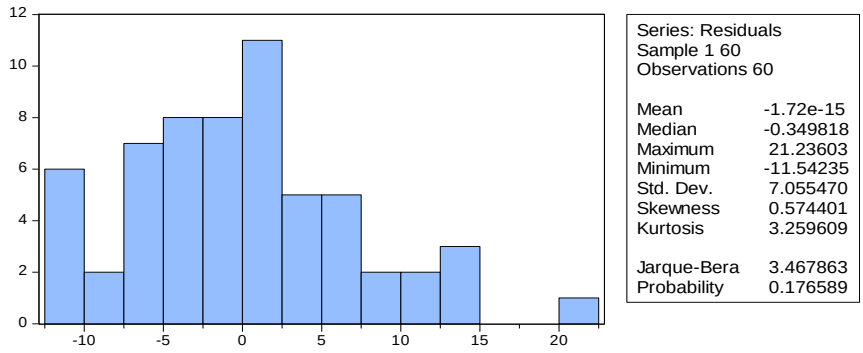
من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة أسعار الأسهم ذات التوزيع الطبيعي لأن إحصائية: Jaque-Berra

$JB=4.704284 < X0.05^2\ (1) = 5.99$

أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع X^2بدرجة حرية 1عند مستوى دلالة 0.05 (نسبة احتمال P-rob 0.095165= فهي اكبر تماما من 0.05)ومنه نقبل H1ونرفضH0، بالإضافة إلى ذلك معيار kurtosisلاختبار فرضية التفرطح: تبين أن القيمة المحتسبة لهذا الاختبار 3 >K=2.280484اقل تماما من 3مما يوحي إلى تفلطح التوزيع الاحتمالي أي فمنحناه يقع تحت التوزيع الطبيعي كما أن معيار skewnessلاختبار فرضية التناظر: نلاحظ أن القيمة المحسوبة موجب 0<S= 0.583954 إذن التوزيع غير متناظر مائل نحو اليمين.

---شكل رقم 7-2: يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لشركة الساحل للتنمية والاستثمار



من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

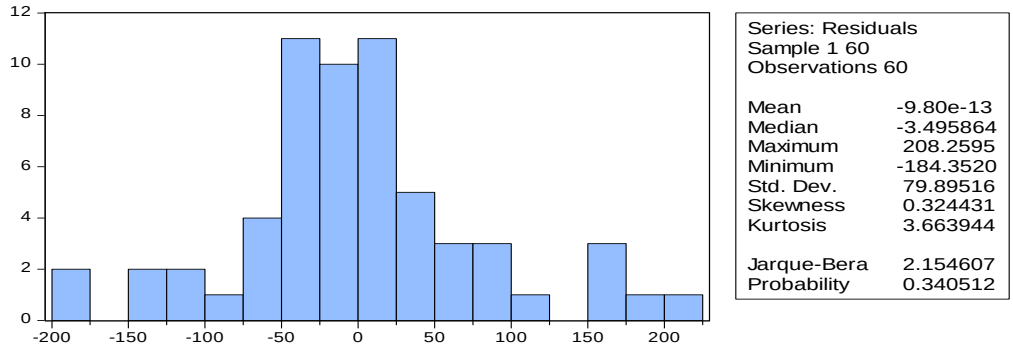
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة أسعار الأسهم ذات التوزيع الطبيعي لأن إحصائية: Jaque-Berra

$JB=3.467863 < X0.05^2\ (1) = 5.99$

أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع X^2بدرجة حرية 1عند مستوى دلالة 0.05 (نسبة احتمال P-rob 0.176589= فهي اكبر تماما من 0.05)ومنه نقبل H1ونرفضH0، بالإضافة إلى ذلك معيار kurtosisلاختبار فرضية التفرطح: تبين أن القيمة المحتسبة لهذا الاختبار 3 <K=3.259609اكبر تماما من 3مما يوحي إلى تفلطح التوزيع الاحتمالي أي فمنحناه يقع فوق التوزيع الطبيعي كما أن معيار

skewnessلاختبار فرضية التناظر: نلاحظ أن القيمة المحسوبة موجب 0<0.574401 =S إذن التوزيع غير متناظر مائل نحو اليمين.

---شكل رقم 7-3: يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي لشركة المشاريع الكويتية القابضة



من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن سلسلة أسعار الأسهم ذات التوزيع الطبيعي لأن إحصائية: Jaque-Berra

$JB=2.154607 < X0.05^2 (1) = 5.99$

أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع X^2بدرجة حرية 1عند مستوى دلالة 0.05 (نسبة احتمال P-rob 0.340512= فهي اكبر تماما من 0.05)ومنه نقبل H1ونرفضH0، بالإضافة إلى ذلك معيار kurtosisلاختبار فرضية التفرطح: تبين أن القيمة المحتسبة لهذا الاختبار 3 <3.663944=Kاكبر تماما من 3مما يوحي إلى تفلطح التوزيع الاحتمالي أي فمنحناه يقع فوق التوزيع الطبيعي كما أن معيار skewnessلإختبار فرضية التناظر: نلاحظ أن القيمة المحسوبة موجب 0<0.324431 =S إذن التوزيع غير متناظر مائل نحو اليمين.

الجدول رقم 7 :مقارنة بين نتائج تقدير CAPMو نتائج تقدير نموذج CAPM- GARCHلسوق الكويت المالي بالنسبة لمعامل بيتا :

	قطاع البنوك			قطاع العقار			قطاع الخدمات المالية		
المخاطر النظامية	بنك بوبيان	بنك الخليج	بنك برقان	شركة ايبار للتطوير العقاري	الشركة الوطنية العقارية	شركة الأعيان العقارية	شركة التسهيلات التجارية	شركة الساحل للتنمية والاستثمار	شركة المشاريع الكويت القابضة
معامل بيتا العادي	-7.39	-8.04	-3.16	-0.44	-1.12	0.43	-3.65	-0.03	10.75
	-33.84	20.74	16.89-	-2.11	0.83	-8.18	-26.91	8.15	8.53
	0.007	0.005-	0.07	0.009	0.02	0.01	0.1	0.01	0.12
معامـــل بيتـــا الشرطي	-6.83	-7.63	-2.73	-0.46	-1.12	0.67	-3.66	-0.09	10.78
	-16.16	9.51	14.66-	-1.86	-3.31	-2.38	-17.32	8.47	4.68
	0.02	0.009	0.05	0.008	0.02	0.01	0.01	0.01	0.12

من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

مقارنة بيتا نلاحظ أن بيتا الشرطية اقل مخاطرة من بيتا العادية و بذلك نقول أن معامل بيتا الشرطي قد صحح النموذج من خلال تقليل المخاطر و منه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المشروطة أفضل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العادية ويختلف بيتا معنويا في اغلب الحالات عن الصفر على مستوى كافة القطاعات في البورصة (البنوك والعقار و الخدمات المالية) منخفضة (سياسة دفاعية) حيث كان معامل بيتا اقل من الواحد في اغلب الحالات .

الشكل رقم 8 : علاقة دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي للبواقي لأسعار الأسهم الشهرية لمحفظة قطاع خدمات مالية شركة مشاريع كويتية القابضة:

Date: 09/22/17 Time: 12:25

Sample: 1 60

Included observations: 60

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. |****** |	. |****** |	1	0.768	0.768	37.206	0.000
. |*** |	**| . |	2	0.467	-0.301	51.189	0.000
. |*. |	.*| . |	3	0.194	-0.110	53.657	0.000
.*| . |	**| . |	4	-0.081	-0.259	54.094	0.000
.*| . |	. |** |	5	-0.176	0.233	56.188	0.000
.*| . |	. | . |	6	-0.169	-0.031	58.161	0.000
.*| . |	. | . |	7	-0.135	-0.011	59.431	0.000
. | . |	. | . |	8	-0.053	-0.010	59.630	0.000
. | . |	. | . |	9	-0.012	-0.049	59.641	0.000
. |*. |	. |** |	10	0.099	0.327	60.375	0.000
. |** |	. |*. |	11	0.245	0.112	64.932	0.000
. |** |	.*| . |	12	0.276	-0.123	70.851	0.000
. |** |	. | . |	13	0.271	-0.036	76.663	0.000
. |*. |	.*| . |	14	0.169	-0.113	78.974	0.000
. | . |	.*| . |	15	-0.042	-0.089	79.118	0.000
**| . |	. | . |	16	-0.206	-0.049	82.698	0.000
**| . |	. |** |	17	-0.240	0.223	87.684	0.000
**| . |	.*| . |	18	-0.228	-0.166	92.269	0.000
.*| . |	.*| . |	19	-0.182	-0.119	95.262	0.000
.*| . |	.*| . |	20	-0.161	-0.172	97.672	0.000
.*| . |	. | . |	21	-0.154	0.028	99.934	0.000
.*| . |	.*| . |	22	-0.175	-0.119	102.920	0.000
.*| . |	. | . |	23	-0.189	-0.025	106.530	0.000
.*| . |	**| . |	24	-0.189	-0.243	110.200	0.000
.*| . |	.*| . |	25	-0.182	-0.085	113.730	0.000
.*| . |	. |*. |	26	-0.179	0.089	117.230	0.000
.*| . |	. | . |	27	-0.182	0.025	120.950	0.000
.*| . |	. | . |	28	-0.163	-0.011	124.050	0.000
.*| . |	.*| . |	29	-0.144	-0.126	126.540	0.000
.*| . |	. | . |	30	-0.096	0.045	127.680	0.000
. | . |	. | . |	31	-0.033	-0.031	127.820	0.000
. | . |	. | . |	32	-0.001	0.059	127.820	0.000
. | . |	. |*. |	33	0.002	0.076	127.820	0.000
. | . |	. | . |	34	-0.007	-0.006	127.830	0.000
. | . |	. | . |	35	-0.033	-0.012	127.990	0.000

.|.|	.|.|	36-0.040-0.003128.230.000
.|.|	.|*.|	37-0.036 0.074128.440.000
.|.|	.|.|	38-0.032-0.024128.620.000
.|.|	.|.|	39-0.014 0.034128.650.000
.|.|	.*|.|	40 0.005-0.103128.660.000
.|.|	.*|.|	41 0.021-0.066128.740.000
.|.|	.|.|	42 0.052 0.044129.300.000
.|.|	.|.|	43 0.059-0.044130.060.000
.|.|	.|.|	44 0.054-0.064130.750.000
.|.|	.*|.|	45 0.056-0.110131.540.000
.|.|	.|.|	46 0.049 0.056132.170.000
.|.|	.*|.|	47 0.044-0.124132.730.000
.|.|	.|.|	48 0.038-0.027133.180.000
.|.|	.|.|	49 0.033-0.061133.540.000
.|.|	.|.|	50 0.028-0.028133.830.000
.|.|	.|.|	51 0.021-0.030134.010.000
.|.|	.|.|	52 0.018 0.000134.160.000
.|.|	.|.|	53 0.014-0.057134.270.000
.|.|	.|.|	54 0.019 0.017134.480.000
.|.|	.|.|	55 0.017 0.019134.690.000
.|.|	.|.|	56 0.011 0.010134.810.000
.|.|	.|.|	57 0.006-0.033134.850.000
.|.|	.|.|	58 0.000 0.066134.850.000
.|.|	.|.|	59-0.001-0.024134.850.000

من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS 7

نلاحظ من الشكل أعلاه أن جميع معلمات دالة الارتباط الجزئي والذاتي تساوي معنويا 0 أي تقع

معظمها داخل مجال الثقة

[1.96/√T- .1.96/√T+]وهذا ما يؤكد أن السلسلة مستقرة، كما أن إحصائية φSTATالتي تساوي 134.85اكبرتماما من قيمة الحرجة لتوزيع X^2 بدرجة حرية 59 نسب proob التي تساوي 0.000اقل تمام من 0.05وهذا يعني أن نرفض H0 ونقبل H1 أي أن فرضيه الاستقرار محققه .

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

إن هذا المطلب يعتبر أساس الدراسة حيث سنقوم بتوضيح وتحليل النتائج ومناقشة البيانات واختبار الفرضيات

المستخرجة من برنامج EVIEWS7والتوصل إلى نفيها أو إثباتها.

الفرع الأول: تحليل نتائج

انطلاقا من معطيات العينة موضوع الدراسة نحلل العلاقة بين أسعار الأسهم كمتغير تابع والمخاطر المحفظة (المخاطر النظامية) كمتغير مستقل، اعتمادا على الجداول والإشكال البيانية والملاحق يتبين لنا ما يلي :

- من خلال الجدول رقم 2 -1و2-2تبين لنا انه يوجد علاقة عكسية بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم في كل من قطاع البنوك و قطاع العقار حيث انه عندما تزيد قيم معامل بيتا تزيد قيم أسعار الأسهم ،

ومن خلال جدول رقم 2-3تبين لنا وجود علاقة طردية في قطاع الخدمات المالية بين مخاطر المحفظة المالية حيث وجدنا انه عند زيادة قيم معامل بيتا يؤدي ذلك إلى زيادة قيم أسعار الأسهم .

-ويعتبر نموذج CAPM-GARCHأفضل من نموذج CAPMحسب معياري Akaikaو،schwarz اللذين كانا في أقل قيمتهما على مستوى النموذج الشرطي خاصة على مستوى قطاع العقار (شركة ايبار للتطوير العقاري) الذي كان به الفرق واضح، وحضي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بمعنوية إحصائية تختلف عن 0 على مستوى كامل القطاعات وذلك عند مستوى المعنوية 5في المائة حسب إحصائية فيشر

كما يبدو في الجدول 3-1وهو ما يثبت وجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية وأسعار الأسهم المدروسة ويبدو من الجدول 3-1سيطرة قطاع البنوك (بنك بوبيان) ، وعلى الرغم من ذلك تبقى نتائج النموذج لقطاع العقار (شركة ايبار للتطوير العقاري) أحسن حسب مربعات الأخطاء المعبر عنها معياري Akaika و Schwarzالذين بلغا الحد الأدنى.

-نلاحظ من الشكل رقم 8 أن جميع معلمات دالة الارتباط الجزئي والذاتي للبواقي كلها داخل مجال الثقة أي تحقق فرضية السير العشوائي لأسعار الأسهم تدل على تحقق فرضية الكفاءة على المستوى الضعيف في البورصة

خلاصة الفصل:

لقد خصص هذا الفصل بالجانب التطبيقي من الدراسة، وكان الهدف منه تطبيق ما تم التوصل إليه في الجانب النظري،واختبار ما مدى تطابقه مع الواقع العلمي، وكذا اختبار فرضيات الدراسة التي تم وضعها. فتناولنا الجوانب الأساسية للدراسة والمتمثلة في كل من طريقة وأدوات جمع المعلومات للدراسة، التي يمكن خلالها التوصل للمعطيات وتلخيصها ومعالجتها، وكذا تحديد عينة الدراسة و المتمثلة في أسعار أسهم الشركات بورصة الكويت للفترة:2016/2012 و تحديد متغيرات الدراسة والمتمثلة في بعض أسهم ومؤشر السوق و أسعار الصرف و معدلات التضخم لنقوم في الأخير بعرض وتحليل وتفسير النتائج التي توصلت لها الدراسة انطلاقا من المعطيات التي تم تلخيصها ومعالجتها، وفيما يخص الخاتمة سنحاول الإجابة عن الفرضيات م النتائج و التوصيات المتوصل إليها .

الخاتمة

تمثلت دراستنا في التعرف على العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي يعتبر من أهم النماذج المستعملة في الوقت الحالي حيث أثبتت العديد من الدراسات السابقة الواردة في أدبيات الدارسة الاستخدام الواسع لهذا النموذج من قبل المتعاملين وبهدف الإجابة على الإشكالية المطروحة سابقا و المتمثلة في:

إلى أي يمكن أن تؤثر أسعار الأسهم على مخاطر المحفظة المالية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الكويت للأوراق المالية ؟

وطبقت الدراسة في بورصة الكويت للأوراق المالية وعليه ضمن الخاتمة سنستعرض اهم النتائج المتوصل إليها والتوصيات والأفاق:

1- اختبار فرضيات الدراسة:

✓ **الفرضية الأولى**: وهي ترتبط بما إذا كانت مخاطر المحفظة المالية تكمن في المخاطر المنتظمة والغير منتظمة: حسب دراستنا ذكرنا نوعين من المخاطر المالية وهي المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة حيث أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تستهدف السوق ككل ، اما المخاطر الغير المنتظمة فهي التي تستهدف قطاع معين وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى

الفرضية الثانية: وهي التي ترتبط بمساهمة نموذج تسعير الأصول الرأس مالية مشروط بعد تجانس التباين في قياس مخاطر المحفظة من خلال مقارنة إحصائية ARCH- LMعند مستوى معنوية 5%و درجة حريةk وهو يثبت صحة الفرضية .

✓ **الفرضية الثالثة**: من اجل توصل الى وجود علاقة ذات دلاله إحصائية حيث استخدم نموذج لمعرفة مدى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم ومخاطر المحفظة المالية على مستوي بورصة الكويت ,من خلال تحليل الأسهم القطاعات التي اختيرت على أساس التبيان غير المتجانس حيث استنتجنا انه هناك علاقة ذات دلالة إحصائية مقبولة اتجاه الأسهم شركات قطاع العقار وكذلك في بنك بوبيان وبنك الخليج وأيضا في شركة ساحل لتنمية والاستثمار أما عن الأسهم الأخرى يتضح انه ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم وهنا نستنج انه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية مقبولة وهو ما يثبت صحة هذه الفرضية .

✓ **الفرضية الرابعة**: يعتبر معامل β المقاييس الملائم لخطر الورقة المالية ويتأثر بالسوق لأنه يقيس عوائد الأسهم مع عوائد السوق وتختلف درجة التأثير بدرجة للسهم حيث كلما كان βأكبر من1 كلما كان أكثر حساسية تجاه المؤشر والعكس صحيح ومنه الفرضية الرابعة صحيحة.

2- **نتائج الدراسة**: أسفرت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج يمكن تقسيمها الى نتائج نظرية ونتائج تطبيقية ويتم تلخيصها في ما يلي

النتائج النظرية

-تتمثل محفظة المالية في مجموعة من الأوراق المالية تيم اختيارها بعناية لتحقيق الأهداف المرجوة أو هي مجموعة من الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها من الأدوات من اجل الاستثمار وتحقيق الأرباح

-إن الخطر المتعلق بالمحفظة المالية هو عبارة عن خطر كلي يحسب عن طريق الانحراف المعياري، ويقسم إلى خطر وغير منتظم يمكن التغلب عليه عن طريق التنويع، وخطر منتظم لا يمكن تجنبه بالتنويع ويحسب بمعامل بيتا.

-يسعى المستثمرون إلى زيادة مستوى العائد وتقليل مستوى المخاطرة من اجل تحقيق الأهداف المرجوة

-تساهم البورصات في تعظيم الثروة لأفراد المجتمع لما لها من دور في جلب المدخرات وتخصيصها بين الشركات والقطاعات ذات الأداء المتميز، إذا توافرت على الشرط الأساسي وهو الكفاءة بشقيها الداخلي والخارجي

النتائج التطبيقية :

- توجد علاقة ذات دلاله إحصائية بين أسعار الأسهم والمخاطر النظامية عند مستوي معنوية 99 في المائة

- أسعار أسهم المحافظ مختلف القطاعات تتبع التوزيع الطبيعي، وتمتاز بالتفلطح ومائل نحو اليمين على مستوى جل القطاعات بالبورصة الكويت .

- قطاع العقار هو أفضل قطاع مقارنة ببقي القطاعات في بورصة الكويت ، وفق التحليل مخاطر المحفظة وأسعار الأسهم

– نموذج تسعير الأصول الرأسمالية قابل للتطبيق على مستوى جل القطاعات بالبورصة، وهو نموذج مقبول إحصائيا عند نسبة معنوية 5في المائة وهو ما يعني أن المعامل بيتا العادي يختلف معنويا عن 0 عند نسبة معنوية 5في المائة لجل القطاعات؛ ومن ثمة وجود علاقة طردية بين الأسعار والمخاطر النظامية بالبورصة عمان خلال الفترة المختارة

بناء على النتائج الواردة في الدراسة نوصي بما يلي:

– محاولة التوسيع القطاعي وذلك بهدف جلب استثمارات خارجية لسوق الكويت لأوراق المالية

–تشجيع السوق الالكتروني وزيادة ساعات العمل لسوق الكويت لأوراق المالية وتخفيف القيود المفروضة عليه

- اختيار سياسة مناسبة لتغطية خطر الصرف حسب الظروف الاقتصادية و المالية لسوق الكويت لأوراق المالية.

3– آفاق الدراسة

من خلال هذه الدراسة تم استنباط آفاق البحث . وجوانب أخرى تحتاج إلى الدراسة و التعمق فيها . كالقيام بدراسة تفصيلية على اثر مخاطر أسعار الأسهم على المحفظة المالية . مستقبل سوق الكويت للأوراق المالية .

قائمة المراجع

1- إبراهيم الكراسنة،إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات،صندوق النقد العربي،معهد السياسات الاقتصادية،ابوظبي،سنة2010.

2- الإدارة المالية،أسامه عبدا لخالق الأنصاري،نشر الكتروني.

3- الاستثمار في البورصة،محمد عبد الحميد عطية،دار التعليم الجامعية طبع ونشر وتوزيع،طبعهالاولي2011.

4- الاستثمارات والأسواق المالية، دهوشيار معروف،درا صفاء للنشر وتوزيع عمان،الطبعة الأولى 1436-2015هـ.

5- الأسهم والسندات وأحكامها،د احمد بن محمد الخليل،دار النشر ابن الجوزي،الطبعة الثانية صفر 1426هـ.

6- أيمن الشهاب،اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية،طالب دراسات عليا (دكتوراه) كلية اقتصاد جامعة حلب،سنة 2014.

7- دكتور يوسف الشبيلي، الاستثمار في الأسهم وسندات،موقع الكتروني http://www.shubily.com/home.php

8- عصران جلال عصران ، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية ، نشر وتوزيع دار التعليم الجامعي الإسكندرية ، طبعة الأولى سنة ،2010.

9- قسم الدارسات والأبحاث، إدارة المخاطر في بورصة عمان، المحافظة الوطنية للأوراق المالية.

10- المشتقات المالية،د عبد الكريم احمد قندوز،دار الوراق للنشر التوزيع،الطبعة الثانية 2014.

11- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى 2015م/1436هـ،دار صفاء للنشر والتوزيع عمان.

❖ **المذكرات :**

12- بكاري دلال،اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الأوراق المالية،مذكره مقدمه لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي،السنة الجامعية 2015/2014 .

13- بوضياف عبير،سوق الأوراق المالية في الجزائر،مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة تخصص مالية،سنة 2007 .

14- جقلوموني،دراسةقياسيةلتقلباتأسعارالأسهم،ذكرةمقدمةلاستكمالمتطلباتشهادةماسترأكاديمي،السنةالجام عية : 2014/ 2015 .

15- زيان سعاد،دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص : اقتصاديات المالية والبنوك،السنة الجامعية: 2015 .

16- سارةعبدلي،اساليباداءحافظةالاوراقالمالية،مذكرةمقدمةلإستكمالمتطلباتنيلشهادةالماسترفيعلومالتسييرتخصص:ماليةمؤسسة،السنةالجامعية 2011/2012 .

17- عبد اللطيف الطيبي ،التطبيقات المتمايزه للتقنيات التمويل والاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منضور العائد والمخاطرة ،مذكرة مقدمه لاستكمال شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية مؤسسة،2009/2008.

18- عبدلي لطيفة ،دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية ، مذكره للنيل شهادة ماجستير ، الموسمي الجامعي 2012/2011.

19- فؤاد عبد الحميد النواجحة،قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين،قدمت هذه الدراسة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة التمويل،1435هـ/2014.

20- لعروسي بلخير ،تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار وفق نموذج GARCH-M medaf،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي تخصص التقنيات الكمي في المالية،السنة الجامعية 2016/2015 .

21- محمد مكاوي،دارسة أثر تقلبات أسعار الصرف على قيمة الأسهم، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير،السنة الجامعية 2012/2011.

22- مذكرات حسن السلطان، ماجستير إدارة إعمال، إدارة مخاط الاستثمار المالي، سنةالجامعية2009/2008.

23- منية خرباش،أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية تخصص: مالية المؤسسة، السنة الجامعية:2011/2012.

24- يوسفخروبي،تقديرالعائدوالمخاطرللاستثماراتباستخدامنموذجتوازنالاصولالمالية،مذكرةمقدمةللاستكمالنيل شهادةماجستيرفيعلومتسيير،الموسمالجامعي 2012/2011.

قائمة الملاحق

الملحق رقم 1 المتغيرات المستقلة

الجدول رقم 1- مؤشر السوق الخاص ببورصة الكويت الشهري 2012الى 2016

2016	2015	2014	2013	2012
5615.12	6553.38	7550.19	5943.28	5785
5114.18	6572.26	7756.23	6244.71	5863.9
5207.73	6001.43	7692.42	6463.47	6122.8
5228.41	6282.46	7572.81	6721.85	6157.9
5391.46	6376.36	7408.31	7430.54	6378.4
5400.33	6292.46	7291.09	8300.51	6193.04
5364.57	6202.6	6971.78	7772.52	5789.21
5451.33	6253.71	7130.89	8069.84	5720.68
5419.68	5820.56	7430.51	7632.23	5862.56
5398.39	5725.61	7621.51	7766.3	5982.69
5400.9	5775.36	7361.96	7946.39	5766.96
5554.46	5802.03	6752.54	7784.62	5943.63

الجدول رقم 2سعر الصرف الخاص ببورصة الكويت الشهري 2016/2012

2016	2015	2014	2013	2012
303.4	295.3	282.5	281.4	277.6
301	296.1	281.4	283.6	277.9
301.8	300.8	281.7	285.3	277.8
300.9	301.6	281.1	284.1	277.7
302.2	302.8	281.9	285.9	281
301.7	302.4	281.5	285.5	277.7
301.5	302.7	283.3	284.3	281.9
302.3	302.3	284.7	285.2	281.9
301.4	302.3	288.2	282.9	281
303.1	303.3	290.3	282.2	281.2
305.1	304.7	291.4	282.7	281.8
305.6	303.5	292.9	282.4	281.2

الجدول رقم 3- معدل التضخم الشهري الخاص بالبورصة الكويت 2012 الى 2016

2016	2015	2014	2013	2012
3.2	2.8	2.9	2.6	3.5
3.1	2.8	2.9	2.5	3.8
3.1	3.3	3	1.9	4
2.8	3.5	2.7	2.8	3.3
2.8	3.3	2.9	3	2.7
3.1	3.6	2.9	3	2.7
3	3.7	2.7	2.8	2.9
2.8	3.8	2.7	2.5	3
3.8	3.1	3.1	2.9	1.9
3.1	3.1	3	2.6	2.2
3	3.1	3	2.6	2.3
2.4	3.1	3	2.6	2.8

الملحق رقم 2 اسعار الاسهم لمحافظ القطاعات لبورصة الكويت

الجدول رقم 1 اسعار الاقفال بنك بوبيان الخاص
ببورصة الكويت الشهري 2012 الى 2016

2016	2015	2014	2013	2012
435	410	560	640	590
400	450	550	660	590
395	460	550	650	560
395	420	500	650	530
410	435	550	640	590
400	435	540	640	610
380	430	500	620	620
395	420	510	630	600
380	490	500	620	610
385	410	520	610	620
380	435	510	600	620
390	435	590	560	650

الجدول رقم 2 بنك الخليخ اسعار الاقفال الشهري
ببورصة الكويت من2012 الى 2016

2016	2015	2014	2013	2012
260	285	365	415	510
212	305	360	410	485
206	300	355	410	480
214	280	370	410	455
240	280	370	395	430
220	275	365	405	405
232	270	335	390	435
236	280	340	395	400
226	270	340	385	400
230	270	355	395	440
232	265	340	395	400
232	270	305	380	430

الجدول رقم 3 اسعار الاقفال الشهرية للبنك البرقان ببورصة الكويت من 2012 الى2016

2016	2015	2014	2013	2012
375	480	550	530	475
340	460	550	560	465
340	475	550	550	455
335	455	570	550	425
335	450	570	590	435
320	430	560	640	415
325	425	520	620	430
330	415	510	610	470
325	395	530	550	475
325	385	550	590	510
320	395	540	580	510
310	385	510	570	530

الجـدول رقــم 4 شــركة

ايبار للتطوير العقاري

2016	2015	2014	2013	2012
28.5	33	55	38.5	29
25	32.5	61	41.5	30
25	31.5	57	46	47
25	31	50	46.5	45
25.5	34	51	54	49
24.5	35.5	48.5	64	43
23	31	43	58	39
23	30	45.5	60	40
22	26.5	51	54	44.5
20.5	30.5	49	53	44
19.5	33	43.5	55	38
20.5	31	34.5	58	39.5

الجـدول رقـم 5 الشـركة الوطنية العقارية

2016	2015	2014	2013	2012
87	132	156	126	128
88	140	156	130	120
102	138	146	130	150
93	124	158	148	132
92	110	160	162	134
91	98	158	192	124
86	97	140	172	120
78	92	144	182	116
77	81	152	166	122
75	75	166	168	138
82	84	166	158	116
91	93	148	154	130

الجـــدول رقـــم 6 شـــركة

الاعيان العقارية

2016	2015	2014	2013	2012
76	91	93	74	54
67	99	100	83	55
68	106	96	106	64
65	93	93	102	71
69	93	99	108	68
68	89	98	110	83
61	83	88	112	75
62	86	90	118	72
63	73	104	108	88
60	80	104	104	87
60	81	100	104	82
63	80	91	96	76

الجـــدول رقـــم 7 شـــركة

التسهيلات التجارية

2016	2015	2014	2013	2012
168	275	275	345	260
160	265	290	345	255
176	265	290	345	260
192	250	290	330	285
192	238	270	315	265
186	214	275	300	270
180	200	275	295	275
172	208	275	295	285
170	198	295	285	310
168	186	290	285	325
168	190	280	285	340
154	182	275	275	335

الجدول رقم 8شركة الساحل للتنمية والاستثمار

2016	2015	2014	2013	2012
31.5	57	65	39.5	54
25.5	60	63	46.5	54
37.5	62	61	44	63
37	50	60	54	60
49.5	57	55	85	59
38.5	56	51	67	46.5
42	52	45	63	39
45	52	52	67	38
40	40	67	56	41
41.5	38	79	63	39
40.5	34	77	69	36
38.5	33	62	64	39

الجدول رقم 9 شركة المشاريع الكويتيه

القابضة

2016	2015	2014	2013	2012
580	700	620	395	305
530	710	660	405	320
540	710	670	415	335
540	630	740	410	340
540	670	740	435	325
520	620	730	540	320
500	640	740	510	325
540	670	730	550	360
550	670	720	540	365
540	590	700	580	390
500	590	670	600	390
510	570	680	630	395

الملحق رقم 3 الشركات عينة الدراسة

القطاع	البنوك	العقار	خدمات المالية
شركات عينة الدراسة	بنك بوبيان	شركة ايبار للتطوير العقاري	شركة التسهيلات التجارية
	بنك الخليج	الشركة الوطنية العقارية	شركة الساحل للتنمية و الاستثمار
	بنك برقان	شركة اعيان العقارية	شركة المشاريع الكويتية القابضة

الملحق رقم 4 مخرجات برنامج EVIEWS7الخاص بمحافظ القطاعات الذي يوضح نتائج تقدير CAPM لسوق الكويت المالي خلال فترة الدراسة

الجدول رقم 1 نتائج تقديرCAPM لمحفظة قطاع البنوك ولأسعار أسهم

1-بنك بوبيان :

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 12:29
Sample: 1 60
Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2717.539	234.9987	11.56406	0.0000
X1	-7.393314	0.728673	-10.14628	0.0000
X2	-33.84014	14.92344	-2.267583	0.0272
X3	0.007486	0.007816	0.957871	0.3422

R-squared	0.776994	Mean dependent var	517.7500
Adjusted R-squared	0.765047	S.D. dependent var	93.96368
S.E. of regression	45.54604	Akaike info criterion	10.53966
Sum squared resid	116168.7	Schwarz criterion	10.67929
Log likelihood	-312.1899	Hannan-Quinn criter.	10.59428
F-statistic	65.03798	Durbin-Watson stat	0.775174
Prob(F-statistic)	0.000000		

2- بنك الخليج :

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 12:25
Sample: 1 60
Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2652.168	152.0062	17.44777	0.0000
X1	-8.040870	0.471333	-17.05983	0.0000
X2	20.74849	9.653054	2.149422	0.0359
X3	-0.005911	0.005055	-1.169250	0.2473

R-squared	0.871719	Mean dependent var	339.0833
Adjusted R-squared	0.864847	S.D. dependent var	80.13702
S.E. of regression	29.46092	Akaike info criterion	9.668347
Sum squared resid	48604.97	Schwarz criterion	9.807970
Log likelihood	-286.0504	Hannan-Quinn criter.	9.722961
F-statistic	126.8472	Durbin-Watson stat	0.691424
Prob(F-statistic)	0.000000		

3- بنك البرقان :

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 12:18
Sample: 1 60
Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	988.2951	179.9884	5.490883	0.0000
X1	-3.165839	0.558099	-5.672537	0.0000
X2	-16.89547	11.43005	-1.478163	0.1450
X3	0.070031	0.005986	11.69902	0.0000

R-squared	0.864090	Mean dependent var	469.5833
Adjusted R-squared	0.856810	S.D. dependent var	92.18759
S.E. of regression	34.88426	Akaike info criterion	10.00629
Sum squared resid	68147.06	Schwarz criterion	10.14591
Log likelihood	-296.1887	Hannan-Quinn criter.	10.06090
F-statistic	118.6795	Durbin-Watson stat	0.412284
Prob(F-statistic)	0.000000		

- الجدول رقم 2 نتائج تقدير CAMP لمحفظة قطاع العقار واسعار الاسهم :

1- شركة ايبار للتطوير العقارية :

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 16:19
Sample: 1 60
Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	115.7051	19.08279	6.063321	0.0000
X1	-0.448350	0.059171	-7.577187	0.0000
X2	-2.019682	1.211840	-1.666624	0.1012
X3	0.009313	0.000635	14.67398	0.0000

R-squared	0.911665	Mean dependent var	39.45000
Adjusted R-squared	0.906933	S.D. dependent var	12.12355
S.E. of regression	3.698512	Akaike info criterion	5.518079
Sum squared resid	766.0236	Schwarz criterion	5.657702
Log likelihood	-161.5424	Hannan-Quinn criter.	5.572693
F-statistic	192.6513	Durbin-Watson stat	0.826879
Prob(F-statistic)	0.000000		

2- الشركة الوطنية العقارية :

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 16:47
Sample: 1 60
Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	298.9707	57.25459	5.221778	0.0000
X1	-1.127861	0.177532	-6.352992	0.0000
X2	-0.839165	3.635916	-0.230799	0.8183
X3	0.024448	0.001904	12.83891	0.0000

R-squared	0.881065	Mean dependent var	126.2333
Adjusted R-squared	0.874693	S.D. dependent var	31.34789
S.E. of regression	11.09674	Akaike info criterion	7.715520
Sum squared resid	6895.709	Schwarz criterion	7.855143
Log likelihood	-227.4656	Hannan-Quinn criter.	7.770135
F-statistic	138.2816	Durbin-Watson stat	0.729384
Prob(F-statistic)	0.000000		

3- شركة الاعيان العقارية :

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 17:03
Sample: 1 60
Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-130.6326	41.58357	-3.141448	0.0027
X1	0.438598	0.128940	3.401561	0.0012
X2	-8.185614	2.640738	-3.099745	0.0030
X3	0.017427	0.001383	12.60094	0.0000

R-squared	0.775615	Mean dependent var	84.86667
Adjusted R-squared	0.763594	S.D. dependent var	16.57593
S.E. of regression	8.059478	Akaike info criterion	7.075915
Sum squared resid	3637.490	Schwarz criterion	7.215538
Log likelihood	-208.2775	Hannan-Quinn criter.	7.130529
F-statistic	64.52369	Durbin-Watson stat	0.777549
Prob(F-statistic)	0.000000		

الجدول رقم 3 نتائج تقدير CAPM لمحفظة قطاع خدمات المالية ولأسعار أسهم لقطاع الخدمات المالية

1-شركة التسهيلات التجارية

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 19:26
Sample: 1 60
Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1315.167	147.3030	8.928311	0.0000
X1	-3.650037	0.456750	-7.991325	0.0000
X2	-26.91603	9.354381	-2.877372	0.0057
X3	0.012396	0.004899	2.530245	0.0142

R-squared	0.748283	Mean dependent var	255.0333
Adjusted R-squared	0.734799	S.D. dependent var	55.43815
S.E. of regression	28.54938	Akaike info criterion	9.605488
Sum squared resid	45643.75	Schwarz criterion	9.745111
Log likelihood	-284.1646	Hannan-Quinn criter.	9.660102
F-statistic	55.49081	Durbin-Watson stat	0.266411
Prob(F-statistic)	0.000000		

2-شركة الساحل للتنمية والاستثمار

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 19:35
Sample: 1 60
Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-38.56535	37.36568	-1.032106	0.3065
X1	-0.038077	0.115862	-0.328639	0.7437
X2	8.151915	2.372883	3.435447	0.0011
X3	0.011945	0.001243	9.612244	0.0000

R-squared	0.697467	Mean dependent var	51.35833
Adjusted R-squared	0.681260	S.D. dependent var	12.82744
S.E. of regression	7.241991	Akaike info criterion	6.862010
Sum squared resid	2937.000	Schwarz criterion	7.001633
Log likelihood	-201.8603	Hannan-Quinn criter.	6.916624
F-statistic	43.03468	Durbin-Watson stat	1.092390
Prob(F-statistic)	0.000000		

4- شركة المشاريع الكويتية القابضة

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 19:41
Sample: 1 60
Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3406.207	423.1237	-8.050146	0.0000
X1	10.75686	1.312002	8.198816	0.0000
X2	8.539442	26.87020	0.317803	0.7518
X3	0.124426	0.014072	8.841934	0.0000

R-squared	0.639925	Mean dependent var	545.6667
Adjusted R-squared	0.620635	S.D. dependent var	133.1447
S.E. of regression	82.00729	Akaike info criterion	11.71583
Sum squared resid	376610.9	Schwarz criterion	11.85546
Log likelihood	-347.4750	Hannan-Quinn criter.	11.77045
F-statistic	33.17437	Durbin-Watson stat	0.273921
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 5 يوضح نتائج تقدير النموذج GARCH-M -MEDAFللقطاعات محل الدراسة.

الجدول 1 يوضح نتائج تقدير النموذج GARCH-M -MEDAFلدراسة علاقة بالنسبة لقطاع البنوك

1- بنك بوبيان :

Dependent Variable: Y
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution

Date: 07/31/17 Time: 14:48

Sample: 1 60

Included observations: 60

Convergence achieved after 129 iterations

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	2390.114	97.13059	24.60722	0.0000
X1	-6.835038	0.329312	-20.75549	0.0000
X2	-16.30050	10.69710	-1.523825	0.1276
X3	0.026845	0.006151	4.364154	0.0000
	Variance Equation			
C	653.6275	345.7503	1.890461	0.0587
RESID(-1)^2	0.975148	0.475958	2.048810	0.0405
GARCH(-1)	-0.117973	0.140556	-0.839331	0.4013

R-squared	0.733146	Mean dependent var	517.7500
Adjusted R-squared	0.718851	S.D. dependent var	93.96368
S.E. of regression	49.82284	Akaike info criterion	10.44437
Sum squared resid	139009.7	Schwarz criterion	10.68871
Log likelihood	-306.3311	Hannan-Quinn criter.	10.53995
Durbin-Watson stat	0.617268		

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.743791	Prob. F(3،53)	0.1692
Obs*R-squared	5.120750	Prob. Chi-Square(3)	0.1632

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 12:58
Sample (adjusted): 4 60
Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1277.152	488.3246	2.615375	0.0116
RESID^2(-1)	0.265414	0.136702	1.941557	0.0575
RESID^2(-2)	0.029292	0.141428	0.207120	0.8367
RESID^2(-3)	0.079567	0.136155	0.584384	0.5614

R-squared	0.089838	Mean dependent var	2032.109
Adjusted R-squared	0.038319	S.D. dependent var	2407.883
S.E. of regression	2361.298	Akaike info criterion	18.43940
Sum squared resid	2.96E+08	Schwarz criterion	18.58277
Log likelihood	-521.5230	Hannan-Quinn criter.	18.49512
F-statistic	1.743791	Durbin-Watson stat	1.935136
Prob(F-statistic)	0.169227		

2-بنك الخليج :

Dependent Variable: Y
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 07/31/17 Time: 14:50
Sample: 1 60
Included observations: 60
Convergence achieved after 73 iterations
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	2540.547	142.6161	17.81388	0.0000
X1	-7.639790	0.453758	-16.83670	0.0000
X2	9.517071	8.917577	1.067226	0.2859
X3	-0.000678	0.005168	-0.131201	0.8956
	Variance Equation			
C	323.5821	353.4034	0.915617	0.3599
RESID(-1)^2	0.415842	0.424492	0.979622	0.3273
GARCH(-1)	0.168798	0.540290	0.312421	0.7547

R-squared	0.861252	Mean dependent var	339.0833
Adjusted R-squared	0.853820	S.D. dependent var	80.13702
S.E. of regression	30.63923	Akaike info criterion	9.686704
Sum squared resid	52570.68	Schwarz criterion	9.931044
Log likelihood	-283.6011	Hannan-Quinn	9.782279

criter.

Durbin-Watson stat 0.547669

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.685240	Prob. F(3،53)	0.1813
Obs*R-squared	4.963784	Prob. Chi-Square(3)	0.1745

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 13:04
Sample (adjusted): 4 60
Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	565.9847	190.2242	2.975356	0.0044
RESID^2(-1)	0.302588	0.137048	2.207894	0.0316
RESID^2(-2)	-0.038618	0.142874	-0.270294	0.7880
RESID^2(-3)	0.022348	0.131576	0.169852	0.8658

R-squared	0.087084	Mean dependent var	792.8089
Adjusted R-squared	0.035409	S.D. dependent var	835.0923
S.E. of regression	820.1739	Akaike info criterion	16.32450
Sum squared resid	35652319	Schwarz criterion	16.46787

Log likelihood	-461.2483	Hannan-Quinn criter.	16.38022
F-statistic	1.685240	Durbin-Watson stat	2.001412
Prob(F-statistic)	0.181278		

3- بنك برقان :

Dependent Variable: Y
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 07/31/17 Time: 14:54
Sample: 1 60
Included observations: 60
Failure to improve Likelihood after 54 iterations
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	945.5344	101.5231	9.313491	0.0000
X1	-2.734142	0.338131	-8.086033	0.0000
X2	-14.66252	6.011192	-2.439203	0.0147
X3	0.057461	0.001865	30.81179	0.0000
	Variance Equation			
C	218.2335	171.5051	1.272461	0.2032
RESID(-1)^2	1.319614	0.775977	1.700585	0.0890
GARCH(-1)	-0.154184	0.111528	-1.382467	0.1668

R-squared	0.831965	Mean dependent var	469.5833
Adjusted R-squared	0.822963	S.D. dependent var	92.18759
S.E. of regression	38.78861	Akaike info criterion	9.754160
Sum squared resid	84255.17	Schwarz criterion	9.998501
Log likelihood	-285.6248	Hannan-Quinn criter.	9.849735
Durbin-Watson stat	0.289384		

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	5.986492	Prob. F(3،53)	0.0014
Obs*R-squared	14.42641	Prob. Chi-Square(3)	0.0024

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 13:02
Sample (adjusted): 4 60
Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	773.4204	252.6529	3.061198	0.0035
RESID^2(-1)	0.462714	0.137518	3.364761	0.0014
RESID^2(-2)	0.133945	0.151136	0.886252	0.3795
RESID^2(-3)	-0.235672	0.136976	-1.720531	0.0912

R-squared	0.253095	Mean dependent var	1183.129
Adjusted R-squared	0.210817	S.D. dependent var	1554.754
S.E. of regression	1381.181	Akaike info criterion	17.36686
Sum squared resid	1.01E+08	Schwarz criterion	17.51023
Log likelihood	-490.9554	Hannan-Quinn criter.	17.42258
F-statistic	5.986492	Durbin-Watson stat	1.848193
Prob(F-statistic)	0.001365		

الجدول 2 يوضح نتائج تقدير النموذج MEDAF- GARCH-M لدراسة علاقة بالنسبة لقطاع العقار

1- شركة ايبار للتطوير العقاري

Dependent Variable: Y
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 08/03/17 Time: 10:33
Sample: 1 60
Included observations: 60
Convergence achieved after 98 iterations
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	121.6456	23.29645	5.221635	0.0000
X1	-0.460265	0.075450	-6.100249	0.0000
X2	-1.864791	1.380071	-1.351229	0.1766
X3	0.008889	0.000637	13.95919	0.0000
	Variance Equation			
C	4.953138	4.049820	1.223051	0.2213
RESID(-1)^2	0.686873	0.478954	1.434108	0.1515
GARCH(-1)	-0.043946	0.293923	-0.149517	0.8811
R-squared	0.910557	Mean dependent var		39.45000
Adjusted R-squared	0.905766	S.D. dependent var		12.12355

S.E. of regression	3.721638	Akaike info criterion	5.395650
Sum squared resid	775.6329	Schwarz criterion	5.639990
Log likelihood	-154.8695	Hannan-Quinn criter.	5.491224
Durbin-Watson stat	0.825368		

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.400628	Prob. F(3،53)	0.0780
Obs*R-squared	6.818845	Prob. Chi-Square(3)	0.0779

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 18:01
Sample (adjusted): 4 60
Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.982339	2.058899	3.876994	0.0003
RESID^2(-1)	0.294834	0.133169	2.213979	0.0312
RESID^2(-2)	0.079689	0.135817	0.586741	0.5599
RESID^2(-3)	-0.153215	0.106834	-1.434148	0.1574

R-squared	0.119629	Mean dependent var	10.03077
Adjusted R-squared	0.069797	S.D. dependent var	11.19812
S.E. of regression	10.80026	Akaike info criterion	7.664608
Sum squared resid	6182.214	Schwarz criterion	7.807980
Log likelihood	-214.4413	Hannan-Quinn criter.	7.720328
F-statistic	2.400628	Durbin-Watson stat	1.885876
Prob(F-statistic)	0.078022		

2- الشركة الوطنية العقارية :

Dependent Variable: Y
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 07/31/17 Time: 17:33
Sample: 1 60
Included observations: 60
Failure to improve Likelihood after 11 iterations
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	298.6965	41.43079	7.209530	0.0000
X1	-1.129210	0.123458	-9.146540	0.0000
X2	-0.316033	2.261788	-0.139727	0.8889
X3	0.024290	0.001391	17.46689	0.0000
	Variance Equation			
C	74.80659	27.97180	2.674358	0.0075
RESID(-1)^2	0.568704	0.248693	2.286772	0.0222
GARCH(-1)	-0.282530	0.128734	-2.194670	0.0282

R-squared	0.880967	Mean dependent var	126.2333
Adjusted R-squared	0.874590	S.D. dependent var	31.34789
S.E. of regression	11.10130	Akaike info criterion	7.560411
Sum squared resid	6901.382	Schwarz criterion	7.804752
Log likelihood	-219.8123	Hannan-Quinn	7.655986

criter.

Durbin-Watson stat 0.722870

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.016000	Prob. F(3،53)	0.1228
Obs*R-squared	5.838235	Prob. Chi-Square(3)	0.1198

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 18:07
Sample (adjusted): 4 60
Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	83.20650	33.85462	2.457759	0.0173
RESID^2(-1)	0.297129	0.134075	2.216136	0.0310
RESID^2(-2)	-0.189618	0.137272	-1.381332	0.1730
RESID^2(-3)	0.155882	0.134045	1.162905	0.2501

R-squared	0.102425	Mean dependent var	114.4789
Adjusted R-squared	0.051619	S.D. dependent var	182.2106
S.E. of regression	177.4455	Akaike info criterion	13.26280
Sum squared resid	1668806.	Schwarz criterion	13.40617
Log likelihood	-373.9897	Hannan-Quinn criter.	13.31852
F-statistic	2.016000	Durbin-Watson stat	1.947726
Prob(F-statistic)	0.122806		

3- شركة الاعيان العقارية :

Dependent Variable: Y
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 07/31/17 Time: 17:35
Sample: 1 60
Included observations: 60
Convergence achieved after 143 iterations
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-227.2520	24.60582	-9.235701	0.0000
X1	0.673515	0.070581	9.542465	0.0000
X2	-2.382438	2.079445	-1.145709	0.2519
X3	0.018819	0.000792	23.74933	0.0000
	Variance Equation			
C	10.32295	7.091729	1.455632	0.1455
RESID(-1)^2	1.510996	0.492395	3.068669	0.0022
GARCH(-1)	-0.073359	0.215585	-0.340281	0.7336

R-squared	0.711649	Mean dependent var	84.86667
Adjusted R-squared	0.696202	S.D. dependent var	16.57593
S.E. of regression	9.136305	Akaike info criterion	6.929181
Sum squared resid	4674.436	Schwarz criterion	7.173521
Log likelihood	-200.8754	Hannan-Quinn	7.024756

criter.

Durbin-Watson stat 0.584335

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.845433	Prob. F(3،53)	0.4752
Obs*R-squared	2.603144	Prob. Chi-Square(3)	0.4569

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/31/17 Time: 18:04

Sample (adjusted): 4 60

Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	57.09308	19.37389	2.946909	0.0048
RESID^2(-1)	0.206184	0.142957	1.442280	0.1551
RESID^2(-2)	-0.078554	0.145373	-0.540359	0.5912
RESID^2(-3)	-0.057092	0.144469	-0.395183	0.6943

R-squared	0.045669	Mean dependent var	61.33333
Adjusted R-squared	-0.008350	S.D. dependent var	111.0235
S.E. of regression	111.4860	Akaike info criterion	12.33327
Sum squared resid	658743.7	Schwarz criterion	12.47664

Log likelihood	-347.4981	Hannan-Quinn criter.	12.38899
F-statistic	0.845433	Durbin-Watson stat	1.929218
Prob(F-statistic)	0.475186		

الجدول 3 يوضح نتائج تقدير النموذج MEDAF- GARCH-M لدراسة علاقة بالنسبة لقطاع الخدمات المالية

1-شركة التسهيلات التجارية

Dependent Variable: Y
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 07/31/17 Time: 19:55
Sample: 1 60
Included observations: 60
Convergence achieved after 10 iterations
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	1313.500	146.7427	8.951040	0.0000
X1	-3.663925	0.464970	-7.879920	0.0000
X2	-27.32172	7.144189	-3.824327	0.0001
X3	0.011897	0.004301	2.766406	0.0057
	Variance Equation			
C	493.9665	284.6184	1.735539	0.0826
RESID(-1)^2	1.000264	0.338505	2.954942	0.0031

GARCH(-1)	-0.488767	0.290920	-1.680075	0.0929

R-squared	0.714400	Mean dependent var	255.0333
Adjusted R-squared	0.699100	S.D. dependent var	55.43815
S.E. of regression	30.41024	Akaike info criterion	9.312048
Sum squared resid	51787.84	Schwarz criterion	9.556388
Log likelihood	-272.3614	Hannan-Quinn criter.	9.407623
Durbin-Watson stat	0.236529		

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	11.61077	Prob. F(3،53)	0.0000
Obs*R-squared	22.60492	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 07/31/17 Time: 20:25
Sample (adjusted): 4 60
Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	417.0994	136.5833	3.053809	0.0035
RESID^2(-1)	0.675786	0.145030	4.659636	0.0000
RESID^2(-2)	0.026487	0.178387	0.148481	0.8825

RESID^2(-3)	-0.206515	0.144854	-1.425680	0.1598

R-squared	0.396577	Mean dependent var	787.9750
Adjusted R-squared	0.362421	S.D. dependent var	882.0955
S.E. of regression	704.3402	Akaike info criterion	16.01999
Sum squared resid	26293039	Schwarz criterion	16.16336
Log likelihood	-452.5698	Hannan-Quinn criter.	16.07571
F-statistic	11.61077	Durbin-Watson stat	1.912370
Prob(F-statistic)	0.000006		

2-شركة الساحل للتنمية والاستثمار

Dependent Variable: Y
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 07/31/17 Time: 19:56
Sample: 1 60
Included observations: 60
Convergence achieved after 39 iterations
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-34.62076	27.69515	-1.250066	0.2113
X1	-0.043319	0.091881	-0.471476	0.6373
X2	8.475966	2.705328	3.133064	0.0017
X3	0.011394	1.27E-05	897.4713	0.0000

Variance Equation

C	2.024394	5.378042	0.376418	0.7066
RESID(-1)^2	-0.179888	0.095234	-1.888899	0.0589
GARCH(-1)	1.141059	0.136603	8.353130	0.0000

R-squared	0.695704	Mean dependent var	51.35833
Adjusted R-squared	0.679403	S.D. dependent var	12.82744
S.E. of regression	7.263063	Akaike info criterion	6.750948
Sum squared resid	2954.117	Schwarz criterion	6.995288
Log likelihood	-195.5284	Hannan-Quinn criter.	6.846523
Durbin-Watson stat	1.101418		

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.625681	Prob. F(3،53)	0.6016
Obs*R-squared	1.949657	Prob. Chi-Square(3)	0.5829

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/31/17 Time: 20:30

Sample (adjusted): 4 60

Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	52.88750	15.57442	3.395792	0.0013
RESID^2(-1)	0.120364	0.137726	0.873938	0.3861
RESID^2(-2)	-0.144917	0.137069	-1.057253	0.2952
RESID^2(-3)	-0.028047	0.138100	-0.203091	0.8398

R-squared	0.034205	Mean dependent var	50.19848
Adjusted R-squared	-0.020463	S.D. dependent var	75.87321
S.E. of regression	76.64558	Akaike info criterion	11.58385
Sum squared resid	311350.9	Schwarz criterion	11.72722
Log likelihood	-326.1398	Hannan-Quinn criter.	11.63957
F-statistic	0.625681	Durbin-Watson stat	1.983240
Prob(F-statistic)	0.601583		

3- شركة الكويتية القابضة

Dependent Variable: Y
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
Date: 07/31/17 Time: 19:57
Sample: 1 60
Included observations: 60
Failure to improve Likelihood after 14 iterations
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-3406.184	439.1731	-7.755902	0.0000

X1	10.78837	1.269118	8.500678	0.0000
X2	4.683357	28.67903	0.163303	0.8703
X3	0.124313	0.014237	8.731804	0.0000

Variance Equation

C	4079.730	2378.143	1.715511	0.0863
RESID(-1)^2	0.693238	0.306399	2.262532	0.0237
GARCH(-1)	-0.451473	0.336315	-1.342410	0.1795

R-squared	0.639297	Mean dependent var	545.6667
Adjusted R-squared	0.619973	S.D. dependent var	133.1447
S.E. of regression	82.07878	Akaike info criterion	11.16938
Sum squared resid	377267.9	Schwarz criterion	11.41372
Log likelihood	-328.0814	Hannan-Quinn criter.	11.26496
Durbin-Watson stat	0.272064		

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	30.35171	Prob. F(3،53)	0.0000
Obs*R-squared	36.02886	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/31/17 Time: 20:32

Sample (adjusted): 4 60

Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2236.452	1071.729	2.086770	0.0417
RESID^2(-1)	0.964855	0.136472	7.069979	0.0000
RESID^2(-2)	-0.187323	0.188798	-0.992185	0.3256
RESID^2(-3)	-0.113642	0.136862	-0.830340	0.4101

R-squared	0.632085	Mean dependent var	6552.957
Adjusted R-squared	0.611260	S.D. dependent var	10530.11
S.E. of regression	6565.418	Akaike info criterion	20.48461
Sum squared resid	2.28E+09	Schwarz criterion	20.62798
Log likelihood	-579.8114	Hannan-Quinn criter.	20.54033
F-statistic	30.35171	Durbin-Watson stat	2.057187
Prob(F-statistic)	0.000000		