



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الاقتصادية  
مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي  
الشعبة: علوم اقتصادية  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

## المحفظة المالية في ظل النظرية المالية السلوكية (دراسة تطبيقية لبورصة السعودية خلال الفترة 2015-2020)

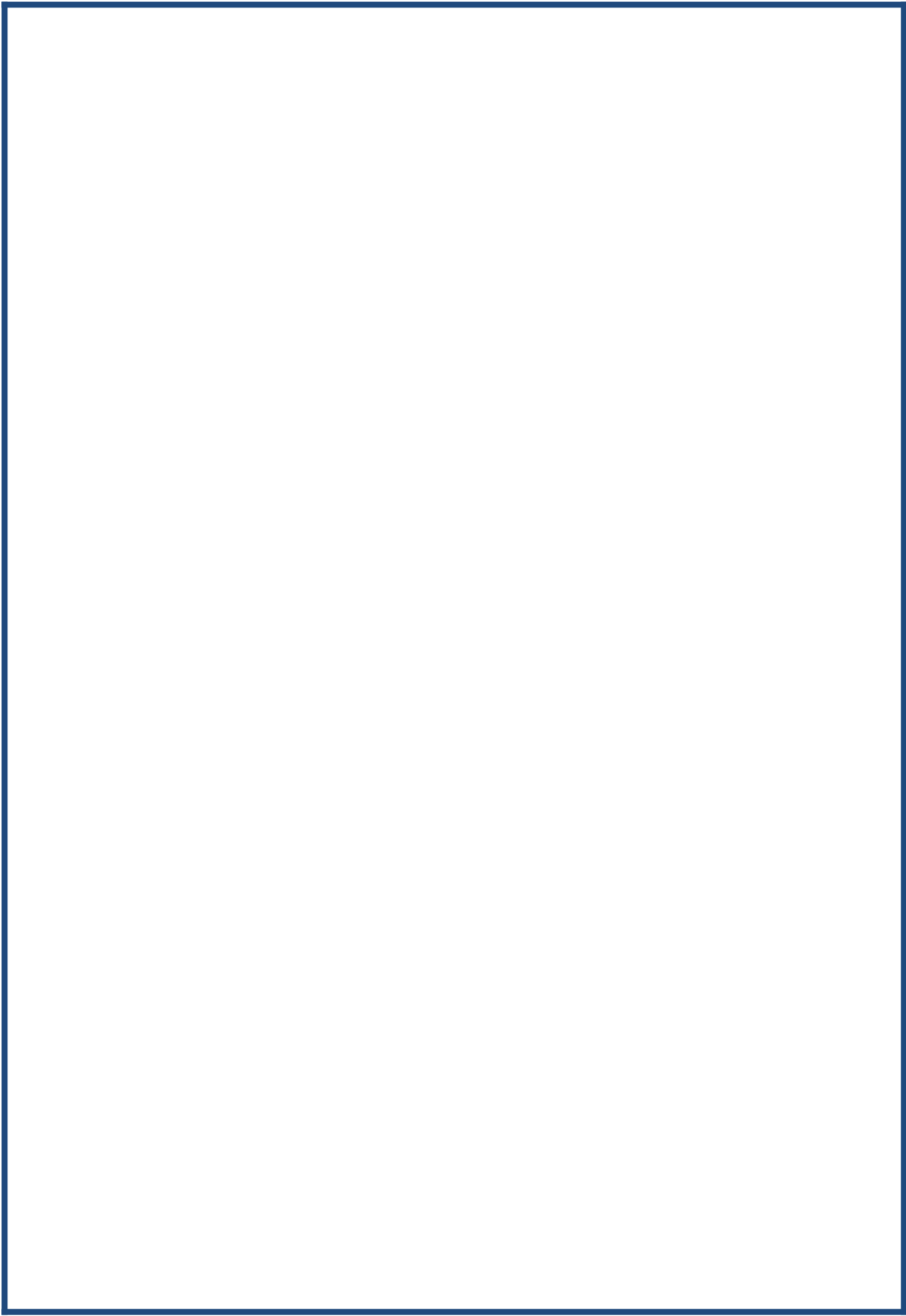
تحت إشراف الأستاذ:  
د. ربيع بوصبيع العايش

من إعداد الطلبة:  
هـ براجي حيدر  
هـ دباخ مليكة  
هـ سوفي نور الهدى

د. بوسواك أمال  
لجنة المناقشة:  
أستاذ محاضر (ب) بجامعة  
الوادي  
رئيسا

د. ربيع بوصبيع العايش  
أستاذ محاضر (أ) بجامعة الوادي  
مشرفا ومقررا  
د. قابوسة علي  
أستاذ محاضر (أ) بجامعة الوادي  
ممتحنا

السنة الجامعية: 2020/2019





الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي  
الشعبة: علوم اقتصادية  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

## المحفظة المالية في ظل النظرية المالية السلوكية (دراسة تطبيقية لبورصة السعودية خلال الفترة 2015- 2020)

تحت إشراف الأستاذ:  
د. ربيع بوصبيح العايش

من إعداد الطلبة:  
هـ برايجي حيدر  
هـ دباخ مليكة  
هـ سوفي نور الهدى

لجنة المناقشة:

د. بوسواك أمال  
أستاذ محاضر (ب) بجامعة  
الوادي

د. ربيع بوصبيح العايش  
رئيسا  
مشرقا ومقررا  
ممتحنا  
د. قابوسة علي  
أستاذ محاضر (أ) بجامعة الوادي  
أستاذ محاضر (أ) بجامعة الوادي

السنة الجامعية: 202/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

نور الهدى









## الملخص:

تسعى هذه الدراسة إلى التعريف بنظرية جديدة والتي عرفت تطورا ملحوظا في الآونة الأخيرة, وهي النظرية المالية السلوكية والتي تعد موضوعا حديث جاء كبديل للنظرية المالية التقليدية التي عجزت على تفسير العديد من الظواهر غير الاعتيادية في الأسواق المالية, مثل ظهور الأزمات المالية, فقاعات السوق, الوهم المالي...

حاولت هذه النظرية الجديدة -والتي هي عبارة عن نتيجة لدمج بين علم النفس والمالية- دراسة السلوك الحقيقي للأفراد (والذي يمتاز غالبا بعدم الرشادة), بالإضافة إلى تفسير التشوهات الملاحظة في أسواق المال, فهي تعتبر نموذج جديد يسعى إلى فهم والتنبؤ بتأثير السوق المالي المنظم من خلال فهم السلوك النفسي والبشري للآليات التي تشارك في عملية صنع القرارات الاستثمارية, بحيث تقدم هذه النظرية منظور جديد لسلوك الأفراد في الأسواق المالية والمؤسسات المالية.

ومن أجل الوقوف على التبعات التي يمكن أن تترتب جراء ظهور هذا التيار الفكري على مالية الأسواق وبشكل خاص على المنهجية المتبعة في بناء المحفظة المالية واختيار ما تحتويه من أوراق مالية ارتأينا تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين, قمنا بتخصيص الفصل الأول للأدبيات النظرية المحيطة بالموضوع أما الفصل الثاني فتناول تطبيقا للنظرية السلوكية لتشكيل محافظ مالية مختلفة في بورصة السعودية في محاولة للحصول على المحفظة المثلى.

الكلمات المفتاحية: مالية سلوكية, محفظة مالية, مخاطرة, عوائد, محفظة مثلى.

## Summary

This study seeks to define a new theoretical definition, which has known a remarkable development in recent times, which is the behavioral financial theory, which is presented as an alternative to the incremental financial theory that was unable to explain many of the unusual phenomena in financial Iraq, such as the emergence of financial crises, market bubbles, and financial illusion.

This current theory, which is a statement of the pain of tolerance for the night of psychology and finance, tried to study the real behavior of Darran (which has a high degree of non-recurrence), in addition to explaining the distortions observed in the malar market, as it is considered a new model that seeks to understand and distort the regulated financial market through the concept of behavior Psychological and human faculties that participate in the investment decision-making process in order that this theory provides a new development for the behavior of individuals in financial markets and financial institutions.

In order to find out the consequences that could be promoted as a result of the emergence of this ideological trend on Iraq's finances, and in particular on the methodology used in building the financial portfolio and choosing the securities you need, we decided to divide this study into two chapters. We devoted the first chapter to the theoretical girls surrounding the topic. The second chapter dealt with An application of the behavioral theory to form various financial portfolios in the Saudi Stock Exchange in an attempt to obtain the liquid portfolio.

## قائمة المحتويات:

| المحتويات                                              |       |
|--------------------------------------------------------|-------|
| الإهداء                                                | .I    |
| شكر وعرفان                                             | .II   |
| الملخص                                                 | .III  |
| الملخص باللغة الأجنبية                                 | .IV   |
| فهرس المحتويات                                         | .V    |
| فهرس الجداول                                           | .VI   |
| فهرس الأشكال                                           | .VII  |
| قائمة الملاحق                                          | .VIII |
| المقدمة                                                | I - ب |
| <b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية</b>                   |       |
| تمهيد                                                  | 02    |
| المبحث الأول: الإطار النظري للنظرية المالية السلوكية   | 03    |
| المبحث الثاني: الأدبيات النظرية للمحفظة المالية        | 11    |
| المبحث الثالث: الدراسة السابقة                         | 28    |
| خلاصة الفصل الأول                                      | 42    |
| <b>الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لبورصة السعودية</b> | 43    |
| تمهيد                                                  | 44    |
| المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة السعودية            | 45    |
| المبحث الثاني: الدراسة التطبيقية لبورصة السعودية       | 56    |

|    |                    |
|----|--------------------|
| 64 | خلاصة الفصل الثاني |
| 65 | الخاتمة            |
| 69 | قائمة المراجع      |

### قائمة الجداول:

| الصفحة | العنوان                                        | رقم الجدول |
|--------|------------------------------------------------|------------|
| 48     | إحصائيات السوق حسب القطاعات                    | 01         |
| 58     | الشركات المكونة لعينة الدراسة وقطاعاتها        | 04         |
| 62     | المحافظ الثلاث (الهجومية, المتوازنة, الدفاعية) | 03         |

### قائمة الأشكال:

| الصفحة | العنوان                                  | رقم الشكل |
|--------|------------------------------------------|-----------|
| 04     | مفهوم المالية السلوكية                   | 01        |
| 23     | مجموعة الفرص المتاحة للمحافظ الاستثمارية | 02        |
| 23     | اختيار المحفظة المثلى                    | 03        |
| 25     | الارتباط بين مردودية ورقتين مايتتين      | 04        |
| 46     | التطور التاريخي لبورصة السعودية          | 05        |
| 63     | الحد الكفو للمحافظ الثلاث                | 07        |

# المقدمة

## مقدمة عامة:

تعد المالية على غرار كل من علم التسيير و الاقتصاد علما إنسانيا، إذ وبالرغم من سعي الباحثين فيها إلى وضع نماذج رياضية تعكس حركة المتغيرات المتحركة في الظواهر المالية، ومعايير إحصائية تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب يبقى الإنسان هو المحرك الأول لمعظم هذه الظواهر .

إذ يعتبر الهدف الرئيسي للاستثمار هو تحقيق العائدات بضوء تفضيلات المخاطرة ، وقد استند الاستثمار لسنوات عدة إلى الأداء والتنبؤ وتوقيت السوق وغيرها من المبادئ، ومع هذه العناصر التي كانت هناك فجوة كبيرة بين العوائد التي يمكن تحقيقها والعوائد المستلمة فعلا وهذا قاد المستثمرين المحليين إلى البحث عن أسباب ذلك ، وقد وجدوا غالبا أن هناك أخطاء أساسية في عملية اتخاذ القرار، بمعنى أنهم كانوا يتخذون قرارات غير عقلانية وفي خضم هذه الأفكار تأكدوا من حاجتهم لرؤية وفهم أفضل للعناصر المرتبطة بالطبيعة المساهمة والمؤثرة في عملية اتخاذ القرار.

لذلك ظهرت المالية السلوكية استجابة لل صعوبات التي تواجه النموذج التقليدي، بمعنى أوسع، هناك مجموعة من الظواهر يمكن فهمها بشكل أفضل باستخدام نماذج تفترض عدم عقلانية بعض المشاركين في السوق. وهذا يحدث بالتحديد عند تخفيف واحد أو كلا العقيدتين المرتبطتين بعقلانية المستثمرين، ففي بعض نماذج المالية السلوكية قد يفشل المشاركون في السوق في تحديث اعتقاداتهم وتوقعاتهم بشكل صحيح عند استلام معلومات جديدة، وأحيانا يضع المشاركون خيارات هي محل شك في أحسن الأحوال.

حيث أن المستثمر عند اتخاذ لأي قرار استثماري بالأصول المالية، يكون المستثمر في حالة عدم التأكد، فهو يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول، فالمخاطرة مرتبطة باحتمال وقوع الخسائر وكلما زاد هذا الاحتمال كلما كان الاستثمار أكثر خطورة والعكس صحيح، ومن أكثر أدوات الاستثمار مخاطرة وتداولها في السوق المالي هي الأسهم العادية إذ تعد أداة تمويل أساسية للشركات بإتاحتها فرصة استثمارية لجني عوائد مختلفة وتخضع في تقييم أدائها لعنصرين أساسيين هما العائد و المخاطرة.

وقصد تجنب المخاطر يلجأ المستثمرون إلى الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية كوحدة واحدة يطلق عليها محفظة الأوراق المالية، ومن أجل التحكم في الا

ستثمار في الأوراق المالية ضمنت نظرية حديثة لذلك أطلق عليها (نظرية المحفظة) تهتم بالجوانب النظرية للمحفظة الخاصة بالعائد والخطر، وهو ما يعتمد عمليا في تقييم أداء الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.

### ❖ إشكالية الدراسة:

أمام هذا الطرح تتبلور معالم الإشكالية الرئيسية للبحث على النحو التالي: كيف يمكن تشكيل المحفظة المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، وهل يمكن تحسين مردودية المحفظة في هذا ال

### ❖ الأسئلة الفرعية:

- 1- ما المقصود بالمالية السلوكية وما هي أهم نماذجها؟
- 2- هل استطاعت المالية السلوكية تفسير الظواهر الشاذة في سوق الأسهم؟
- 3- ما هي العلاقة التي تربط بين المحفظة المالية والمالية السلوكية؟
- 4- هل تساهم النظرية المالية السلوكية في تفسير العلاقة بين العائد والخطر في إطار النظرية الحديثة للمحفظة المالية؟

### ❖ فرضيات الدراسة:

و للإجابة عن الإشكالية المطروحة سنقوم باختبار الفرضيات التالية:

- 1- المالية السلوكية هو علم الذي يجمع بين علمي المالية وعلم النفس بهدف تفسير تأثير السلوك الإنساني على قرارات الاستثمار المالي خاصة في الأسواق المالية، ويهدف هذا العلم على الأسواق يجب أن يتم تبني مجموعة من النماذج التي تدرس مردودية الاستثمارات بطرق كمية.
- 2- يعتبر علم المالية السلوكية من المجالات الجديدة في العلوم المالية الحديثة لذلك فإن هذا العلم مازال لم يعطي حولا نهائية للحركات عالية التردد في الأسواق المالية.
- 3- يتم بناء المحفظة المالية من طرف مدراء المحافظ الذين يعتمدون في بنائها على أدوات كمية من جهة أخرى التي تخضع لسلوكهم.
- 4- يمكن أن تفسير المالية السلوكية العلاقة عائد- مخطر في إطار النظرية

الحديثة للمحفظة المالية.

#### ❖ مبررات اختيار الموضوع:

- الرغبة في الإطلاع والبحث أكثر في الموضوع والإلمام بجميع جوانبه.
- انعدام البحث في هذا الموضوع لقلة المراجع في مكتبة الكلية.
- ارتباط الموضوع بميول الطلبة وبالتخصص.
- موضوع جديد البحث وقلة تناول الطلبة له.

#### ❖ أهمية الموضوع:

تؤثر الأسواق المالية بشكل كبير في جميع ميادين الحياة اليوم، وصارت الفقاعات وا لأزمات في هذه الأسواق الشغل الشاغل للعديد من الباحثين الأكاديميين والممارسين داخل المؤسسات المالية، ولأن قرار الاستثمار قرار فردي يعود للمستثمر وإن هذا القرار يعتمد على مجموعة العناصر النفسية والاجتماعية للمستثمر لذلك أصبح من المهم دراسة وفهم سلوكه من خلال معرفة واتخاذ قرار شراء أو بيع أي من الأوراق المالية لأ ن فهم والتنبؤ بالتحركات المستقبلية للسوق بشكل دقيق، ومن ثم تحقيق عائدات أعلى من المعدل أو تجنب المخاطرة المرافقة للقرارات الاستثمارية.

#### ❖ أهداف الموضوع:

تهدف الدراسة للوصول إلى:

- 1- إبراز أهمية النظرية السلوكية في تفسير قرارات المستثمرين في السوق المالي.
- 2- بيان أهمية ودور العناصر النفسية والاجتماعية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.
- 3- فتح المجال للبحث أكثر في هذا الموضوع ومعرفة الجوانب المتعلقة به.
- 4- الوصول والتطرق إلى حلول في اتخاذ القرارات المناسبة في الاستثمار.
- 5- تمكين الباحث والمطلع من أخذ نظرة مستقبلية للدخول في الأسواق المالية

والاستثمار فيها.

#### ❖ حدود الدراسة:

##### • الحدود الموضوعية:

يسعى هذا البحث إلى التعريف بالمالية السلوكية كنموذج جديد في وسعه أن يشكل بديلا لنظرية كفاءة الأسواق مما سيغير كثيرا من معالم نظرية المالية، إلا أن هذه الدراسة وبعد التعريف بهذا الاتجاه حاولت التركيز على جانب واحد فقط من النظرية المالية هو ميدان بناء المحفظة وطرق تقييم وتحليل الأوراق المالية التي ستشكلها مروراً بنموذج الأصول المالية كونه يشكل أهم نموذج يوضح العلاقة الكمية بين العائد المتوقع للورقة المالية وخطرها، وبالتالي لن تتطرق هذه الدراسة.

##### • الحدود المكانية:

شملت الدراسة الأسواق المالية وبالخصوص بورصة السعودية للتعريف بأهم التعاملات التي نشأت فيها وأهم الشركات المدرجة باختلاف تنوع قطاعاتها لفترات معينة .

##### • الحدود الزمنية:

تمت الدراسة في فترة محصورة ما بين 2015 إلى أواخر 2020 لإظهار أهم التغيرات التي طرأت على الأسعار والتقلبات في الأسواق المالية.

#### ❖ منهج البحث والأدوات المستخدمة:

لدراسة هذا الموضوع اعتمدنا في الجانب النظري خاصة على المنهج الوصفي، وفي الجانب التطبيقي على المنهج التحليلي الذي بدوره اعتمد على الإحصائيات والبيانات لمعرفة تقلبات السوق المالي .

أما بالنسبة للأدوات المستخدمة فتمت الاستعانة بمجموعة من الكتب والمجلات و المحاضرات والرجوع إلى الدراسات السابقة مثل رسائل الماجستير والماجستير، وكذا مواقع الانترنت متخصصة كموقع *investing* ، كما تم استخدام بعض البرامج خاصة منها برنامج *excel* لأجل إجراء الحسابات.

#### ❖ مرجعية الدراسة:

اعتمدنا على الدراسات العربية وكذلك الأجنبية بالرغم من ندرتها، كانت هذه

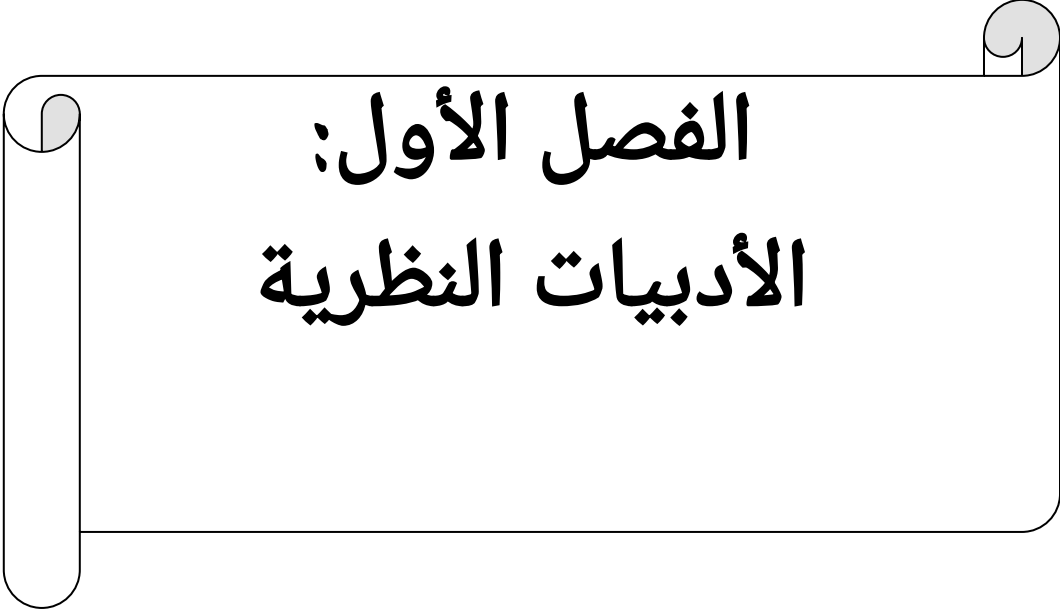
## الدراسات مختلفة من حيث التوزيع الزمني.

### ❖ هيكل الدراسة:

لأجل الإلمام بجوانب موضوعنا هذا قمنا بتقسيم بحثنا إلى فصلين:

قمنا بتخصيص الفصل الأول والذي يحمل عنوان "الأدبيات النظرية للمحفظة المالية في ظل النظرية المالية السلوكية" وبدوره تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تحت عنوان "الإطار النظري للنظرية المالية السلوكية"، والمبحث الثاني تحت عنوان "الإطار النظري للمحفظة المالية"، والمبحث الثالث خصصناه للدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع.

أما الفصل الثاني فتعلق بالجانب التطبيقي والذي يمثل دراسة الحالة لبورصة السعودية "مؤشر TASI"



# الفصل الأول: الأدبيات النظرية

## تمهيد الفصل الأول:

تشكل الأسواق المالية في الواقع تجمعاً كبيراً من العلاقات الإنسانية الذي يلعب فيه الأفراد الدور الأبرز من خلال بناء توقعاتهم العقلانية، وتفترض بأن جميع هؤلاء الأفراد يتصرفون برشادة تتجلى من جهة في قدرتهم على بناء توقعات عقلانية، وذلك من أجل القيام بعملية استثمارية هدفها بناء محفظة مالية مكونة من مجموعة من أوراق مالية متنوعة يكون الغرض منها تحقيق " العائد " وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، و بالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة. ويبرز دور الأفراد في الأسواق المالية هنا من خلال بناء توقعات عقلانية تفترض بأن جميع هؤلاء الأفراد يتصرفون برشادة.

لقد اعتمدت المالية التقليدية على فهم الأسواق المالية باستخدام نماذج تعد المشاركين في الأسواق عقلاء، والعقلانية هنا تعني أمرين أساسيين هما، تحديث الأفكار والاعتقادات عند استلام أي معلومات جديدة، واتخاذ القرارات المقبولة من الناحية القياسية اعتماداً على هذه المعلومات. ولكن هذا الفهم التقليدي للأسواق المالية لم يستطع تفسير العديد من الظواهر غير الاعتيادية في هذه الأسواق مثل ظهور الفقاعات والأزمات المالية. فقد حاول علم النفس شرح وتفسير مجموعة الأخطاء والتحيزات الإدراكية التي يعاني منها المستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري لذلك ظهرت المالية السلوكية (استجابة) بشكل جزئي على الأقل (للعقوبات التي تواجه النموذج التقليدي). ومن خلال هذا الفصل سنتعرف على مختلف الجوانب النظرية الخاصة بالنظرية المالية السلوكية وكذلك المحفظة المالية. انطلاقاً من هذا التمهيد المختصر سنحاول في البداية التعريف بكل من النظرية المالية السلوكية و المحفظة المالية ومختلف جوانبهما النظرية من خلال هذا الفصل.

## المبحث الأول: الإطار النظري للنظرية المالية السلوكية

ظهرت المالية السلوكية استجابة للصعوبات التي واجهت النموذج التقليدي، وهذا بسبب عدم قدرته على تفسير الحالات الشاذة في تحركات أسواق الأسهم دون الاهتمام بالعناصر النفسية والاجتماعية التي توجه سلوك المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، لذلك أكدت النظرية المالية السلوكية على أهمية فهم سلوك المستثمر من خلال معرفة إدراك العناصر السلوكية والنفسية والاجتماعية التي تقوده إلى اتخاذ قرار شراء أو بيع أي من الأوراق المالية لأن فهم سلوك المستثمرين يساعد على فهم والتنبؤ بالتحركات المستقبلية للسوق بشكل دقيق ومن ثم تحقيق عائدات أعلى أو تجنب المخاطرة المرافقة للقرارات الاستثمارية، ومن خلال هذا المبحث سيتم التعرف على ماهية النظرية المالية السلوكية وكذلك مختلف نماذجها، أسسها ومقوماتها.

### المطلب الأول: مفهوم ونشأة النظرية المالية السلوكية

عند البحث في هذا الاتجاه -الجديد- لاحظنا أنه ليس حديث عهد في المالية كما يبدو في الواقع، فقد سبق وأن حاول بعض الباحثين تقديمه للوسط الأكاديمي، غير أنه لم يلاق الترحيب والقبول آنذاك ثم عاود الظهور من جديد، فهي تعد المجال الجديد والمتنامي في علو الاقتصاد والمالية إذ تمثل نمط تفكير إضافي لقرارات التمويل والاستثمار يسعى من خلالها الباحثين إلى استكمال النظريات القياسية عن طريق إدخال الجوانب السلوكية في عملية صنع القرارات المالية.

### الفرع الأول: مفهوم النظرية المالية السلوكية

لقد تعدد التعاريف في هذا الموضوع لكن رغم تعددها لم تختلف في مضمونها حيث عرفت المالية السلوكية على أنها:

1- بمثابة الانفتاح الفكري أي أنه من أجل إيجاد حل لأي مشكلة مالية لابد من التأكد من حالة الأفراد المنتمين للاقتصاد وتصرفاتهم فيما إذا كانت عقلانية أو غير عقلانية. وهي تهتم بشرح وفهم أكثر لطريقة تفكير المستثمرين والعوامل التي بإمكانها التأثير على قراراتهم.<sup>1</sup>

2- هي فرع من المالية يدرس كيفية تأثير سلوك الوكلاء في الأسواق المالية بالعناصر النفسية والآثار الناتجة على صنع القرار عندما يقوموا بالبيع أو الشراء ومن ثم التأثير على الأسعار، وهو يركز على تطبيق مبادئ علمي النفس والاقتصاد لتحسين عملية صنع القرار المالي.<sup>2</sup>

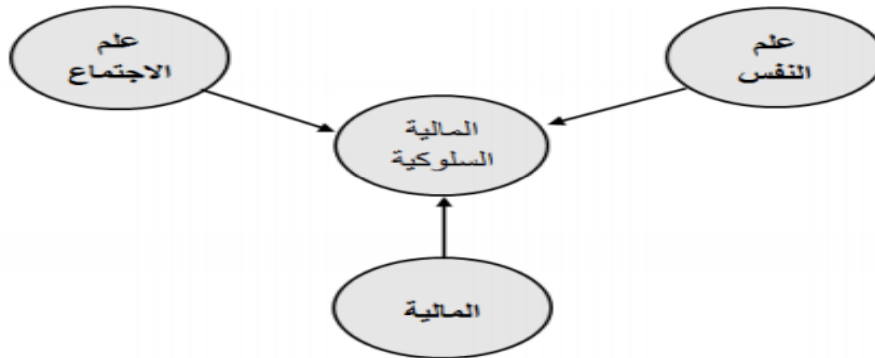
3- من خلال هذه التعاريف المقدمة نستنتج أن المالية السلوكية هي علم يجمع بين علم النفس، الاجتماع والمالية، حيث يدرس هذا العلم سلوكيات الأفراد وتصرفاتهم إزاء

<sup>1</sup> بن الضب علي، بلقاسم حليلة، نموذج توازن الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة الأبحاث الاقتصادية والإدارية، العدد 18، 2015، ص 75.

<sup>2</sup> ميثم ربيع هادي، علي أحمد فارس، من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية: دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 10، العدد 40، بدون سنة نشر، ص 80.

النقود، الإنتاج، العمل، النفقات، والتوظيفات... الخ فللمالية السلوكية هي مجموع المقاربات التي تقترح وتقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء.

### الشكل (01): مفهوم المالية السلوكية



Source: Alsedrah, I& Ahmad, N, (2014). " Behavioral Finance: The missing piece in modern finance " the First Middle East Conference on Global Business, Economics, Finance and Banking. p231.

### الفرع الثاني: نشأة النظرية المالية السلوكية

إن موضوع السلوك ليس جديدا في المالية، فقد أشار "zola" في مؤلفه النقود (l'argent) عام 1891 إلى سلوك أعوان الصرف في مواجهة المخاطر التي تعرضت لها البورصة آنذاك، حيث قدم وصفا مفصلا لنوبات الهلع الجماعية التي انتابتهم عند قدوم معلومات جديدة لم تلبث في آخر المطاف أن تكون مجرد إشاعات لا أساس لها من الصحة، وقد شبه تلك الحالة بإحدى المعارك الحامية أين تختلط الأمور وتنتشر الفوضى ، وترى الجميع يركضون في كل الاتجاهات دون أن يكون لأي منهم إدراك واضح لما يحدث.<sup>1</sup>

بعد مضي خمسين سنة على هذا الوصف قدم كل من " فون نيومان " و "مورغنسترن" في نظريتهما "المنفعة المتوقعة" وصفا علميا لسلوك هؤلاء الأفراد يتضمن الآتي: أفراد يتمتعون بإدراك واضح، واعون بتفضيلاتهم، يقومون في كل الظروف بحساب دقيق للمبلغ الفعلي الذي يتمنون الحصول عليه كعائد مقابل الخطر المحتمل.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: نماذج النظرية المالية السلوكية

لقد ساهمت الأزمة التي وقعت سنة 2000 (فقاعة الانترنت) في انتشار منتجات مالية ذات رأس مال مضمون تجنب المستثمر خطر تكبد خسائر ضخمة عند انهيار السوق

<sup>1</sup> صديقي صفية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مذكرة ماجستير، (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر، 2012-2011، ص 28.

<sup>2</sup> Hélène Rainelli-Le Montagner, Des marchés et des hommes, In : <http://www.institut-europlace.com/files/doc/doc898966.doc> le 10-02-2020, 18:08.

، وتسمح له في ذات الوقت أن يستفيد من الارتفاعات الحاصلة في المؤشرات البورصية، كما ظهرت منتجات ادخارية أخرى تحافظ على رأس المال لها طابع المقامرة تمكن المستثمر من تحقيق زيادة ضخمة في ثروته (احتمالات هذه الزيادة ضئيلة جدا). لم يكن من الممكن تفسير جاذبية هذه المنتجات في النظرية التقليدية للمحفظة، إذ من المستحيل لمستثمر عقلاني يتبع التحليل "عائد- مخاطرة" أن يختار منتجا من هذا النوع (يرتبط عائده بعملية السحب)، ولم يتم تفسير هذه الظاهرة إلا في ظل النموذج السلوكي، إذ أن جميع النماذج التي سنتطرق إليها فيما يلي تتماشى مع التطور الحاصل في المنتجات المالية كما تعد أكثر ملائمة.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: أعمال "روي" (Roy, 1952)

إن أهم ما جاء به "روي" هو اقتراح مفهوم جديد، أطلق عليه اسم " المستوى الأدنى للعائد (le niveau de subsistence) إذ يرى أن أساس اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة هو مراعاة عدم انخفاض ثروة المستثمر عن مستوى معين (عتبة) أطلق عليه اسم "المستوى الأدنى للعائد"، ونلاحظ أن هذا المفهوم يتماشى مع المنتجات الشائعة حاليا، غير أنه وبعد ضمان وصول الثروة إلى حد العتبة لم يحدد "روي" ما الذي يتوجب على المستثمر فعله بالثروة المتبقية.<sup>2</sup> وندرج لتوضيح هذه الفكرة المثال التالي:<sup>3</sup>

- يمتلك مستثمر 100 أورو، ويقدر المستوى الأدنى للعائد بـ 95 أورو، أما المؤشر المرجعي فيقدر بـ 100 نقطة، هذا المستثمر في موضع المفاضلة بين منتجين:
- المنتج الأول: يضمن له 95 أورو في جميع الأحوال و 60 % من الارتفاع المحتمل في المؤشر المقيم هنا بقيمته الحالية 100.
- المنتج الثاني: يضمن له 95 أورو كذلك، ويقترح 100 % من الزيادة في المؤشر حين يتجاوز قيمة 110 %. نلاحظ أن احتمال تجاوز الثروة النهائية مستوى العائد يساوي الواحد في كلتا الحالتين، لكن في غياب أي معيار إضافي يبقى كلا المنتجين سيان من وجهة نظر المستثمر.

### الفرع الثاني: نموذج أرزاك- باو "Arzac-Bawa, 1977"

حاول الباحثان سد الثغرة في أعمال "روي" بإيجاد العنصر الإضافي في عملية المفاضلة، وقد تمثلت أعمالهما في محاولة صياغة نموذج يترجم المشكل الذي يواجهه المستثمر، يظهر هذا النموذج كيف أن المستثمر يسعى إلى تعظيم ثروته النهائية، غير أنه يعطي الأولوية للحفاظ على المستوى الأدنى للعائد بشرط مراعاة قيد آخر.<sup>4</sup> وهذا ما يمكن صياغته في النموذج التالي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> صديقي صفية، مرجع سبق ذكره، ص 83.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص 83.

<sup>3</sup> Marie-Hélène Broihanne, Maxime Merli, Patrick Roger, "Théorie comportementale du portefeuille" Interets et limites, In: Revue économique, Février, 2006, Vol 57, P : 300.

<sup>4</sup> Ibid, P: 300.

<sup>5</sup> Ibid, P: 300.

$$\text{Max } E(z)$$

$$\text{s.t. } P(w < s) \leq$$

$w$ : ثروة المستثمر

$s$ : المستوى الأدنى للعائد

: احتمال الإفلاس

يتضح من خلال هذا النموذج أن المستثمر يسعى إلى تعظيم ثروته بشرط أن يكون احتمال انخفاض ثروته عن مستوى العائد أقل من احتمال الإفلاس.

### الفرع الثالث: نموذج "شيفرين" و"ستايتمن" Statman&Shefrin , 2000

بناء على أعمال كل من "أرزاك" و"باو" وكذا بالاعتماد على أعمال عالمة النفس " لولا لوبس" (Lola Lopes, 1987)) التي توصلت إلى نتيجة مفادها أن ما يتحكم أساسا في القرارات الفردية هما الخوف والأمل (La crainte et l'espoir) قام كل من "شيفرين" و"ستايتمن" بملاحظة وجود تشويه لتوزيع احتمال الثروة النهائية عند اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة ناجم أساسا عن العاملين السابقين. وقد كان التحدي أمامهما هو محاولة تقديم نمذجة لكل من مشاعر الخوف والأمل ( وغيرهما من المشاعر الأخرى والانحرافات سلوكية التي تطرقنا إليها في الفصل الأول، والتي تعد أساس النظرية السلوكية ونقطة ضعفها في الوقت ذاته).<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: مقومات وأسس النظرية المالية السلوكية

تبلورت النظرية السلوكية بشكل تدريجي بالاستناد على جميع الأعمال والنماذج التي سبقت الإشارة إليها . حيث ساهمت جميعها في رسم المعالم النهائية لهذه النظرية.<sup>2</sup> إذ قامت على ثلاثة مفاهيم أو أسس محورية هي:

#### الفرع الأول: السلامة أولا، Safety first

كان "روي" هو أول من اقترح هذا المفهوم عام 1952، إذ يتميز كل فرد تبعا لهذا المفهوم بعبئة خاصة يطلق عليها اسم "المستوى الأدنى للعائد" وتمت الإشارة إليه بـ الحرف  $A^*$  وهذا المستوى هو أدنى مستوى للثروة يتم الحصول عليه، وليكن  $w$

<sup>1</sup> Ibid, P : 304

<sup>2</sup> صديقي صفية، مرجع سبق ذكره، ص 87.

\* كان يرمز لمستوى العائد بـ " $s$ " ثم أصبح يرمز له في نموذج "Lopes" بـ " $A$ " دلالة على التطلع "Aspiration" إلى مستوى معقول من العائد، وعدم الاكتفاء بالحد الأدنى منه كما هو الحال في نموذج "روي"، لذا فعند الحديث عن نموذج "Bawa" و "Arzac" ونموذج "روي" فإننا نتحدث عن " $s$ " وليس " $A$ ".

\*\* نلاحظ أن هناك من يستعمل مفهوم الثروة النهائية  $w$  وهناك من يستعمل مفهوم الثروة الابتدائية  $w_0$  وبالعودة إلى مقترح هذا المفهوم "روي" نلاحظ أن لا أهمية للتفريق بينهما، فهو يقصد بالانخفاض ثروة المستثمر بشكل عام عن مستوى العائد وهو كونه لم يتطرق إلى الثروة المتبقية بعد تحقيق العتبة فلا أهمية للتفريق بين المفهومين، أما فيما بعد ظهرت عند "Bawa" أهمية هذا التفريق على اعتبار السعي لاستثمار ما تبقى بعد الوصول إلى مستوى العائد وهنا يقصد الثروة النهائية بعد الاستثمار في الأصل المضمون، وبما أن هذا النموذج يتماشى مع المنتجات مضمونة رأس المال الشائعة حاليا فإننا سنعرف العائد المتوقع من هذا الاستثمار المضمون، أي يتم في مرحلة أولى تحقيق مستوى العائد ثم المخاطرة بالباقي.

متغيراً عشوائياً يمثل "الثروة النهائية" \*\* أو عوائد المحفظة، أي أن  $w$  أقل من العتبة، يتم اعتبارها خسارة واحتمال هذا الانخفاض هو الذي يقيس الخطر (  $P(w < A)$  ) قام (تيلسر) Telser عام 1955 باقتراح مفهوم "احتمال الإفلاس المقبول من طرف المستثمر والذي يقصد به احتمال عدم الوصول إلى المستوى الأدنى للعائد،' وعليه فإن المستثمر في نموذج (Safety first) يسعى إلى بناء محفظة تحقق له قيد الأمان التالي:<sup>2</sup>

$$P(w < A) \leq \alpha$$

قام بعد ذلك كل من "أرزاك - باوا بإضافة معيار إضافي هو تعظيم التوقع الرياضي للثروة النهائية، فإذا كنا أمام محفظتان تحققان قيد الأمان، يختار المستثمر تلك التي تعظم التوقع الرياضي للثروة  $E(W)$ .

### الفرع الثاني: تشويه الاحتمالات الموضوعية (probabilités objectives)

يركز نموذج BPT على حقيقة قيام الأفراد بعملية تشويه الاحتمالات الموضوعية، وهذا ما أثبتته " إدواردز" (1953) (1954-) حيث تمت ملاحظة أن الأفراد يبالغون في تقدير بعض الأحداث ضعيفة الاحتمالات، ولا يقومون بتقدير صحيح للأحداث الأخرى، وهذا ما يفسر انتشار ونجاح المنتجات المالية التي تعتمد عوائدها على الحظ والمقامرة كاليانصيب فهذا النجاح غير قابل للتفسير في نظرية المنفعة المتوقعة التي تفترض أن الجميع يخشى الخطر في حين يمكن أن يفسر بالمبالغة في تقدير احتمال الربح.<sup>3</sup>

ولهذا يقوم هذا النموذج بإعادة تحويل الاحتمالات الموضوعية (في نظرية المنفعة المتوقعة)، وقد تم اقتراح عدة دوال تحويل لهذا الغرض، ولا يزال النقاش قائماً حول شكل الدالة التي تسمح بترجمة أفضل للسلوك الملاحظ، إضافة إلى المحددات التي تدخل في حساب هذه الدالة، وتعد هذه النماذج في مجملها غير خطية (non linéaire) (...)، ففي ظل النظرية التقليدية يوصف المستثمر بأنه يخشى الخطر إذا كانت دالة منفعته مقعرة (Concave) أما في هذه النماذج غير الخطية فإن الطريقة التي يستعملها الفرد لتحويل الاحتمالات تسمح بمعرفة ما إذا كان متفائلاً أو متشائماً، فالفرد المتشائم يتصف بدالة تحويل يكون فيها توقع الثروة النهائية المحسوب وفقاً للاحتمالات المشوهة أقل من المتوقع المحسوب وفقاً للاحتمالات الموضوعية والعكس. سمح تطبيق عملية تشويه الاحتمالات على مفهوم "السلامة أولاً"، لـ "لوبس" باقتراح نموذج شكل نقطة انطلاق لنظرية BPT فاختيار المحفظة حسب "لوبس" يتم بالسعي إلى تعظيم العنصرين التاليين:<sup>4</sup>

$$Ph(w \geq A)$$

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 87.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ص 87.

<sup>3</sup> O. Bourachnikova, *La théorie comportementale du portefeuille et l'équilibre du marché*, Working paper, Juillet, 2009, P: 03.

<sup>4</sup> Ibid, P: 03.

$h$ : هو محدد لعملية تحويل الاحتمالات الموضوعية حسب درجة تفاؤل الفرد .

### الفرع الثالث: الحساب العقلي *la comptabilité mentale*

ويتعلق بطريقة تصرف الأفراد في ثروتهم إذ تختلف هذه المعاملة حسب طريقة تحصيلها، فهم يقومون بإنشاء أرصدة عقلية يتم تسييرها بشكل مستقل كما أن لكل منها هدف مستقل، ولهذا يتم إهمال الارتباط الذي قد يوجد بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة، وهذا السلوك يتماشى تماما مع ملاحظة كل من "فريدمان" و "سافاج" 1948، أين لاحظ ا قيام الأفراد بشراء عقود التأمين، وفي الوقت ذاته المقامرة بشراء أوراق يانصيب فعقد التأمين ينتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى ضمان حد أدنى من الثروة في حين أن ورقة اليانصيب تنتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى الاغتناء وتحقيق مستوى مرتفع من الثروة. قد تختلف المحفظة المشكلة حسب نموذج BPT عن تلك التي يشكلها المستثمر عند اتباع نموذج "ماركوفيتز" فهذا الأخير يرى أن على المستثمر تقليل الخطر (الذي يتم قياسه بالتباين) وذلك عن طريق تنويع محفظته، غير أن كل من "شيفرين" و "ستايتمن" يبينان أنه لا يجب على المستثمر أن يلجأ إلى التنويع، إذ في وسعه استثمار جزء معتبر من ثروته في أصل خطر ( له نفس مواصفات اليانصيب) بشرط أن يسعى أولا إلى ضمان حد أدنى للعائد، ثم يصبح على استعداد بعدها لتحمل أخطار كبيرة عند استثمار الثروة المتبقية<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع: فرضيات النظرية المالية السلوكية

تعد الانحرافات والانتقادات الموجهة والملاحظة في النظرية التقليدية (نظرية كفاءة الأسواق المالية) بمثابة الأرضية الصلبة التي بنيت عليها نظرية المالية السلوكية وهذه النظرية تقوم على فرضيتين أساسيتين هما: المستثمرون في السوق المالي لا يتمتعون بالعقلانية ومحدودية آلية التحكيم<sup>2</sup>.

### الفرع الأول: المستثمرون غير عقلانيون

يسعى التمويل السلوكي إلى شرح حالات الشذوذ الملاحظة في الأسواق المالية ودراسة السلوك البشري للمستثمرين، حيث يظهر الأدب النفسي والحيواني أن التقليد الأعمى كسلوك القطيع وهذه الخاصية الحيوانية تشبه الخصائص السلوكية للإنسان داخل المجموعات وليس من النادر أبدا أن تجد هذا النوع من السلوك في الأسواق المالية وبشكل عام قد تكون إستراتيجية الاستثمار عند شراء الأوراق المالية التي أسعارها مرتفعة في المدى القصير هي التي تحقق أفضل العوائد في المستقبل، تظهر مدى ثقة المستثمرين في هذا السوق وهذا الموقف يسمى ب "اثر الزخم" حيث أظهرت العديد من الدراسات التجريبية أن اثر الزخم يظهر في الأسعار في المدى القصير وينعكس عليها في المدى الطويل، ما يعني أن المستثمرين ردة فعلهم تخضع لتأثير المعلومات

<sup>1</sup> صديقي صفية، مرجع سبق ذكره، ص 87.

<sup>2</sup> بن عيسى إلهام، بن زايد خيرة، تأثير سلوك المستثمر على عوائد الأصول المالية في البورصات العربية (الكويت، عمان، و المغرب خلال الفترة 2015-2017، مذكره لنيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، تخصص نقود، بنوك، ومالية دولية، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب، الجزائر، 2016-2017، ص 52.

السابقة وهذا مالا يتوافق مع نظرية الكفاءة التي تنص على أنه لا يمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية اعتمادا على العوائد الماضية ومن هنا يظهر السلوك الغير عقلاني للأفراد داخل السوق المالي، التصرفات اللاعقلانية تكون لصالح الحركات الجماعية إذا تم الا عتماد على المعلومات العامة على حساب المعلومات الخاصة التي تتأثر بها أسعار الأ وراق المالية ولكن التضخيم في هذه المعلومات من قبل الوكلاء أدى إلى ظاهرة التقليد الأعمى وهو سلوك غير عقلاني وغير فعال إطلاقا.<sup>1</sup>

## الفرع الثاني: محدودية آلية التحكيم

يميل التمويل التقليدي (نظرية كفاءة الأسواق المالية) إلى أن مفهوم التحكيم قادر على تصحيح الاختلالات الناتجة عن السلوك الغير عقلاني للأفراد ولكن النظرية السلوكية الناتجة عن الأفراد والانحرافات لها ارتباط مع بعضها البعض هذا ما يتسبب في إلغاء فعالية آلية التحكيم المسؤولة عن إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي وإرجاع السوق إلى نقطة التوازن، فبعض المستثمرين الغير عقلانيين "تجار الضوضاء" توقعاتهم اللاعقلانية تبنى عللا أساسا إشارات خاطئة أو قواعد السياسة غير عقلانية، وإذا ما تم إتباع هذه السلوكيات من قبل عدد كبير من الأفراد والمستثمرين فان الأسعار تتأثر بشكل حقيقي، فتصرفات المستثمرين اللاعقلانية ترتبط بالضرورة ووجود كبار المستثمرين في السوق جنبا غلى جنب مع "تجار الضوضاء" لا تضمن إعادة السعر إلى قيمته الأساسية ومنه لا وجود لآلية التحكيم التي ترجع إلى نقطة التوازن.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 53.

<sup>2</sup> Clotilde Wetzer, "La finance comportementale", master II DJCE jjuriste d'affaires ,université paris II pantheon assas, 2008-2009 , p 28-30 .

## المبحث الثاني: الإطار النظري للمحفظة المالية

تعد المحافظ المالية من الأدوات الاستثمارية الهامة في عالم المال والأعمال، والتي تهدف إلى تحقيق التوظيف الأمثل للأصول التي تديرها، المحافظة على رأس المال المكون لها، وكذلك تحقيق الاستقرار في التدفق النقدي والعائد وفقا لحاجات الأفراد وطبيعة تكوين المحفظة حيث سيتم من خلال هذا المبحث التعرف على ماهية المحفظة المالية ومختلف جوانبها النظرية.

### المطلب الأول: مفهوم و نشأة المحفظة المالية

من أجل تسليط الضوء على مختلف الجوانب النظرية الخاصة بالمحفظة المالية، سنعرض في هذا المطلب تعريف المحفظة المالية وكذلك الظروف التي نشأت فيها هذه الأخيرة.

### الفرع الأول: مفهوم المحفظة المالية

#### 1- تعريف المحفظة المالية

1-1 هي أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء أكانت هذه الأدوات أصول حقيقة أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر و التي تتلاءم مع رغبة المستثمر سواء أكان مستثمر محافظ أو مضارب أو رشيد وتخضع المحفظة الاستثمارية لإدارة مدير المحفظة ( portfolio Manager) الذي قد يكون هو مالك المحفظة أو يعمل بأجر لدى مالكها.<sup>1</sup>

2-1 كما تعرف المحافظ المالية: " مجموعة من الموجودات وكما هو معروف بأن الموجودات قد تكون عقارات مواد، وهي أنواع من الاستثمارات لهذا فإن التعريف يكون عاما، أو أنها مجموعة من الأوراق المالية كالأسهم العادية و الممتازة والسندات، لذلك فإن المقصود بالمحفظة المالية هو مجموع الأسهم التي يمسكها المستثمر خلال مدة زمنية معينة".<sup>2</sup>

3-1 من خلال هذه التعاريف المقدمة سننتج أن المحفظة المالية هي مجموعة ما يمتلكه الفرد من أصول وموجودات مختلفة النوع الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها تحقيق توظيف أمثل (تحقيق عوائد) لما تمثله هذه الأصول من أموال.

#### 2- خصائص المحفظة المالية:

<sup>1</sup> دريد كمال آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار البازوري العلمي للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2009، ص 221.

<sup>2</sup> ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة 01، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2011، ص 130.

يمكن تلخيص خصائص المحفظة المالية في مايلي:<sup>1</sup>

1- المردودية: *la rentabilité* " تعتبر المردودية في التحليل "العائد- المخاطرة" عن الجانب المتعلق بالعائد، و يقصد بها الزيادة الحاصلة في الثروة بين زمنين، يمكن حساب مردودية ورقة مالية إما انطلاقاً من : النتيجة الصافية وتوزيعات الأرباح التي تقدمها المؤسسة للمساهمين، ونحن هنا بصدد الحديث عن المردودية الماضية، أو النتيجة المتوقعة، ونحن بصدد الحديث عن المردودية المتوقعة.

2- الخطر: *la risque* يؤثر الخطر المرتبط بالورقة المالية على كل من النتيجة و المردودية المستقبلية، وهو ناجم عن عدم التأكد المصاحبة لعملية الاستثمار وينقسم خطر الورقة المالية إلى:

■ الخطر النظامي: كما قد يطلق عليه "خطر السوق وهو الخطر الناجم عن تذبذب السوق، ولا يمكن إلغاؤه كون تغيرات السوق ناجمة عن ظواهر عامة لا يمكن التحكم فيها جميعاً، كتغيرات معدلات الفائدة، الظروف الاقتصادية..

■ الخطر الخاص: هو خطر يرتبط بسلوك الورقة المالية، فهو خطر فردي يتعلق بموقف المؤسسة اتجاه الاقتصاد وهو مالا تشترك فيه جميع المؤسسات على غرار قدرة المؤسسة على الاستثمار، جودة منتجاتها، سلوك مديريها... الخ، وهو خطر يمكن إلغاؤه عن طريق التنويع.

3- معامل الحساسية *béta*: (*le coefficient béta*) *la degré de sensibilité* يمثل معامل حساسية الورقة المالية لإجمالي السوق، كما يكمن تعريفه بأنه التغير (بالنسبة المئوية) في المردودية الإضافية لورقة مالية عندما تتغير المردودية الإضافية لمحفظة السوق.

4- التذبذب: *la volatilité du portefeuille* " يقصد بالتذبذب معدل تغيرات سعر الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة (شهر، ثلاثي...) مقارنة بمعدل تغير السوق، بمعنى تقلب سعر ورقة بالنسبة لتطور السوق، حيث كلما زادت حركة السعر كلما اعتبرت الورقة المالية أكثر تذبذباً.

## الفرع ثاني: نشأة المحفظة المالية

يعد عام 1952 هو عام بداية ظهور المحفظة عندما قام المحلل الأمريكي "ماركوتز" في وضع الأسس لنظرية المحفظة الاستثمارية وقد قدم "ماركوتز" أزل فكرة عن المحفظة ونشر بحث سمي "اختيار المحفظة" وبيّن به كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق عائد متوقع أعلى مع مستوى معين من المخاطرة، وقد طور "شارب" نظرية المحفظة عام 1962 باستخدام تكنيك آخر سمي "نموذج المؤشر المنفرد" (*Single- Index Modal*) عندما تتاح أوراق مالية بأعداد كبيرة (...). وفي ضوء ذلك طور "شارب" و"لنتر" عام 1966 نموذج عرف باسم "نموذج خط تسعير الأصول الرأسمالية" وأصبح معيار لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية، بعدها طور "روس" عام

<sup>1</sup> صديقي صفية، مرجع سبق ذكره ، ص 54.

1976 النموذج المذكور إلى نموذج أو نظرية الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية بالمقارنة بين العائد والمخاطر فعندما تتساوى العوائد سوف يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخاطر وهكذا. توالى الإضافات لنظرية المحفظة خلال الفترة اللاحقة في فترة السبعينيات من القرن العشرين وخاصة بعد التطورات الاقتصادية وارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وشركات التوفير وتم إنشاء شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ بهدف استغلال هذه الأموال استغلال أفضل...'

## المطلب الثاني: نماذج المحفظة المالية وطرق التنوع فيها:

سنتناول من خلال هذا المطلب نماذج المحفظة المالية التي تعتبر أساس المحفظة المالية، وكذلك طرق التنوع فيها.

### الفرع الأول: نماذج المحفظة المالية:

يعد النموذج الذي وضعه "ويليام شارب" أول نموذج في تسيير المحافظ الاستثمارية ، وبعد ذلك تطورت نظرية المحفظة خلال عقد الستينات بظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وفي السبعينيات ظهور ما يعرف بنموذج التسعير المرجح.

#### 1- نموذج شارب البسيط:

إن من أهم المؤشرات للتنبؤ عن مخاطرة الاستثمار هو المؤشر الذي طوره البروفيسور "ويليام شارب"، وذلك بتطوير معامل بيتا لاستخدامه كمقياس وتنبؤ للمخاطرة، وقد طوره من معادله الانحدار البسيط وهي:

$$ER_j = ER_m$$

أي إن التغير في عائد السهم يعتمد على التغير في معامل بيتا وهي عبارة عن درجة حساسية السهم لمخاطرة السوق أو تذبذب عوائد السوق، فإذا كانت قيمة بيتا (1) أي إن التغير النسبي لعائد السوق ينعكس بنفس المقدار للتغير النسبي لعائد السهم، ولو فرضنا إن حدث اقتصادي أثر على معدل عائد السوق بزيادة 20 % فهذا ينعكس على زيادة في معدل عائد السهم الواحد ب 20 %، وفي حال العكس أي إن حدث اقتصادي قد أدى إلى نقص في معدل عائد السوق ب 20 % فإنه ينعكس على عائد السهم الواحد بنفس المعدل 20 %، أما إذا كانت قيمة بيتا (2) أي إن التغير في سعر السوق سيؤدي إلى ضعف في التغير في عائد السهم . إن مدراء المحافظ الاستثمارية يعتمدون كثيراً على معامل بيتا لكل سهم وذلك لإدارة المحافظ من أجل بناء المحفظة أو من أجل شراء والبيع وإحلال أسهم محل أسهم أخرى، ويعتمدون على النشاط الاقتصادي فإذا كان هنالك مؤشرات اقتصادية بالنشاط فيفضل إن تحوي المحفظة على أسهم معامل بيتا مرتفع وذلك من أجل تحقيق أعلى عائد، أما إذا ا يتوقع في الحالة القادمة كساد فعندها يفضل إن تبدل الأسهم التي لها معامل بيتا مرتفع بأسهم لها معامل بيتا منخفض ففي حالة السوق رواج نبحث عن الأوراق المالية تتأثر في تغيرات معدل السوق، أي عندما تكون بيتا لهذه الأوراق مرتفعة أما في حالة الكساد فيفضل إن نبحث عن أوراق

مالية قليلة التأثير في تغيرات معدل عامة السوق وذلك لتقليل الخسائر ونزول العائد<sup>1</sup>.

## 2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعد "ماركويتز" أول من عرض فكرة استخدام نموذج العامل الواحد لحل مشكلة اختيار المستثمرين للاستثمارات التي يرغبون استثمار أموالهم فيها. لقد لاحظ "ماركويتز" بأن المستثمرين يرغبون في اختيار تلك الأسهم العادية التي تمتلك أقل المخاطر لعائد متوقع معلوم أو أكبر عائد متوقع لمخاطرة معلومة. وهذا يأتي من كون المستثمرين يرغبون في تحقيق العائد المتوقع ويتجنبون المخاطرة. طورت فكرة "ماركويتز" من قبل "شارب" سنة 1963م إلى نموذج هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية واستخدامه في تقييم الاستثمار بالموجودات المالية، كذلك أجريت دراسات عديدة من قبل آخرين لاستخدام النموذج في مجالات مالية أخرى منها دراسة "لنتر" سنة 1965م ودراسة "موسين" سنة 1966م ودراسة "حمادة" سنة 1972م ومن بين المجالات التي استخدم فيها النموذج فيما بعد هي قرارات المفاضلة بين الهياكل المالية وتقدير كلفة التمويل<sup>2</sup>.

### 2-1 فروض النموذج CAPM

يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM على الفروض التالية<sup>3</sup>:

- يعتمد المستثمر في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية المتاحة على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، ويتميز المستثمرين بالرشد.
- إن تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد لفترة واحدة فقط.
- يهتم المستثمر دائماً بأعلى العوائد.
- إن المستثمر بطبيعته يكره المخاطر.
- إن الأصول المالية قابلة للتجزئة والتسييل، أي بإمكان المستثمر شراء أي كمية من الأصول التي يرغب في اقتنائها.
- يمكن للمستثمر الإقراض والاقتراض بمعدل يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر.

- لا توجد تكاليف للمعاملات ولا ضرائب للأرباح.
- يمكن للمستثمرين الحصول على المعلومات بسرعة ودون تكلفة.
- إن للمستثمرين توقعات متشابهة بشأن العوائد المتوقعة والمخاطر.

2-2 معادلة النموذج:

الصيغة الرياضية لمعادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي<sup>4</sup>:

$$R_p = R_f + (E R_m - R_f) \beta_j$$

حيث:

$R_p$ : معدل العوائد المطلوب.

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

<sup>1</sup> محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة 01، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 37-38.

<sup>2</sup> سامية فقير، محاضرات في تسيير المحفظة الاستثمارية، موجهة لطلبة السنة الأولى دكتوراه ل.م.د، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2017-2018، ص 50-51.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص 51.

<sup>4</sup> غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 180-183.

$(ER_m - R_f)$  z : علاوة المخاطر

يتبين من هذه المعادلة أن حساب معدل العائد المطلوب على أي استثمار يتطلب جزئين مهمين هما، معدل العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطر. كما يمثل الجزء  $(ER_m - R_f)$  علاوة المخاطر للسوق ويسمى أيضا بسعر المخاطرة، أما معامل بيتا فهو معامل المخاطرة النظامية للسهم والذي سبق وأن تطرقنا إليه من قبل.

### 3- نموذج التسعير المرجح APT

نموذج التسعير المرجح أو ما يعرف أيضا بنظرية الارتراج، تعتبر نظرية بديلة لنموذج تسعير الأصول سها الرأسمالية، أسسها "Ross عام 1976م.

#### 3-1 أساسيات النموذج:

طور خلال السبعينات نموذج آخر يفسر العلاقة بين المخاطرة المنظمة و العائد المتوقع هو نموذج التسعير المرجح، طرح هذا النموذج من قبل روس "S. Ross" عام 1976م، يبنى هذا النموذج على فكرة أنه في الأسواق المالية الكفاءة فإن العائد المعدل بالمخاطرة يكون متساوي ومتماثل لعموم المستثمرين، وأنه يمكن تحقيق أكبر العوائد من أقل ثروة ممكنة وبدون التعرض للمخاطرة، وتبرز أهمية نموذج التسعير المرجح في اعتماده على عوامل معتمدة إضافة إلى معدل محفظة السوق في احتساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية. ويكمل الافتراض الذي جاء به "روس" بأن هناك وجهة نظر لمجموعة من الباحثين ترى في هذا النموذج مدخلا جديدا مختلف عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، إذ أن هذا النموذج يحتاج إلى تحليل عدة عوامل اقتصادية لها تأثير على النشاط الاقتصادي الكلي مثل أسعار الفائدة، التضخم، معدلات النمو في الناتج المحلي الخام، حيث يتطلب نموذج التسعير المرجح تحديد هذه العوامل الاقتصادية التي تؤثر على العائد المطلوب كمرحلة أولى، ثم تتم عملية قياس علاوة المخاطر لكل من هذه العوامل في المرحلة الثالثة تحسب درجة حساسية معامل بيتا لكل سهم اتجاه هذه العوامل.

يستخدم نموذج التسعير المرجح APT في حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية وأكثرها استخداما هي الأسهم العادية، كذلك يف عملية المفاضلة بين الهياكل المالية إذ يتم اختيار الهيكل المالي الذي يحقق أقل معدل لكلفة التمويل أو ذلك الذي يحقق أكبر فرق موجب بين معدل العائد المتوقع معدل العائد المتوقع، كما يستخدم أيضا يف قرارات الإنفاق الاستثماري الذي يتوقف على صافي القيمة الحالية لحجم التدفقات النقدية المتولدة.<sup>1</sup>

#### 3-2 فروض النموذج:

تستند هذا النموذج إلى الفرضيات الموالية:<sup>2</sup>

■ المنافسة التامة يف أسواق رأس المال.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 37-38.

<sup>2</sup> سامية فقير، مرجع سبق ذكره، ص 58.

- يفضل المستثمر زيادة ثروته يف ظل ظروف التأكد.
- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار الأصول المالية كدالة خطية من مجموعة من العوامل والمؤشرات.
- إن للمستثمرين توقعات مماثلة بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية.
- لا توجد مخاطر تحيط بفرض الراجحة المربحة.

### 3-3 معادلة النموذج :

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل، ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وحسب نظرية الارتجاج أو نموذج التسعير المرجح فإن العائد على الورقة المالية يتأثر بنوعين من العوامل، هما عوامل اقتصادية عامة وهي عوامل السوق وعوامل خاصة بالشركة المصدرة للأوراق المالية. ويمكن التعبير عن العلاقة بين العائد وهذه العوامل بين الشكل الموالي<sup>1</sup>:

$$R_i = E(R)_i + b_{i1} 1 + b_{i2} 2 \dots b_{ik} k + i \text{ for } i = 1 \text{ to } n$$

حيث:

- $R_i$ : العائد على الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة.
- $E(R)_i$ : العائد المتوقع على الورقة المالية إذا كان معدل التغير في العوامل الرئيسية مساويا للصفر.
- $b_{ik}$ : درجة حساسية العائد على الورقة المالية للتغيرات في العوامل الرئيسية المؤثرة.
- $k$ : مجموعة العوامل أو المؤشرات التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية.
- $i$ : تأثير العوامل المرتبطة بالشركة (المخاطر غير المنتظمة) على العائد.

### الفرع الثاني: التنوع في المحفظة المالية

يقصد بالتنوع قرار المستثمر بتشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي في حجم ذلك العائد، وهناك أسس مختلفة للتنوع من أهمها التنوع البسيط (السادج)، تنوع "ماركوتز" وتنوع تواريخ الاستحقاق.

#### 1- التنوع البسيط (السادج):

يقوم على الاختيار العشوائي للأوراق المالية استنادا على أن كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تضمها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدتها، بمعنى

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 58.

أن شراء عدد من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم المنشأة والعوائد المتوقعة وغير ذلك أي الشراء والتبديل دون دراسة، وهذا الأسلوب ملائم للمستثمر غير القادر على التمييز أو دراسة عوائد الأوراق المالية.<sup>1</sup>

## 2- تنوع "ماركوتز":

على عكس أسلوب التنوع الساذج الذي يقضي باختيار الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة بشكل عشوائي نجد أن أسلوب ماركوتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأدوات، وذلك بناء على العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية لتلك العوائد وعلى درجة الارتباط بين العوائد المتولدة عن تلك الأدوات الاستثمارية، فعندما تكون العلاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت العوائد مستقلة أو توجد بينهما علاقة عكسية، وبالتالي استنتج ماركوتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين العوائد انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة الاستثمارية، وينجح هذا الأسلوب في التخلص ليس فقط من المخاطر غير المنتظمة بل بالتخلص من جزء من المخاطر المنتظمة أيضاً.<sup>2</sup>

## 3- التنوع حسب تواريخ الاستحقاق:

ويتضمن هذا النوع من التنوع ثلاثة أنواع وهي كالتالي:

### 3-1 الأسلوب الهجومي:

وفق الأسلوب الهجومي هذا الأسلوب يتم دراسة الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة وظروف السوق وعلى ضوء ذلك يتم التحول المستمر بين الأدوات الاستثمارية قصيرة وطويلة الأجل، ففي حال كانت التوقعات بأن أسعار الفائدة بطريقها إلى الارتفاع فيقوم المستثمر ببيع السندات طويلة الأجل واستبدالها بأخرى قصيرة الأجل كي لا ينتظر طويلاً في حال ارتفعت أسعار الفائدة حتى يحين تاريخ استحقاق استثماراته ويستبدلها بأخرى تحمل معدلات فائدة أعلى وبنفس الوقت يكون قد تجنب انخفاض قيمة أدواته الاستثمارية طويلة الأجل، أما في حال توقع انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل فإنه يبيع أدواته الاستثمارية قصيرة الأجل ويستبدلها بأخرى طويلة الأجل تضمن له عوائد ثابتة ومن الممكن أن تحقق له أرباح رأسمالية ناجمة عن ارتفاع قيمتها السوقية، ويتجنب بالتالي خطر التقلب في العائد الدوري المتولد عن محفظته الاستثمارية. إن التحليل السابق يعطي الأسلوب الهجومي مزايا كثيرة نظرياً مثل تحقق عوائد دورية مرتفعة، لكن نجاحه على أرض الواقع يتوقف على مدى دقة التوقعات بشأن اتجاه أسعار الفائدة في المستقبل، حيث أن توقع خاطئ يعرض المستثمر لخسائر رأسمالية ناتجة عن انخفاض القيمة السوقية لاستثماراته من جهة ويعرضه لتذبذبات كبيرة في العوائد الدورية التي يتحصل عليها من محفظته الاستثمارية وبناء على ما سبق يجب على المستثمر أن يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة قبل اعتماده هذا الأسلوب في تنوع

<sup>1</sup> ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، 47/1.

<sup>2</sup> بشار الشعراي، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير، (غير منشورة)، قسم المصارف و التأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص 47.

### 2-3 تدرج تواريخ الاستحقاق:

في هذا الأسلوب يضع المستثمر حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكنه قبوله ومن ثم يقوم بتنويع محفظته بين أدوات استثمارية ذات تواريخ استحقاق مختلفة منيا استثمارات قصيرة الأجل وأخرى متوسطة الأجل وأخرى طويلة الأجل وذلك بشكل متدرج وبالتالي يكون لدى المستثمر مزايا متعددة من حيث تخفيض المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مع مستويات مختلفة من العائد.<sup>2</sup>

### 3-3 التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل واستبعاد الاستثمارات متوسطة الأجل:

يتم استبعاد كل الأدوات الاستثمارية التي تتراوح مدة استحقاقها من ثلاث إلى سبع سنوات، وبالتالي فإن الاستثمارات قصيرة الأجل تحقق متطلبات السيولة والاستثمارات طويلة الأجل تحقق متطلبات الربحية، ويمكن تقسيم الاستثمار مناصفة بين نوعين من الاستثمارات ولكن يفضل أن يتم توزيع المخصصات بشكل أكثر مرونة وذلك بحسب الحاجة إلى السيولة وإلى توقعات تطور أسعار الفائدة في المستقبل، ففي حال ارتفاع أسعار الفائدة يتم تخصيص القدر الأكبر من الموارد على الاستثمارات قصيرة الأجل وفي حال انخفاض أسعار الفائدة بشكل مستمر يتم تخصيص القدر الأكبر من الموارد والاستثمارات طويلة الأجل، إن هذا الأسلوب يحقق نفس العائد الذي يحققه أسلوب التنويع عن طريق التدرج بتواريخ الاستحقاق ولكن التقلب في عوائد هذا الأسلوب يكون أكبر، ولكن لهذا الأسلوب ميزة مهمة ألا وهي أنه يحقق سيولة أعلى من أسلوب التنويع عن طريق التدرج بتواريخ الاستحقاق.<sup>3</sup>

## المطلب الثالث: بناء وتسيير المحفظة المالية:

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد وعلى ضوء هذا الهدف يتم بناء الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، و بالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة، وفي هذا المطلب سيتم التعرف على كيفية بناء وتسيير هذه المحفظة.

## الفرع الأول: بناء المحفظة المالية

يمكن بنا محفظة مالية بأسلوب مبسط، آخذين بعين الاعتبار عنصري العائد و المخاطرة، انطلاقاً من مفهوم نظرية المحفظة\* التي تصف المستثمر بالرشد والعقلانية.

### 1- قياس عائد المحفظة:

<sup>1</sup> Dedek Oldrich, *Portfolio Theory and Investment Management*, Institute of Economic Studies, Charles University, 2009, p97

<sup>2</sup> بشار الشعرائي، مرجع سبق ذكره، ص 49.  
<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص 50.

ينبغي التمييز بين ثلاث أنواع من عائد المحفظة، المتحقق، المتوقع، والمطلوب.

**1-1** معدل العائد المتحقق (الفعلي): هو ذلك العائد الذي يحققه المستثمر من مسك محفظة، ويمثل مجموع عوائد مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها في رأس مال المحفظة، لذلك يطلق عليه العائد المتحقق الموزون.<sup>1</sup> وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا من اقتنائه أو بيعه لأداة الاستثمار، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجا منها وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي، ويتطلب الأمر لحساب العائد المتولد من الاستثمار- معرفة التغيير في السعر- أي الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، والتدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة، فلو أخذنا على سبيل المثال الأسهم العادية فيجب معرفة التغيير في السعر بين لحظتين زمنيتين، وكذلك التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة.<sup>2</sup>

**2-1** معدل العائد المتوقع: يمثل العائد المتوقع للمحفظة، العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها برأس مال المحفظة.<sup>3</sup> ويمكن بصورة عامة تعريف احتمال حدث ما، بأنه فرصة وقوع هذا الحدث، فإذا تحدثنا عن احتمال تحقق معدل العائد فإن المقصود هو فرصة تحقق هذا المعدل.<sup>4</sup>

(.....)

ويمكن حساب معدل العائد المتوقع من خلال استثمار ما، باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي وفق المعادلة التالية:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n (P_i E(R_i))$$

$$= P_1 E(R_1) + P_2 E(R_2) + \dots + P_n E(R_n) \quad 5678$$

$E(R)$ : القيمة المتوقعة للعائد.

$R$ : تمثل عدد الاحتمالات.

$P_i$ : تمثل وزن الاحتمال.

$E(R_i)$ : العائد المتوقع في ظل الاحتمال.

**3-1** معدل العائد المطلوب: هو أدنى عائد يطلب، أو الواجب تحقيقه لتحفيز المستثمر لشراء أداة استثمار تعويضا، وهو كذلك العائد عن تأجيل الاستهلاك الحالي، أو المخاطر التي سيتعرض لها مستقبلا، وهو كذلك العائد الذي يرغب المستثمر في

\* تلك النظرية التي تقوم على مزج ورقتين ماليتين أو أكثر مع بعضهما في محفظة استثمارية واحدة من خلال توزيع المبالغ المستثمرة في رأس المال

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص 198.

<sup>2</sup> نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، المجلد 15، العدد، 02، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، 2018، ص 54-55.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 200.

<sup>4</sup> نعمان محصول، نور الدين محرز، مرجع سبق ذكره، ص 54.

الحصول عليه، وعادة ما يكون ملائماً لمستوى المخاطر التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار ويتكون هذا العائد المطلوب من جزأين هما العائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى بذل المخاطر.<sup>1</sup>

معدل العائد المطلوب = معدل العائد خالي الخطر + معدل التضخم + مقابل الخطر.

## 2- قياس مخاطرة المحفظة:

طبقاً لمفهوم المحفظة ونظرية المحفظة، المستثمر في الأوراق المالية في شكل محفظة، يتحمل مخاطرة عند بناء محفظة تختلف عن تلك المخاطرة التي يتعرض لها السهم منفرداً ويعود سبب ذلك إلى وزن مساهمة كل سهم في مخاطرة المحفظة، وأن الأخيرة تكون مساوية إلى المخاطرة النظامية فقط، نظراً لمبدأ التنوع الذي يشكل قاعدة المحفظة، ودوره في تخفيض المخاطر غير النظامية، لذا يمكن القول أن معامل "بيتا" " " هو المقياس الأنسب لمخاطرة المحفظة، وعليه فإن مخاطرة المحفظة النظامية تكون مساوية إلى المعدل الموزون لمجموع معاملات "بيتا" لكل مكون (سهم) من مكونات المحفظة، أي بمعنى آخر مجموع "بيتات" الأسهم مرجحة بأوزانها بمحفظة.<sup>2</sup>

المحفظة عبارة عن مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات والمحفظة المثلى هي التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تلك التي تحقق درجة مخاطر في ظل مستوى معين من العائد ويمكن قياس مخاطر المحفظة من خلال الانحراف المعياري أو التباين، معامل الاختلاف، معامل "بيتا".<sup>3</sup>

■ التباين و الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين ماليين:

إن تباين محفظة تحتوي على ورقتين مالييتين خطرتين يساوي إلى:<sup>4</sup>

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2$$

ويمكن كتابة المعادلة بالشكل الآتي :

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2$$

إن القيمة  $E[(R_{11} - R_f)(R_{12} - R_f)]$  تمثل الانحراف المعياري المشترك لعوائد الورقتين المالييتين ويعبر عنه بالرمز  $\rho_{12}$  ، ويمكن كتابة المعادلة السابقة كما يلي:

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2$$

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 54-55.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 203.

<sup>3</sup> دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 93.

<sup>4</sup> Edwin J, Elton & Martin J, Gruber, *Modern Portfolio Theory And Investment Analysis*, fifth edition, John Wiley & Sons, INC, 1995, P.P 55-65.

$$\rho = \sqrt{[W_p^2 \sigma_1^2 + W_z^2 \sigma_z^2 + 2W_p W_z \text{COV}_{12}]}$$

حيث أن :

$\rho$  : تمثل مخاطرة المحفظة.

أو يمكن كتابة المعادلة السابقة حسب الصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$\rho = \sqrt{[W_p^2 \sigma_1^2 + W_z^2 \sigma_z^2 + 2W_p W_z \text{COV}_{12}]}$$

ومما سبق نستنتج أن مخاطرة المحفظة المؤلفة من ورقتين مالييتين خطرتين تتوقف على قيمة معامل الارتباط بين تلك الورقتين، بحيث كلما قل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة لمحفظة كلما قلت مخاطرها وهذا يعتمد على جودة التنويع، وبمقارنة الصيغتين السابقتين للمعادلة نجد أن:

حيث إن :

$\text{COV}_{12}$  الانحراف المشترك لعوائد الورقتين المالييتين.

ويمكن حساب معامل الارتباط بين ورقتين مالييتين من خلال العلاقة التالية:

$$\rho = \frac{\sum_{i=1}^n (R_{it} - R_i)(R_{jt} - R_j)}{\sqrt{[\sum_{i=1}^n (R_{it} - R_i)^2 \cdot \sum_{i=1}^n (R_{jt} - R_j)^2]}}$$

■ معامل التغير (الاختلاف):

يمكن قياس مخاطر المحفظة عن طريق معامل الاختلاف وذلك بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة، ويستخدم كمقياس للتشتت النسبي فكلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت المخاطرة والعكس صحيح حيث نستخرج المخاطر بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$CV_{Rp} = \frac{R_p}{E(R_p)}$$

حيث:

$CV_{Rp}$ : معامل التغير (الاختلاف).

$R_p$ : الانحراف المعياري للعائد.

<sup>1</sup> الراوي خالد، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 196.

<sup>2</sup> دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 95-96.

$E(R_p)$ : العائد المتوقع.

■ معامل بيتا:

يتم قياس مخاطر المحفظة المكونة من عدد  $N$  من أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة والذي عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا الأصول المكونة للمحفظة ونحصل عليه بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$\beta_p = \frac{\sum_{i=1}^N a_i \beta_i}{\sum_{i=1}^N a_i}$$

حيث:  $a_1, a_2, a_3, \dots, a_n$  هي نسب الأصول  $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$  المشكلة للمحفظة

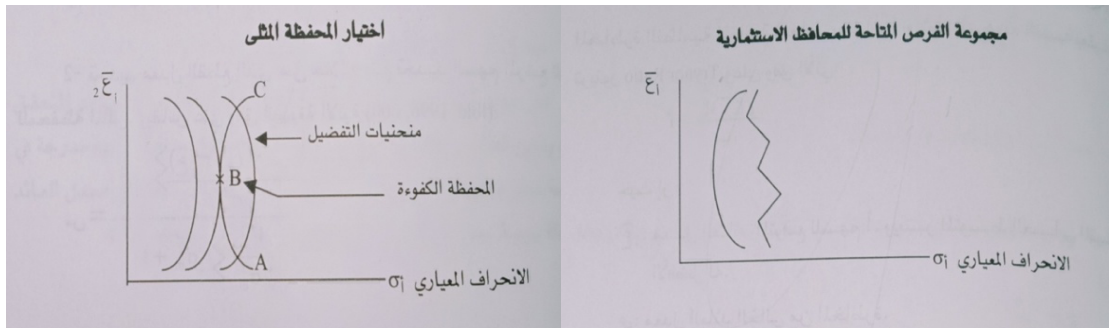
$1, 2, 3, \dots, n$  هي معاملات بيتا للأصول  $x_1, x_2, \dots, x_n$  على التوالي.

مع العلم أن بيتا السوق تساوي الواحد، وبالتالي فإن كل محفظة يكون لها بيتا يساوي الواحد تكون مخاطرها مساوية لمخاطر السوق، أما المحفظة التي لها بيتا أقل من الواحد فتكون مخاطرتها أقل من مخاطرة السوق، وأما المحفظة التي لها معامل بيتا أكبر من الواحد فتكون مخاطرها أكبر من مخاطر السوق.

### ٣- تصميم المحفظة المثلى:

ساعدت نظرية المحفظة المستثمرين ومدراء المحافظ على تحديد المحافظ المناسبة في ضوء تفضيلاتهم للعائد والمخاطرة، والمحافظ التي تحقق أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة تسمى المحافظ الكفوءة، والشكل رقم (1) و(2) يوضحان الحد الكفء والمحافظ الكفوءة، واختيار المحفظة المثلى إذ يأخذ الحد الكفء شكل دالة مقعرة فضاءه العائد المتوقع والمخاطرة المقاسة بالانحراف المعياري في حين المحفظة المثلى تكون أقرب محفظة إلى نقطة التماس (B) لمنحنيات التفضيل والحد الكفوء.<sup>2</sup>

الشكل (2): مجموعة الفرص المتاحة للمحافظ الاستثمارية  
اختيار المحفظة المثلى



**المصدر:** فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>1</sup> دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 96.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 205.

## الفرع الثاني: تسيير المحفظة المالية

يتم تسيير المحافظ المالية وفقا للعائد و المخاطر وذلك باختلاف عددها، بحيث أن تسيير المحفظة المالية المكونة من ورقتين ماليتين يختلف عن تسيير محفظة مكونة من مجموعة من الأوراق المالية وهذا ما سيتم توضيحه في هذا الفرع.

### 1- تسيير محفظة مالية مكونة من ورقتين :

طبقا لتحليل "العائد-المخاطرة" إذا كانت المحفظة مكونة من أصلين فهذا يعني أن لها<sup>1</sup>:

- مردودية متوسطة تمثل عائد المحفظة.
  - انحراف معياري متوسط يمثل خطر المحفظة.
- لتكن لدينا محفظة  $P$  مكونة من ورقتين ماليتين  $i$  و  $j$  ، الورقة  $i$  متواجدة في المحفظة بنسبة  $x\%$  أما الورقة  $j$  فهي متواجدة بنسبة  $y\%$ .
- يعطى معدل مردودية هذه المحفظة كالآتي :

$$E(R_p) = [E(R_i) \cdot x\%] + [E(R_j) \cdot y\%]$$

حيث:  $x + y = 1$

$E(R_i)$ : المردودية المتوقعة للورقة  $i$ .

$E(R_j)$ : المردودية المتوقعة للورقة  $j$ .

حين تضم المحفظة عدة أوراق مالية فإنه يتم إلغاء قدر من الخطر بفعل أثر التنويع، وما تبقى من الخطر فإنه يمثل مقدار

تعرض الأوراق المالية للأخطار المشتركة غير قابلة للإلغاء.<sup>2</sup>

لذا فعند حساب تباين محفظة مكونة من ورقتين ماليتين نميز بين حالتين اثنتين :

1- إذا كانت الورقتان الماليتان مستقلتين يحسب التباين في هذه الحالة كالآتي :

$$Var(R_p) = x^2 var[R_i] + x^2 var[R_j]$$

حيث:  $x_1$ : نسبة الورقة  $i$  في المحفظة و  $x_2$  نسبة الورقة  $j$  في المحفظة .

$R_1$ : مردودية الورقة  $i$  و  $R_2$ : مردودية الورقة  $j$ .

<sup>1</sup> Pierre Ramage, **Finance de marché**, Edition d'Organisation, Paris, 2002-29, Roland Gillet et Ariane SZAFARZ, **Marchés financiers et anticipations rationnelles**, In **Reflets et Perspectives**, Février 2004, p:73.

<sup>2</sup> Jonathan Berk et Peter Demarzo, **Finance d'entreprise**, Traduit de l'anglais par Thomas Baron et autres, Pearson Educations, Paris, 2008, p: 341.

2- إذا كان هناك ارتباط بين الورقتين يكون التباين في هذه الحالة كالآتي<sup>1</sup>:

$$Var(R_p) = x_1^2 var[R_1] + x_2^2 var[R_2] + 2x_1 x_2 cov(R_1, R_2)$$

حيث:  $cov(R_1, R_2)$  : هو التباين المشترك بين  $(R_1, R_2)$

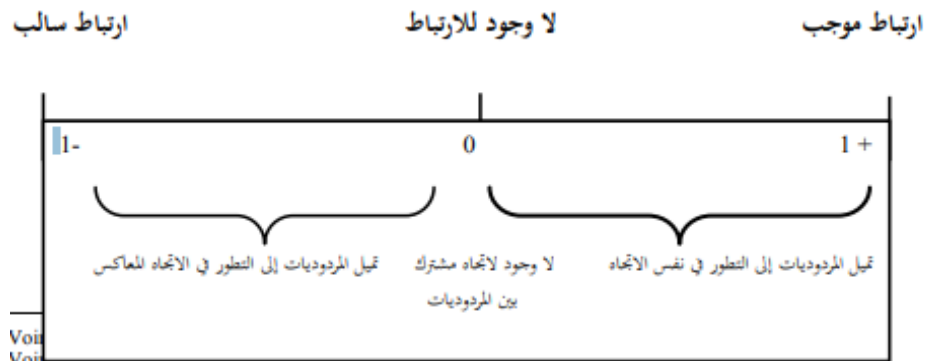
عند الحديث عن تذبذب المحفظة، لابد من الإشارة إلى نقطتين أساسيتين<sup>2</sup>:

■ عند الجمع بين عدة أوراق مالية في محفظة واحدة نعمل على تدنية الخطر الإجمالي للمحفظة بفعل التنويع، كما أن تذبذب المحفظة ككل يكون أقل من تذبذب الأوراق المشكلة لها.

■ إن مقدار الخطر الملقى مرتبط بمقدار الخطر المشترك بين الأوراق المالية، بمعنى ميل أسعار هذه الأوراق إلى التغير في نفس الاتجاه وهذا ما يقصد به الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

وهنا نذكر بأن التباين المشترك لمتغيرين  $x$  و  $y$  يحدد اتجاه التغير، فإذا كان التباين المشترك موجب فهذا معناه أن  $x$  و  $y$  يتغيران في نفس الاتجاه، أما إذا كان سالبا فإن  $x$  و  $y$  يتغيران في اتجاهين متعاكسين، وإذا كان معدوم فلا علاقة بين المتغيرين، وهذا ما يمكن توضيحه أكثر من خلال الشكل التالي<sup>3</sup>:

#### الشكل 04: الارتباط بين مردودية ورقتين مايتتين



Source : J.Berk et P.Denarzo, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 344

إذن لأجل تقليل خطر المحفظة من الأفضل اختيار أصول يكون تباينها المشترك سالباً أين يعوض ارتفاع أصل انخفاض أصل آخر.

#### 2- تسيير ورقة مالية مكونة من أكثر من ورقتين ماليتين (n ورقة) :

إن مردودية محفظة مكونة من عدد  $n$  من الأوراق المالية هو المتوسط المرجح

<sup>1</sup> Pierre Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 73.

<sup>2</sup> Jonathan Berk et Peter Demarzo, Finance d'entreprise, Op.Cit, P : 341.

<sup>3</sup> Pierre Ramage, Finance de marché, Op.Cit, P : 69.

لمردوديات جميع الأوراق التي تشكلها أي:<sup>1</sup>

$$R_p = x_1 \mu_1 + \dots + x_n \mu_n = \sum_{i=1}^n x_i R_i$$

أما خطر هذه المحفظة ،فمن الممكن تدنيته من خلال زيادة عدد الأوراق التي تضمنتها أي زيادة حجمها ونميز بين حالتين عند حسابه:<sup>2</sup>

■ الحالة الخاصة: أين تتساوى الأوزان النسبية للأوراق المالية المكونة للمحفظة يكون عندها التباين كالتالي:

$$\text{Var}(R_p) = \frac{1}{n} \left[ \begin{array}{c} \text{التباين المتوسط} \\ \text{للأوراق المالية} \end{array} \right] + \left(1 - \frac{1}{n}\right) \left[ \begin{array}{c} \text{التباين المشترك المتوسط} \\ \text{بين كل ورقتين ماليين} \end{array} \right]$$

\*الحالة العامة :حين تختلف الأوزان النسبية ،فإننا نلجأ عند حساب التباين إلى نموذج الانحدار المتعدد :

$$Y_i = \alpha + x_{i,1} + x_{i,2} + \dots + x_{i,k} + \epsilon_i$$

ولدينا طريقتان لحسابه :إما اللجوء إلى النموذج المصفوفي (matricielle notation) en variance La من خلال مصفوفة التباين –التباين المشترك.

أو مباشرة من خلال العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n x_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^{n-1} \sum_{j=i+1}^n x_i x_j \sigma_{ij}$$

حيث :

$x_i$ : الوزن النسبي للورقة i.

$y_i$ : الوزن النسبي للورقة j.

$\sigma_i^2$ : الانحراف المعياري للورقة i.

$\sigma_{ij}$ : التباين المشترك بين الورقتين i و j.

نشير أخير إلى أن تباين المحفظة ،يمكن أن يكون أقل من تباينات الأوراق المالية المكونة لها ،لأن الخطر المحفظة يتبع كل من:

■ خطر كل ورقة مالية على حدا.

<sup>1</sup> Jonathan Berk et Peter Demarzo, Finance d'entreprise, Op.Cit, P :348.

<sup>2</sup> Ibid, p 348.

<sup>3</sup> Jaques Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : Les grands Auteurs en finance, Collection Dirigée par M.Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003,p 160.

- الارتباط الموجود بين الأوراق المالية ،أو العلاقة بين المردوديات.
- عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

## المبحث الثالث: الدراسات السابقة

من أجل معرفة جميع الجوانب المحيطة بموضوع الدراسة قمنا بالاستعانة بمجموعة من الدراسات العربية منها والأجنبية والتي تعتبر الأساس الذي بني عليه هذا البحث، وبمثابة الخارطة التي سهلت علينا إتباع الطرق المؤدية للوصول إلى الهدف المنشود، ناهيك أنها تمثل السند النظري للموضوع، وبالرغم من اختلاف حدودها المكانية الزمنية، وندرة الدراسات الحديثة لهذا الموضوع حاولنا تقديم بعضها في هذا المبحث.

### المطلب الأول الدراسات العربية التي تتحدث عن النظرية المالية السلوكية

1- دراسة صلاح الدين محمد أمين الإمام، شيماء حمد شهاب، 2015، أثر العوامل السلوكية للمستثمر في مؤشرات تداول الأسهم دراسة استطلاعية تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية.

#### ☒ مجتمع وعينة الدراسة

لتحقيق هدف البحث تم اختيار عينة من الشركات المدرجة في سوق القطاعات (المصارف، الخدمات، الزراعة، الصناعة، الفنادق) وكذلك استطلاع آراء عينة تكونت من (100) مستثمر للوقوف على مدى مساهمة العوامل السلوكية وتأثيرها في مؤشرات تداول الأسهم، وغطى البحث الفترة 2013-1-7 لغاية 2013-4-30.

#### ☒ أهداف الدراسة

- هدف البحث إلى الاستطلاع وتحليل تأثير العوامل السلوكية في مؤشرات تداول الأسهم من خلال دراسة خصائص وسلوكيات المستثمرين لمساعدة متخذ القرار الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية.
- تحديد أهمية الجانب السلوكي وأثره على تداول الأسهم.
- كشف واقع التمويل السلوكي في سوق العراق للأوراق المالية.
- قياس أثر العوامل السلوكية في مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية من خلال استطلاع آراء عينة من المستثمرين الأفراد وتحليل مؤشرات التداول.
- محاولة إغناء المكتبة العربية بوحدة من الدراسات في موضوع التمويل السلوكي والعوامل السلوكية للمستثمرين.
- تحليل علاقات الأثر بين العوامل السلوكية للمستثمرين ومؤشرات حركة تداول الأسهم.

#### ☒ نتائج الدراسة

• العوامل السلوكية لها تأثير كبير في تفسير سلوكيات المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية وفي تشكل الأسعار.

• تأثير العوامل السلوكية على مؤشرات تداول الأسهم وإن غياب المعلومة الصحيحة والشفافة للمستثمر لحظة ظهور الإشاعة يزيد من تأثير الخوف والطمع وما يتبعه من التفاؤل والتشاؤم مما يساهم في زيادة تأثير الإشاعة على قراره في تداول الأسهم.

• ضرورة لفت الانتباه للمستثمرين من الوقوع في تأثير العوامل السلوكية (الخوف والطمع أو السلوك الجمعي) باعتماد سلوكيات الاستثمار العلمية وقيام سوق العراق للأوراق المالية وجمعية وسطاء سوق المال بتثقيف المستثمرين حول تأثير العوامل السلوكية في قراراتهم لبيع أو شراء الأوراق المالية من خلال الدورات والندوات التي يتم إقامتها والقواعد التنظيمية والتعليمات التي يعمل بموجبها السوق.

## 2- دراسة ميثم ربيع هادي وعلي احمد فارس من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية : دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية المجلة العراقية للعلوم الإدارية.

لقد اعتمدت المالية التقليدية على فهم الأسواق المالية باستخدام نماذج تعد المشاركين في الأسواق عقلاء، والعقلانية هنا تعني أمرين أساسيين هما، تحديث الأفكار والاعتقادات عند استلام أي معلومات جديدة، واتخاذ القرارات المقبولة من الناحية القياسية ( المعيارية ) اعتماداً على هذه المعلومات . ولكن هذا الفهم التقليدي للأسواق المالية لم يستطع تفسير العديد من الظواهر غير الاعتيادية في هذه الأسواق مثل ظهور الفقاعات والأزمات المالية التي تعصف بهذه الأسواق. لذلك هدفت الدراسة إلى عرض وتقديم أهم الجديلات والخلافات الفكرية عن نظريات التمويل السلوكي وقدرتها على تحليل الأسواق .

وقد استندت الدراسة على مشكلة نظرية متمثلة باستمرار الجدل الفكري والصراع التنظيري بين مناصري النظريات المالية التقليدية والمدافعين عن نظرية التمويل السلوكي إذ تحاول الدراسة تسليط الضوء على أهم البراهين المثبتة والمفندة لهذه النظريات من خلال طرح الأفكار والمتركتزات التي استند إليها كلا الفريقين مع بيان النقاط الفاصلة التي عنت الفكر المالي من المنهج التقليدي المستند على فرضيات السوق الكفاءة والقدررة على المراجعة إلى المنهج السلوكي الذي أضاف المتغيرات السلوكية النفسية والاجتماعية المؤثرة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري إلى النماذج المالية التقليدية من أجل استيعاب وتقييم والتنبؤ بتحركات الأسواق المالية. ومن هنا نشأت المشكلة، والتي تتأطر بعدم اعتبار التحيزات الإدراكية المؤثرة في قرارات المستثمرين عند اتخاذ قرارات الشراء أو البيع ومن ثم إساءة تقدير أسعار الموجودات المالية في هذه الأسواق.

### ☒ أهداف الدراسة

▪ الكشف عن أهم النظريات المالية السلوكية والأسس والافتراضات التي بنيت على

أساسها هذه الافتراضات.

■ عرض أهم التحديات التي واجهت النظريات المالية التقليدية وردود الأفعال عن هذه التحديات.

■ تقديم الجدالات النظرية الأكاديمية عن تفسير الظواهر الشاذة في أسواق الأسهم ومجموعة الانتقادات التي تعرضت لها النظريات المالية التقليدية.

■ بيان كيفية شرح وتفسير هذه الظواهر من قبل منظري مدخل المالية السلوكية وتقديم البراهين عن أهمية ودور العناصر النفسية والاجتماعية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

#### ✳ نتائج الدراسة

● لم تستطع نظريات المالية السلوكية رغم قوتها ان تفسر العديد من الألغاز و الظواهر والحالات الشاذة التي تظهر بشكل متكرر في أسواق الأسهم.

● لا يستطيع المراجعون الأذكياء إعادة أسعار الأسهم إلى قيمها الحقيقية دائماً، لان هناك حدود المراجعة تقيدهم، أهمها مخاطرة استمرار الأسعار بالانخفاض على الأمد القصير (مخاطرة متداولوا الضجيج) وكلف الصفقات ومحددات البيع القصير.

● قدمت المالية السلوكية بديل آخر لعملية تسعير الموجودات الرأسمالية من خلال استخدام العناصر والمتغيرات النفسية والاجتماعية مع المتغيرات المالية الأساسية المرتبطة بالعائد والمخاطرة، أي المالية السلوكية تعد مكملة وليست بديلة عن المالية التقليدية.

● أظهر علماء النفس أن القرارات المالية توجه وتقيّد بعناصر غير مالية تتضمن الخصائص الشخصية للأفراد والمجتمع.

● هناك مجموعة من التحيزات النفسية المرتبطة بالأحكام مثل الثقة المفرطة و التمثيلية تؤثر في عملية صنع القرار الاستثماري وتجعل المستثمرين يقعون في أخطاء التحيزات عند اتخاذ القرار.

● أظهرت الدراسات أن المستثمرين يبالغون أحياناً في تقدير مهاراتهم وإمكاناتهم الشخصية في عملية التنبؤ وامتلاك المعلومات الملائمة.

**3- دراسة حسن شاكر الشمري حيدر حمودي علي، 2018، نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة دراسة استطلاعية لآراء عينة من العاملين في شركات الصناعة العراقية مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية.**

هدف البحث إلى الخوض في مضامين إدارة المخاطر الفاعلة وتحديد مؤشراتها وإستراتيجياتها واختيار السبل المناسبة لمعالجتها من خلال تشخيص تأثير العوامل السلوكية والنفسية والتمثلة بنظرية المالية السلوكية في إدارة المخاطر الفاعلة، وقد طور النموذج الفرضي للبحث من خلال المراجعة الواسعة والمعمقة للأدبيات ذات الصلة بمحوري

البحث وهما المالية السلوكية (الحد إلى المراجعة، علم النفس الإدراكي الثقة المفرطة، التنافر المعرفي، الترسخ، التأطير، التأكيد، الإدراك المتأخر، الندم) بوصفه المتغير المستقل وإدارة المخاطر الفاعلة (فهم المخاطر، تعريف المخاطر، تقييم المخاطر وتحليلها، مراقبة المخاطر والسيطرة عليها) بوصف المتغير التابع.

#### ✳ مجتمع وعينة الدراسة:

كان مجتمع البحث قطاع الصناعة العراقي، وتم اختيار الشركة العامة للإسمنت الجنوبية كعينة للبحث وتم توزيع (60) استمارة استبيان وتم استلام (52) استمارة. وقد خضعت البيانات للتحليل المالي والإحصائي عبر البرمجيات الإحصائية الجاهزة وقد أثبتت النتائج أن هناك تأثير على المستوى الكلي وعلى مستوى الأبعاد الفرعية للمالية السلوكية في إدارة المخاطر الفاعلة.

#### ✳ أهداف الدراسة:

- بناء الإطار المعرفي لمتغيري البحث (نظرية المالية السلوكية وإدارة المخاطر الفاعلة) وأبعادهما الفرعية من خلال تتبع.
- التطور المفاهيمي للأدبيات المفسرة للتأثير الذي تتركه العوامل السلوكية في إدارة المخاطر الفاعلة.
- الوقوف على واقع الشركات الصناعية وبيان آلية إدارة المخاطر الفاعلة لمواجهة المخاطر والتحديات البيئية التي تتعرض لها الشركات.
- تسليط الضوء على نظرية المالية السلوكية كمدخل حديث لإدارة المخاطر لذا يستند هذا المدخل على دمج عنصر السلوك البشري والنفسي بدلا من الاعتماد على السلوك العقلاني الرشيد كمدخل لإدارة المخاطر.

#### ✳ نتائج الدراسة:

- تمثل نظرية المالية السلوكية المدخل الأحدث في نظرية الأسواق المالية ومنهج لإدارة المالية وعمليات التمويل فهي تنبع من منطلقات فكرية امتدادا لنظرية كفاءة السوق ومكملة لها.
- يتأثر متخذ القرار بشكل مباشر بالعوامل السلوكية والنفسية، والتي تنعكس على عملية اتخاذ القرار والمخاطر المصاحبة لهذه القرارات.
- أظهرت النتائج أن الإدارة العليا للشركة تفتقر إلى إدارة المخاطر من خلال عدم امتلاكها منظومة لفهم المخاطر وتعريفها وتقييمها ليتسنى للمدراء باتخاذ ما يلزم لإدارة فاعلة للمخاطر.
- أثبتت النتائج العلمية للبحث أن هناك أثر لنظرية المالية السلوكية في إدارة المخاطر الفاعلة، فضلا عن وجود علاقات ارتباط بين متغيرات الدراسة.

## المطلب الثاني: الدراسات العربية التي تتحدث عن المحفظة المالية

1- دراسة حسين جواد كاظم، حسين كريم السعيد، 29 أيلول 2016، استخدام نظريتي الخيارات المالية والمحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر الاستثمارية دراسة تطبيقية على بيانات سوق العراق للوراق المالية

نتيجة لتصاعد المخاطر التي تواجه عموم المستثمرين في الأسواق المالية، فقد سعت هذه الدراسة إلى تقديم إطار معرفي وتطبيقي عن إمكانية تخفيض مخاطر تقلب أسعار الأسهم للقطاعات المكونة للمحفظة الاستثمارية والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام أهم النظريات المالية، وهما نظرية المحفظة الاستثمارية، ونظرية الخيارات المالية، لإظهار دور سياسة التنويع في تقليل المخاطر الانظامية، فضلاً عن الدور البارز الذي تحضى به استراتيجيات خيار الشراء المغطاة في الانتفاع من توقعات أسعار الأسهم الحالية والمستقبلية التي من شأنها أن تسهم في التحوط من المخاطر.

### ☒ أهداف الدراسة

- تهدف الدراسة إلى تحقيق جملة من النقاط وكالاتي
- تزويد الجهات ذات العلاقة بمختل الجوانب النظرية والفنية للمشتقات المالية و عقود الخيارات من خلال التعرف على آلية عملها ومضامينها العامة خصوصاً.
- الوقوف على الآثار المترتبة عن اقتصار سوق العراق للأوراق المالية في التعامل بالأدوات التقليدية ونيابة التعامل بالأدوات المالية المبتكرة.
- محاولة الوصول إلى محفظة استثمارية تحقق أفضل عائد في ظل مستوى معين من المخاطرة بالاعتماد على التنويع العلمي الهادف، ومن ثم أحاطتها مرة أخرى من تلك المخاطرة باستخدام استراتيجيات خيارات الأسهم، لكي يتيح للمستثمرين سواء أكانوا أفراد أو مؤسسات من إتباع هذا المسلك للتقليل من أثرها لمخاطر.
- بيان مدى الاستفادة من مميزات التحوط التي بمقتضاها يتم تحويل المخاطر إلى جهات متخصصة وقادرة على التنبؤ بتقلبات أسعار السوق.
- استعراض الاستراتيجيات التي من شأنها ستطيع المستثمر، بعقود الخيارات، تطبيق الإستراتيجية التي تناسبه سواء كانت لغرق التحوط أو المضاربة أو المراجعة.

### ☒ نتائج الدراسة

- تخفيض المخاطر الانظامية بالاعتماد على أسلوب التنويع الهادف الذي ركز على أهمية معاملات الارتباط للعوائد المحققة.
- تؤكد حقيقة تسعير الخيارات للفترة الواحدة باستعمال نموذج ثنائي الحدين إلى

العلاقة الطردية بين سعر خيار الشراء وسعر السهم الضمني، أي يزداد سعر الخيار الشراء في السوق المالي كلما ارتفعت أسعار الأسهم الحالية أو المستقبلية.

• أدى تطبيق إستراتيجية خيار الشراء المغطاة على المحفظة الكفوءة إلى الاستفادة من قيمة العلاوات المدفوعة من حامل خيار الشراء، التي طالما شهدت أسعار الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية للقطاعات المبحوثة بالتقلب الكبير والمستمر وكما هو موضح في النشرات الإحصائية التي يصدرها السوق، وهذا ما ينسجم مع توقعات مديري المحافظ بشأن ذلك الانخفاض مما يحول إلى عدم تنفيذ عقد الخيار.

## 2- دراسة بشار الشعрани، 2015، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية).

يهدف هذا البحث إلى اختبار قدرة عدد من النماذج على التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية المستقبلية، ولما كان الاستثمار في الأسهم يخضع لنوعين من المخاطر هما المخاطر المنتظمة فإن هذا يؤدي إلى درجة من عدم التأكد المترافقة مع هذا النوع من الاستثمار تجاه ما يمكن أن عليه أداء المحافظ الاستثمارية المشكلة من هذه الأسهم، وبالتالي توجب تكوين محافظ استثمارية متنوعة تنوعاً جيداً بحيث تكون محصلة معاملات الارتباط بين مكوناتها من الأسهم أقل ما يمكن للتخلص ما أمكن من المخاطر غير المنتظمة ومن ثم التنبؤ بأداء هذه المحافظ عن طريق بناء أفضل النماذج التنبؤية.

### ✕ مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع البحث من كل الأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وسوق عمان المالي حيث سيتم انتقاء عينة البحث المكونة من كل أسهم سوق دمشق للأوراق المالية ومن 89 سهم من أسهم سوق عمان المال وفق مجموعة من الشروط، من هذه الشروط مضي فترة زمنية على تداول هذه الأسهم في السوق كي يتوافر لدينا مشاهدات تغطي فترة الدراسة الممتدة من 2010-01-01 إلى غاية 2014-12-01، وتنوع هذه الأسهم م بحيث تغطي عدة قطاعات اقتصادية كي يتحقق شرط التنوع في المحافظ، وتم الا اعتماد على البيانات التاريخية الشهرية لعوائد أسهم عينة البحث والبيانات التاريخية لمؤشرات في سوقي عمان ودمشق للأوراق المالية، وبتطبيق مجموعة من الأساليب الرياضية والإحصائية وجملة من القوانين والنظريات العلمية على عدد من هذه الأسهم سيتم تكوين محافظ استثمارية مثلى تحقق عوائد مرتفعة بأقل درجة من المخاطر ومن ثم تكوين سلاسل زمنية لعوائد هذه المحافظ ولعوائد المؤشرات المدروسة وذلك لبناء النماذج التنبؤية.

### ✕ أهداف الدراسة

- استخدام الأساليب الرياضية والإحصائية في تكوين محافظ استثمارية مكونة من عدد من الأدوات المالية المسعرة في السوقين المدروسين بحيث تحقق هذه المحافظ أهداف المستثمر في تحقيق أعمى العوائد بأقل المخاطر.
- استخدام مجموعة من أساليب التنبؤ الإحصائي وأساليب بناء النماذج التنبؤية لاسل الزمنية كمنهجية "بوكس جنكز" من أجل بناء نماذج جيدة قادرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية لمحافظ والمؤشرات المدروسة.
- إبراز أهمية استخدام النماذج التي توصلت إليها الدراسة للمساهمة في تحسين البيئة الاستثمارية وتشجيع المستثمرين، وبالتالي تفعيل دور سوقي عمان ودمشق

للأوراق المالية في تنمية الاقتصاد في البلدين وذلك عن طريق توضيح أفضل المحافظ الاستثمارية التي يمكن شراؤها وأداء هذه المحافظ في المستقبل.  
✗ نتائج الدراسة

• أهمية تشكيل المحافظ الاستثمارية وفق شروط الدراسة (معاملات الارتباط بين الأسهم - مؤشر شارب للأسهم - معادلات لاغرانج كثيرة الحدود لتخفيض المخاطرة) لأن ذلك في عوائد المستثمر وتخفيض المخاطرة التي يتعرض لها مقارنة مع باقي المحافظ.

• أهمية استخدام البرمجة التربيعية في اختيار الأوزان النسبية لكل سهم ضمن المحفظة الاستثمارية، كما أكدت أهمية اعتماد أسلوب تشكيل عدد كبير من المحافظ تتكون من نفس الأسهم المنتقاة وتختلف فيما بينها بالأوزان النسبية لكل سهم ضمن المحفظة وذلك للاختيار أفضل توزيع لمبلغ الاستثمار بين الأسهم المنتقاة.

• التأكد من استقرارية السلاسل الزمنية المدروسة (السلاسل الزمنية لمعدلات عائد المحافظ الاستثمارية المشككة في سوقي دمشق وعمان الماليين والسلاسل الزمنية لمعدلات عائد مؤشرات هذان السوقان) إلى أن هذه السلاسل الزمنية مستقرة، وبالتالي يمكن الاعتماد على بيانات هذه السلاسل في استخدام النماذج التنبؤية للتنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية والمؤشرات المستقبلية.

3- دراسة بن موسى كمال، 2004، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها (كتاب).

✗ أهداف الدراسة

■ إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق "العائد" وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة، حتى أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة حيث لا يوجد أي ضمان بأن القوة الشرائية للعملة ثابتة، ولتفادي لمخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع.

✗ نتائج الدراسة

- ترتبط أي ورقة مالية بعائد معين وبدرجة من المخاطرة يمكن تقدير حسابها.
- إن عائد ومخاطرة أي محفظة يعكس عائد ومخاطرة مجموع الأصول المكونة لها.
- عند اختيار المستثمر تنوع مكونات محفظته لابد أن يراعي في ذلك درجة الارتباط بين عوائد أصولها، فكلما ارتفع الارتباط ارتفعت معه درجة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة ككل.

#### 4- دراسة مصطفى منير إسماعيل، حيدر عدنان غناوي، 2019، بناء المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم باستعمال الخوارزمية الوراثية متعددة الأهداف - بحث تحليلي مقارنة في سوق العراق للأوراق المالية.

##### ✕ مجمع وعينة الدراسة

تم بناء محفظة استثمار مثلى من الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بعد توظيف الخوارزمية الوراثية متعددة الأهداف في ذلك من خلال المدة الزمنية المحصورة بين (2006/1/1) لغاية (2018/6/1) في ضوء هذه أسعار الإغلاق الشهرية للشركات المدروسة عينة البحث والبالغ عددها (43) شركة بعد اكتمال بياناتها وتبليتها لشروط المعاينة.

##### ✕ أهداف الدراسة

▪ سبق البحث نحو معالجة مسائل متعددة ومتزامنة الأطراف تتطلب الدراسة المفضلة والتحليل المعمق لواقع الاستثمار بكل مناحيه فعالج البحث إمكانية الارتقاء بأداء المحفظة المثلى عبر استعمال أداة الخوارزمية الوراثية متعددة الأهداف من خلال إعادة توزيع الثروة بين الموجودات المكونة للمحفظة.

▪ عززت مراجعة الأدبيات تشخيص فجوة المعرفة وتحديد مكامن القصور على مستوى التجريب، فكانت وجهة البحث الحالي تجسيدا للجوانب غير المشاهدة وغير المعالجة من قبل الباحثين الآخرين وبالأخص البيانات المفقودة وعدم عكس أسعار الأسهم لواقع التداول على مستوى الشركات والسوق المالي واختتمت بتوظيف أداة الخوارزمية الوراثية متعددة الأهداف، وبهذا فإنها إما اقتصرت على بناء المحافظ واختيار المثلى منها، أي توليد محافظ مثلى دون إنباء الاهتمام لمسألة معالجة البيانات المفقودة في سلسلة البيانات، أو إغفال إمكانية توليد محافظ استثمارية وتصنيفها كمثلى تبعا لتفضيلات المستثمر، وأخرى وظفت الخوارزمية الوراثية دون ربطها بهدف المحفظة من عقد ومخاطرة، وبعد تطبيق فكرة البحث بأداته المذكورة خلصت نتائج التحليل الكمي على بناء محفظتين هي المحفظة المثلى في ظل البيانات الأصلية والمحفظة المثلى في ظل البيانات الأصلية المحسن أدائها باستعمال الخوارزمية الوراثية متعددة الأهداف أعلى مستوى للأداء لدرجة تفوقها على محفظة المؤشر سوق العراق للأوراق المالية وبما يؤشر صلاحية المزاوجة بين الهدفية والخوارزمية الوراثية في بناء محفظة استثمار مثلى عالية الأداء تضمن للمستثمر في سوق العراق للأوراق المالية تحقيق المبادلة الصحيحة بين العائد والمخاطرة وبالشكل الذي ينعكس إيجابا على تحقيق هدف تعظيم ثروته من موارده المحدودة.

##### ✕ نتائج الدراسة

• توارد القيم المفقودة لبيانات أو أسعار إغلاق أسهم العديد من الشركات حال دون إمكانية ترشيحها ضمن مكونات المحفظة المثلى في إطار عملية البناء وبما يؤشر حالة عدم الاستقرار ونتيجة انقطاع عمليات التداول على أسهم تلك الشركات لمدد معينة من الزمن ليكون بذلك سببا آخر وراء عشوائية السوق المالية وفقدان شرط التوزيع

الطبيعي لبياناته يوصفه أساسا ملزما في تقدير العديد من معلمات التحليل الكمي لبيانات السوق المالية العراقية خلال مدة البحث.

• طالما أن تذبذب أسعار الأسهم وتقلبها هي صفة تلازم الاستثمار في السوق المالية بما فيها سوق العراق للأوراق المالية، أصبح عدم التأكد والتعقيد واقعا يدركه المستثمر ويلزمه الموائمة بين تفضيلاته صوب العائد والمخاطرة المرافقة له وأهدافه الرامية إلى تحقيق المنفعة الأعلى بعد توظيف ثروته في السوق المالية وعبر بناء محافظ استثمار لربما لا يحظى فيها الانتقاء الكفوء للأسهم المكونة لها وحده بضمان مستوى الأداء أعلى، مالم يجري إزالة الغموض وعدم التأكد وضبابية بيانات السوق ومن ثم توليد محافظ استثمار كفوءة تضمن تحقيق المبادلة الصحيحة بين العائد والمخاطرة ترتقي بها إلى محفظة استثمار مثلى من بين مجموعة محافظ كفوءة ممكنة بعد توظيف الخوارزمية الوراثية متعددة الأهداف في تحقيق ذلك المنال.

• أسهمت الخوارزمية الوراثية متعددة الأهداف بتوليد عدد من محافظ الاستثمار البديلة بلغ عددها (41) محفظة بعد إعادة توزيع نسب أو أوزان مبالغ الاستثمار فيها وتحسين عملية المبادلة الصحيحة بين العائد والمخاطرة المحفظة وليس على أساس الأسهم الفردية مكونة لها بما يلغي الحاجة إلى تغيير مكونات المحفظة من الأسهم العادية التي رشحت في بنائها من خلال تبني استراتيجيات تنويع محددة من جهة وتحقيق رغبة المستثمر وتفضيلاته تجاه مستويات العائد والمخاطرة صوب بلوغ غايته في تعظيم لموارده المحدودة في إطار عملية التحسين المستمر لأداء المحفظة بعد توظيف الخوارزمية الوراثية متعددة الأهداف في ذلك من جهة أخرى.

## 5- دراسة فائز هليل سريح وآخرون، 2019، تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنويع.

✉ مجتمع وعينة الدراسة

سوق دبي المالي للفترة 2009-2014 لاختيار المحافظ الاستثمارية المثلى ومن خلال توظيف الأداة excel solver لحل مسألة البرمجة التربيعية

✉ أهداف الدراسة

- هدفت هذه الدراسة إلى تطبيق نموذج البرمجة التربيعية على قطاعات سوق دبي، من أجل إظهار أثر التنويع على المحافظ الاستثمارية المثلى في سوق دبي المالي على اقتراض إتباع ثلاثة سياسات التنويع (منخفضة، متوسطة، مرتفعة).
- توظيف أسلوب البرمجة التربيعية في تحديد المحافظ الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي.
- تحديد العوائد الممكنة في المحافظ الاستثمارية المثلى لقطاعات سوق دبي المالي.
- تحديد المخاطر التي تواجه المحافظ الاستثمارية المثلى لقطاعات سوق دبي المالي.

- تحديد نسب الاستثمار المثلى لقطاعات سوق دبي المالي.

#### ✗ نتائج الدراسة

- أن المحفظة الاستثمارية عبارة توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها، عائدها، مدة استحقاقها ونوعها إذ يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنوع، وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنية مخاطرها أي تحسين العلاقة بين العائد والمخاطرة.
- يساهم التنوع الجيد في تشكيلة المحفظة من شأنه تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير كبير على حجم ذلك العائد ويمكن تطبيق التنوع من جهة الإصدار يقصد به عدم توجيه مكونات المحفظة نحو أصول مالية تصدرها شركة واحدة وإنما يجب توجيهها إلى عدة شركات.
- توصلت الدراسة إلى تطبيق سياسة التنوع على المحافظة الاستثمارية المثلى في قطاعات سوق دبي المالي سيقود إلى تدنية المخاطرة بنسب أكبر من انخفاض العوائد، كما أظهرت النتائج أن هناك علاقة طردية بين العوائد الممكنة والمخاطرة التي تقابلها المحافظ الاستثمارية المثلى وفي ظل سياسات التنوع المختلفة.

#### المطلب الثالث: الدراسات التي تتحدث عن النظرية المالية السلوكية و المحفظة المالية

- 1- دراسة صفية صديقي، 2012-2011، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010 مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير.

#### ✗ مجتمع وعينة الدراسة

تم إجراء هذه الدراسة على سوق باريس للأوراق المالية، وتحديدًا تشكلت عينة هذه الدراسة من مجموع المؤسسات المدرجة في المؤشر الرئيسي لهذه البورصة CAC 40. تنطلق هذه الدراسة من جمع المعطيات الخاصة بالأربعين شركة مدرجة في هذا المؤشر، وتتمثل هذه المعطيات تحديدًا في أسعار الإقفال وتوزيعات الأرباح الأسبوعية الخاصة بهذه الشركات على مدار سنتي 2007 و 2008 أي أننا حصلنا في الأساس على 40 سلسلة كل منها مكونة من 106 قيمة، إضافة إلى السلسلة التي تعكس تطور السوق ككل ممثلة في قيم الإقفال الأسبوعية لمؤشر CAC40.

#### ✗ أهداف الدراسة

إن من بين ما تسعى هذه الدراسة إلى الوصول إليه، بالإضافة إلى الإجابة عن الإشكاليات المطروحة آنفا مايلي :

- فتح المجال للبحث أكثر في هذا الموضوع وما اتصل به من جوانب أخرى.
- نقل الجدل المثار في الأوساط الأكاديمية الأجنبية إلى دراساتنا العربية حتى

يتسنى لباحثينا بدورهم الإسهام فيه، فما يحدث مع المالية السلوكية شبيه إلى حد ما بما حدث عند ظهور أزمة الرهون العقارية عندما ارتفعت الأصوات المنادية بالعودة إلى الاهتمام بالجانب الأخلاقي في النظرية الاقتصادية، وبالنظر إلى ما في حوزة باحثينا من أفكار مستمدة من الاقتصاد الإسلامي، نرجح بأنه سيكون في وسعهم مستقبلا إثراء النقاش في هذا الموضوع بأكثر من طريقة.

■ إبراز أهمية الجانب السلوكي في تفسير قرارات الأعوان الاقتصاديين عموما، و المتعاملين في أسواق المال بشكل خاص، مما قد يفتح مجالا جديدا لدراسة بورصة الجزائر والسعي إلى إنعاشها في ظل هذه المعطيات.

#### ✧ نتائج الدراسة

يمكن إجمال أهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج في النقاط التالية :

• بالرغم من الأدلة الكثيرة على كفاءة السوق، تشهد أسواق المال العديد من التشوهات التي لا يمكن تفسيرها في إطار هذه النظرية أهمها : التشوهات الموسمية، أثر الحجم، أثر الدخول إلى البورصة...الخ

• ظهرت المالية السلوكية لأجل تفسير التشوهات السابقة ومحاولة تقديم حلول واقعية لعلاج الاختلالات التي

تعيشها أسواق المال.

• إن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة أساسه عملية تحليل جميع المعطيات الأساسية وإنما هو قرار تشوبه الكثير من الأخطاء الإدراكية و السلوكيات غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة...الخ

يقصد بالمالية السلوكية مجموع المقاربات التي تقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء وذلك من خلال الجمع بين النظرية المالية وعلم النفس.

**2- دراسة بن عيسى إلهام وبن زايد خيرة، 2016-2017، تأثير سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية في بورصات العربية الكويت، عمان والمغرب خلال الفترة 2015-2017)، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر.**

تسعى هذه الدراسة إلى تفسير سلوك العوائد في مجموعة من الأسواق المالية العربية والتحقق من كفاءتها عند المستوى الضعيف ومحاولة التعرف على فعالية تطبيق نموذج تسعير الأصول المالية على العوائد المالية فيها وما مدى وجود أثر السلوك المالي للمستثمرين وذلك من خلال اختبار أثر نهاية الأسبوع، وكذلك اختبار مدى قدرة نموذج العوامل الثلاثة على تفسير العوائد المالية.

#### ✧ مجتمع وعينة الدراسة

تم إجراء هذه الدراسة على مجموعة من الأسواق المالية العربية وهي سوق الكويت، سوق عمان، وسوق المغرب.

## ☒ أهداف الدراسة

- التعرف على أساسيات اقتصاد الأسواق المالية من خلال التطرق إلى أسواق رأس المال وتنظيماتها المختلفة وإجراءات التعامل فيها.
- إبراز أهمية النظرية السلوكية في تفسير قرارات المستثمرين في السوق المالي.
- إبراز واقع الأسواق العربية لرأس المال، ومعرفة مدى قدرة نموذج العوامل الثلاثة لـ "فرانش" و "فاما" على تفسير عوائد الأصول المالية فيها.

## ☒ نتائج الدراسة

- إن فرضية كفاءة الأسواق المالية ونموذج تسعير الأصول المالية يعتمدان على مبدأ العقلانية والرشادة أي أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات عن الشركة المصدرة لها والمستثمرون يستجيبون بنفس الطريقة لها وبالتالي لن تكون هنالك أرباح غير عادية وهكذا يكون السوق في وضعه المثالي، لكن الواقع مختلف عن هذا فالوضع الأمثل هي حالة خاصة فقط وليست حالة دائمة.
- إن العقلانية في المفاضلة بين العائد والمخاطرة ليست ليست المتحكم الوحيد في السلوك المالي الاستثماري بل هنالك عوامل نفسية أخرى كالخوف من الخسارة وسلوك القطيع... إلخ، وهي ذات تأثير أكبر على القرارات الاستثمارية في السوق المثلى.
- يتميز السوق المالي لكل من: الكويت، عمان، والمغرب بالكفاءة حسب فرضية الصيغة الضعيفة لسلاسل الأسعار التاريخية غير مستقرة لا تتبع التوزيع الطبيعي ولها حركة عشوائية ولا يمكن التنبؤ بها.
- بعد اختبار نموذج تسعير الأصول المالية تبين أن له عدة نقائص ولا يمكن تطبيقه في الواقع العملي قلم يستطع تفسير العوائد غير العادية والتي يكون سببها التصرفات التي تقوم يقوم بها بعض المستثمرين من أجل الحصول على أرباح تفوق توقعاتهم إما عند نهاية الأسبوع أو عند بداية السنة.

## المطلب الرابع الدراسات الأجنبية

### 1- دراسة Olga Bourachnikova "2009" النظرية السلوكية للمحفظة وميزان السوق

المحفظة المثلى مستمدة من نموذج إدارة محفظة Skerfrin و Statman (2000) يختلف عن ذلك الذي اقترحت الأساليب الكلاسيكية لماركويتز (1952) ونظرية المنفعة المتوقعة. في هذه الدراسة ، قمنا بتطوير نموذج توازن السوق الذي يتصرف فيه جميع المستثمرين وفق نموذج شفرين و ستاتمان. نظهر أن أسعار الأصول التي تم تحديدها عند التوازن تبقى كما هي الظروف من تلك التي تم الحصول عليها بموجب نظرية المنفعة المتوقعة. لذلك نحن دعونا نشك في تحديد موقع نموذجي شفرين و ستاتمان كبديل للنهج الكلاسيكي.

#### ✕ نتائج الدراسة

- سمحت لنا هذه الدراسة بمقارنة الظروف في حالة معينة التوازن الأمثل والمحافظ التي تم الحصول عليها بموجب نموذج BPT مع النتائج المعروفة لنظرية المنفعة المتوقعة. قيد الأمان هو النقطة الوحيدة الذي يميز المستثمرين الموصوفين بهذين النموذجين. لقد أظهرنا أن الأسعار تم إنشاء التوازن في السوق في وجود المستثمرين الموصوفين في نموذج BPT.
- تحقق من نفس الحالة كما في الحالة الكلاسيكية للاستخدام المتوقع للعوامل المحايدة في خطر. وبالتحديد ، عند التوازن ، تكون نسبة الأسعار مساوية لنسبة الاحتمالات.
- هذه النتيجة صالحة في ظل افتراض أن BPT - المستثمر لا يسعى الحل إذا فشل في تلبية متطلبات الأمان الخاصة به. ومع ذلك ، يمكننا نحن أسأل عن الاستراتيجية التي يختارها الوكيل إذا لم يتمكن من الوصول إلى مستوى الأمان رغبة. بتعبير أدق ، وجدنا ذلك في حالة وجود كلا الوكلاء في حالة غير مواتية ، يمكنهم العثور على تبادل يجلب كلاً إلى المحفظة الأمنية. في هذه الحالة ، لم تعد أسعار التوازن تفي بالشرط كلا سيكي قد ينشأ موقف آخر: واحد فقط من الوكلاء في الوضع غير المواتي. في هذه الحالة ، لا يمكن إجراء التبادل إلا إذا قام الأخير بتغييره الإعدادات الفردية. أسعار التوازن ، مرة أخرى ، سوف تفي بالشرط كلاسيكي إذا افترضنا أن الوكيل الآخر لن يحاول الاستفادة من وضعه.

### 2- دراسة 2017 kezza Ramdane ، السلوكية للمحفظة AS بديل عن نموذج التباين الكلاسيكي المتوسط

- ✕ في هذه المقالة ، نقترح تحقيق مراجعة الأدبيات سواء على مستوى المفاهيم و المساهمات النظرية على مستوى العمل التجريبي ، النظرية المحفظة السلوكية (BPT) باعتبارها بديل لنموذج متوسط التباين الكلاسيكي. سيسمح لنا هذا البحث البيليوغرافي لتحديد نطاق أكثر هام في هذا المجال ، لوضع فن السؤال ، لإجراء تقييم نقد هذا الإطار المفاهيمي وأخيراً معياراً إلى أي مدى يمكن تطبيق BPT كبديل فعال للنموذج الكلاسيكي من حيث اختيار المحفظة.

## ✕ النتائج الدراسة

- تبلور هذا العمل في تحليل متعمق للأسس النظرية والواقع التجريبي لكل من طريقتان. من ناحية أخرى ، يشكل نموذج التباين المتوسط إطار تحليل صارم ، رسمي ومنظم بشكل جيد ؛ لكن غير قادر على تفسير السلوك المرصود للمستثمرين لأ نه مبني على افتراضات غير واقعية. من ناحية أخرى ، النظرية السلوكي ، وذلك بتخفيف فرضية عقلانية المستثمر في الإطار الكلاسيكي ومن خلال دمج العوامل ذات الطبيعة النفسية بشكل صريح في مقاربتها الموصوفة بأمانة السلوك الفعلي للوكلاء ويشرح العديد من قراراتهم من خلال اختيار المحفظة ، لكنه أقل صرامة وأقل تفصيلا نظريا مقارنة مع نظيره الكلاسيكي.
- فيما يتعلق بقدرة *BPT* على افتراض بديل فعال لـ لنموذج الكلاسيكي من حيث اختيار المحفظة ، وقد أظهرت دراستنا ذلك النهج السلوكي ، رغم جاذبيته بأكثر من طريقة ، لا يمكنه ذلك لا يزال يطمح إلى مثل هذا الوضع. هذا الإطار المرجعي الجديد ، مثل كل التمويل السلوكي ، لا يزال في مرحلة البناء ويتطلب المزيد التطوير و التحسينات النظرية والتغلب ، بالإضافة إلى الصعوبات التي رفع مستوى تنفيذها التشغيلي.

## خلاصة الفصل الأول:

ظهرت المالية السلوكية كنتيجة للمزاوجة بين النظرية المالية ونظريات علم النفس، وذلك بهدف العمل على تفسير الكثير من الانحرافات السلوكية الملاحظة في الواقع، فهي تقوم على نفي رشادة الأفراد الذين غالبا ما يتخذون قراراتهم الاستثمارية بشكل لا يتماشى مع ما جاءت به النظرية المالية.

إن نظرية المالية السلوكية وإن صح التعبير تعد بديلا للنظرية التقليدية في السوق المالي فجميع البحوث في هذا التيار سعت إلى توضيح قصور تلك نظرية الكفاءة وذلك بإعطاء تفسير التشوهات والانحرافات في السوق المالي وما يصاحبها من عوامل لها أثر على العرض والطلب للأصول المالية المتداولة، وقد أثبتت المالية السلوكية أن المستثمر في سوق المال يكون أكثر عرضة عند اتخاذ القرار لكثير من الأخطاء الإدراكية على غرار تبسيط عملية اتخاذ القرار سواء باللجوء إلى التمثيل أو الترسخ أو الاعتماد على المعلومات المتاحة، إضافة إلى امتلاك رؤية نفقية وذاكرة انتقائية، هذا إلى جانب وجود عوامل كثيرة قد تؤثر على تفضيلاته.

## الفصل الثاني:

الجانب التطبيقي دراسة ح  
الة لسوق المالي السعودي  
"بورصة السعودية"

## تمهيد الفصل الثاني:

تحظى الأسواق المالية في جميع دول العالم باهتمام السلطات السياسية والاقتصادية، نظراً لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة للأوراق المالية، كالأسهم والسندات، وبالتالي تساعد على إتمام التكوين الرأسمالي الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج.

وتعتبر السوق المالية السعودية والتي تعرف باسم "التداول" أهم سوق على مستوى الدول العربية جميعها، ذلك أنها أكبر الأسواق في العالم العربي من حيث القيمة السوقية، حيث تمثل السوق السعودية وحدها نحو ثلث قيمة رؤوس أموال الأسواق العربية مجتمعة، والجدير بالذكر أن بورصة "تداول" على درجة عالية من التطور التكنولوجي، إذ أنها بدأت تعمل كأول سوق الكترونية كاملة في العالم العربي في التسعينات، وتشمل عملياتها الالكترونية التداول والمقاصة والتسوية والإيداع وغيرها.

وعلى ضوء ما سبق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى تعريف بالسوق المالية السعودية من خلال بنيتها، خصائصها الرئيسية، تنظيمها وأداء السوق في الفترة الأخيرة، بالإضافة إلى أنظمة التداول في السوق السعودية وقواعدها والقوانين التي تحكمها.

## المبحث الأول: تقديم السوق المالي السعودي

لقد أصبحت الأسواق المالية تحظى باهتمام كبير في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات رفاهية الأفراد إلا أن المراقب لأداء السوق السعودي يلاحظ أن هناك تغيرات واسعة تحدث بشكل متسارع من آن لآخر ومن هنا فإنه من الأهمية التطرق إلى واقع نشوء وتطور سوق الأسهم السعودي.

### المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي والأدوات السائدة فيه

تعتـر شـركـة السـوق المـاليـة السـعوديـة (دـاؤـل) مـركـزاً لـلـسـوق المـاليـة فـي المـمـلكـة العـربيـة السـعوديـة، وتـعـمـل عـلـى تـمـكـيـن الشـركـات مـن الوـصـول إلـى المسـتـثمـرين الأفراد والمؤسسـات مـن خـلال منظومـة عـمـل مـتـكـامـلة و خـدمـات مـتـطـورة.

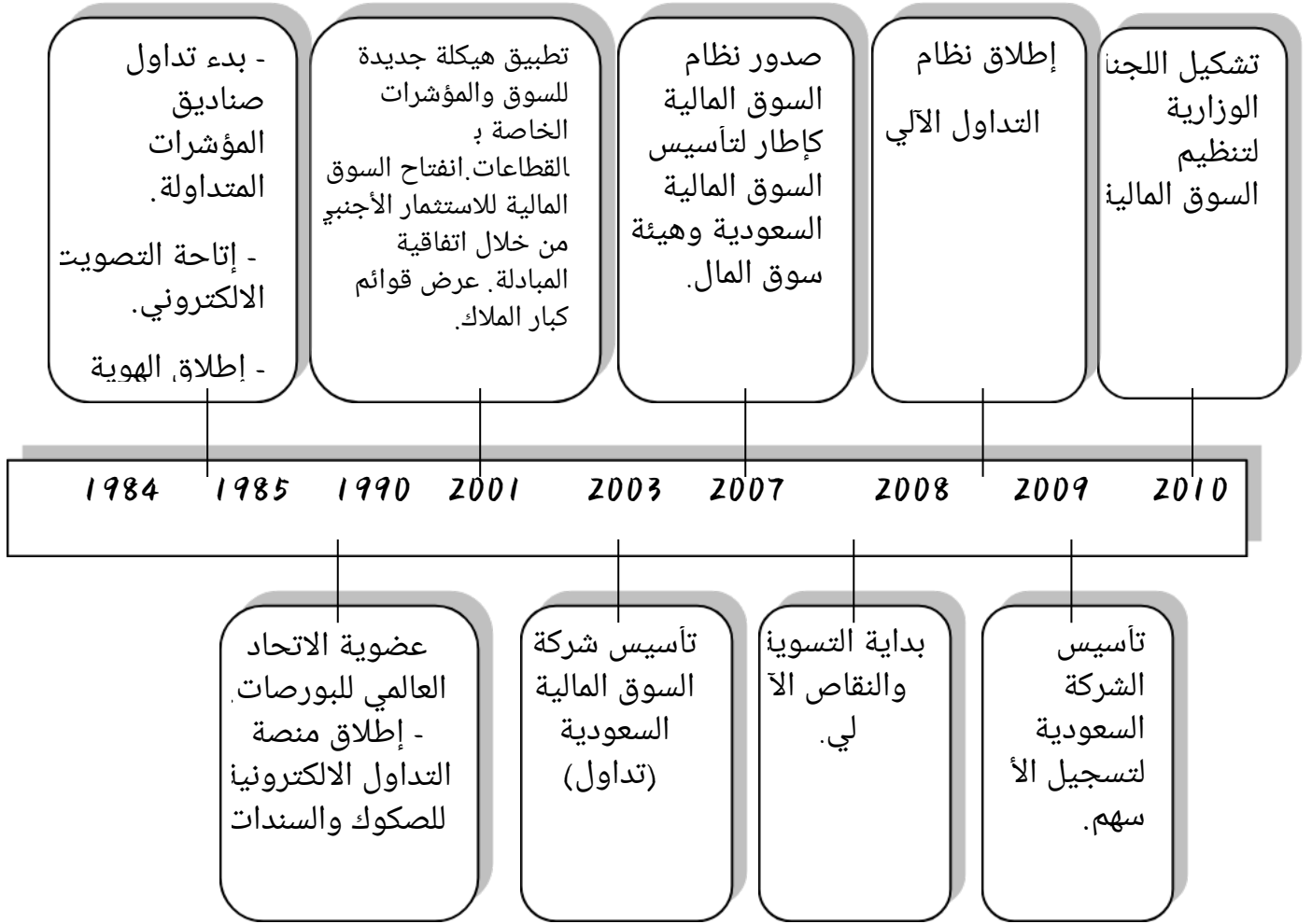
### الفرع الأول: نبذة تاريخية عن السوق

تعود نشأة سوق الأسهم السعودي إلى عام 1934، بداية تأسيس أول شركة سعودية مساهمة والمتمثلة في " الشركة العربية السعودية "، غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسسي إلا في نهاية السبعينات على إثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر، وما نتج عنها من تزايد في عدد الشركات المساهمة، وقد تزامن ذلك مع قيام حكومة المملكة بدمج شركات الكهرباء الخمسة في الشركة الموحدة للكهرباء بتوزيع أسهم إضافية دون مقابل على مساهميها، وقيامها أيضاً بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص، حيث تم طرح أسهمها للاكتتاب العام وقد ساهمت هذه العوامل مجتمعة في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين، هذا وقد نشأت في تلك الفترة سوق غير رسمية للأسهم تحت إشراف مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة بشراء وبيع الأسهم، ونظراً لقيامها على أسس غير سليمة وظهور الممارسة غير القانونية، منها نشر أسعار غير واقعية للقيم المتداولة، فقد صدر المرسوم الملكي رقم "08 / 1230" عام 1984 القاضي بعملية تنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق، هذا وقد أسندت لإدارة الرقابة على الأسهم بمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) مهمة المراقب والإشراف اليومي على عملية تداول الأسهم في السوق اعتباراً من مطلع 1985.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الله محمد المالكي، سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، ورقة بحث مقدمة خلال اللقاء الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، تحت عنوان، " السوق المالية السعودية الواقع المأمول " الرياض، 15 نوفمبر 2005، ص 20.

ويمكننا إيضاح التطور التاريخي لبورصة السعودية من خلال الشكل التالي:

### الشكل 05: التطور التاريخي للبورصة السعودية



المصدر: عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة- دراسة حالة سوق الأسهم السعودي-، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالة، الجزائر، 2015-2016، ص72.

• أهم مؤشرات بورصة السعودية:

#### 1- مؤشر "إم إس سي آي" تداول 30 (إم تي 30):

وقعت السوق المالية السعودية (تداول) اتفاقية مع شركة مع شركة "إم إس سي آي" المزود العالمي للمؤشرات لتطوير مؤشر مشترك يستخدم كأساس لتطوير المنتجات المالية بما فيها المشتقات وصناديق المؤشرات المتداولة ويطلق على اسم: مؤشر "إم إس سي آس تداول 30". مؤشر "إم إس سي آس تداول 30" يمثل أداء نحو 30 شركة مدرجة تعد أكبرها حجما وأكثرها تداولاً في سوق الأسهم السعودي، وستبقى أوزان

كافة مكونات هذا المؤشر تحت سقف محدد مسبقاً بنسبة تبلغ 15% من قيمة المؤشر للحد من هيمنة الأسهم الكبرى على المؤشر.

ب- مؤشر السوق الموازية (نمو حد أعلى).

هي سوق موازية للسوق الرئيسية يمتاز بمتطلبات إدراج أقل، كما يعتبر منصة بديلة للشركات الراغبة بالإدراج، علماً بأن الاستثمار في هذا السوق مخصص للمستثمرين المؤهلين فقط، وحالياً تم إطلاق المؤشر بحد أعلى بـ 20% إطلاق نمو-السوق الموازية ضمن خطط تطوير السوق المالية لتحقيق أهداف رؤية المملكة 2030 والتي أكدت ضرورة بناء سوق مالية متقدمة ومنفتحة على العالم، مما يزيد فرص التمويل ويعزز القدرات والإمكانات الاقتصادية والاستثمارية للشركات في المملكة، الذي من شأنه توفير العديد من الأدوات والفرص الاستثمارية المطورة والمتنوعة لكافة المشاركين و المتعاملين في السوق المالية.

• أوقات التداول في السوق المالية السعودية:

وهذا من الأحد إلى الخميس فترة واحدة فقط، وقت الافتتاح (صباحاً) 10:00 AM، وقت الإغلاق (مساءً) 03:00 PM مع ملاحظة أن توقيت افتتاح وإغلاق السوق خلال 10 ثانية بعد الساعة 10:00 صباحاً و بعد الساعة 03:10 بشكل متغير يومياً. الأعياد والعطلات الرسمية: اليوم الوطني للمملكة العربية السعودية يوافق 23 من شهر سبتمبر لكل سنة ميلادية. عيد الفطر وعيد الأضحى المباركين..<sup>1</sup>

والجدول الموالي يوضح إحصائيات الشركات المدرجة في السوق حسب القطاعات الموجودة:

**الجدول رقم 01 : إحصائيات السوق حسب القطاعات لعام 2015**

---

<sup>1</sup> <https://www.tadawul.com.sa>, date 13/08/2020, 16.05.

| القطاعات                   | الصفقات المنفذة | الإجمالي % | الأسهم المتداولة | الإجمالي % | قيمة الأسهم المتداولة | الإجمالي % |
|----------------------------|-----------------|------------|------------------|------------|-----------------------|------------|
| البنوك والخدمات المالية    | 2835.705        | 9.31       | 12469.793        | 18.89      | 295.376               | 17.79      |
| الصناعات البتروكيماوية     | 3346.015        | 10.99      | 9143.000         | 13.85      | 270.394               | 16.28      |
| الاسمنت                    | 1015.947        | 3.34       | 1753.432         | 2.66       | 47.017                | 2.83       |
| التجزئة                    | 1774.450        | 5.83       | 1421.296         | 2.05       | 76.451                | 4.60       |
| الطاقة والمرافق الخدمية    | 214.096         | 0.70       | 768.661          | 1.16       | 14.026                | 0.84       |
| الزراعة والصناعات الغذائية | 1998.068        | 6.56       | 2525.395         | 3.83       | 82.254                | 4.95       |
| الاتصالات وتقنية المعلومات | 1370.439        | 4.50       | 4458.684         | 6.76       | 87.532                | 5.27       |
| التأمين                    | 6671.719        | 21.91      | 7729.823         | 11.71      | 210.552               | 12.68      |
| شركات الاستثمار للمدو      | 851.341         | 2.80       | 1672.780         | 2.53       | 33.613                | 2.02       |
| الاستثمار الصناعي          | 2625.075        | 8.62       | 3767.898         | 5.71       | 142.651               | 8.59       |
| التشييد والبناء            | 2321.291        | 7.62       | 3443.119         | 5.22       | 85.051                | 5.12       |
| التطوير العقاري            | 2685.015        | 8.82       | 13811.776        | 20.93      | 187.633               | 11.30      |
| النقل                      | 1438.695        | 4.73       | 1747.641         | 2.65       | 72.282                | 4.35       |
| الإعلام والإشهار           | 727.511         | 2.39       | 820.671          | 1.24       | 25.538                | 1.54       |
| الفنادق والسياحة           | 568.836         | 1.87       | 641.974          | 0.70       | 30.244                | 1.82       |
| الإجمالي                   | 30444.203       | %100       | 65995.948        | %100       | 1660.622              | %100       |

المصدر: عائشة حيمود، هاجر حيمورة. مرجع سبق ذكره، ص 88.

## الفرع الثاني: الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق

يعتبر سوق الأوراق المالية السوق الجامع لكل ما يطرح من أوراق مالية للجمهور سواء كان ذلك سهما (صكوك ملكية) أو أدوات دين، وهناك ثلاث أدوات للاستثمار و المتمثلة في الأسهم، لسندات وصناديق الاستثمار وهي كالتالي:<sup>1</sup>

1- **السندات:** تعتبر السندات قناة تمويلية هامة تستخدمها الحكومات والشركات و المؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها وبتكلفة منخفضة نسبيا، كما أنها تقدم حماية لمحافظ المستثمرين بإعطائهم القدرة على تنويع المخاطر بتوفير أدوات استثمارية ذات مخاطر أقل وعائد دوري آمن.

2- **الأسهم:** تمثل الأسهم ورقة ملكية في الشركة يحصل حاملها على عوائد رأسمالية من الأرباح النقدية الموزعة، التي تمثل نصيب السهم من الأرباح التي تحققها الشركة

<sup>1</sup> حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2009-2000، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، قسم علوم الـتسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص 108.

خلال فترة معينة (سنوية، نصف سنوية أو غيرهما) وذلك بعد إقرار الجمعية العمومية توزيع نسبة من الأرباح المحققة لحملة الأسهم، أو من أرباح على شكل منح أسهم للشركة ذاتها، أو من الفوارق السعرية في حال البيع، ويتسم الاستثمار في الأسهم بارتفاع معدل العائد في المدى الطويل مع ارتفاع عنصر المخاطرة الذي يعني احتمال تعرض المستثمر لخسائر من رأس ماله.

**5- صناديق الاستثمار:** عبارة عن محفظة تظم مجموعة الاستثمارات المتنوعة أو المتخصصة في نوع أو أنواع محددة (أسهم، سندات، نقد) يلجأ المستثمرون إلى شراء الحصص من هذه الصناديق للاستفادة من بعض المزايا التي تملكها الصناديق المتمثلة في الخبرات الطويلة في إدارة الاستثمار، بالإضافة إلى قدرة هذه الصناديق على تنويع الاستثمارات، ومن ثم تقليل المخاطر بسبب وفرة الأموال، ويعهد المستثمرون إلى الجهة التي تدير صناديق الاستثمار باتخاذ القرارات نيابة عنهم، وبشكل عام فإن العائد على هذه الحصص يميل لأن يكون أكثر أماناً مع وجود عائد يزيد على عائد السند ويقل عن عائد السهم.

## **المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي واللوائح التنفيذية لسوق السعودية**

لتطبيق أحكام نظام السوق المالية لابد من توافر مجموعة من اللوائح والقواعد والتعليمات، بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق، ونحاول في هذا المطلب التطرق إلى الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق الأسهم السعودية من خلال:

- نظام السوق المالية؛
- البنية التنظيمية للسوق السعودية؛
- اللوائح التنفيذية للسوق السعودية.

### **الفرع الأول: نظام السوق المالية؛**

صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم م/ 30 المؤرخ في 31-07-2003 والمتضمن الموافقة على مشروع نظام السوق المالي السعودي، وقد نص النظام على إعادة هيكلة السوق المالي السعودي على أسس جديدة ومتطورة من شأنها دعم الثقة في السوق، بضمان الإفصاح والشفافية في آلية عمل الشركات المدرجة في السوق إلى جانب حماية المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية. هذا وقد وفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية متكاملة تضمنت توصيات بإنشاء الهياكل والمؤسسات التنظيمية الإشرافية والتشغيلية في السوق، وتحديد صلاحيات والمهام الموكلة إليها، وهذا باستحداث مؤسسات جديدة تمثلت في هيئة السوق المالية، سوق الأسهم السعودي، مركز إيداع الأوراق المالية، لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الاستئناف.<sup>1</sup>

### **الفرع الثاني: الإطار التنظيمي لسوق السعودية**

تتمثل أهم ملامح نظام السوق المالية فيما يلي:<sup>2</sup>

#### **1- هيئة السوق المالية:**

<sup>1</sup> عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة- دراسة حالة سوق الأسهم السعودي-، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، الجزائر، 2015-2016، ص 73.

<sup>2</sup> حسام مسعودي، مرجع سبق ذكره، ص 110.

هي الجهة المعنية بتنظيم ومراقبة السوق المالية السعودية وذلك منذ تاريخ 2003/07/31 بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30)، و الذي بموجبه تشرف الهيئة على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق، ويتألف مجلس هيئة السوق من خمسة أعضاء من أصحاب الخبرة والاختصاص، ويتم تعيينهم بناء على أمر ملكي، وهو يتألف من رئيس ونائب وثلاثة أعضاء، وأهم وظائفه هي وضع اللوائح الداخلية للهيئة، وكيفية تعيين الموظفين والمستشارين والمدققين، وأي خبراء آخرين من أجل القيام بالمهام والوظائف المتعلقة بها.

## **2- شركة السوق المالية السعودية (تداول):**

هي شركة مساهمة سعودية والتي تم تأسيسها وفقا لنظام وأحكام نظام السوق المالية ونظام الشركات، ويتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار مجلس الوزراء، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل عن وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودية، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين اثنين عن الشركات المساهمة المدرجة، وتشمل أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، ولها مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك وفقا لنظام السوق المالية وبما يحقق أهدافها الواردة فيه.

## **3- مركز إيداع الأوراق المالية**

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية، يكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة المرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل و المقاصة، وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

## **4- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية**

هي لجنة منشأة من قبل هيئة السوق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتختص لجنة الفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية، ولوائحها التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص.

## **5- لجنة الاستئناف**

نص نظام السوق المالية على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاث أعضاء يمثلون وزارة المالية، وزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في قرارات، أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون 30 يوما من تاريخ الإخطار بذلك، وتعد قراراتها بعد ذلك نهائية.

## **الفرع الثالث: اللوائح التنفيذية للسوق السعودية**

قصد باللوائح التنفيذية مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها هيئة السوق المالية لتسهيل تطبيق أحكام نظام السوق المالية، وقَدَف هذه اللوائح بشكل أساسي إلى معالجة مجالين مهمين في شركات المساهم المدرجة في السوق وهما:

إجراءات إصدار الأوراق المالية، تفعيل وتنظيم النشاط التجاري والمالي في السوق، وقد استطاع مجلس هيئة السوق المالي السعودي أن يصدر مجموعة متكاملة من اللوائح التنفيذية رفيعة المستوى من أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

### 1- لائحة سلوكيات السوق

تهدف هذه اللائحة إلى حماية المتعاملين في السوق المالية من الممارسات والسلوكيات غير النظامية، ومن أهم أنواع الممارسات المحظورة بناء على هذه اللائحة:<sup>2</sup>

- التلاعب بالسوق
- التداول بناء على معلومات داخلية
- بث البيانات غير الصحيحة (الشائعات)

### 2- لائحة الأشخاص المرخص لهم

يعد القائمون بأعمال الأوراق المالية من مستشارين ماليين ووسطاء ووكلاء ومديري محافظ ومسؤولين عادة عن غالب النشاط الاستثماري الذي يتم في السوق المالية، ولهذا السبب خصصت لائحة مستقلة تحدد الإجراءات والشروط اللازمة لحصولهم على الترخيص واستمرار صلاحيته، والقواعد التي تحكم سلوكهم أثناء قيامهم بأعمالهم، والنظم والإجراءات الرقابية المطبقة عليهم، إضافة إلى الأحكام المتعلقة بأموال وأصول عملائهم، وعلاوة على المبادئ العامة التي حددتها اللائحة والمتعلقة بالترخيص ومعايير السلوك للمرخص له، مثل ضوابط النزاهة المهنية والرقابة الداخلية والكفائية المالية والإفصاح.<sup>3</sup>

### المطلب الثالث: تطور أداء السوق المالي

شهدت السوق المالية السعودية عدة تطورات خاصة في السنوات القليلة الماضية من خلال المؤشر العام للسوق "TASI" والذي سنحاول في هذا المطلب شرح معادلة هذا المؤشر "TASI" وخصائصه وطريقة حسابه.

### الفرع الأول: المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية "TASI"

تختلف المؤشرات في السوق المالية بحسب ما يرمى إليه من أهداف معلوماتية، فهناك مؤشرات مختصة بالسوق عامة، ومؤشرات خاصة بقطاعات محددة في السوق، أو نوع معين من الشركات مثل الشركات الكبيرة أو صغيرة الحجم، ويقاس المؤشر العام "TASI" (اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية *tadawul all share index*) في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، أما مؤشر قطاع التجزئة (على سبيل المثال) فهو مؤشر خاص بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق، ومثل ذلك مؤشر قطاع التأمين لشركات التأمين، وهكذا في بقية القطاعات. ويستبعد من حساب المؤشر أي سهم غير متاح للتداول.<sup>4</sup>

وعليه تستبعد الأسهم المملوكة من الأطراف الآتية من حساب المؤشر:<sup>5</sup>

- الحكومة ومؤسساتها

- الشريك الأجنبي إذا كان محظوراً عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية

<sup>1</sup> عائشة حيمود، هاجر حيمورة، مرجع سبق ذكره، ص 74.

<sup>2</sup> حسام مسعودي، مرجع سبق ذكره، ص 111.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص 112.

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، ص 112.

<sup>5</sup> حسام مسعودي، مرجع سبق ذكره، ص 112.

- الشريك المؤسس خلال فترة الحظر  
- من يمتلك 10 أو أكثر من أسهم شركة مدرجة بالسوق المالية السعودية.  
بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداء من 28 فيفري 1985، وهذا التاريخ مهم إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر حيث عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس (1985).

يعكس المؤشر العام "TASI" التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودية، ومن هنا فهو بمثابة ترمومتر يقيس نشاط وازدهار سوق الأسهم، وهو بالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصا في ما يتعلق بربحية الشركات المساهمة وازدياد ثقة الجمهور والجهات الاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين، وهناك اهتمام كبير بمتابعة تطور المؤشر من قبل المحللين الماليين داخل وخارج المملكة ويتم متابعته ونشره بشكل واسع محليا ودوليا.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: حساب المؤشر العام "TASI"

يتم حساب المؤشر العام في أي (وقت معين) عن طريق تعديل (أو ترجيح) قيمة المؤشر في يوم سابق (أو وقت سابق) بواسطة التغير في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق، وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر هي:<sup>2</sup>

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

حيث:

قيمة السوق = مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق

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

ومن هنا فإن القيمة السوقية تعتمد على عاملين هما كالتالي:

1- عدد السهم المصدرة: وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط.

2- سعر السهم في السوق: ويتغير خلال فترات الفتح السوق للتداول (فترات التداول).

### الفرع الثالث: خصائص المؤشر العام "TASI"

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 112.

<sup>2</sup> إبراهيم عبد الرحمان القاضي، مؤشر الأسهم: الماهية والأهمية والكيفية، <http://www.tdwl.net/vb/showthread.php?t=24368>, date 12/08/2020, 15:00.

والتي تتمثل خصائص المؤشر العام السعودي في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعودا وهبوطا من يوم إلى آخر، كما يعكس عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق (وهي كمية شبه ثابتة ولا تتغير إلا ببطء)
- يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش (أو الركود) الاقتصادي المالي والمتوقع وثقة المستثمرين في السوق وعوامل أخرى مثل توفير السيولة والجاذبية (أو عدم الجاذبية) القنوات الاستثمارية الأخرى (مثل العقار وأسعار الفائدة والأسواق الأجنبية المفتوحة)، وكذلك الظروف السياسية المحيطة.
- تسمح معادلة المؤشر بتكييفه في حالة تغير تركيبة السوق أو الأسهم مثل دخول أو خروج إحدى الشركات من السوق، أو إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، أو تجزئة ودمج الأسهم، أو زيادة أو خفض رأس المال، أو سداد دفعة من رأس المال المدفوع جزئيا، أو اندماج الشركات
- لا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتاحة للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي.

## المطلب الرابع: أنظمة التداول الإلكتروني في السوق السعودية وأعمال الرقابة الإلكترونية

عملت السوق المالية السعودية على تطوير أنظمتها الإلكترونية ، حيث كان أول أنظمتها نظام "ESIS" للتداول الإلكتروني الذي تم تشغيله في سنة 1990، وبعد ذلك في سنة 2001 توالى استبدال الأنظمة القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية والتقنية وفي سنة 2007 عرفت هذه الأنظمة تطورا جوهريا.

### 1- النظام الآلي لتداول الأسهم السعودية:

تعد المملكة العربية السعودية من بين الدول الرائدة في العالم، بإنشاء سوق آلية بـ الكامل للأسهم، حيث شهد سوق الأسهم السعودية في عام 1990 عملية تداول الأسهم عن طريق النظام الآلي لتداول الأسهم المعروف باسم "ESIS" (System Information & Services Equity)، وقد تم تحديث نظام (ESIS) منذ تطبيقه تسع مرات. ويعتبر نظام التداول "TADAWUL" نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسوية المعلومات، وهو يقوم بربط وحدات التداول المركزي بالبنوك (وهي الجهات التي تقوم بدور السمسار في صناعة تداول الأسهم في المملكة) بالحاسب المركزي في مؤسسة النقد، مما يمكن الوسطاء في هذه الوحدات من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام، ويتم تنفيذ الصفقات عندما تتطابق إلكترونيا عروض البائعين مع طلبات المشترين، ويعد تنفيذ الصفقة يطبع النظام إيصال تأكيد تنفيذ الصفقة للعميل، ويتم تحويل الصفقة آليا إلى نظام التسويات، ويقوم نظام التسويات بمتابعة كل الصفقات التي ترد خلال أوقات

<sup>1</sup> إبراهيم عبد الرحمن القاضي، مؤشر الأسهم: الماهية والأهمية والكيفية،

<http://www.tdwl.net/vb/showthread.php?t=24368>, date 12/08/2020, 15:30.

التعامل في اليوم استعداد لمقاصتها وتسويتها آليا في نهاية اليوم.<sup>1</sup>

## 2- نظام التداول الإلكتروني "TADAWUL" وتطوره:

بدا العمل بهذا الإصدار في الربع الخير من عام 2001، وبالتحديد في 6 أكتوبر 2001 وهو من أحدث وأرقى الأنظمة الشاملة على مستوى العالم والذي تتم عبره عمليات التداول عمليا بفتح الحسابات الإلكترونية والبيع والشراء الآني والتداول بواسطة الإنترنت ونشر معلومات وأسعار السوق بواسطة الإنترنت والهاتف النقال، ويعتبر هذا النظام نقلة نوعية مهمة في أنظمة التداول الإلكترونية لما يوفره من مزايا وخصائص جديدة ومتنوعة للسوق والمستثمرين. ومع بداية العمل بهذا النظام أصبحت معلومات التداول تبت بشكل حي ومباشر عبر موقع نظام "تداول" على شبكة الإنترنت، الذي يظهر أسعار الأسهم المتداولة وكمياتها، وأفضل طلبات الشراء وعروض البيع وكذلك تضمن الموقع إحصائيات السوق بالإضافة إلى أهم المعلومات عن الشركات.<sup>2</sup>

## 3- أعمال الرقابة الإلكترونية:

تسعى هيئة السوق المالية السعودية إلى تطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية، ومراقبتها لحماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على غش أو تدليس أو تلاعب، وتقوم الهيئة بمراقبة تداول (الأسهم، والصكوك والسندات، وصناديق المؤشرات المتداولة)، وواصلت الهيئة عملها لتعزيز أدائها الرقابي على عمليات التداول من خلال تكثيف المتابعة لعمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق لنظام المالية ولوائح التنفيذ،<sup>3</sup>

## المبحث الثاني: عرض الدراسة التطبيقية وتحليل النتائج

بعد عرض شامل لبورصة السعودية يتناول هذا المبحث كيفية تشكيل محفظة الأوراق المالية وفقا لتحليل العائد والمخاطرة من خلال اختيار أسهم تصدرها شركات مدرجة في المؤشر العام لبورصة السعودية "TASI".

تهدف هذه الدراسة التطبيقية بشكل أساسي توضيح مجموعة من النقاط من بينها:

❖ كيف يقوم المستثمر ببناء محفظته وفقا للتحليل العائد- المخاطرة وهذا من خلال جملة من الأسهم المتداولة في السوق المالي.

❖ كيف يكون في وسع المستثمر معرفة المحفظة الكفوءة من بين عدة محافظ ممكنة.

<sup>1</sup> محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، (بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2003، ص.ص 47-48).

<sup>2</sup> سوق الأسهم السعودية "تداول"، (التقرير السنوي لسوق الأسهم السعودية، المملكة العربية السعودية، 2002، ص.ص 4-5).

<sup>3</sup> هيئة السوق المالية، أعمال الرقابة الإلكترونية، (التقرير السنوي)، 2010 ص 64.

هدفت هذه الدراسة كذلك إلى بناء محافظ مالية مكونة من مجموعة من الأسهم، وهذا من أجل الحصول على محفظة مثلى من جملة هذه المحافظ، حيث تعتبر هذه المحفظة توليفة من الأصول المالية المختلفة التي تعمل على تعظيم العائد وتدنية الخاطر في الوقت نفسه. ولهذا الغرض سنقوم ببناء محافظ تتكون من مجموعة من الأسهم والتي يتم اختيارها عشوائياً من قطاعات مختلفة خلال فترة معينة.

يمكن تلخيص مختلف الخطوات الأساسية لبناء واختيار المحفظة المالية في النقاط التالية:

(1) جمع المعلومات حول المؤشر العام السعودي "TASI" الذي يشكل موضوع الدراسة والاختبار (تشكيل عينة الدراسة).

(2) استخراج الشركات المدرجة في المؤشر العام السعودي "TASI".

(3) اختيار مجموعة من الشركات المدرجة في المؤشر العام السعودي "TASI" من قطاعات مختلفة والتي تشكل عينة الدراسة يتم تشكيل محافظ مختلفة من خلالها فيما بعد.

(4) تحميل البيانات التاريخية الشهرية لـ 15 شركة مدرجة في المؤشر العام السعودي "TASI"

(5) حساب جميع القيم أو المعايير الإحصائية الخاصة بالورقة المالية و التي تتمثل في كل من: العائد المتوقع  $R_i$ , الانحراف المعياري (المخاطرة)، التباين  $V$ , المتوسط، ومعامل الحساسية ( $Beta$ ), لكل شركة انطلاقاً من البيانات التاريخية المحملة.

(6) تقسيم الشركات إلى ثلاث مجموعات كل واحدة منها تشكل محفظة مالية وبالتالي نتحصل على ثلاث محافظ.

(7) حساب العائد المتوقع و المخاطرة لكل محفظة من المحافظ الثلاث.

(8) اختيار المحفظة المثلى.

وللقيام بجميع هذه الخطوات قمنا بالاستعانة بجدول EXCEL من أجل حساب كل القيم الإحصائية.

## 1- تشكيل عينة الدراسة:

- اخترنا إجراء هذه الدراسة على السوق المالي السعودي، وتحديدًا تشكلت عينة هذه الدراسة من مجموع الشركات المدرجة في المؤشر العام لهذه البورصة "TASI". ويوضح الملحق رقم 01 بيانات تاريخية للمؤشر العام السعودي "TASI" خلال سنة 2020 من الموقع الرسمي لبورصة السعودية <https://sa.investing.com>.

## 2- استخراج الشركات المدرجة في المؤشر

- وهذا ما يوضحه الملحق رقم 02، حيث قمنا باستخراج جميع الشركات المدرجة في المؤشر وذلك حسب القطاعات، بعدها قمنا باستبعاد الشركات التي لا تدخل ضمن فترة الدراسة، وفي الأخير قمنا باختيار 15 شركة عشوائياً من مجموع الشركات المكونة للمؤشر بقطاعات مختلفة.

### 3- اختيار مجموعة من الشركات المدرجة في المؤشر العام السعودي "TASI" من قطاعات مختلفة والتي تشكل عينة الدراسة يتم تشكيل محافظ مختلفة من خلالها فيما بعد.

- انطلقت هذه الدراسة من جمع المعطيات الخاصة بخمسة عشرة شركة مدرجة في هذا المؤشر، وتمثلت هذه المعطيات في بيانات تاريخية شهرية وتحديدًا في أسعار الفتح والإغلاق على مدار ست سنوات (2015-2020) من الموقع الرسمي لبورصة السعودية. قمنا في الأساس باختيار 15 سلسلة "شركة" كل منها مكونة من 62 قيمة.
- تنطلق هذه الدراسة كما سبق وأن أشرنا من 2015/01/01 وتمتد إلى غاية 2020 /01/01 من أجل التحقق من حسن اختيار المحافظ وهي تعتبر فترة الدراسة الفعلية والتي سيتم بناءً على نتائجها اختيار الأصول المالية المكونة للمحافظ المشكلة فيما بعد من أجل اكتشاف المحفظة المثلى.
- أثناء جمع المعطيات لاحظنا أن بعض الشركات لا تمتلك بيانات خلال الفترة محل دراستنا، بمعنى أنه إما أنها أدرجت مؤخرًا في المؤشر أو لا تمتلك بيانات خلال فترة الدراسة، وبالتالي تم استبعادها.
- في الأخير قمنا باختيار الشركات المكونة لعينة الدراسة وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم 02: الشركات المكونة لعينة الدراسة وقطاعاتها

| اسم الشركة                          | القطاع                |
|-------------------------------------|-----------------------|
| 01 شركة دار الأركان للتطوير العقاري | إدارة وتطوير العقارات |
| 02 البنك الأهلي التجاري             | البنوك                |
| 03 الشركة السعودية للكهرباء         | المرافق العامة        |
| 04 الشركة الكيميائية السعودية       | الرعاية الصحية        |

|    |                                    |                       |
|----|------------------------------------|-----------------------|
| 05 | المجموعة السعودية للأبحاث والتسويق | الإعلام والترفيه      |
| 06 | أمانة للتأمين                      | التأمين               |
| 07 | شركة أسواق عبد الله العثيم         | تجزئة الأغذية         |
| 08 | شركة إسمنت السعودية                | المواد الأساسية       |
| 09 | شركة المراعي                       | إنتاج الأغذية         |
| 10 | شركة المواساة للخدمات الطبية       | الرعاية الصحية        |
| 11 | شركة رابغ للتكرير والبتروكيماويات  | الطاقة                |
| 12 | شركة مكة للإنشاء والتعمير          | إدارة وتطوير العقارات |
| 13 | مجموعة أسترا الصناعية              | السلع الرأسمالية      |
| 14 | مصرف الإنماء                       | البنوك                |
| 15 | بنك الرياض                         | البنوك                |

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملحق رقم 02.

#### 4- تحميل البيانات التاريخية الشهرية لعينة الدراسة من الموقع الرسمي لبورصة السعودية

مثال ذلك الملحق رقم 03 البيانات التاريخية الخاصة بشركة دار الأركان للتطوير العقاري.

- وبعد الانتهاء من بتحميل كافة البيانات الخاصة بجميع الشركات المكونة لعينة الدراسة قمنا بتنظيم معطيات 15 شركة والمتمثلة كما ذكرنا سابقا قي البيانات التاريخية الشهرية التي تحتوي على أسعار الفتح والإغلاق بشكل أساسي, في هذه المرحلة كانت المعطيات المجمعة خاصة بالفترة 2015/01/01 إلى غاية 2020/01/01, وبذلك ضمت لـ سلسلة خاصة بشركة معينة 61 قيمة.

5- حساب جميع القيم أو المعايير الإحصائية الخاصة بالورقة المالية والتي تتمثل في كل من: العائد المتوقع  $R_i$ , الانحراف المعياري (المخاطرة), التباين  $V$ , المتوسط, لكل شركة انطلاقاً من البيانات التاريخية المحملة. من خلال آخر سعر وسعر الفتح قمنا بحساب العائد المتوقع  $R_i$  لكل شركة, ومن ثم انتقلنا لحساب جميع القيم الإحصائية الخاصة بكل شركة.

5-1 حساب العائد المتوقع:

✓ حساب الانحراف المعياري (المخاطرة) من خلال الدالة  $STDEVA$  الموجودة في جدول  $EXCEL$  والتي تستخدم  $STDEVA$  الصيغة التالية:

$$\sqrt{\frac{\sum (x - \bar{x})^2}{(n - 1)}}$$

بحيث تم الحساب والجدول التالي يظهر تطور العائد ومخطر كل أصل مالي.

| beta   | العائد | المخاطر المالي |                                       |
|--------|--------|----------------|---------------------------------------|
| 0,9106 | 4,70%  | 28,33%         | المجموعة السعودية للأبحاث             |
| 1,1520 | 1,01%  | 13,69%         | شركة دار الأركان                      |
| 1,1486 | 0,75%  | 8,73%          | البنك الأهلي التجاري                  |
| 0,7280 | 0,73%  | 7,69%          | الشركة السعودية للكهرباء              |
| 0,8596 | -0,73% | 7,33%          | الشركة الكيميائية السعودية            |
| 1,2035 | -0,33% | 14,66%         | شركة أمانة للتأمين                    |
| 0,7836 | 0,72%  | 6,59%          | بنك الرياض                            |
| 0,6461 | 0,99%  | 6,96%          | شركة أسواق عيد العثيم                 |
| 0,9317 | -0,19% | 8,98%          | شركة الأسهم السعودية                  |
| 0,7971 | 0,09%  | 7,01%          | شركة المراعي                          |
| 0,6204 | 0,61%  | 5,86%          | شركة المواساة للخدمات الطبية          |
| 1,1788 | 0,40%  | 10,63%         | شركة رابغ للتكرير<br>والبتروكيمياويات |
| 0,5367 | 0,37%  | 7,70%          | شركة مكة للإتشاء والتعمير             |
| 1,1788 | 0,40%  | 10,63%         | شركة رابغ للتكرير<br>والبتروكيمياويات |
| 1,1714 | -0,66% | 8,22%          | مجموعة أسترا الصناعية                 |
| 0,9205 | 0,49%  | 6,71%          | مصرف الإنماء                          |

6- تجميع كافة المعطيات في جدول واحد وإعادة حساب القيم الإحصائية و

#### معامل الحساسية "Beta"

بحيث تم حساب عائد المؤشر كخطوة أولى من خلال بيانات المؤشر المحملة من الموقع والتي يوضحها الملحق رقم 01 وذلك من خلال المعادلة التالية:

عائد المؤشر = (السعر الحالي - السعر السابق) / السعر السابق

وتم حساب معامل الحساسية "Beta" من خلال المعادلة التالية:

$$(R_m R_m)$$

حيث أن:

$R_i$  يمثل العائد خلال فترة معينة.

$R_i$  يمثل متوسط العوائد المحسوب من خلال المعادلة التالية:  $R_i = \frac{\sum R_i}{61}$  ( 61 ) هو مجموع قيم السلسلة في كل شركة (بيانات شهرية من 2015/01/01 إلى غاية 2020/01/01)

$R_m$  يمثل عائد المؤشر خلال فترة معينة

$R_m$  متوسط عائد المؤشر المحسوب من خلال المعادلة التالية:  $R_m = \frac{\sum R_m}{62}$  ( 62 ) هو مجموع قيم سلسلة عائد المؤشر وهي بيانات شهرية من 2014/01/01 إلى غاية 2020/01/01). م حساب كل من

✓ بعد ذلك حساب الانحراف المعياري (المخاطرة) حساب التباين، وحساب المتوسط بنفس الطريقة التي أشرنا إليها في الخطوة السابقة.

الملحق رقم 19: جميع القيم الإحصائية الخاصة بالمحفظة المالية لـ 15 شركة وحساب معامل الحساسية Beta.

#### 7- تقسيم الشركات إلى ثلاث مجموعات:

بعد تجميع كل الشركات في جدول واحد قمنا بتقسيم الشركات إلى ثلاث مجموعات كل خمس شركات تشكل محفظة مالية، بحيث نتحصل على ثلاث محافظ.

- حساب العائد المتوقع و المخاطرة لكل محفظة من المحافظ الثلاث.

#### 1- المحفظة المتحفظة:

| بنك الرياض | الشركة السعودية<br>للتيار | البنك الأهلي<br>التجاري |         |
|------------|---------------------------|-------------------------|---------|
| 6,59%      | 7,69%                     | 8,73%                   | المخاطر |
| 0,72%      | 0,73%                     | 0,75%                   | الحادث  |

#### 1-1 حساب مصفوفة التباين المشترك:

| مصفوفة التباين - التباين المشترك |        |        |    |
|----------------------------------|--------|--------|----|
| s3                               | s2     | s1     |    |
| 0,0029                           | 0,0026 | 0,0076 | s1 |
| 0,0013                           | 0,0059 | 0,0026 | s2 |
| 0,0043                           | 0,0013 | 0,0029 | s3 |

#### 2-1 حساب مصفوفة الأوزان

| مصفوفة الأوزان |        |       |
|----------------|--------|-------|
| s3             | s2     | s1    |
| 53,34%         | 36,84% | 9,81% |

#### 3-1 حساب خصائص المحفظة:

|        |                |
|--------|----------------|
| 0,73%  | عائد المحفظة   |
| 5,60%  | مخاطر المحفظة  |
| 0,1299 | تسعيرة المحفظة |

#### 2- المحفظة الهجومية:

| شركة أسواق<br>عبد المليم | شركة دار<br>الأركان | الجموعة<br>السعودية للأبحاث |         |
|--------------------------|---------------------|-----------------------------|---------|
| 6,59%                    | 13,69%              | 28,33%                      | المخاطر |
| 0,72%                    | 1,01%               | 4,70%                       | الحادث  |

#### 1-2 حساب مصفوفة التباين المشترك:

| مصفوفة التباين - التباين المشترك |        |        |    |
|----------------------------------|--------|--------|----|
| s3                               | s2     | s1     |    |
| 0,0016                           | 0,0007 | 0,0802 | s1 |
| 0,0026                           | 0,0187 | 0,0007 | s2 |
| 0,0043                           | 0,0026 | 0,0016 | s3 |

2-2 حساب مصفوفة الأوزان:

| مصفوفة الأوزان |        |        |
|----------------|--------|--------|
| s3             | s2     | s1     |
| 37,99%         | 15,95% | 26,06% |

2-3 حساب خصائص المحفظة:

|        |               |
|--------|---------------|
| 1.80%  | عائد المحفظة  |
| 9.17%  | مخاطر المحفظة |
| 0,1966 | تسوية المحفظة |

3- المحفظة المتوازنة:

| شركة مكة<br>للإستثمار والتطوير | شركة رابع للتكرير<br>والبتروكيماويات | شركة المراعي |         |
|--------------------------------|--------------------------------------|--------------|---------|
| 7,70%                          | 10,63%                               | 7,01%        | المخاطر |
| 0,37%                          | 0,40%                                | 0,09%        | العائد  |

3-1 حساب مصفوفة التباين المشترك المشترك:

| مصفوفة التباين - التباين المشترك |        |        |    |
|----------------------------------|--------|--------|----|
| s3                               | s2     | s1     |    |
| 0,0018                           | 0,0021 | 0,0049 | s1 |
| 0,0030                           | 0,0113 | 0,0021 | s2 |
| 0,0059                           | 0,0030 | 0,0018 | s3 |

2-3 حساب مصفوفة الأوزان:

| مصفوفة الأوزان |        |       |
|----------------|--------|-------|
| s3             | s2     | s1    |
| 70,12%         | 29,88% | 0,00% |

3-3 حساب خصائص المحفظة:

|       |              |
|-------|--------------|
| 0,38% | عائد المحفظة |
|-------|--------------|

|       |               |
|-------|---------------|
| 7.19% | مخاطر المحفظة |
|-------|---------------|

|        |                |
|--------|----------------|
| 0,0524 | تسعيرة المحفظة |
|--------|----------------|

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المحفظة الهجومية تعطي أعلى عائد وأعلى مخاطرة وأكبر تسعيرة بين المحافظ الثلاث غير أن السعي نحو تحقيق أعلى العوائد ليس هو الهدف الأساسي للمستثمر إذ ينبغي دائما الأخذ بعين الاعتبار الخطر المصاحب لهذا المستوى من العائد والعمل على تقليله إلى أقصى حد ممكن, كما نلاحظ أن المحفظة المتوازنة تحقق عائد أكبر مقارنة بمستوى مخاطرة أقل من المحفظة الأولى وتسعيرة أكبر من المحفظة الدفاعية, أما بالنسبة للمحفظة الدفاعية فهي تحقق أقل عائد مع وجود نسبة مخاطرة كبيرة مقارنة بالمحفظة المتوازنة وتسعيرة أقل مقارنة بتسعيرة المحفظتين السابقتين.

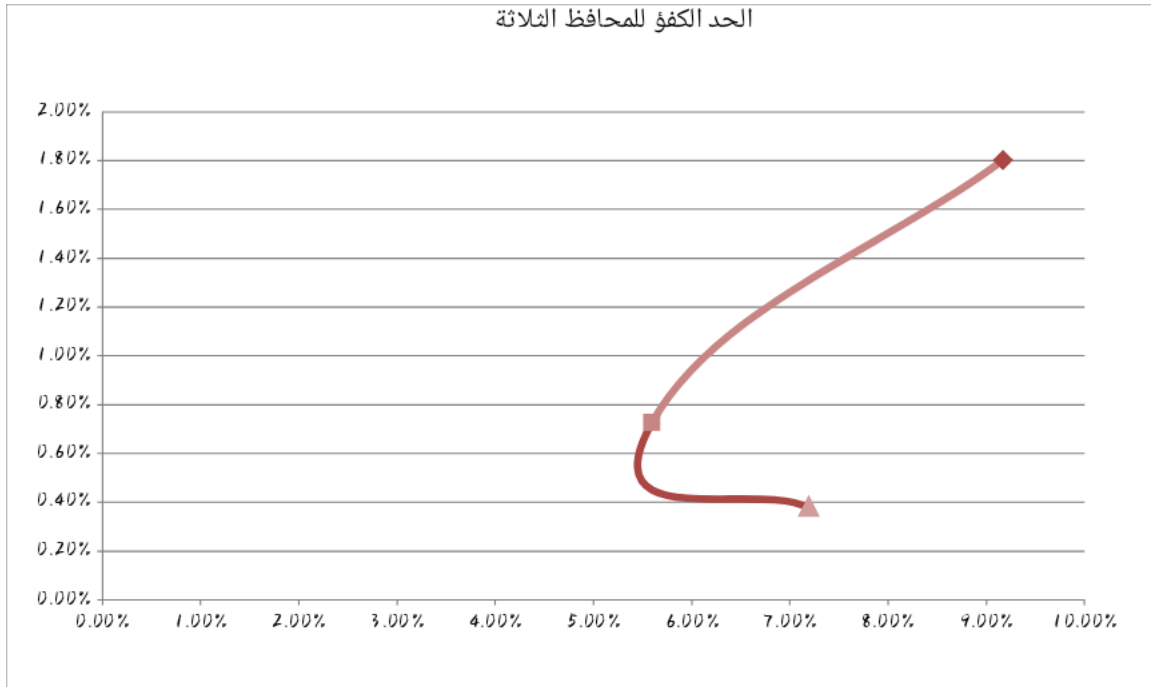
## 8- اختيار المحفظة المثلى

### 1- الحد الكفئ

بعد الوقوف على أهم خصائص الأوراق المالية وفق تحليل العائد -المخاطرة، تأتي الآن مرحلة اختيار أيها الأنسب للدخول في تشكيلة المحفظة الاستثمارية مع الأخذ بعين الاعتبار بأن الهدف الأساسي لهذه الدراسة هو تشكيل مجموعة من المحافظ المختلفة لإدراك الفروق التي يمكن أن تطال المحفظة جراء تفضيل قطاع معين أو سهم شركة معينة مع تشكيل محفظة مثلى.

انطلاقاً من الجدول السابق قمنا برسم المنحنى التالي :

الشكل رقم 07: الحد الكفئ للمحافظ الثلاثة



المصدر: من إعداد الطلبة.

الحد الكفئ هو الحد الذي تتموقع عليه مجموع المحافظ المثلى

تقييم الأداء باستخدام مقياس شارب "Sharpe Measure"

تستخدم نسبة شارب الانحراف المعياري لقياس المحفظة حسب المخاطر، وكلما ارتفعت نسبة شارب في المحفظة كانت عائداتها أفضل مقارنة بالمخاطر التي قد تتعرض لها وكلما ارتفع الانحراف المعياري بالصندوق وجب ارتفاع عائدات الصندوق إلى نسبة شارب عالية. وعلى العكس من ذلك، يمكن للأصول المالية ذات الانحرافات المعيارية المنخفضة بفي سعارها أن تحقق نسبة أعلى في معدل شارب إذا كانت لديها عوائد لائقة مستقرة، ونضع في اعتبارنا أنه على الرغم من أن نسبة شارب أعلى تشير إلى أداء أفضل

من حيث المخاطر التاريخية، فإن هذا لا يترجم بالضرورة إلى محفظة أقل تقلبان ولكن يعنى أن العلاقة عوائد/ مخاطر للمحفظة المالية أكثر تناسبا أو مثالية. من التعريف السابق يمكن القول أن نسبة شارب تمثل قيمة العلاوة الإضافية للعائد نسبة إلى المعدل الخالي من المخاطر مقسوما على إجمالي مخاطر المحفظة ويمكن استخدام هذا المؤشر لحساب أداء المحفظة المالية مقارنة بالاستثمار الخالي من المخاطر أو المقترنة بين مخاطر المالية ويكتب مقياس شارب من الشكل :

$$Sharpe Ratio = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

حيث:

$R_p$  : هي متوسط عوائد المحفظة خلال الفترة.

$R_f$  : هي متوسط العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة.

$\sigma_p$  : هو الانحراف المعياري لعوائد المحفظة خلال الفترة

من هذه النتيجة يبرز مالي:

- إذا كانت النسبة سلبية، نخلص إلى أن عائد المحفظة الدالية أقل ما عائد الا استثمار الخالي من المخاطر.

إذا كانت س نسبة المؤشر بين 0 و 1، فهذا يعني أف العائد الإضافي نسبة للمعدل الخالي من المخاطر أقل من المخاطر التي تتم مواجهتها.

ذا كانت النسبة أكبر من 1، فإن أداء المحفظة يفوق أداء الاستثمار الخالي من المخاطر، وبالتالي تولد عائدا أعلى.

- وهكذا نستنتج أن مع ارتفاع مؤشر شارب، تصبن المحفظة الدالية أكثر كفاءة.

جدول رقم ( ) نتائج نموذج شارب لتقييم الأداء المحافظ المالية

| المحفظة المتوازنة | المحفظة الهجومية | المحفظة المتحفظة |                                |
|-------------------|------------------|------------------|--------------------------------|
| 0.38              | 1.80             | 0.73             | متوسط عوائد $\bar{R}_p$ %      |
| 7.19              | 9.17             | 5.60             | الانحراف المعياري $\sigma_p$ % |
| 2                 | 2                | 2                | معدل العائد بدون خطر           |
| -0.2253           | 0.022-           | 0.2268-          | مقياس شارب $SM$                |
| -22.53%           | -2.2%            | -22.68%          | معدل مقياس شارب $SM$ %         |
| 2                 | 1                | 3                | ترتيب المحافظ حسب كفاءتها      |

ويظهر من خلال الجدول أعلاه أن جميع المحافظ أعطت معدلات عائد أقل بدون خطر في السوق المالية السعودي وإن تهاوي أسعار النفط وعدوى Covid 19 كان له تأثير كبير وعام على جميع القطاعات الناشطة في السوق المالي السعودي ورغم هذا التراجع الكبير في عوائد المحافظ والمؤشر، إلا أن الإستراتيجيات السلوكية كان أدائها أحسن مقارنة بمؤشر السوق.

### خلاصة الفصل الثاني

يعد سوق الأوراق المالية السعودية من بين التجارب العربية التي يحتذي بها وأكثرها تطوراً، ويتضح ذلك من خلال تحقيق السوق المالي السعودي لأشواط كبيرة على مسار التطوير والتحديث خلال فترة وجيزة نسبياً، ويشهد على ذلك النمو المستمر في قيمة المؤشر العام TASI خلال الفترة المدروسة، ومن المظاهر الدالة على نمو السوق التنويع في العديد من القطاعات وازدياد عدد الشركات المدرجة وارتفاع في نسبة العوائد بالإضافة إلى تطوير البيئة الاستثمارية وتشجيع الأسواق المالية الناشئة.

حيث كان الهدف الأساسي من الدراسة هو بناء محافظ مالية مكونة من مجموعة من الأسهم، وهذا من أجل الحصول على محفظة مثلى من جملة هذه المحافظ، تعظم العائد وتقلص المخاطر في الوقت نفسه.

# الخاتمة

## الخاتمة العامة:

حاولنا من خلال البحث دراسة المحفظة المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، حيث سعينا للإجابة عن الإشكالية الرئيسية إظهار أثر السلوك المالي للمستثمر في اتخاذ القرارات الاستثمارية وإيجاد حلول للاختلالات التي تشهدها أسواق المال .

تعتبر المحفظة المالية الاستثمارية من أهم الأدوات الاستثمارية التي ظهرت حديثاً، وهي مجموعة الأصول المالية التي يحاول من خلالها المستثمر اختيار تشكيلة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، ويكون ذلك من خلال اللجوء عادة إلى التنويع وإدراج بعض الأصول الغير خطرة بمعامل ارتباط معدوم أو ضعيف، إلا أنه لا بد من الاعتماد على الاختيار الأمثل لمكونات المحفظة من الأوراق المالية.

### ❖ الاستنتاجات:

- يعتبر السلوك المالي للمستثمر الأهم في صنع القرار الاستثماري للدخول لسوق الأوراق المالية.
- يسعى المستثمر في السوق المالي إلى تعظيم العائد وتخفيض المخاطرة.
- التنويع في المحفظة المالية لتحقيق مستوى مقبول من المخاطر وعوائد أفضل.
- التنويع في القطاعات لتقليل نسبة المخاطر على المستثمر.
- معرفة المعلومات المتعلقة بالمحفظة والاستعانة بأهل الاختصاص لاتخاذ القرار المناسب.

### ❖ اختبار الفرضيات:

- الفرضية الأولى والتي تنص على "يرتكز قرار الاستثمار في الأوراق المالية على الموازنة بين العائد والمخاطرة كأحد أقصى" صحيحة وذلك لأن المستثمر عند اتخاذ أي قرار استثماري يكون في حالة عدم التأكد غالباً لذلك يسعى للموازنة بينهما كالحدا أقصى.
- الفرضية الثانية والتي تنص على "يهدف المستثمر إلى تعظيم العوائد وتخفيض المخاطر عن طريق التنويع في الأوراق المالية" صحيحة لأن كلما كانت المحفظة المالية متنوعة كلما كانت نسبة الخسائر اقل والخطر شبه منعدم مع تحقيق عوائد أكبر.
- الفرضية الثالثة والتي تنص على "يظهر القرار الاستثمار محاولة فهم أسباب ظهور وتكرار الحالات الشاذة في الأسواق المالية (الأسهم)" صحيحة لأن القرار لا

ستثمري كلما كان سليم ملم بكل جوانب المحفظة المالية وتقلبات أسعار السوق كلما قل تكرار الحالات الشاذة والعكس صحيح.

- الفرضية الرابعة والتي تنص على "قدرة النظريات المالية التقليدية على تفسير الكثير من الظواهر الشاذة في الأسواق المالية" خاطئة لان النظريات المالية التقليدية أهملت الجانب السلوكي للمستثمر في اتخاذه القرار ولذلك ظهرت نظرية المالية السلوكية لمعالجة التشوهات والفقاعات التي ظهرت في الأسواق المالية.

#### ❖ التوصيات:

يمكن الخروج من هذه الدراسة بالتوصيات التالية:

- ينبغي على المستثمرين والمتعاملين تعلم تفسير ما يحدث حولهم في السوق.
- ينبغي على المستثمرين والمتعاملين في سوق المال إدراك حقيقة وجود التشوهات ومحاولة عدم تكرار الوقوع فيها.
- عدم التقليل من أهمية الجانب السلوكي وأثره على أسواق المال.
- تسليط الضوء على السلوك الذي كان وراء التشوهات والأزمات ومحاولة معالجته وإدراك أثاره ونتائجه.
- استمرار البحث في هذا المجال واستثماره لأجل الوصول إلى سلوك استثماري رشيد.

#### ❖ أفاق الدراسة:

لقد حاولنا في هذا البحث تغطية بعض الجوانب لموضوع لا يزال حديث العهد في المالية، ولذا في وسعنا أن نشير إلى المجالات التالية التي يمكن أن تشكل مواضيع جديدة للبحث تساهم بدورها في تعميق و إثراء هذا النقاش منها:

- دور المحفظة المالية في تأثير على الأسواق المالية.
  - مساهمة النظرية المالية السلوكية في بناء المحفظة المالية.
  - تأثير المؤشرات المالية على تطور الأسواق المالية.
  - إبراز أثر استخدام نظام التداول الإلكتروني على أداء الأسواق المالية.
- وفي ختامنا نرجو أن نكون قد وفقنا أيما توفيق في إعداد العمل، ومما لا شك فيه أنه لا يخلو أي بحث من النقائص فالكمال لله عز وجل، فإن أصبنا فمن الله وإن أخطأنا فمن أنفسنا، فبالله التوفيق ومنه العون والسداد.

# قائمة المراجع

## أولاً: الكتب

- 1- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة الطبعة 01، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004.
- 2- دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010.
- 3- دريد كمال آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمي للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2009.
- 4- الراوي خالد، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 5- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 6- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة 01، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011.
- 7- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة 01، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

## ثانياً: مذكرات

- 1- بشار الشعرائي، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير، (غير منشورة)، قسم المصارف و التأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015.
- 2- بن عيسى إلهام، بن زايد خيرة، تأثير سلوك المستثمر على عوائد الأصول المالية في البورصات العربية (الكويت، عمان، والمغرب خلال الفترة 2015-2017، مذكره لنيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، تخصص نقود، بنوك، ومالية دولية، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب، الجزائر، 2016-2017.
- 3- حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009، مذكرة ماجستير، (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
- 4- صديقي صفية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مذكرة ماجستير، (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
- 5- عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق ا

لأوراق المالية الناشئة- دراسة حالة سوق الأسهم السعودي- قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، الجزائر، 2015-2016.

6- Clotilde Wetzler , " **La finance comportemental**", master II DJCE **jjuriste d'affaires** ,université paris II pantheon assas, 2008-2009.

### ثالثا: المجلات والمقالات

1- بن الضب علي، بلقاسم حليلة، نموذج توازن الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة الأبحاث الاقتصادية والإدارية، العدد 18، 2015.

2- جماز عبد الله السميحي، سوق الأسهم السعودي- مسيرة حافلة بالتطوير والا نجازات، مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، هيئة السوق المالية، العدد 02، 2002.

3- ميثم ربيع هادي، علي أحمد فارس، من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية: دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 10، العدد 40، بدون سنة نشر.

4- نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، المجلد 15، العدد، 02، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، 2018.

5- Marie-Hélène Broihanne, Maxime Merli, Patrick Roger, " **Théorie comportementale du portefeuille**" Interets et limites, In: Revue économique, Février, 2006, Vol 57

6- O.Bourachnikova, **La théorie comportementale du portefeuille et l'équilibre du marché**, Working paper, Juillet ,

7- Jaques Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : Les grands Auteurs en finance, Collection Dirigée par M.Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003.

8- Jonathan Berk et Peter Demarzo, **Finance d'entreprise**, Traduit de l'anglais par Thomas Baron et autres, Pearson Educations, Paris, 2008.

9- Edwin J, Elton & Martin J, Gruber, **Modern Portfolio Theory And Investment Analysis**, fifth edition, John Wiley & Sons, INC,

1995.

- 10- Dedek Oldrich, **Portfolio Theory and Investment Management**, Institute of Economic Studies, Charles University, 2009.

رابعاً: التظاهرات العلمية ( المؤتمرات , الملتقيات , الأيام الدراسية )

1- عبد الله محمد المالكي، سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي في المملكة العربية السعودية ، ورقة بحث مقدمة خلال اللقاء الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، تحت عنوان، " السوق المالية السعودية الواقع المأمول " الرياض، 15 نوفمبر 2005.

2- محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، (بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2003.

- 3- Pierre Ramage, **Finance de marché**, Edition d'Organisation, Paris, 2002-29, Roland Gillet et Ariane SZAFARZ, **Marchés financiers et anticipations rationnelles**, In **Reflets et Perspectives**, Février 2004.

خامساً: التقارير

1- سوق الأسهم السعودية، تداول، (التقرير السنوي لسوق الأسهم السعودية، المملكة العربية السعودية، 2002.

سادساً: محاضرات

2- سامية فقير، **محاضرات في تسيير المحتفظ الاستثمارية**، موجهة لطلبة السنة الأولى ولي دكتوراه ل.م.د، جامعة أحمد - بوقرة بومرداس، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، 2017-2018.

سابعاً: الانترنت

- 1- Hélène Rainelli-Le Montagner, **Des marchés et des hommes**,

In : <http://www.institut-europlace.com/files/doc/doc898966.doc>

2- <http://www.tdwl.net/vb/showthread.php?t=24368>

- 3- <https://sa.investing.com>

# الفهرس

## الفهرس:

| الصفحة | العنوان                                              |
|--------|------------------------------------------------------|
| .I     | الإهداء                                              |
| .II    | شكر وعرفان                                           |
| .III   | الملخص                                               |
| .IV    | فهرس المحتويات                                       |
| .V     | فهرس الجداول                                         |
| .VI    | فهرس الأشكال                                         |
| .VII   | قائمة الملاحق                                        |
| أ-ب    | مقدمة                                                |
| 01     | الفصل الأول: الأدبيات النظرية                        |
| 02     | تمهيد الفصل الأول                                    |
| 03     | المبحث الأول: الإطار النظري للنظرية المالية السلوكية |
| 03     | المطلب الأول: مفهوم و نشأة النظرية المالية السلوكية  |
| 03     | الفرع الأول: مفهوم النظرية المالية السلوكية          |
| 04     | الفرع الثاني: نشأة النظرية المالية السلوكية          |
| 05     | المطلب الثاني: نماذج النظرية المالية السلوكية        |
| 05     | الفرع الأول: أعمال "روي"                             |
| 06     | الفرع الثاني: نموذج أرزاك- باو                       |
| 06     | الفرع الثالث: نموذج "شيفرين" و "ستايتمن"             |

|    |                                                                             |
|----|-----------------------------------------------------------------------------|
| 07 | المطلب الثالث: مقومات و أسس النظرية المالية السلوكية                        |
| 07 | الفرع الأول: السلامة أولا                                                   |
| 08 | الفرع الثاني: الم-وضوعية الاحتم-الات تشوي-ه                                 |
| 09 | الفرع الثالث: الحساب العقلي                                                 |
| 09 | المطلب الرابع: فرضيات النظرية المالية السلوكية                              |
| 09 | الفرع الأول: المستثمرون غير عقلانيون                                        |
| 10 | الفرع الثاني: محدودية آلية التحكيم                                          |
| 11 | <b>المبحث الثاني: الأدبيات النظرية للمحفظة المالية</b>                      |
| 11 | المطلب الأول: مفهوم و نشأة المحفظة المالية                                  |
| 11 | الفرع الأول: مفهوم المحفظة المالية                                          |
| 13 | الفرع ثاني: نشأة المحفظة المالية :                                          |
| 13 | المطلب الثاني: نماذج المحفظة المالية وطرق التنويع فيها                      |
| 13 | الفرع الأول: نماذج المحفظة المالية                                          |
| 17 | الفرع الثاني: التنويع في المحفظة المالية                                    |
| 19 | المطلب الثالث: بناء وتسيير المحفظة المالية                                  |
| 19 | الفرع الأول: بناء المحفظة المالية                                           |
| 24 | الفرع الثاني: تسيير المحفظة المالية                                         |
| 28 | <b>المبحث الثالث: الدراسات السابقة</b>                                      |
| 28 | <b>المطلب الأول الدراسات العربية التي تتحدث عن النظرية المالية السلوكية</b> |
| 32 | <b>المطلب الثاني: الدراسات العربية التي تتحدث عن المحفظة المالية</b>        |

|    |                                                                                   |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 37 | المطلب الثالث: الدراسات التي تتحدث عن النظرية المالية السلوكية<br>المحفظة المالية |
| 40 | المطلب الرابع الدراسات الأجنبية                                                   |
| 42 | خلاصة الفصل الأول                                                                 |
| 43 | الفصل الثاني: التطبيق دراسة حالة لسوق المالي السعودي "بورصة<br>السعودية"          |
| 44 | تمهيد                                                                             |
| 45 | المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة السعودية                                       |
| 45 | المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة السعودية والأدوات السائدة فيها                     |
| 45 | الفرع الأول: نبذة تاريخية عن بورصة السعودية                                       |
| 49 | الفرع الثاني: الأدوات السائدة في بورصة السعودية                                   |
| 50 | المطلب الثاني: الإطار التشريعي واللوائح التنفيذية في بورصة السعودية               |
| 50 | الفرع الأول: نظام السوق المالية                                                   |
| 50 | الفرع الثاني: اللوائح التنفيذية لبورصة السعودية                                   |
| 51 | الفرع الثالث: إطار التنظيم لبورصة السعودية:                                       |
| 52 | المطلب الثالث: تطور أداء السوق (أهم المؤشرات)                                     |
| 52 | الفرع الأول: المؤشر العام لبورصة السعودية                                         |
| 53 | الفرع الثاني: حساب المؤشر العام لبورصة السعودية                                   |
| 54 | الفرع الثالث: خصائص المؤشر العام لبورصة السعودية                                  |
| 54 | المطلب الرابع: نظام التداول الإلكتروني في بورصة السعودية                          |
| 56 | المبحث الثاني: عرض الدراسة التطبيقية وتحليل النتائج                               |
| 64 | خلاصة الفصل الثاني                                                                |

|     |               |
|-----|---------------|
| 66  | خاتمة         |
| 69  | قائمة المراجع |
| 151 | الفهرس        |