جامعة قاصـدي مرباح ورقلـة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان :العلوم اقتصادية،علوم التسيير وعلوم تجارية
الشعبة:علوم مالية ومحاسبية
التخصص: تقنيات الكمية في المالية

من إعداد الطالبة: دلال صديقي

بعنوان:

أثر مخطر سعر الفائدةعلى أداء محفظه الأوراق المالية

حالة بورصة الكويت للفترة :2014-2016

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2017/05/14

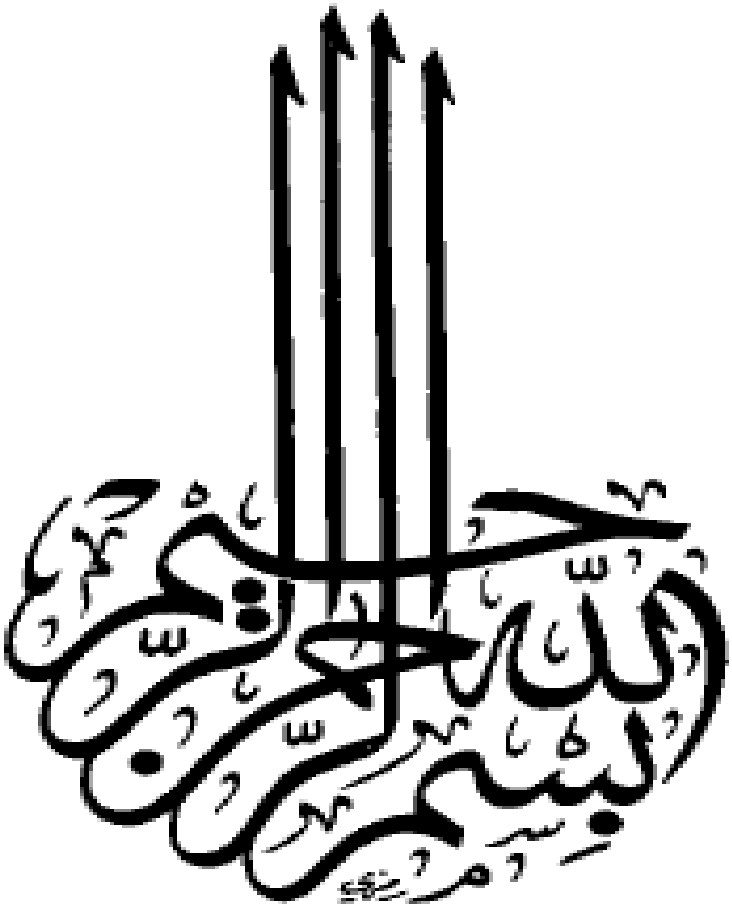
أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ /بضياف عبد الباقي (أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور / شماخي بوبكر (أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور بوغزالة عبد الكريم/ (أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية :2017/2016


بسم الله الرحمن الرحيم

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما، اللذين أدين لهما بكل الامتنان و الشكر و العرفان.

إلى كل أفراد عائلتي وإخواني دون إستثناء.

إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد لإتمام هذا العمل

إلى كل هؤلاء ، أهدي هذا العمل و أرجو من الله العلي القدير أن يوفقنا لما فيه خيرنا و صلاح أمرنا وإستقامة نهجنا أنه قريب مجيب الدعاء.

دلال

شكر وعرفان

" رب أوزِعني أن أشكُر نعمتك الَّتي أنعمت عَلي وعَلى والدي وَأنْ أعمل

صالحا ترضاه وَأدخلْني برحمتك في عبادك الصالحين "

الحمد الله رب العالمين، الهادي إلى سبيل الرشاد الذي أمدني بالصبر والعزيمة ووفقني لإنجاز هذه المذكرة، والصلاة والسلام على معلم البشر سيدنا محمد صلى علية الله وسلم

وعلى آله وصحبه أجمعين، أما بعد...

أتوجه بالشكر الجزيل والتقدير والعرفان الجميل إلى:

أستاذي الكريم / بوبكر شماخي على تفضله الإشراف
على هذا البحث، وعلى التوجيهات والنصائح والتشجيع من أجل إتمامه.

الذي لم يبخل علينا لا بوقته و لا بأفكاره ولاتوجيهاته السديدة لإثراء هذه الدراسة

و الشكر موصول إلى كل أعضاء لجنة المناقشة، الذين سأنال شرف مناقشتهم لهذه الدراسة،

فلهم مني كل الشكر والعرفان على مجمل نصائحهم وتوجيهاتهم

وإلى كل من ساهم في إنجاز هذه المذكرة من قريبٍ أو بعيد

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير المتغير المستقل(خطر سعر الفائدة)على المتغير التابع (أداء محفظة الأوراق المالية)، وقد أشتملت عينية الدراسة على20شركة مدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016،موزعة على خمسة قطاعات هي:قطاع الإستثمار،قطاع الخدمات ،قطاع العقار ،قطاع التأمين،قطاع البنوك،وقد تم تشكيل سلاسل زمنية لأسعار لمجموعة من المحافظ،وقياس أداءها وفق لمقايس شارب ،ترينور،جونسون،وللإجابة على الإشكالية الدراسة تم إخضاع هذه السلاسل لإختبارت الإستقرارية، إختبار التكامل المتزامن وإختبار السببية لجرانجر.وقد إستعنا بالحزمة المكتبية والبرنامج الإحصائي في الدراسة القياسية (Eviews9).

توصلت الدراسة إلى أن تشكيل المحافظ أدى إلى تحقيق عائد مرتفع مع تقليل مستوى المخاطرة،وأنه لاتوجد علاقة طويلة الأجل بين أسعار المحافظ المالية واسعار الفائدة في بورصة الكويت،كما أن سعر الفائدة لا يسبب سعر المحفظة وسعر المحفظة لا يسبب سعر الفائدة وهو ما يعني عدم وجود علاقة سببية في أي الإتجاهين.

الكلمات المفتاحية: محفظة الأوراق المالية؛ خطر سعر الفائدة ؛ التكامل المتزامن وسببية جرانجر.

Abstract:

The study aimed to determine the effect of the idependet vaible (intrest rate risk)on the dependent variable (perfomace of portfolio).

The study sample included 20companies listed on the Kuwait Exchange during period from 2014 to 2016.Distribute over five sectors the formation of chains for a group of conservative based on the formulation of the model as matter of quadratic programming.

And measure their performance accrding to Model Sharpe Trynor Jensen to answer the problem of the study were subjected to test of these chains Unit root test,joint integration test,Granger causality,

Has used the office pakage statistic program used in the standard female students (Eviews9).

The study has found that in the formation of the conservative led to achieve a high retum while reducing the level of risk And that there are no long-tem relationship between the prices of portfolio and interest rates in the Kuwaitse stock Exchange as the interet rete that does not cause the price of the portfolio,and the price of the portfolio does not cause interest rate ,which mens there is no causal relationship in the direction where.

Keyword:

Portfolio securities,Interest rate risk,co-integration and Granger causality.

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات	الصفحة
إهداء	III
الشكر	IV
الملخص	V
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال البيانية	IX
قائمة الملاحق	X
قائمة الإختصارات والرموز	XI
المقدمة	ا
الفصل الأول : الأدبيات النظرية للأداء حافظه الاوراق الماليه ومخطر سعر الفائده	ب
تمهيد	2
المبحث الأول: الأدبيات النظرية لمخطر سعر الفائده والمحفظه الأوراق الماليه	3
المبحث الثاني : الدراسات السابقة	21
خلاصة الفصل	25
الفصل الثاني : الدراسة القياسية لأثر مخطر سعر الفائده على أداء حافظه الأوراق الماليه في سوق الكويت	26
تمهيد	27
المبحث الأول : الطريقة والأدوات	28
المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها	33
خلاصة الفصل	57
خاتمة	58
قائمة المصادر والمراجع	61
الملاحق	64
الفهرس	94

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	خطر سعر الفائدة في الحالة الحاضرة	17
(2-1)	خطر سعر الفائدة في الحالة المستقبلية	18
(1-2)	عينة الدراسة	31-30
(2-2)	الخصائص المالية لجميع شركات عينية الدراسة	35-34
(3-2)	تشكيلة المحافظ المختارة لكل قطاع	35
(4-2)	العوائد الشهرية لقطاعات الخمسة	36
(5-2)	حل النموذج التربيعي للمحافظ	39
(6-2)	تقيم أداء المحافظ وفقا لمقاييس شارب،ترينور،جونسون	40
(7-2)	النتائج الإحصائية للسلاسل الزمنية محل الدراسة	41-40
(8-2)	نتائج الإختبارات التوزيع الطبيعي Normatlity Tests	41
(9-2)	نتائج فرضيات التوزيع الطبيعي Normality Tests	41
(10-2)	نتائج إختبار ADF،PPلسلسلة الأصلية لأسعار محفظة قطاع الإستثمار	42
(11-2)	نتائج إختبار ADF،PPلسلسلة الأصلية لأسعار محفظة قطاع العقار	42
(12-2)	نتائج إختبار ADF،PPلسلسلة الأصلية لأسعار محفظة قطاع الخدمات	43
(13-2)	نتائج إختبار ADF،PPلسلسلة الأصلية لأسعار محفظة قطاع التأمين	43
(14-2)	نتائج إختبار ADF،PPلسلسلة الأصلية لأسعار محفظة قطاع البنوك	43
(15-2)	نتائج إختبار ADF،PPلسلسلة الأصلية لأسعار محفظة المثلى	44
(16-2)	نتائج إختبار ADF،PPلسلسلة الأصلية لأسعار الفائدة	44
(17-2)	نتائج إختبار ADF،PP للمفاضلة لسلسلة أسعار محفظة قطاع الإستثمار	45
(18-2)	نتائج إختبار ADF،PP للمفاضلة لسلسلة أسعار محفظة قطاع العقار	45
(19-2)	نتائج إختبار ADF،PP للمفاضلة لسلسلة أسعار محفظة قطاع الخدمات	45
(20-2)	نتائج إختبار ADF،PP للمفاضلة لسلسلة أسعار محفظة قطاع التأمين	46
(21-2)	نتائج إختبار ADF،PP للمفاضلة لسلسلة أسعار محفظة قطاع البنوك	46
(22-2)	نتائج إختبار ADF،PP للمفاضلة لسلسلة أسعار محفظة المثلى	47
(23-2)	نتائج إختبار ADF،PP للمفاضلة لسلسلة أسعار الفائدة	47
(24-2)	المشاهدات الجديدة لسلاسل المحولة	49-48

(2-25)	نتائج حساب معياري (AIC-SC) لكل سلسلة	50
(2-26)	نتائج إختبار السببية لجرانجر ومدى إستجابة أسعار المحافظ المالية لتغير أسعار الفائدة	52-51

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	مكونات وخطوات بناء المحفظة الماليه	5
(2-1)	النظريات المفسرة لسعر الفائدة	15
(3-1)	تغطية خطر سعر الفائدة بإستخدام عقود المبادلات	20
(2-2)	العوائد الشهرية لقطاع الإستثمار	37
(3-2)	العوائد الشهرية لقطاع العقار	37
(4-2)	العوائد الشهرية لقطاع الخدمات	37
(5-2)	العوائد الشهرية لقطاع البنوك	38
(6-2)	التمثيل البياني لسلاسل الزمنية المحولة	49

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
1	أسعار إقفال شركات عينية الدراسة	65
2	مصفوفة الإرتباط لمحفظة قطاع الإستثمار	68
3	مصفوفة الإرتباط لمحفظة قطاع العقار	68
4	مصفوفة الإرتباط لمحفظة قطاع الخدمات	68
5	مصفوفة الإرتباط لمحفظة قطاع البنوك	69
6	الخصائص الإحصائية لسلاسل الزمنية محل الدراسة	70
7	مصفوفة التباين والتباين المشترك لشركات عينية الدراسة	72
8	العوائد الشهرية لقطاعات الدراسة	75
9	إختبار إستقرارية السلاسل الأصلية لإختبارADF لقطاعات عينية الدراسة	77
10	إختبار إستقرارية السلاسل المحولة لإختبار ADFلقطاعات عينية الدراسة	82
11	إختبار إستقرارية السلاسل الاصلية لإختبار PPلقطاعات عينية الدراسة	87
12	إختبارإستقرارية السلاسل المحولة لإختبار PP لقطاعات عينية الدراسة	93
13	نتائج إختبار التكامل المتزامن بين سلاسل المحافظ وسلسلة أسعار الفائدة	99

المقدمة

أ-توطئة:

ان الهدف الاساسي 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 اساسها يتم اختبار الاستثمار المناسب ،وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة فلا يخلوا اي مشروع من عنصر المخاطرة.

فالمستثمر في هذه الاسواق المالية يواجه مخاطر الاستثمار التي تنقسم بشكل عام الى نوعين مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة ،فالمخاطر المنتظمة منها ظروف التضخم ومعادلات الفائدة وهذا الاخير هو عبارة عن مخاطر الناتجة عن احتمال حد وث اختلاف بين العوائد المتوقعة ومعادلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في الاسعار الفائدة السوقية خلال مدة الاستثمارية ، فالمحافظ المالية تتاثر جميعها بهذا العامل بنفس الاتجاه ولكن بدرجات متفاوتة،والمستثمر في اغلب الاحيان عند اقدامه للاستثمار في الاوراق المالية يقارن بين سعر الفائدة الذي يمكن الحصول عليه من امواله بشكل وديعة مصرفية وبين عائد استخدام هذه الاموال بالاستثمار في شراء الاوراق المالية في هذه الاسواق.

ان تعدد الاختبارات بين مختلف الاوراق المالية نتج عنه الكثير من النظريات والنمادج، وعلى راسها نظرية العا لم الامريكي هاري ماركوفيتز سنة 1952،والتي تعد بحق بمثابة ثورة فكرية في عا لم التمويل والاستثمار،حيث طرحت فكرة ربط العائد بالمخاطرة وتشتيت هذه المخاطرة للتقليل من احتمال حدوثها،وقياسها وفق مجموعة من الاساليب الرياضية،حيث يعبر عن العائد المتوقع بالامل الرياضي والمخاطرة بالانحراف المعياري،ويتم التنويع على اساس معامل الارتباط .كما افترض هاري ان المستثمر يمتاز بالرشد ،فهو يختار من بين جميع المحافظ الكفؤة المحفظة المثلى ،والتي يتم التوصل اليها عن طريق البرمجة التربيعية.ونظرا لما تتطلبه ادارة المحفظة المالية من خبرة وكفاءة ومعرفة بقواعد الاستثمار، انطلق من مراقبة اداء المحفظة بانتظام جزء لا يتجزأ من معادلة نجاح الاستثمار ،توصل الباحثين الى مجموعة من المقاييس تمكننا من الحكم على أداءها.

ومما لا شك فيه ، ان أي نشاط مالي يخضع لمتغيرات غير متوقعة، لعل ابرزها سعر الفائدة، نظرا لارتباطه بدرجة وثيقة جدا بمعظم –إن لم يكن بجميع– أدوات التعامل في الاسواق المالية والنقدية، حيث يؤدي ارتفاع أو انخفاض هذا الاخير إلى خسائر فادحة بالنسبة للمستسثمرين ،تعرف بخطر سعر الفائدة،فتتأثر محافظهم جميعا بهذا العامل بنفس الاتجاه ولكن بدرجات متفاوتة.كما ان المستثمر قد يقوم بالاقتراض من المصرف، واستخدام الاموال المقترضة في شراء الاوراق المالية،مما ينتج عنه مخاطر احتمال حدوث اختلاف بين العوائد المتوقعة والمعدلات العائد الفعلية،بسبب حدوث تغير في اسعار الفائدة السوقيه خلال فتره الاستثمار .

لذلك فإن تحديد معدل الفائده المناسب للإستثمار يعتبر من أبرز التحديات التي تواجه المستثمر في إداره المحفظه الماليه.

ب _ الإشكالية الرئيسية :

بناءا على ما سبق يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية كالتالي:

ما مدى تغيرات سعر الفائده على أداء محفظه الأوراق الماليه في بورصه الكويت خلال الفترة 2016/2014؟

و تتفرع تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية :

1- هل توجد علاقة مباشرة بين الاسعار الفائدة والمحفظة المالية في بورصة الكويت؟

2- هل تقلبات اسعار الفائدة تعتبر العامل الوحيد المؤثر على اسعار الاوراق المالية؟

3-هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الاوراق المالية؟

ت _فرضيات البحث :

على ضوء ما تم طرحه من أسئلة حول موضوع البحث، وأملا في تحقيق أهداف البحث، يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات التي نسعى لإختبارها وهي على النحو التالي :

1- وجود علاقة طويلة الاجل بين اسعار الفائدة وعوائد المحافظ المالية؛

2-الإستثمار في السوق المالية يتوقف على قدرة المستثمر عل التحليل والتنبؤ وتوفير المعلومات لإتخاد القرار المناسب ؛

3-نعم توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير مخطر سعر الفائدة على محفظة الأوراق المالية؛

ث _ مبررات اختيار الموضوع :

إن اختيار موضوع البحث له أسباب موضوعية ، وهي كالتالي:

- الإهتمام المتزايد بموضوع الدراسة من قبل المستثمرين والمساهمين ؛
- موضوع البحث يخدم مجال التخصص (مالية كمية) ؛
- الميول الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع، وكذلك الرغبة في التحكم في التقنيات القياسية والإحصائية؛

ج – أهداف الدراسة :

ومن هنا تهدف هذه الدراسة إلى:

- – نحاول في هذه الدراسة التعرف على السوق الكويت المالي
- شرح مفهوم تغير سعر الفائدة واليات تاثيره على المحافظ المالية في السوق المالي
- تقييم اداء المحافظ المالية انطلاق من مجموعة من مقاييس شارب جونس تورينو
- تحليل أداء سوق الكويت

ح _ أهمية الدراسة :

تنبع أهمية الدراسة من أهمية العملية الإستثمارية في حد ذاتها، إذ أن القرار الإستثماري في العادة يقوم على أساس المبادلة ما بين العائد والمخاطرة من جهة،فإنه يعتبر سوق عمان المالي مؤشر للحالة الاقتصادية،فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين الاستثمار بالاوراق المالية الاكثر ربحا.

معرفة المنهج المتبع في الاستراتجية بناء المحافظ المالية وابراز هذا المنهج في مواجهة خطر تقلبات سعر الفائدة

خ _ حدود الدراسة :

تسعى هذه الدراسة إلى ترشيد سوق الكويت المالي ،بكل جوانبه التنظيمية والهيكلية، أي إستعمال الطرق الكمية والإحصائية، فتمثلت حدود الدراسة المكانية لعينة من شركات جميع قطاعات بورصة الكويت للأوراق المالية،بإعتماد على سلسلة لأسعار الفائدة سنطرق اليها لاحق، في حين تتمثل الحدود الزمنية في الفترة الممتدة من 2014إلى غاية 2016.

د _ منهج البحث والأدوات المستخدمة :

قصد دراسة هذا الموضوع للإجابة على الإشكالية المطروحة وإختبار فرضياته والبحث في جوانبه المختلفة والحصول على نتائج وإعطاء تفسيرات إستخدمنا المنهج الوصفي التحليلي، من خلال دراسة الإطار النظري لسعر الفائدة وأهم نسب قياسه وكذلك أداء محفظة الأوراق المالية، وأهم الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع، ثم بعد ذلك إستخدمنا المنهج القياسي أي دراسة الحالة لقياس أثر مخطر تقلب سعر الفائدة (مقاس بمجموعة من المقاييس) على أداء محفظة الاوراق المالية حالة بورصة الكويت، وذلك بتطبيق أدوات الإقتصاد القياسي المتمثلة في تحليل نموذج السببية غرانجر وإختيار التكامل المتزامن لقياس مدى إستقرارية السلاسل الزمنية لأسعار محفظة الأوراق المالية ،والبحث عن العلاقة الموجودة بين اسعار الفائدة ومحفظة الأوراق الماليةفي البورصة المدروسة، وللإجابة على الإشكالية المطروحة ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الإعتماد على المنهج الوصفي لتناول الجانب النظري للموضوع، أما في الجانب التطبيقي فقد تم إستخدام دراسة قياسية بإستعمال نموذج غرانجر لتحليل النتائج المتحصل عليها من خلال إستخدام البرامج الإحصائية ExceL و Eviews 9 .

ذ _ صعوبات البحث :

- صعوبة جمع المعطيات و تلخيصها من الموقع الإلكتروني للبورصة محل الدراسة؛

-صعوبة حصر فرضيات الدراسة .

ر _ هيكل البحث :

للإجابة على إشكالية الدراسة، ولتحقيق أهدافها مع المحافظة على الإلتزام بطريقة IMRAD، إقتضت الضرورة تناول الموضوع في فصلين إثنين، سبقتهم مقدمة عامة لتنتهي الدراسة بخاتمة عامة.

تناولنا في **الفصل الأول** منه للأدبيات النظرية والتطبيقية لمخطر سعر الفائدة وأداء محفظة الأوراق المالية مبحثين، خصص الأول لمفهوم محفظة الأوراق المالية ،أهم نماذج القياس وتقييم الأداء، وإلى مفهوم مخطر سعر الفائدة، وطرق قياسه و علاقته بأداء محفظة الأوراق المالية.

وتطرقنا في المبحث الثاني إلى بعض الدراسات السابقة التي عنيت بموضوعي مخطر سعر الفائدة وأداء محفظة الأوراق المالية، وبعد ذلك أجرينا مقارنة بين الدراسة الحالية وتلك الدراسات السابقة.

بينما تناولنا **في الفصل الثاني** القياس الاقتصادي تأثير مخطر تقلب سعر الفائدة ،بإستخدام نماذج السلاسل الزمنية على عينة تتكون من 15شركة موزعة على كافة قطاعات بورصة أالكويت خلال الفترة من عام 2014حتى عام 2016، ففي بداية الفصل تم التعريف بالإطار القياسي المتبع في التحليل، ومنه دراسة وعرض النتائج المتوصل إليها ومناقشتها.

وفي الأخير توج هذا العمل بخاتمة عامة تضمنت النتائج المتوصل إليها، كما حاولنا إثبات صحة أو نفي فرضيات الدراسة ثم تقديم مجموعة من الإقتراحات والتوصيات.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية و التطبيقية لأثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة

تمهيد:

يعتبر مخطر سعر الفائدة من بين الظواهر المالية المهمة، خاصة في علاقته وتأثيره على أداء المحافظ الأوراق المالية، لذا يعد موضوع تقييم العلاقة بين مخطر سعر الفائدة والعائد في محفظة الأوراق المالية في الشركات من المواضيع الأكثر تعقيدا وصعوبة التي تفرض على المستثمر للشركة التعامل معهابدقة وذلك بسبب تعدد أهداف وطرق حسابها، التي يتوقف عليها العديد من القرارات الاستثمارية التي تتعلق بقياس عائد والمخاطرة في الأوراق المالية.

لذلك يعتبر موضوع مخطر سعر الفائدة وأثره على أداء محفظة الأوراق المالية أحد المواضيع التي شغل بال المسيرين والباحثين على حد سواء، نظرا لأهميته إما على المستوى الكلي أو الجزئي، بإعتباره يعكس النتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط، وهو يعتبر واحد من المواضيع التي لم تلقى اتفاقا عاما حول تقديم مقياس محدد لمخطر سعر الفائدو وأثره على المحفظة المالية، نتيجة إختلاف المعايير والمقاييس المطبقة في دراسته وقياسه .

وبهذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول حول الإطار العام لمخطر سعر الفائدة واداء محفظة الأوراق المالية وفي المبحث الثاني تناولنا الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع وهذا من خلال النقاط التالية:

- مفهوم مخطر سعر الفائدة؛

-أشكال وطرق التغطية لمخطر سعر الفائدة؛

-قياس عوائد ومخاطرة محفظة الأوراق المالية؛

-العلاقة بين مخطر سعر الفائدة واداء محفظة الاوراق المالية؛

المبحث الأول: الأدبيات النظرية

تعتبر المفاهيم الأساسية الخاصة بموضوعي مخطر سعر الفائدة وأداء محفظة الأوراق المالية من بين أهم المواضيع التي نالت إهتمام الاقتصاديين وصناع القرار، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث من خلال التعرف على الإطار المفاهيمي المتعلق بأداء محفظة الأوراق المالية ومخطر سعر الفائدة.

المطلب الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية

قبل التطرق إلى مفهوم محفظة الأوراق المالية ،يجدرالإشارة أن المحفظة الإستثمارية أوسع مفهوم منها.

الفرع الأول :المحفظة المالية هناك عدة تعاريف للمحفظة المالية نوجز منهامايلي:

1-تعريف المحفظة المالية

-المحفظة المالية هي عبارة عن اداة مركبة من أدوات الاستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة.[1]

-وتعرف كذلك المحفظة على أنها الوعاء الذي يحتوى على مجموعة الاصول ويمكن ان تكون قيمة هذه الأصول بألاف أو الملايين أو المليارات،ومن الممكن أن تكون المحفظة على مستوى فرد أو مجموعة من الافراد أو ملك للمنشأة.

باختصارهي"كل مايملكه الفرد من أصول مالية من أجل تنمية قيمتها"[2]

-المحفظة الاستثمارية:تعبير يطلق على مجموعة الاصول المختلفة التي يملكها الفرد،سواء كانت تلك الأصول تمثل عقارات وأراضي ،أو أسهم وسندات،أوأية أصول أخرى كالذهب والسلع المختلفة، وهذا مفهوم موسع للمحافظ الأستثمارية[3]

ومن خلال هاتيه التعاريف نستنتج ان المحفظة الاستثمارية يمكن ان تكون:

- محفظة تختص في الاصول المالية كالاسهم والسندات والعملات الاجنبية وشهادات الايداع.
- محفظة تختص في الاصول الحقيقية كالذهب والفضة (المعادن ثمينة)
- محفظة مختلطة باصول المالية والاصول الحقيقية

وسيكون التركيز على المحفظة ذات الاصول المالية لذلك سميت بالمحافظ المالية وهي مصب اهتمامنا في هذا البحث

2-أهداف بناء المحافظ

توجد عدة اهداف التي تدفع بالمستثمرين للانشاء محفظة مالية بدلا من الاستثمار المنفرد نذكر منها:

[1]ناظم محمد نوري الشمري وطاهر فاضل البياتي،**اساسيات الاستثمار العيني والمالي**،دار وائل للنشر والطباعة،عمان،1990،ص261
[2]غازي فلاح المومني،**ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**،دار المناهج للنشر والتوزيع،عمان،الاردن،2009،ص18،17
[3]خالد احمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي،**مدخل الى الاسواق المالية**،دار الأيام للنشر والتوزيع،عمان،ط2013،ص25

– المحافظة على راس المال،وهو الهدف الرئيسي؛

– تحقيق مستوى مقبول من السيولة؛

–تنمية رأس المال؛

3–أنواع المحافظ المالية وسياسات تسيرها

بناء على الأهداف الرئيسية للمحافظ يمكن تقسيم المحافظ الى الانواع التالية:

3–1:محفظة الدخل:وهي المحفظة التي تهدف الى تحقيق أعلى دخل للمستثمر بقليل من المخاطرة(مستوى مخاطرة اقل مايمكن)اي توفر دخلا مستقر نسبيا،ولكن يتحصل المستثمرعلى هذه المحفظة فلا بد له يتبنا السياسة المتحفظة الدفاعية وغالبا يتم الاعتماد على السندات في تشكيلها لضمان استقرارية الدخل.

3–2محفظة النمو:وهي المحفظة التي تهتم في اسهم الشركات النامية،وهي عبارة عن الشركات التي تنمو ارباحها وتزداد سنة بعد سنة.أي تحقق اعلى عائد ممكن عن مستوى مخاطرة مقبولة بمعنى ترتكز على مدى مدخل النمو العائد الناجم في نمو التوزيعات فضلا عن نمو القيمة الرأسمالية لقيمة الورقة المالية ذاتها.ولكي يتحصل المستثمرعلى هذه المحفظة فلا بد له أن يتبنى السياسة الهجومية،وغالبا يتم الاعتماد على الاسهم النامية في تشكيلها لانها تحمل مخاطر عالية وهذا الضمان رفع مستوى العائد أكبر قدر ممكن.

3–3:محفظة المختلطة:وهي المحفظة الجامعة بين تحقيق دخل مستقر نسبيا وما بين النمو العائد المتولد عن الاستثمار للمحفظة،وهنا يجد المستثمر نفسه أمام اختيار التوليفات من الاوراق المالية ذات المخاطر المتنوعة،ولكي يتحصل على هذه المحفظة يجب عليه أن يتبنى السياسة المتوازنة،ويتم تشكيلها من مزيج أو خليط للأوراق المالية.[1]

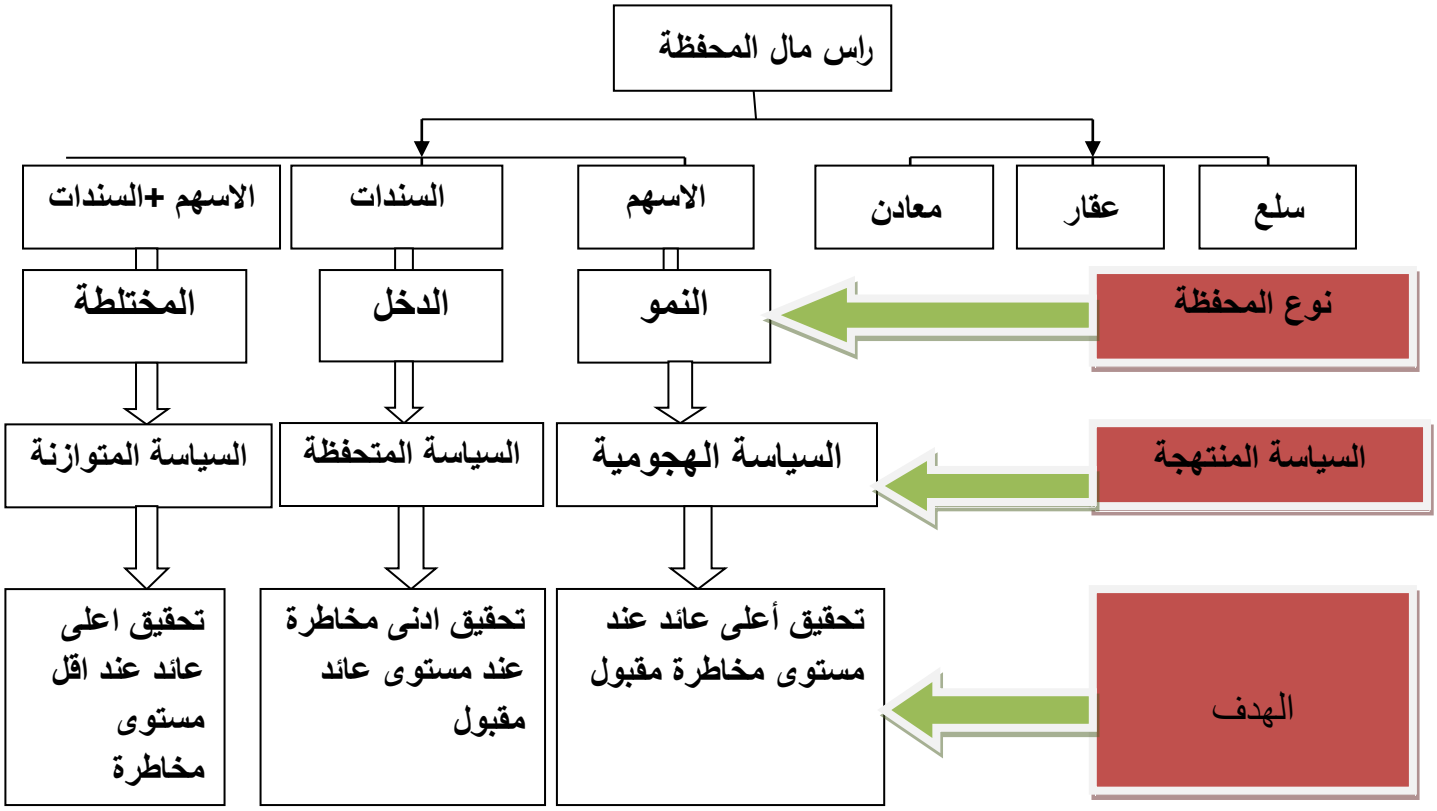
وجميع أنواع المحافظ الأستثمارية تتلخص أدوات استثمارها على الأسهم والسندات

- الأسهم:هي عبارة عن ورقة مالية تثبت لحاملها جزء من رأس مال المؤسسة،مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن هذه الورقة.[2]
- السندات:هي عبارة عن عقد أو اداة دين،طويلة الأجل تصدرها الشركات أو الحكومات،تتميز بالتاريخ أستحقاق معين ومعدل فائدة محدد[3]

[1] غازي فلاح المومني،مرجع سابق ذكره،ص25،24،23،22
[2] الطاهر لطرش،**تقنيات البنوك**،الطبعة سادسة،ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر،2007،ص87
[3] عبد النافع الزرري،غازي فرح، **الأسواق المالية**،الطبعة الأولى،دار وائل عمان،الاردن،2000،ص160

المخطط التالي يوضح:مكونات وخطوات بناء المحفظة المالية

الشكل(1-1)



المصدر:من اعداد الطالبة

الفرع الثاني:قياس عوائد ومخاطر المحفظة.

الاستثمار بالاوراق المالية المتداولة في البورصات يجعل معه العديد من المخاطرة التي يتطلبمن المستثمر إعارتها الكثير من الاهتمام،فالاستثمار بالاسهم والسندات يقدم فرصا كبيرة للمستثمرين لتحقيق الفوائد والمكاسب المناسبة.اي تحقيق عوائد ،وبالمقابل يتعرض الى خسائر ربما تكون غير متوقعة ولهذا يجب عليه ان يضع نصب عينيه المخاطرة جنبا الى جنبا العوائد.

1-تعريف المخاطرة

1-1:تعرف المخاطرة على انها فرصة لتحقيق خسارة مالية،أو هي احتمال اختلاف العوائد المتحققة عن المتوقعة،في اطار الاستثمار بالاوراق المالية[1]

[1]خالد احمد فرحان المشهداني وأخرون،مرجع سابق ذكره،ص35

2-1:المخاطرة في الاستثمار هي درجة عدم تأكد اي درجة عدم انتظام العوائد والخوف من الوقوع خسائر في الاستثمار[1]

وهناك ثلاث سلوكيات أساسية لتفضيل المخاطرة على النحو الاتي:

- **المتجنب للمخاطرة**:المستثمر هنا يرغب بعائد متوقع أكبر للتعويض عند المخاطرة المحتملة.اي تحقيق منفعة حدية متناقصة كلما زاد العائد على الاستثمار.
- **لا يكثرت للمخاطرة**:المستثمر هنا يتسم بالجمود تجاه المخاطرة بمعني ينظر الى التغير في العائد المتوقع مع الرغبة في ثبات المخاطرة
- **الباحث عن المخاطرة**:المستثمر هنا مغامر لا يبدي اهتماما للمخاطرة مادام العائد أكبر ،اي ان اشباع المتحقق من الدينار الثاني من العائد يفوق الدينار الاول،ويقل عن الدينار الثالث وهكذا

2- انواع المخاطرة

تقسم مخاطر الاستثمار بشكل عام الى نوعيين:مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

أ-المخاطر المنتظمة: وهي مخاطر تتجاوز اطار المحفظة المحددة بذاتها الى اطار سوق الاستثمار ذاته،بمعنى أخر انها مخاطر ترتبط بالسوق الوطني المستثمر فيه.اي المخاطر العامة الحاكمة لسوق استثمار[2]وتكون على جميع الأسهم وقد تكون هذه المخاطر.بسبب الظروف الاقتصادية كتغير سعر الفائدة والتضخم او بسبب ظروف أخرى لا يمكن تفاديها[3]

1 :مخاطر تغير معدل الفائدة:اسعار الاسهم لها علاقة مباشرة باسعار الفوائد المصرفية السائدة،فإذا ما ارتفعت الفوائد فإن اسعار الاسهم في السوق تميل الى الإنخفاض[4]وفي حالة ارتفاع معدل الفائدة على السندات سيتوجه جزء من رأس مال المستثمر في الاوراق المالية الأخرى الى سندات مما يقلل الطلب على هذه الأسهم،وهذا بدوره يجعل اسعار الاسهم متدنية الى حد ما[5]

2 :مخاطر التضخم:

التضخم أو ارتفاع الاسعار يؤدي الى تخفيض القوة الشرائية للنقود،اما اذا كانت القوة الشرائية للعملة منخفضة،فذلك ينعكس سلبيا على السندا

3:مخاطر السوق:

مرتبطة هذه المخاطر بمجموعة من العوامل المختلفة كالمضاربة في الأوراق المالية وغيرها ،وهذه المخاطر يتأثر فيها المستثمر وتكون عوائد من الاستثمار غير مستقرة ويمكن تفاديها بواسطة قيام المستثمر في التوقيت السليم للشراء أو البيع[6]

---

[1]غازي فلاح المومني،مرجع سايق ذكره،ص79

[2]حاج موسى منصوري ،**اثر مخطر سعر الفائدة على اداء محفظة الاوراق المالية،دراسة حالة سوق دبي المالي**،مذكرة ماجستير،جامعة قاصدي مرباح،ورقلة2009

[3]غازي فلاح المومني ،مرجع سابق ذكره،ص80

[4]خالد أحمد فرحان المشهداني واخرون،مرجع سابق ذكره ،ص39

[5]غازي فلاح المومني،مرجع سابق ذكره،80

[6]مرجع سابق ،ذكره ص81

ب–المخاطر الغير منتظمة: وهي مخاطر تتعلق بأصل معين أو قطاع أو شركة معينة وتكون مستقلة عن الظروف الإقتصادية حيث يمكن تفاديها[1]

ومن المخاطر المرتبطة بالشركة أو الورقة المالية نجد ذاتها نجد منها

ب–1:مخاطر المرتبطة بإدارة:وتأتي هذه المخاطر من أخطاء الإدارية الشائعة كاسوء التصرف او قرارات خاطئة تنعكس على نشاط الشركة وتحقيق الارباح،وهذا بدوره ينعكس على اسعار اسهم هذه الشركة في سوق الاوراق المالية ،ويعتبر من مخاطر سوء الادارة هي التي تقع داخل الشركة كإضرابات العمال[2]

ب–2:مخاطر ضعف السيولة:وترتبط هذه المخاطر بمدى سهولة التعرف على الورقة المالية والتكلفة المصاحبة لذلك ،والذي تتمثل في الفرق بين السعر الذي يشترى به الورقة والسعر الذي يبيعها به[3]

ب–3:مخاطر عدم الدفع:ينشى هذا النوع نتيجة لعدم قدرة المقترض على دفع الفوائد المستحقة على الدين أوعدم قدرته على الدفع القيمة الاسمية للسند عند الاستحقاق،ويطلق عليه ايضا تسمية خطر الإئتمان[4]

3:أساليب قياس المخاطرة:

3–1:المخاطر النظامية:وتسمى مخاطرالسوق حيث لا يمكن تجنبها فهي نتيجة عن ظواهر عامة،ويعبر عنها بالمعدل الحساسية لكن هذا الأخير لا يمثل خطر السوق وغنما طريقة إستجابة الورقة لهذا الخطر،وعليه فكلما أرتفع بيتا الخاص بالورقة أرتفع كلما ارتفع خطرها النظامي ويعبر بالعلاقة التالية[5]

بالسبة للورقة:

$$\beta = \frac{\Delta R_i}{\Delta R_M} = \frac{\mathrm{COV}\left(R_{i\check{s}} R_{M'}\right)}{\delta^2_{RM}}$$

حيث:

R_i=عائد الورقة

R_M=عائد السوق

δ^2_{RM}=تباين السوق

[1]محاضرات الأستاذ شماخي بوبكر،**مقياس تسيير الحافظة المالية** ،الموسم الجامعي 2017/2016

[2]رستمية أحمد أبو موسى ،**الأسواق المالية والنقدية**،دار النشر،عمان، الاردن،ط2005،1ص140

[3]منير ابراهيم هندي،**الفكر الحديث في الادارة المخاطر**،ج1،الاسكندرية،المعارف لنشر والتوزيع،2000،ص52

[4]عبد المنعم السيد علي،نزار سعد الذين العيسى، **النقود والمصاريف والأسواق المالية**،ط1،دون دار النشر ،الاردن2004،ص104

[5]صفية صديقي،**طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة 2007-2010**،مذكرة ماجستير غير منشورة ،جامعة قاصدي مرباح،ورقلة،2012

-بالنسبة للمحفظة[1]

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{n} Xi\ \beta i$$

2-**المخاطر غير النظامية**:وهو خطر مرتبط بالورقة في حد ذاتها ويمكن تفديه بالتنويع الكفئ،ويعبر عنه بالانحراف المعياري ويكتب رياضيا كمايلي[2]

-بالنسبة للورقة

$$\delta_i^2 = \sum_{J=1}^{m} p_j\left[R_{ij} - E(R_i)\right]$$

حيث :δ_i^2:تباين أو تشتت الورقة،p_i الإحتمال ، R_{ij} عائد الورقة ،$E(R_i)$ العائد المتوقع ،δ_i الإنحراف المعياري

-بالنسبة للمحفظة[3]

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} X_i X_j \sigma_{ij}$$

حيث:σ_P^2 تباين أو تشتت المحفظة ،X الوزن النسبي ، σ الإنحراف المعياري للأوراق المشكلة للمحفظة

4:التنويع ومحفظة الأوراق المالية

يقصد بالتنويع قرار المصرف الخاص بتشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة(سواء محفظة القروض أو الاوراق المالية).ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب على ذلك تأثير على حجم ذلك العائد.هذا وتوجد أسس مختلفة للتنويع أو التشكيل من أهمها تنويع جهة الإصدار وتنويع تواريخ الأستحقاق.

أ-التنويع الساذج:فيقوم التنويع الساذج أسلوب التنويع البسيط على فكرة أساسية،هي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمنتها المحفظة،انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها[4]

[1] Peter Demerzo et Jonthan Berk Finance déntrprise Traduit de lénglais par Thomas Barron et autre person Edcation.paris.2008.P324

[2] عبد الرزاق كبوط،**محاضرة في مقياس النظرية المالية**،للموسم الجامعي 2009-2010

[3] P.Demarzo et Berk.Finance d'entrprise.Op.Cit.p298

[4] مجلة الباحث،**المحفظة الاستثمارية-تكوينها ومخاطرها**،العدد3ص .ص48،37

ويعتمد كذلك التنويع على الحكمة التي تقول"لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة"،وتشير الدراسة المتعلقة بهذا النوع الى ان المحفظة المالية يجب إن لا تقل عن 15 ورقة مالية،ولكن يجب عدم المغالاة في التنويع[1]

ب–تنويع تواريخ الاستحقاق: يعتمد هذا النوع غلب في الاستثمار في السندات وذلك تجنب لخاطر تقلب الاسعار

ج–تنويع ماركوفيتز: ويعتمد على الطريقة العلمية الصحية بتقدير معامل الارتباط والدي يحسب بالعلاقة التالية:

$$r(A,B) = \frac{cov(A,B)}{\delta_A \delta_B} = Cov(A,B) = r(A,B)\delta_A \delta_B$$

حيث $r(A,B)$ الإرتباط بين السهمين AB، $cov(A,B)$ التباين المشترك بين السهمين، $\delta_A \delta_B$ الإنحراف المعياري.

2–تعريف العائد

في عالم اليوم يستحيل فيه التأكد من أي شيء،لا يستطيع المستثمرون مسبقا معرفة معدل العائد الذي سيذره الاستثمار،ومع ذلك فإنهم يستطيعون صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة.عن طريق قياس البيانات التاريخية الموضوعية،فبالنسبة للعائد التاريخي للمحفظة يمكن حسابه من العلاقة:

القيمة السوقية للمحفظة في نهاية الفترة – القيمة السوقية للمحفظة بداية الفترة

2–1:قياس العوائد

تحدد أهم معايير قياس العوائد على النحو التالي:

أولاً:العائد على الاستثمار:

حيث يقيس هذا المعيار قدرة الدينار الواحد من مجموع الاصول وهو الذي يمثل مجموع المبلغ المستثمر من تحقيق أرباح بعد الضريبة حيث يحسب هذا المقياس على النحو التالي:

العائد على الاستثمار=الأرباح الصافية بعد الضريبة/المبلغ المستثمر(مجموع الأصول)

[1] غازي فلاح المومني،مرجع سابق،ص131

ثانياً:العائد على حقوق الملكية:

يدل هذا المقياس على قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة،حيث أن حقوق الملكية تمثل رأس المال المدفوع والمكون من أسهم ممتازة بالأضافة الى الاحتياطات المختلفة مثل الاحتياطي الإجباري والاحتياطي الاختياري والاحتياطات أخرى بالاضافة إلى الارباح المدورة حيث يحسب مقياس معدل العائد على حقوق الملكية،وذلك على النحو التالي:

معدل العائد على حقوق الملكية= صافي الربح بعد الضريبة/حقوق الملكية

ثالثاً:عائد فترة الاحتفاظ:

يعتبر هذا المقياس من افضل المقاييس التي تهم المستثمر الذي لديه محفظة مالية حيث يقيس هذا المعيار العائد المحقق لحامل السهم أو للمستثمر خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية ومن الممكن أن تكون فترة الاحتفاظ سنة أو أكثر من سنة أو أقل من سنة

فإذا كانت فترة الاحتفاظ سنة واحدة يحسب معدل العائد بقترة الاحتفاظ على النحو الاتي:

عوائد فترة الاحتفاظ= الارباح السنوية الموزعة+(سعر بيع السهم –سعر شراء السهم)/سعر شراء السهم[1]

2-2: حساب العائد المتوقع لمحفظة أوراق مالية

أن العائد من إقتناء محفظة ما يتحدد في ضوء العائد المتوقع من الاوراق المالية لهذه المحفظة[2]

ويمثل العائد المتوقع للمحفظة،العائد التوقع لكل مكونة من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمته برأس مال المحفظة[3]

ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية[4]:

ولتكن محفظة Pمكونة من n سهم ولتكن Xi هي نسبة السهم i في هذه المحفظة وبالتالي :

$$1 = \sum_{i=1}^{n} X_i$$

[1]مرجع السابق،75،74،73

[2]غازي فلاح المومني،**ادارة المحافظ الاستثمارية**،ط1،دار الاردن،2002،ص22

[3] أرشد فؤاد التميمي،اسامة عزمي سلام،**الاستثمار بالاوراق المالية تحليل وإدارة**،ط1،عمان ،دار المسيرة،2004،ص199

[4]سامية زيطاري ،**ديناميكية اسواق الاوراق المالية في البلدان الناشئة**:حالة اسواق الاوراق المالية العربية،اطروحة دكتوراه،جامعة الجزائر،2004ص264

ويعرف الدخل المتوقع للمحفظة p بالعلاقة التالية :

$$E(R_p) = \sum_{n=1}^{\infty} X_i E(\mathrm{R_i})$$

وتعني هذه الصيغة أن العائد المتوقع (الدخل) من المحفظة هو عبارة عن المتوسط المرجح بالاوزان للعوائد على الاستثمارات الفردية ، حيث تمثل الاوزان النسب المئوية الموظفة في كل استثمار.[1]

الفرع الثالث:أهم نمادج قياس وتقييم اداء محفظة الأوراق المالية

ان وجود عدة طرق لبناء محفظة الأوراق المالية مع إمكانية توزيع وتنويع أداوتها،حيث تقييم أداء المحفظة أمر ضروري لمراقبة تحسين الأداء الاستثماري،وعلى هذا فيجب تحديد وتطوير المقياس المناسب للعائد والخطر،وفي هذا الصدد توجد عدة مداخل لقياس اداء المحافظ والمفضلة بينها،وسنتطرق إلى أهم ثلاث نمادج لقياس الأداء وهي:

1. مؤشر شارب
2. مؤشر تراينور
3. مؤشر جونسون

بالإضافة غلى المقارنة المؤشرات الثلاث

1-مؤشر شارب:قدم وليام شارب نموذج لقياس أداء المحافظ يقوم على أساس العائد والمخاطرة الكلية عند تقييم أداء المحفظة، أطلق عليه المكأفاة إلى نسبة التقلب في العائد وعليه فإن نموذج شارب يحدد العلاقة بين العائد الإضافي ووحدة المخاطر الكلية ويصاغ المؤشر رياضيا على الشكل التالي :

$$SR = \frac{\mathrm{E_{Rp-rf}}}{\delta_{\mathrm{rp}}}:$$

حيث: $E(R_p)$ تمثل العائد المتوقع للمحفظة، rf تمثل عائد المحفظة بدون خطر $x\delta_{\mathrm{rp}}$ الخطر غير النظامي[2]

تجدر الإشارة إلى ان اسلوب شارب لا يمكن استخدامه الا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الاهداف التشابهة وتخضع لقيود متماثلة كأن تكون هذه المحافظ ذات الاهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة كان تكون هذه المحافظ مكونة من الاسهم فقط او سندات فقط

[1] السيد ابراهيم الدسوقي ،التنويع الامثل لمحفظة اسهم عادية في دولة النامية،مجلة جامعة الملك عبد العزيز ،الإقتصاد والإدارة ،المجلد الثالث،1990،ص65

[2] مسعود عطاب ،**اثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الاوراق المالية،دراسة حالة بورصة نيويوك للأوراق المالية للفترة (2010-2014)"**وهي مذكرة ماستر،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة

كذلك فإن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة ويرى البعض ان المحفظة اساسا تقوم على فكرة التنويع واذا ماتوفر التنويع الجيد داخل المحفظة فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر الخاصة ويتبقى فقط المخاطر المنتظمة والتي والتي من خلال بيتا وليس الانحراف المعياري[1]

2-مؤشر جونسون:

يرتكز تقييم الأداء حسب نموذج"جونسون"على نموذج السوق ونموذج توازن الاصول المالية.حدد جونسون –من خلال نتائجه- علاوة الخطر التي يمكن انتظارها من كل كمحفظة لها مستوى معين من الخطر النظامي،وتمارس سياسة معينة للشراء والاحتفاظ،يترجم ذلك من خلا المعادلة التالية[2]

حيث:

$$Rp_t - \mathrm{Rf_t} = \beta_\mathrm{p}[\mathrm{R_{Mt}} - \mathrm{R_{ft}}] + \varepsilon_\mathrm{pt}$$

$\mathrm{R_{pt}}$:مردودية المحفظة

R_{Mt}:معدل مردودية السوق

R_{ft}:معدل الفائدة للاستثمار بدون خطر

β_p:تقيس الخطر النظامي

ε_pt:متغيرة عشوائية ذات متوسط معدوم

أخذ جونسون بعين الإعتبار امكانية عدم مرور المستقيم $\mathrm{R_P} - \mathrm{Rf}$ بالمبدأ ،أي أن متوسط الأخطاء

قد لا يكون معدوما ووضع:

$$E(\varepsilon_\mathrm{pt}) = \alpha_\mathrm{p}$$

$$\varepsilon_\mathrm{pt} = \alpha_\mathrm{p} + \varepsilon_\mathrm{pt}$$

وبالتالي تصبح المعادلة السابقة:

$$Rp_t - \mathrm{Rf_t} = \alpha_\mathrm{p} + \beta_\mathrm{p}[\mathrm{R_{Mt}} - \mathrm{R_{ft}}] + \bar{\varepsilon}_\mathrm{pt}$$

العلم مع $E(\bar{\varepsilon}_\mathrm{pt}) = 0$

[1] رياض دهال،**الأدوات المالية**، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط، الكويت ، العدد15،مارس،2003،ص12

[2] فيصل حمدي، **تسير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة** ،رسالة ماجستير،جامعة ورقلة،2006،ص65،64

وهناك ثلاث حالات مشكلةلأداء مسيري المحافظ.

1. إذا كان $\alpha_p > 0$،فإن للمسير أن يتنبأ بأسعار القيم ويمارس اختيار جيدا لها.
2. إذا كان $\alpha_p = 0$ ،فإن المسير يمكن اختياره للمحفظة جيدا ،وقد يحقق أرباحا، لكن هذه الأرباح (الناتجة عن انتقاء جيد) تعوض بالضبط مصاريف التسيير أو مصاريف المعاملات
3. إذا كان $\alpha_p < 0$ ،فإن المسير يكون سيئا | أو قدرته الاختيارية ضعيفة و | تكاليف التسيير جد مرتفعة.

3-مؤشر ترينور 1965:

يقصد بمؤشر تراينور نسبة الفائض على المحفظة المنتظمة أي المخاطر غير قابلة للتنويع وتقاس هذه الاخيرة بالمعامل بيتا و كلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل.وبالتالي يتم القضاء على المخاطر الخاصة وعلى هذا الاساس يتم قياس المخاطر النظامية.[1]

$$TR = \frac{E_{Rp-rf}}{\beta_p}$$

حيث:

$E(R_p)$:تمثل العائد المتوقع للمحفظة،

r_f :تمثل عائد المحفظة بدون خطر

β_p :تمثل بيتا المحفظة

الفرع الرابع :علاقة سعر الفائدة مع أداء محفظة الأوراق المالية

1-العلاقة بين اسعار الفائدة أسعار الأسهم:وفي هذا الصدد نوجد فرضين وهما:

أ- **فرضية العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة و اسعار الأسهم**:تشير إلى إنخفاض تكلفة الأموال يرفع الطلب على القروض للأستثمارها في الأسهم والإستفادة من الفرق بين العائد الأسهم المرتفعة نسبيا وتكلفة القرض المنخفضة نسبيا وتكلفة القرض المنخفضة نسبيا.

ب- **فرضية العلاقة الطردية بين الاسعار الفائدة الأسهم** :تفترض أن اسعار الفائدة تتحكم في أسعار الأسهم وأنه لا توجد علاقة سببية أو علاقة ارتباط مباشر بين أسعار الفائدة واسعار الأسهم

[1]Noél Amenc Théorie du porfeulle et analyse de sa perforfomanac Economica pais 2002..p146 ،

2-العلاقة بين اسعار الفائدة واسعار السندات:ويتوضح ذلك من خلال الحالات التالية:

أ- أن سعر السندات يرتبط بسعر الفائدة في السوق حيث تنخفض قيمة السندات التي تحمل سعر الفائدة أقل من سعر الفائدة في السوق،وترتفع قيمة السندات أي وجود علاقة عكسية بين قيمة السند وسعر الفائدة السائد في السوق

ب- يلعب سعر الفائدة دور مع من مهم في التحول نحو الاستثمار في السندات في حالة ارتفع اسعار فائدة السندات.[1]

المطلب الثاني : الأطار النظري لخطر أسعار الفائدة في الاسواق المالية

تلعب معدلات الفائدة السائدة في الاسواق المال دورا أساسيا في دور النقد وبالتالي تساهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين الى المقترضين ، وعلى هذا الاساس يعتبر معدل الفائدة السوقي بمثابة المحرك الأساسي لألية السوق المالي ،مما يحدوا بخبراء الاستثمار الى اعتبار معدل الفائدة لأدوات الأستثمار خالية المخاطر أساسا لتحديد العائد المتوقع من الأدوات الأستثمارية المختلفة.

الفرع الأولى:ماهيه سعر الفائدة

أولا :تعريف سعر الفائدة:

سعر الفائدة: هو العائد على الاستثمار الاموال لمدة زمنية محدد مقابل تنازل المقرض عن التصرف بأمواله طيلة فترة احتساب العائد والذي غالبا مايكون سنويا[2]

– ويعرف كذلك سعر الفائدة على أنه أجر النقود يلتزم المقترض بدفعه إلى المقرض مقابل التنازل مؤقتا له عن لسيولة[3]

–ويمكن القول أن سعر الفائدة هو ذلك العائد على راسمال المستثمر من خلال السعر الذي يحصل عليه المرء جراء تنازله عن التصرف بأمواله التي يقرضها لفترة زمنية محددة، ويختلف بذلك السعر حسب المدة إن كانت شهرية أم سنوية وحسب المبلغ المقترض[4]

من خلال جملة من التعاريف نستخلص أن :

- ✓ سعر الفائدة هو المبلغ من المال الذي يتحصل عليه المقرض من المقترض لقاء التنازل عن مبلغ من المال.
- ✓ سعر الفائدة يدفعه المقترض لقاء استخدامهالأموال المقترضة لفترة زمنية معينة يتفق عليها أي سعر الائتمان.
- ✓ سعر الفائدة هو مقابل للتخلي عن النقود بين طرفي العلاقة المالية(اصحاب الفائض،اصحاب العجز)لفترة زمنية معينة.

---

[1]مسعود عطاب،**مكرة ماستر** ،جامعة قاصدي مرباح –ورقلة-2015

[2]أحمد زكريا صيام ،**مبادئ الإستثمار**،دار المناهج الطبعة الثانية2003،ص74

[3]طاهر لطرش،مرجع سابق دكره ،ص70

[4]الهلي نور الدين،**العلاقة بين تغيرات في أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة"دراسة حالة مؤسسات مؤشر**، مذكرة ماستر ،جامعة قاصدي مرباح-ورقلة-2013

ثانيا:علاقة سعر الفائدة الحقيقي بسعر الفائدة الإسمي[1]

إن معدل التضخم يلعب دورا رئيسيا في الإنتقال من سعر الفائدة الإسمي إلى سعر الفائدة الحقيقي.

هذا ماتنص عليه نظرية Irving Fisher ،وهذا ما لوحظ في الدراسات التجريبية والتطورات الحديثة.

*علاقة فيشر:

تشير معادلة فيشر إلى العلاقة الموجودة بين سعر الفائدة الإسمي وسعر الفائدة الحقيقي.وتكتب هذه المعادلة على الشكل التالي :

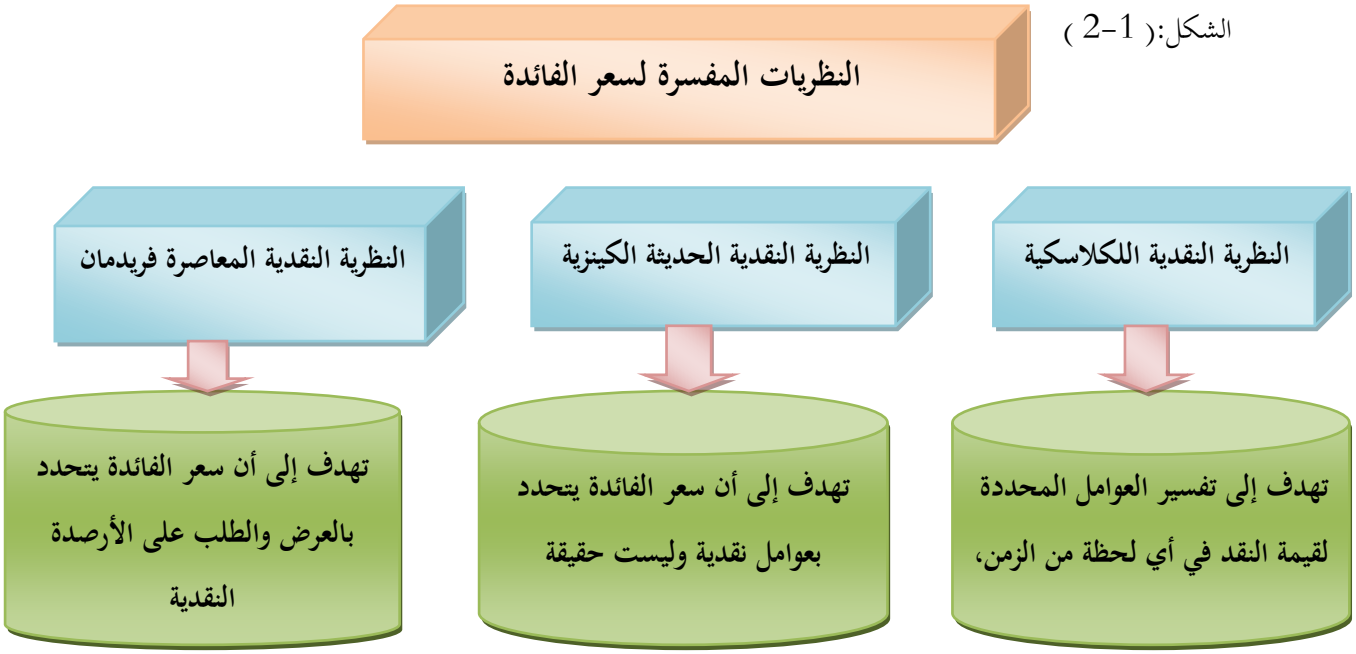
سعر الفائدة الإسمي=سعر الفائدة الحقيقي +معدل التضخم

***سعر الفائدة ومعدل التضخم:**

ترى النظرية الكلاسكية (فيشر)،أن سعر الفائدة الحقيقي يتحدد بالقوى الحقيقية للإدخار والإستثمار ،أي أن سعر الفائدة الحقيقي هو سعر التبادل بين السلع الحاضرة والمستقبلية ،إلا إن هذا السعر ليس بالضرورة هو السعر الذي يحصل عليه المقترض من المؤسسات المصرفية أو الأسواق المالية،فالمقترض يقترض بسعر السوق (الجاري) والسعر الإسمي يتأثر بالتضخم المتوقع .وعليه إختلفت الأراء حول نوعية العلاقة التي تربط التضخم وسعر الفائدة ،خاصة وأن التضخم هو الذي يخلق الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي وسعر الفائدة الإسمي.

ثالثا:النظريات المفسرة لسعر الفائدة:[2]

الشكل:(1-2)



المصدر : إعداد الطالبة

[1] بلعزوز بن علي ،أثر تغير سعر الفائدة على إقتصاديات الدول النامية حالة الجزائر،رسالة دكتوراه،الجزائر،2004،ص 25

[2] محمد علي محمد علي،**الإدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية**،رسالة دكتوراه غير منشورة،مصر 2006،ص10

رابعا: اهمية سعر الفائدة في الأسواق المالية[1]

يترتبط التعامل بالاسواق المالية بسعر الفائدة بدرجة وثيقة جدا،بشكل مباشر ،كما أسلفنا الذكر،نظرا لارتباط سعر الفائدة بمعظم إن لم يكن بجميع أدوات التعامل في الأسواق المالية وبالتالي فأهمية سعر الفائدة تكمن في :

- ✓ – الفائدة هي ثمن راس المال،أو المقابل لاستخدامه،وإنما تمثل ثمن مبادلة قيمة انية بقيمة آجلة،أي ثمن مبادلة قيمة لاحقة،أو مستقبلية،وهي ثمن أو مقابل الإقتراض ،وبهذا فإنها تمثل تكلفة الاقتراض من جانب،وعائد من جانب الاخر.
- ✓ إن المستثمر في الغالب عند توجهه للإستثمار يقارن بين سعر الفائدة الذي يمكنه الحصول عليها من امواله بشكل وديعة مصرفية وبين استخدام هذه الاموال بالاستثمار في شراء الأوراق المالية والادوات المالية التي يتم التعامل بها في هذه الاسواق،فإن كان العائد المتوقع تحقيقه أعلى من سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بالاستثمار فيها.أما اذاكان أقل من سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بعدم الاستثمار،وتوجه نحو ايداع الاموال هذه والحصول على فائدة مقابل ايداع امواله لدى المصارف،وهكذا فإن سعر الفائدة في علاقته بمعدل العائد المتوقع تحققه نتيجة الاستثمار في الاسواق المالية،وبالتالي فإنه العامل الاكثر اهمية في تحديد هذا الاستثمار.

الفرع الثاني:العوامل التي تؤثر على معدلات الفائدة[2]

2-1:أثار الدخل القومي على معدلات الفائدة

ترتفع معدلات الفائدة عند حدوث أية زيادة في الدخل القومي،ذلك لان ارتفاع الدخل القومي يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي و بالتالي إلى ارتفاع معدل الفائدة الاسمي.فارتفاع الدخل القومي يزيد الطلب على النقد في سوق المال، وذلك لاستخدامه في عمليات التبادل التجارية التي تتم فيه،ويقصد الحصول على هذا النقد، يضطر بعض المستثمرين لبيع مابحوزتهم من أوراق مالية،فتنخفض أسعار هذه الاوراق وما يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة.

ومن العوامل التي تؤدي إلى زيادة الدخل القومي ،وبالتالي زيادة معدلات الفائدة:

1. ارتفاع مستوى الصادرات.
2. ارتفاع نسبة استهلال الافراد من مداخيلهم.

وبالعكس من العوامل تؤدي إلى انخفاض الدخل القومي ،وبالتالي هبوط معدلات الفائدة مايلي:

1. انخفاض مستوى الورادات.
2. انخفاض نسبة مايستهلكه الافراد من مداخليهم.

[1]فليح حسن خلف،**الأسواق المالية والنقدية**،عالم الكتاب الحديث،عمان،الأردن،ط1،2003،ص169،168
[2]رستمية أحمد أبوموسى،**الأسواق المالية والنقدية**،مرجع سابق ،ص145،143

2-2:أثار قوى العرض والطلب على معدلات الفائدة.

ينطبق على النقد في السوق المال ما ينطبق على السلع الاخرى كل في سوقها الخاص،وعلى هذا الاساس يكون لألية السوق مبنية على كمية الطلب على النقد مقارنة بكمية المعروض منه الأثار آلية أسواق السلع وذلك من حيث تأثيرها على الاسعار الساندة.ويتحدد الطلب على النقد في أسواق المال بفضل عنصرين وئيسين هما:

أ-الطلب المرتبط بتنفيد عمليات التبادل العادية،أي بيع وشراء أدوات الاستثمار الخالية من عنصر المخاطرة ،ويزيد هنا النوع من الطلب عادة كلما ارتفع مستوى الدخل القومي

ب-الطلب المرتبط بدافع المضاربة . فأفراد يحتفظون بأرصدة نقدية بالبنوك انتظار للفرص السائحة التي تحقق لهم ارباحا نتيجة التغير في اسعار الاوراق المالية في البورصات(الأوراق المالية)،حيث ترتفع أو تنخفض وفقا لتغيرات أسعار الفائدة في السوق النقدي[1]

وينعكس هذا التقلب من معدلات الفائدة على آلية سوق المال عندما ينخفض الطلب على النقد،ويعيد السوق إلى نقطة التوازن حيث يتساوى العرض والطلب.لكن إذا ما انخفض الطلب أكثر متجاوزا نقطة التوازن يقوم الأفراد والمؤسسات حنئد باستخدام مالديهم من فوائض نقدية في شراء الاوراق المالية،فترتفع أسعار الأوراق المالية.

2-3:أثار التضخم:

إن إنخفاض قيمة النقود ، والتالي قيمة الإستثمارات من شأنه أن يعرقل قيمة مشروعات جديدة ،فالمقرض الذي يقرض دينار اليوم لا يعرف ماذا ستكون قيمته بعد ثلاث أو خمس سنوات ، مما يؤدي إلى إحجام المقرضين عن شراء الأسهم والسندات ، وبالتالي التاثير في تمويل المشروعات ،وقد لوحظ أن ارتفاع نسبة التضخم أمر يدفع المواطنين إلى العزوف عن شراء الاوراق المالية،والإتجاه نحو شراء العقارات والأراضي ، التي ترتفع أسعارها مباشرة في مثل هذه الحالات.كما أن إنخفاض قيمة العملة في السوق الدولية من شأنه أن يؤثر ايضا على حجم الصادرات الدولية من شأنه أن يؤثر أيضا على حجم الصادرات الدولية من الاسهم والسندات.

الفرع الثالث: مخطر سعر الفائدة وتقسيماته

1-تعريف مخطر سعر الفائدة:هي المخاطر الناجمة عن غحتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقع ومعدلات العائد الفعلية،بسبب تغير في أسعار الفائدة السوقي خلال مدة الإستثمار.[2]

2-طبيعة خطر سعر الفائدة:يختلف هذا الخطر وفقا للحالة التي يكون فيها المستثمر حيث سنوضح ذلك من خلال الجدولين التالين:

[1]بلعزوز بن علي،**محاضرات في النظريات السياسات النقدية** ،ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر،2004،ص53
[2]رستمية أحمد أبو موسى،مرجع سابق ذكره،ص208

الجدول رقم (1-1):خطر سعر الفائدة في الحالة الحاضرة

	ارتفاع معدل الفائدة	انخفاض معدل الفائدة
دين حالي بمعدل ثابت	ربح مفقود	تكلفة فرصة ضائعة
دين حالي بمعدل متغير	خسارة حقيقية نتيجة ارتفاع التكاليف	ربح حقيقي نتيجة انخفاض التكاليف
توظيف حالي بمعدل ثابت	تكاليف الفرصة الضائعة	ربح مفقود
توظيف حالي بمعدل متغير	رب حقيقي نتيجة انخفاض التكاليف	خسارة حقيقية نتيجة ارتفاع التكاليف

المصدر:مسعود عطاب،مذكرة ماستر

الجدول رقم (1-2):خطر سعر الفائدة في الحالة المستقبلية

	ارتفاع معدل الفائدة	انخفاض معدل الفائدة
دين مستقبلي بمعدل ثابت	خسارة حقيقية نتيجة زيادة التكاليف	ربح حقيقي نتيجة انخفاض التكاليف
دين مستقبلي بمعدل متغير	خسارة حقيقية نتيجة ارتفاع التكاليف	ربح حقيقي نتيجة انخفاض التكاليف
توظيف مستقبلي بمعدل ثابت	ربح حقيقي نتيجة انخفاض التكاليف	خسارة حقيقية نتيجة ارتفاع التكاليف
توظيف مستقبلي بمعدل متغير	ربح حقيقي نتيجة انخفاض التكاليف	خسارة حقيقية نتيجة ارتفاع التكاليف

المصدر:مسعود عطاب،مذكرة ماستر

الفرع الرابع:تغطية مخطر سعر الفائدة باستخدام المشتقات المالية

أهمية خطر سعر الفائدة في الأسواق المالية،دفع المهندسين الماليين إلى ابتكار أدوات مالية قادرة على تغطية هذا الخطر،هذه الأدوات تتمثل اساس في المشتقات المالية،والتي يقصد بها العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الاصول المعنية(الاصول التي تمثل موضوع العقد)ويمكن تغطية خطر سعرالفائدة بعدة طرق وهي :[1]

[1] سمير محسن،**المشتقات المالية ودورها في تغطية** خطر سعر الفائدة، دراسة لبنك ،مذكرة ماجستير،جامعة منتوري قسطينة،الجزائر،2006

المشتقات المالية: هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى(أسهم وسندات وعقارات وعملات أجنبية والذهب والسلع...)وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشترى[1]

وهي كالتالي:

1. التغطية بإستخدام عقود الخيار.
2. التغطية بإستخدام عقود المستقبلية والآجلة.
3. التغطية بإستخدام عقود المبادلة

1-التغطية خطر سعر الفائدة بإستخدام عقود الخيار:

تمثل عقود الخيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها،والتي من اهمها على وجه الخصوص، تغير اسعار الاوراق المالية التي يمتلكها او التي يزعم شراؤها أو بيعها في المستقبل،لذا لجا المستثمرين إلى استخدام استراتيجات مختلفة منها مايهدف إلى الحد من المخاطر ومنها ما يهدف غلى زيادة العائد[2]

وتمنح عقود الخيار للمقرض والمقترض على حد سواء مرونة في التعامل مع خطر تغير أسعار الفائدة، وذلك لما يمثله عقد الخيار من حق الإستفادة من التغير في معدلات الفائدة،حيث يتعامل المستثمر مع الوضع الجديد بما ينسبه (البيع أو الشراء)

2-التغطية خطر سعر الفائدة بإستخدام عقود المستقبلية[3]

من أهم الانشطة الاساسية التي تتعامل في السوق العقود المستقبلية لتحوط حيث يسعى المستثمر إلى التقليل المخاطرة من خلال التحوط الذي يهدف إلى تجنب تعرضه لمخاطر النغيرات السعرية على مركز أخده أو سيأخده في السوق الحاضر،ويتم التحوط بأخد مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية، فلو ان المستثمر يمتلك أصل ما وله مركز في السوق الحاضر ويخشى من المخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الاصل، يمكنه أخد مركز عكسي في سوق العقود ، وذلك ببيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الاصل،أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع اصل ما في السوق الحاضر يصبح لزاما عليه أخد مركز عكسي في سوق العقود بشراء عقد على ذات الأصل،وفي ظل هذا النوع من التحوط فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في الأسواق تعوضه المكاسب التي يحققها في السوق الآخر وللتمييز بين مايسمى بالتحوط الكامل وغير الكامل،فالتغطية الكاملة تتطلب توفر ثلاثة شروط إذا غاب أحدها تحولت إلى تغطية وغير كاملة وهي:

-تاريخ التسليم: يجب تطابق تاريخ التسليم في العقد المستقبلي مع تاريخ الحصول على الموارد الماليه لتحقيق التغطية الكاملة.

-حجم العقد: لكي تتحقق التغطية الكاملة لابد ان تكون قيمة العقد المستقبلي مساوية للقيمة التي ينطوي عليها المركز الذي أخده أو سيأخده المستثمر في السوق الحاضر.

---

[1] حاج موسى منصوري،**أثر مخطر سعر الفائدة أداء محفظة الأوراق المالية،دراسة حالة سوق دبي المالي**،مذكرة ماجستير،جامعة قاصدي مرباح ورقلة،2009

[2] محمد صالح الحناوي،**تحليل وتقييم الاسهم والسندات**، الدار الجامعية الإبراهمية،الإسكندرية،مصر ،2000،ص334

[3] منير إبراهيم الهندي،**أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**،منشأة المعارف،الإسكندرية،1990،ص100-101

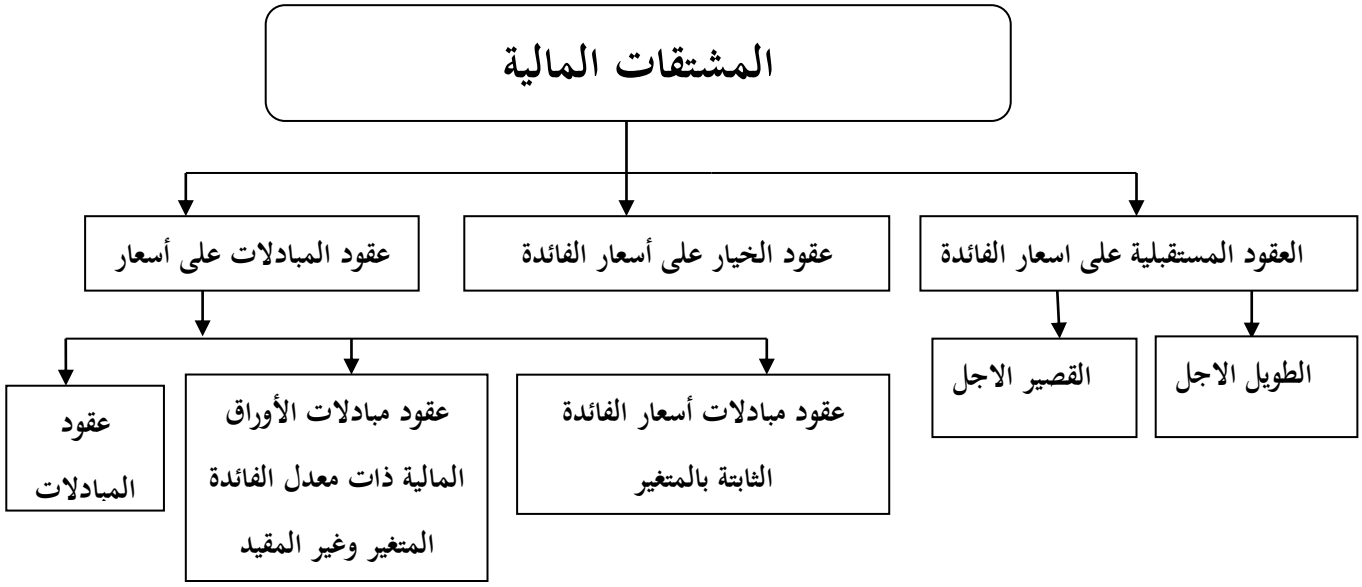
-**الأصل محل التعاقد:** ينبغي أن يكون العقد المستقبلي على أصل مماثل للاصل الذي أخد عليه المستثمر مركزا في السوق الحاضر.

3-التغطية خطر سعر الفائدة بإستخدام عقود المبادلات:

تعد عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، من واكثر استخداما تها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة وتعتبر عقود المبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرمن اكثر هذه الأدوات استخداما،والهدف الرئيسي منها هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية.[1]

وهناك عدة أشكال من عقود المبادلة منها عقود مبادلة أسعار الفائدة ونذكر منها مايلي في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-3):تغطية خطر سعر الفائدة بإستخدام عقود المبادلات



المصدر:إعداد الطالب بإعتماد على محمد صالح الحناوي،مرجع سابق ذكره،ص2

[1] محمد مطر،فايز يتم ،**إدارة المحافظ الإستثمارية**،ط1،دار وائل، عمان،الاردن،2005،ص291

المبحث الثاني:الدراسات السابقة:

ذكرت بعض الدراسات أثر أو علاقة سعر الفائدة بأداء محفظة الأوراق المالية سواء كانت هذه الدراسات قديمة أم حديثة، عربية أم أجنبية، ثم أتت العديد من الدراسات في مختلف البلدان التي تناولت العديد من التغيرات ذات الصلة بالأثر الفائدة وغيرها من المتغيرات وسيتم على الأغلب ذكر الدراسات الحديثة ذات الصلة بالموضوع .

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

1-دراسة منصوري الحاج موسى(2009) بعنوان" **أثر مخطر سعر الفائدة على محفظة الاوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي**" وهي مذكرة ماجستير ،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة .

تناولت هذه المذكرة اشكالية"تأثير مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية"،حيث سعت الى ابراز خطرسعر الفائدة على قيمة الاسهم المسعرة في البورصة،وبالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي،وبالتطبيق في سوق دبي المالي خلال الفترة 2007/2006،بعينة مكونة من العوائد الشهرية لأربعة شركات

توصلت الدراسة الى ان تقلب معدلات الفائدة ادى الى انخفاض قيمة الاسهم،اهمها انخفاظ السيولة في السوق المالي.

2-دراسة الهلي نور الدين(2013)، بعنوان :**العلاقة بين تغيرات في اسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرات في بورصة،دراسة حالة المؤسسات مؤشرِCAC40 وهي مذكرة ماستر ،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة.**

جاءت هذه المذكرة بإشكالية التالية"الى أي مدى تؤثر تغيرات اسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة"،حيث هدفت الى توضيح الاثار الناجمة تغيير اسعار الفائدة على قيمة المؤسسة الاقتصادية،وتحديد العلاقة بين اسعار الفائدة وتكلفة راس المال،وقد استخدمنا الطالب المنهج الوصفى في الجانب النظري،والمنهج التجريبي في الجانب التطبيقي،والذي تم في سوق باريس المالي خلال الفترة 2012/2007

وكانت العين مكونة من شركة منتمية لمؤشر،موزعة على مجموعة من القطاعات هي الصحة، الخدمات العمومية،السلع،الصناعة،التكنولوجيا،وخلصت الدراسة الى ان اسعار الفائدة تؤثر ايجابيا وسلبيا على اسعار الاسهم وذلك حسب القطاع الذي تنتمي اليه المؤسسة،كما تبين وجود علاقة ذات دلالة معنوية إحصائية بين تغير اسعار الفائدة.

4- دراسة مسعود عطاب،(2015) **بعنوان** : **أثرمخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة نيويورك(2014/2010).**

تناولت هذه الدراسة إشكالية "إلى اي مدى يؤثر خطر سعر الفائدة في أداء المحافظ المالية في بورصة نيويورك حيث سعت هذه الدراسة الى ابراز خطر سعر الفائدة على القيمة المؤسسة المسعرة في البورصة،بإعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري،والمنهج التجريبي في الجانب التطبيقي،وبالتطبيق في سوق نيويورك المالي خلال الفترة 2010-2014،بعينة مكونه من

العوائد الشهرية تمثلت في 24شركة مدرجة في بورصة نيويورك للأوراق المالية موزعة على خمس قطاعات ،توصلت الدراسة الى تشكيل المحافظ في بورصة نيويورك الى تحقيق عائد مرتفع مع تقليل مستوى المخاطرة، كما توصلت هذه الدراسة الى وجود عشوائية في اسعار اسهم الشركات في البورصة.

5– دراسة عبد المالك دانون(2014): **بعنوان" دراسة تأثير مخطر سعر الصرف على أداء حافظة الأوراق المالية،دراسة حالة بورصة الكويت لفترة 2013،وهي مذكرة ماستر جامعة قاصدي مرباح –ورقلة**

حيث تشابهت هذه الدراسة في نفس المتغير التابع (اداء محفظة الاوراق المالية)وكذلك نفس عينة الدراسة السوق المالي الكويت،سعت غلى ابراز اهمية واثير مخطر سعر الصرف على حافظة الأوراق المالية في سوق الكويت المالي خلال سنة 2013 وعلى هذا الأساس تم بناء محافظ مالية لدراسة الموضوع وإظهار النتائج وهذا اعتماد على معطيات يومية تضم 247 مشاهدة،وخلصت الدراسة إلى ان استراتيجية تغطية مخطر الصرف تساهم في تدنئة المخاطر النظامية للمحفظة المالية، كما للوزن النسبي ومعامل الارتباط بين الأسهم المختارة تأثير على أدائها.

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

1- David mcmillan،time varition in the cointegrating relationship stock prices and economic activity

سعت هذه الدراسة إلأى الإجابة على الاشكالية "العلاقة بين المؤشر السوقي، الناتج واسعار الفائدة،وهدفت غلى بيان العلاقة والعوامل المؤثرة في هذه المتغيرات،وسبل الحفاظ على قيمة الناتج في ظل تقلب مستويات أسعار الفائدة،وقد إعتمد الباحث على المنهج التجريبي، وتمت الدراسة التطبيقية في بورصة نيويورك للأوراق المالية،خلال الفترة 1981–2000،حيث تم استخدام البيانات الشهرية لمجموعة من الشركات التي تنشط في القطاع الصناعي، وتوصل غلى ان هناك علاقة ارتباط ايجابية بين سعر السهم والناتج،أن هناك علاقة ارتباط سلبية بين سعر السهم ومعادلات الفائدة.

2–Martin Byer،et Didier fillion les facteur communs et fondamentaux dans le rendement des actions de sociétés pétro liéres et gaziéres canadiennes

طرحت هذه الدراسة إشكالية"تأثير أسهم شركة النفط والغاز الندية بتغير أسعار الفائدة وأسعار الصرف،وسعت غلى بناء نموذج بين العلاقة هذه المتغيرات،حيث اعتمد على المنهج التطبيقي في دراسة الحالة، والتي تمت في بورصة الكندية خلال الفترة 1995–2002،ومن ضمن ماقمت به الدارسة هو تقدير العلاقة بين عوائد قطاع النفط والغاز كمتغير تابع وأسعار الفائدة وأسعار الصرف كمتغير مستقل بإستخدام طريقة generalize،توصلت الدراسة غلى ان العوائد هذا القطاع تتناغم بشكل ايجابي مع عوائد السوق،وأن هذه عوائد تتماشى بشكل عكسي مع معادلات الفائدة وكذلك معدلات أسعار صرف العملة الكندية مقابل الدولار الأمريكي.

3-Atilla cifter and Alper ozun ، Estimating The Effects of Interest Rates on Share Prices Using Multi-scale Causality Test in Emerging Markets: Evidevence from Turkey

تبحث هذه الورقة في إشكالية تأثير تقلب أسعار الفائدة على قيمة الأسهم المسعرة في البورصة،حيث هدفت إلى تحليل أثار التغيرات في أسعار الفائدة على العوائد الأسهم ،وأنتهجت المنهج الوصفي في الجانب النظري والمنهج التجريبي في الدارسة التطبيقية والتي تمت في سوق تركيا للأوراق المالية،خلال الفترة2003-2006 حيث اشتملت عينة الدراسة على البيانات اليومية لمؤشر ISE100 وتم إخضاع العينة لتحليل المويجات اختبار السببية لجرانجر واختبار ديكي فولر المطور، وحصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية بين المتغيرات محل الدراسة،وأن أثار سعر الفائدة على عوائد الاسهم يزداد خلال فترة زمنية معينة

المطلب الثالث : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

بعد عرضنا للدراسات السابقة التي تم اجراءها في مجال الدراسة نجد أنه هناك عدة نقاط وجب الإشارة اليها في ذات السياق:

- معظم الدراسات العربية حاولت إظهار تأثير مخطر سعر الفائدة على أداء محافظ الأوراق المالية من حيث وجود تباين كبير في النتائج المتوصل إليها.
- تتشابه كذلك في اهم الاهداف ومنهجية الدراسة ،وتخالفنا من حيث مجتمع الدراسة لعينة، إذا تعتبر عينية دراستنا اوسع واشمل كما جاء في الدراسة الخامسة التي تشتركنا في عينة الدراسة.
- معظم الدراسات ابرزت أثر المتغيرات الإقتصادية،ويختلفا من حيث المنهج المتبع،والنتائج المتوصل إليها.

خلاصة الفصل:

حاولنا ان نغطى في هذا الفصل الادبيات النظرية لموضوع الدراسة فتمت الإشارة إلى المفاهيم المتعلقة بالمحفظة المالية من تعريف وانواع،بإلضافة إلى ذكر أهدافها والأدوات المشكلة لها ،إلى مفهوم المردودية ومخاطرة المحفظة المالية وقياسهما من خلال الإنتقال إلى نظرية العالم الامريكي هاري ماركوفيتز،وأهمية التنويع في هذا التحليل،ومن ثم انتقلنا إلى شرح كيفية اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى بإستخدام نموذج تربيعي والتي سيتم أستخدامها في بناء المحافظ المالية الدراسة التطبيقية، كما بيانا أهم نمادج قياس إداء المحافظ الاستثمارية.

أما فيما يخص اسعار الفائدة فقد تم التعريف هذا المفهوم مع ذكر مبرارته وتقسيمته والنظرية المفسرة له وبعد ذلك توضيح كيفية تسير خطر سعر الفائدة وآليات تأثير هذا الخطر في الأسواق المالية مع السندات والاسهم وكيفية تغطية بإستخدام عقود الخيار وعقود المبادلة

أما فيما يتعلق بالمبحث الثاني فقد قمنا بمسح لمختلف الدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع لمعرفة أهدافها وطريقة معالجة معطياتها وأهم النتائج التي توصلت إليها، ومقارنتها مع دراستنا.

الفصل الثاني:

الدراسة القياسية لأثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية

تمهيد:

بعد استكمالنا للجانب النظري للدراسة والذي تناولنا فيه الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية وكذلك تم التعريج على مختلف المفاهيم النظرية المتعلقة بخطر سعر الفائدة في الأسواق المالية بإضافة توضيح للأساليب القياسية المستخدمة في الدراسة،كما تم التقييم بمسح لمختلف الدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع.

وسعيا لتحقيق أهداف المرجوة من الدراسة والإجابة على إشكالية ومقارنة النتائج التوصل إليها بنتائج الدراسات السابقة قمنا بإسقاط جانبها النظري على بورصة الكويت الأوراق المالية وذلك من أجل تبيان أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محافظها والإلمام أكثر بالجانب التطبيقي إرتأينا أن نتناول هذا الفصل على مبحثين نتطرق في كل مبحث إلى الجوانب التالية:

المبحث الأول:وهو بعنوان الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة حيث يتم التطرق فيه إلى مجتمع الدراسة المتمثل في بورصة الكويت الأوراق الماليه ،وعينة الدراسة واساليب أختيارها، كما يتم تحديد المتغيرات وتلخيص المعطيات المجمعة ومن تم الانتقال إلى توضيح الأدوات التي تم إستخدامتها الدراسة.

المبحث الثاني:وهو بعنوان النتائج المناقشة حيث سيتم عرض النتائج المتواصل إليها بطريقة متسلسة بداء بخصائص الأوراق المالية المشكلة لعينة الدراسة والانتهاء بالدراسة الاحصائية القياسية ،وبعد ذلك سيتم مناقشة هذه النتائج

المبحث الأول : الطريقة والأدوات

قبل الحوض في دراسة الموضوع، سنوضح مجتمع الدراسة وعينتها ، وتحديد المتغيرات وكيفية قياسها ،بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية وسيتم تقسيم هذا العمل إلى مطلب يتناول الطريقة والمطلب الثاني يتناول الأدوات.

المطلب الأول : الطريقة المستخدمة في الدراسة

من أجل معالجة الموضوع تم الإعتماد على منهجين الأول تمثل في المنهج الوصفي وهو الأسلوب الذي يحاول وصف وتقييم واقع (مخطر سعر الفائدة على محفظة الأوراق المالية)، وذلك من أجل إثراء الرصيد المعرفي وتوسيع المفهوم النظري حول الأدبيات النظرية الذي عالجتها الدراسة، أما المنهج الثاني فتمثل في الإعتماد على منهج دراسة حالة (دراسة عينة من تقارير) شركات بورصة الكويت لبعض القطاعات وذلك من خلال إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي.

الفرع الأول : مجتمع و عينة الدراسة

أولا : مجتمع الدراسة

حيث يتكون مجتمع الدراسة من20 الشركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية *لبعض القطاعات للفترة الممتدة مابين 2014 إلى غاية2016.

–نظرة عامة حول بورصة الكويت:

سوق الكويت للأوراق المالية أو بورصة الكويت الرسمية، هو سوق لتداول الأسهم بشكل رسمي ويتضمن 5 أسواق وهي : السوق الرسمي، السوق الموازي، سوق الكسور، سوق الخيارات وسوق الآجل. تم تأسيس السوق بعد إصدار قانون تنظيم التداولات المالية في أكتوبر عام 1962. لكنه خضع للعديد من التعديلات أهمها في العامين 1983 و1984 وهو بذلك يكون أقدم سوق للأوراق المالية في منطقة الخليج العربي. كما أنه يعتبر أحد كبريات البورصات وأكثرها أهمية عالمياً.[1]

ثانيا : عينة الدراسة

تمحورت دراسة الحالة ضمن عينة تحتوي على (20) شركة موزعة على (3)قطاعات، قطاع الإستثمار،قطاع الخدمات ،قطاع العقار، التي تم إسقاط البحث عنها، مدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة 2016/2014.والجدول التالي يوضح هذه الشركات والقطاع الذي تنتمي اليه ،ورمز كل شركة:

[1] Finance .yahoo.com
*أنظر الجدول-عينة الدراسة-ص30

الجدول رقم (2–1) : عينة الدراسة

الرقم	اسم الشركة	القطاع	الرمز
1	شركة الامان للإستثمار	الإستثمار	ALAMAN
2	شركة الأعيان للإجارة والإستثمار	الإستثمار	AAYAN
3	شركة الديرة القابضة	الإستثمار	ERESCO
4	شركة المدار للتمويل والإستثمار	الإستثمار	MADAR
5	شركة المزايا القابضة	الإستثمار	MAZAYA
6	شركة السلام القابضة	الإستثمار	ALSALAM
7	شركة اموال الدولية للإستثمار	الإستثمار	AMWAL
8	شركة ارزان المالية للتمويل وإستثمار	الإستثمار	ARZAN
9	شركة اسيا كابيتال الإستثمارية	الإستثمار	ASIYA
10	شركة الأعيان العقارية	العقار	AAYANRE
11	شركة اجوان الخليجي العقارية	العقار	AJWA
12	شركة العالمية لمدن العقارية	العقار	ALMUDON
13	شركة الدار الوطنية للعقارات	العقار	ADNC
14	شركة الإنماء العقارية	العقار	AYMAA
15	شركة اجيليتي للمخارن العمومية	الخدمات	AGLTY
16	شركة ألافكو لتمويل شراء وتأجير	الخدمات	ALAFCO
17	شركة الرأي الإعلامية	الخدمات	ALRAI
18	شركة الأهلية للتأمين	تأمين	AHALIYA
19	بنك الأهلي المتحد	البنوك	ALMUTAHED
20	بنك بوبيان	البنوك	BOUBYAN

من إعداد الطالبة بالإعتماد على موقع البورصة

قد تم إختيار عينة الدراسة بناء على عدة اعتبارات منها :

- أن تكون شركات العينة مدرجة خلال سنوات الدراسة ؛
- لم تقم بعملية اندماج أو استحواذ خلال فترة الدراسة ؛

- لم تقم الشركة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة ؛

-أن تكون أسهم الشركة من بين أكثر الأسهم تداول في بورصة الكويت؛

ثالثا : حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2014إلى غاية2016م،وتعتبر فترة مقبولة وكافية لدلراسة أثر المتغير المستقل(المتمثل في مخطر سعر الفائدة) على أداء محفظة الأوراق المالية، أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الكويت للأوراق المالية .

الفرع الثاني : متغيرات الدراسة ،طرق جمعها وكيفية قياسها.

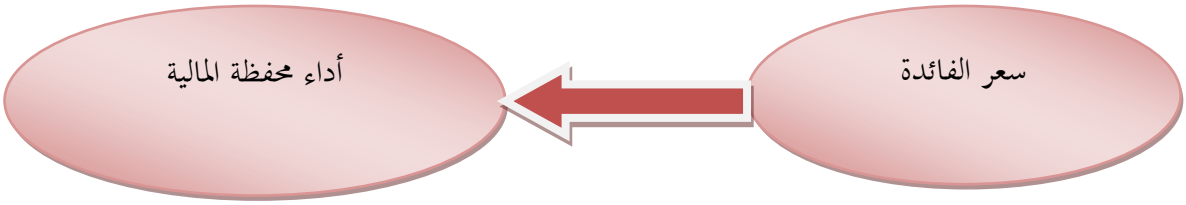
- **متغيرات الدراسة:**

من خلال الدراسات السابقة وبالنظر إلى اشكالية بحثنا ، تم تحديد المتغير التابع والمتغير المستقل بما يخدم الدراسة على النحو التالي :

المتغير التابع : ويتمثل في أداء أسعار المحافظ،في بورصة الكويت الأوراق المالية.

المتغير المستقل:يتمثل في أسعار الفائدة على الودائع المصرح بها من قبل بنك الكويتي.

شكل رقم (2-1):متغيرات الدراسة



المصدر :إعداد الطالب

- **تتمثل طرق جمعها وكيفية قياسها فيما يلي:**

المتغير المستقل:تم جمع المعطيات الخاصة بسعر الفائدة من خلال الموقع الرسمي لبورصة الكويت،حيث تم قياسه من خلال التذبذبات في قيمة معدل الفائدة من شهر إلى أخر.

المتغير التابع:تم جمع المعطيات الخاصة بسلاسل أسعار المحافظ المالية في بورصة الكويت من خلال تشكيل نموذج لكل محفظة وحل هذا النموذج بالبرمجة التربيعية،وتشكيل سلسلة زمنية وأخاضعها لمجموعة من الإختبارات القياسية.

المطلب الثاني : أدوات الدراسة

الفرع الأول :مصادر جمع البيانات الدراسة:

لقد تم الإعتماد على مجموعة من المصادر الأولية والثانوية ذات العلاقة المباشرة بموضوع الدراسة وهي كمايلي:

المصادر الأولية:وهي البيانات التي اعتمادنا عليها في إعداد الجانب التطبيقي من الدراسة وتتمثل في البيانات التي تم الحصول عليها من المواقع الإلكترونية (انظر الملاحق)،حيث تم جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المكونة لعينة الدراسة، وهي كتالي:

_أسعار الفائدة الشهرية المصرح بها من قبل موقع الرسمي لبورصة الكويت وتم تحديدها وفقا للنبك المركزي بشأن أسعار الفائدة الفعليه.

_أسعار الأقفال بالنسبة للشركات محل الدراسة خلال الفترة 2016/2014

_البيانات المتعلقة بنشاط الشركة والقطاع الذي تنتمي إليه

المصادر الثانوية:وهي البيانات التي إعتمادنا عليها في إعداد الجانب النظري من الدراسة حيث تنوعت بين الكتب والمجلات العلمية والمذكرات،كما قمنا بعملية مسح للأبحاث والدراسات السابقة المتعلقة بموضع المحافظ المالية أو سعر الفائدة إلى أن نلاحظ قلة الدراسات باللغة العربية المتعلقة بالعلاقة بين المتغيرين معا

الفرع الثاني:الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

- ✓ تهدف الدراسة في مرحلة أوى إلى إختيار أفضل الأوراق المالية وذلك وفقا للمعايير الإحصائية والمالية المعتمدة في التحليل "العائد –المخاطرة"وهي على التوالي:

-المتوسط الحسابي:الذي يعكس المردودية الاصل أو المردودية التاريخية ويعبر عن العائد سنوات الدراسة ؛

-عائد الورقة المالية خلال السنة : مجموع العوائد الرسمالية الشهرية زائد توزيعات الأرباح ؛

-التباين: الذي يعكس مخطر الورقة المالية،حيث تم حسابه من خلال سلسلة العوائد السنوية للورقة ؛

-أما في حالة المحفظة فنظيف إليه التباين والتباين المشترك ليعبر عن مخطر المحفظة، حيث تم حسابه من خلال سلسلة العوائد السنوية المشكلة لكل محفظة (نسبة كل سهم دخل المحفظة مضروبة في العائد السنوي للسهم) ؛

-الإنحراف المعياري:تم حسابه من خلال سلاسل العوائد السنوية بالنسبة الأوراق المالية اما بالنسبة للمحافظ فتم حسابه من خلال سلاسل المشكلة لهذه المحافظ ؛

-البرمجة التربيعية :بهدف إيجاد الإختيار الامثل للمحافظ الإستثمارية أي تحقيق " اكبر عائد مع أقل مخاطرة" .

- ✓ أما في المرحلة الثانية فقد استخدمنا الأساليب الرياضية وفق المنهجية التالية:

-التمثيل البياني للسلاسل من اجل معرفة طبيعة ونمو السلسلة ومدى احتوائها على الجذر الوحدوي؛

-حساب الخصائص الإحصائية للسلاسل المتمثلة في، أعلى قيمة وأقل قيمة،متوسط هذه القيم؛

-دراسة توزيع هذه السلاسل لمعرفة مدى تحقق فرضية التوزيع الطبيعي؛

-إختبارات ديكي –فولار،وإختبار فليبس وبيرون لمعرفة مدى وجود جدر الوحدة أي تحقيق فرضية الإستقرارية؛

-إختبار جوهانسن للتكامل المتزامن لمعرفة مدى تحقق فرضية العلاقة طويلة الأجل؛

-إختبار العلاقة السببية لمعرفة مدى وجود سببية في الإتجاهين.

المبحث الثاني :عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

يعد أن حددنا في المبحث السابق الطريقة المتبعة في الدراسة من خلال تقديم مجتمع وعينة الدراسة وكيفية إختيار هذه الأخيرة ،وتوضيح متغيرات الدراسة ،طرق جمعها وكيفية قياسها وتلخيص المعطيات المجمعة ،بإضافة إلى التعريع على الأدوات المستعان بها المتمثل في مصدر المعلومات ،الأدوات الإحصائية والقياسية في الدراسة.

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى عرض نتائج الدراسة بطريقة متسلسلة، وفق مجموعة من الخطوات تهدف إلى الإجابة على الفرضية الدراسة، بعد ذلك تحليل هذه النتائج وفق تسلسها السابق.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة.

حتى تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة كان من الضروري في المرحلة الأولى بناء سلاسل زمنية للمحافظ في بورصة الكويت الأوراق المالية ، ولهذا الغرض تم حساب الخصائص الماليه لجميع شركات عنية الدراسة ،وإختيار أفضلها ،ومن تم بناء نموذج لكل محفظة وفق مجموعة من الشروط وحل هذا النموذج بستعمل نوافد SOLVER في برنامج Micrsoft Excel وبعد تشكيل المحافظ سيتم تقيم إدائها وفق مقياس شارب ،ترينور،جونسن.

أما في المرحلة الثانية فسنمثل هذه السلاسل في منحنيات من أجل معرفة مدى إحتوائها على الجدر الوحدوي،وكذا حساب الخصائص الإحصائية من أجل تحليل التذبذبات،ومن تم إخاضعها لمجموعة من الإختبارات القياسية ،وهي اختبار التوزيع الطبيعي ،اختبارات الجذر الوحدوي ،جوهانس للتكامل المتزامن ،اختبار السببية جرانجر.

الفرع الأول : تشكيل المحافظ المالية في بورصة الكويت وتقييم أداءها.

سنقوم في هذا الفرع بتشكيل خمسة محافظ،تمثل الثلاث القطاعات الأولى القطاعات المشكلة لعينة الدراسة،إذ تضم كل محفظة أسهم أفضل الشركات المنتمية للقطاع، كما سيتم تشكيل المحفظة المثلى والتي تضم أفضل الأوراق المالية لقطاعات المشكلة.

1- حساب خصائص الأوراق المالية:وهي أول خطوة في عملية بناء المحفظة المالية ويمكن توضيح النتائج المتحصل عليها بعد القيام بالحسابات اللازمة في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-2) الخصائص المالية لجميع شركات عينة الدراسة

اسم الشركة	Ri	المدى	CV	معاملB
Alman	59.54762	91,07	22,02	0.014396
Aayan	81.2077	84,20	21,38	2.7124
Eresco	83.22727	85,06	21,66	0.003002
Mazaya	123.5	128,55	32,40	-0.00540
Alsalam	113.8182	133,08	31,05	0.00587958
Amwal	54.36364	62,005	14,40	0.00143707
Arzan	78.8333	79,97	20,72	0.0001595
Asiya	66.5	66,76	17,49	0.00022764
Aayanre	81.35977	101,79	23,42	0.01102283
Ajwa	46.09091	64,45	15,17	0.0078575
Almmdon	132.7273	146,03	35,54	0.01144544
Adnc	50.26768	55,26	13,63	0.00487579
Aymaa	138.7727	146,86	36,69	0.004001
Aglty	666.1905	693,54	176,41	0.00503165
Alafco	260.2273	269,20	68,89	0.00380174
Alrai	139.3182	146,86	36,72	0.00422095
Ahaliya	50.26199	55,26	13,62	0.00485816
Almutahed	728.6616	738,89	192,05	-0.0034346
Boubyan	555.6818	558,97	146,22	0.00331494
Madar	55.31818	57,06	14,64	0.0007702

المصدر من إعداد الطالبة بإعتماد عل الملحق رقم (2) برنامج Microsft Excel

2- إختبار الأوراق المشكلة لكل محفظة :عند القيام بتشكيل محفظة مالية يجب مراعاة معامل الإرتباط، حيث يتم إختيار الأوراق المحفظة القطاع بناء على مصفوفى العوائد الأوراق المالية لهذا القطاع أنظر الملحق رقم (1) وعليه تتضمنا محفظة كل قطاع الأسهم التالية:

الجدول رقم (2-3)تشكيلة المحافظ المختارة لكل قطاع

محفظة قطاع البنوك	محفظة قطاع التأمين	محفظة قطاع الخدمات	محفظة قطاع العقار	محفظة قطاع الإستثمار
ALMUTAHED	AHALIYA	AGLTY	AAYANRE	ALMAN
BOUBYAN		ALAFCO	AJWA	AAYAN
		ALRAI	ALMMDON	ERESCO
			ADNC	MADAR
			AYMAA	MAZAYA
				ALSALAM
				AMWL
				ARZAN
				ASIYA

المصدر:إعداد الطالب بإعتماد على بيانات الملحق رقم (1)

2-أ لدينا العوائد الشهرية للقطاعات الخمسة وهي محفظة قطاع الإستثمار ،محفظة قطاع العقار ،محفظة قطاع الخدمات ،قطاع التأمين ،محفظة قطاع البنوك.

الجدول رقم (2–4):العوائد الشهرية للقطاعات الخمسة

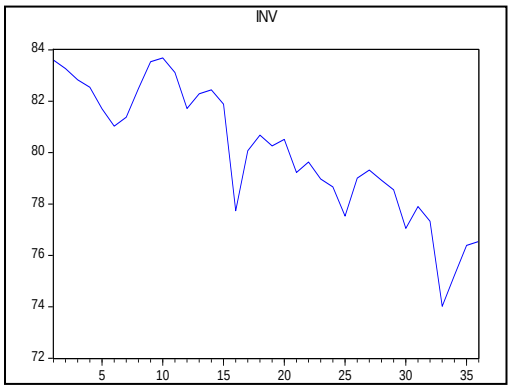
Date	الإستثمار	العقار	الخدمات	التأمين	البنوك
جانفي2014	83.6010101	99.4	366.194084	54.954545	635.681818
فيفري 2014	83.2722222	99.2145455	366.612554	55.090909	636.363636
مارس 14	82.8333333	99.2909091	366.030303	55.318182	636.590909
أفريل-14	82.5439174	100.381818	365.879509	55.409091	637.045455
مي-14	81.7030303	97.6981818	362.896104	55.318182	637.272727
جوان-14	81.030303	93.9818182	361.732323	55.272727	637.5
جوييه-14	81.3787879	95.3343434	360.667388	55.136364	637.954545
أوت-14	82.491342	97.3506494	359.496392	55.045455	638.863636
سبتمبر-14	83.5353535	98.1454545	358.612554	54.954545	639.772727
أكتوبر-14	83.6847891	98.2417112	357.698413	54.863636	640.454545
نوفمبر-14	83.1144781	97.0337662	357.08658	54.727273	641.590909
ديسمبر-14	81.7169521	95.1685771	356.950938	54.386364	642.5
جانفي 2015	82.2916002	92.9547847	356.943723	53.977273	643.409091
فيفري 2015	82.4421998	93.0344498	356.573593	53.590909	644.090909
مارس-15	81.8858147	93.0717703	356.414863	53.181818	645.454545
أفريل-15	77.7373737	94.0198565	356.029582	52.704545	645.681818
ماي-15	80.0711881	94.784689	356.029582	52.181818	646.590909
جوان-15	80.6818182	94.1090909	355.840548	51.636364	646.590909
جوييه-15	80.2626263	93.4741627	355.999278	51.090909	646.818182
أوت-15	80.5151515	92.7741627	356.248918	50.5	647.045455
سبتمبر-15	79.2278339	91.9894737	356.505772	50	647.5
أكتوبر-15	79.6363636	91.2021531	357.012266	49.340909	647.5
نوفمبر-15	78.9747475	90.7844498	357.63925	48.613636	647.727273
ديسمبر-15	78.6666667	89.7832536	357.60101	47.863636	646.818182
جانفي 2016	77.5318182	84.7672727	357.154401	47.181818	646.136364
فيفري 2016	79.0085859	84.0863636	356.707792	46.545455	645
مارس-16	79.3234519	83.48	356.632035	45.954545	643.636364
أفريل-16	78.9222222	82.02	354.366522	45.318182	642.727273
ماي-16	78.5530303	80.5590909	351.684704	44.727273	641.590909
جوان-16	77.0505051	80.4490909	351.343434	44.113636	640.454545
جوييه-16	77.900954	80.3518182	351.221501	43.431818	639.545455
أوت-16	77.3311375	79.5763636	350.865079	42.727273	638.409091
سبتمبر-16	74.0164141	78.8590909	350.440837	42.090909	637.272727
أكتوبر-16	75.2212602	76.3936364	347.766955	41.613636	636.136364
نوفمبر-16	76.3888889	75.9154545	347.592352	41.204545	635.227273
ديسمبر 16	76.5449229	74.8927273	347.591631	40.795455	634.772727

المصدر :من إ عداد الطالبة إعتماد على الملحق (1)

2-ب الأشكال البيانية للعوائد الشهرية للقطاعات

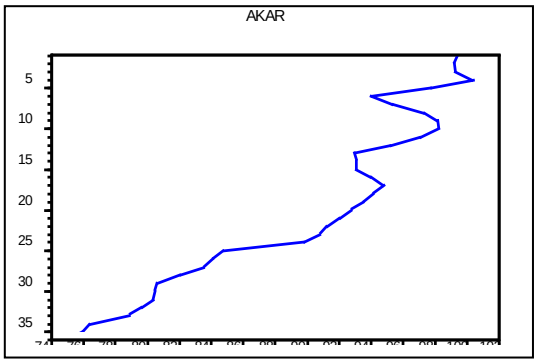
من العوائد الشهرية أعلاه يمكن رسم الأشكال التالية لكل قطاع:

شكل رقم (2-2): العوائد الشهرية للقطاع الإستثمار



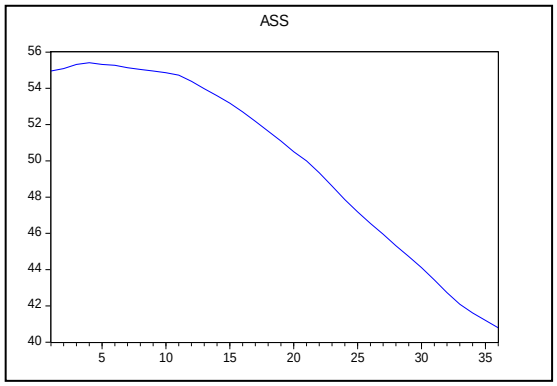
المصدر :برنامج EVIEWS9إنطلاق من بيانات الجدول رقم (2-4)

شكل رقم (2-3): العوائد الشهرية للقطاع العقار



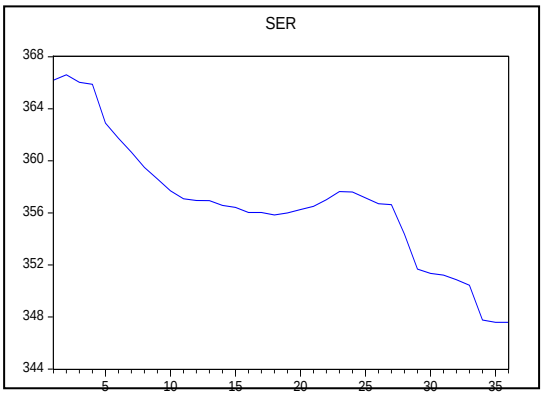
المصدر :برنامج EVIEWS9 إنطلاق من بيانات الجدول رقم (2-4)

الشكل رقم (2-4)العوائد الشهرية للقطاع التأمين



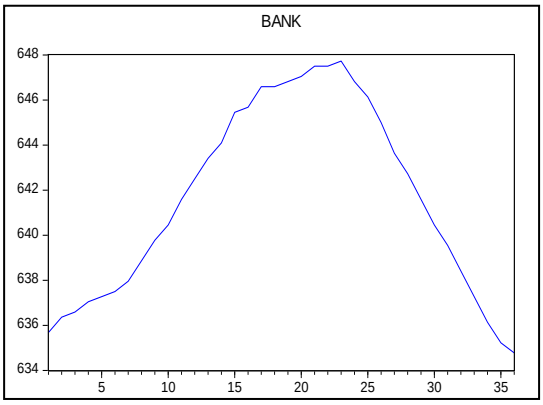
المصدر :برنامج EVIEWS9انطلاق من بيانات الجدول رقم(2-4)

الشكل رقم (2-4) العوائد الشهرية للقطاع الخدمات



المصدر:برنامج EVIWS9انطلاق من بيانات الجدول رقم (2-4)

الشكل رقم (2-5)العوائد الشهرية للقطاع البنوك



المصدر :بزنامج EVIWS9إنطلاق من بيانات الجدول رقم (2-4)

من الرسومات نلاحظ مايلي:

1-العوائد الشهرية لقطاع الإستثمار:هو الأعلى تذبذب بين كافة الشركات ويتضح من خلال أن قيم كل العوائد الشهرية موجبة كبيرة.

2-العوائد الشهرية لقطاع العقار:يلاحظ أن عوائد الشركات تسجل ارتفاع تذبذبات موجبة.

بإعتماد على مؤشر المدى المحسوب سابقا ،وهو الفرق بين أعلى قيمة للعائد الشهر وأقل قيمة له.ومما يذكر بأنه كلما زادت قيمة المدى فإن ذلك يدلنا على أن هناك تذبذب أكبر في عوائد الشركة

حل نموذج المحفظة :نجد الحل الأمثل للبرنامج التربيعي المذكور بإستخدام الSOLVER كما في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-5) حل النموذج التربيعي للمحافظ

المحفظة	العناصر المكونة	الوزن النسبي	الخصائص
محفظة الإستثمار	Alman	0.11	
	Aayan	0.11	rp=80.030%
	Eresco	0.11	sp=1.165%
	Madar	0.11	B=0.0022
	Mazaya	0.11	
	Alsalam	0.11	
	Amwl	0.11	
	Asiya	0.11	
محفظة العقار	Ajwa	0.2	
	Almmdon	0.2	rp=90.127%
	Adnc	0.2	sp=8.53%
	Aayanre	0.2	B=0.0078
	Aymaan	0.2	
محفظة الخدمات	Aglty	0.3	rp=318.75%
	Alfco	0.45	sp=5.309%
	Alrai	0.25	B=5.30
محفظة البنوك			rp=624.18%
	Almutahed	0.4	sp=7.157%
	Boubya	0.6	B=0.0006
محفظة المثلى	Alaman	0.1	
	Mazaya	0.2	
	Alsalam	0.2	rp=191.64%
	Adnc	0.3	sp=4.98%
	Aglty	0.1	b=0.29
	Boubya	0.1	

المصدر من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج Microsoft Exel بإعتماد على بيانات الملحق رقم (1)

3-تقيم أداء المحافظ المشكلة لعينة الدراسة:بعد أن تم تشكيل هذه المحافظ وحساب مختلف الخصائص المالية لها سيتم حساب مقايس كل من شارب وترينور وجونسون لحكم على أداءها ولتوضيح كيفية حساب كل مقياس سنوضح كيفية حساب هذه المقاييس لمحفظة قطاع الإستثمار:

-بالنسبة لمقياس شارب لقطاع الإستثمار:

$$SR = \frac{E_{Rp-rf}}{\delta_{rp}} = \frac{0.80030336-0.800303289}{0.01165}=6.094\%$$

-بالنسبة لمقياس ترينور لقطاع الإستثمار:

$$TR = \frac{E_{Rp-rf}}{\beta_p}=\frac{0.80030336-0.800303289}{0.0022}=0.0032$$

-بالنسبة لمقياس جونسون لقطاع الإستثمار:

$$Rp_t - Rf_t = \beta_p[R_{Mt} - R_{ft}] + \varepsilon_{pt}=$$

$$(0.80030336-0.800303289)+0.0022(6361.88-0.800303289)=13.9946\%$$

والجدول التالي يوضح تقيم أداء المحافظ المشكلة لعينة الدراسة:

الجدول رقم (2-6):تقيم أداء المحافظ وفقا لمقاييس شارب وترينور وجونسون

إسم المحفظة	شارب	ترينور	جونسون
محفظة الإستثمار	6.094	0.0032	13.9946
محفظة العقار	1.733	0.0018	48.9196
محفظة الخدمات	-1.5402	-1.5428	318.2732
محفظة التأمين	-1.411	-0.0001	-3.8253
محفظ البنوك	-2.941	-5.0505	-0.0242

المصدر من إعداد الطالبة بإستخدام Microsft Exel بإعتماد الجدول رقم (2-5)

الفرع الثاني:نتائج الدراسة الإحصائية والإختبارات القياسية للسلاسل الزمنية محل الدراسة

بعد أن تم تشكيل السلاسل الزمنية لأسعار المحافظ في بورصة الكويت الأوراق المالية، سنقوم في هذا الفرع بإجراء الدراسة الإحصائية والقياسية بداء بالتمثيل البياني للسلاسل ومن تم دراسة الخصائص الإحصائية،وإختبار فرضية التوزيع الطبيعي وبعد ذلك نقوم بإجراء إختبارات جدر الوحدة، وتحويل هذه السلاسل المستقرة،بإضافة إلى إجراء إختبار جوهانسن للتكامل المتزامن من اجل معرفة العلاقة الطويلة الأجل بين أسعار المحافظ وأسعار الفائدة في بورصة الكويت للأوراق المالية ،وأخيرا إجراء إختبار جرانجر لدراسة السببية بينهما.

1-نتائج الدراسة الإحصائية

-نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:حيث سنتمكن من خلال هذه النتائج من التحليل الإحصائي للسلاسل الزمنية لمعرفة التذبذبات التي تحصل في هذه السلاسل من خلال معرفة أكبر قيمة (Maximum) ،أقل قيمة (Minimum)،ومتوسط هذه القيم (Mean) ، وإنحرافها المعياري (Std Dev) حيث سنوضح نتائج حساب هذه القيم من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (2-7):النتائج الإحصائية الوصفية للسلاسل الزمنية محل الدراسة

إسم السلسلة	Maximum	Minimum	Mean	Median	Std.Dev
محفظة قطاع الإستثمار	83.68479	74.01641	80.03034	80.16691	2.551311
محفظة قطاع العقار	100.3818	74.89273	90.12708	92.99462	7.801995
محفظة قطاع الخدمات	366.6128	347.5918	356.724	356.6699	4.970212
محفظة قطاع التأمين	55.40909	40.79545	50.02399	51.36364	5.012166
محفظة قطاع البنوك	647.7273	634.7727	641.6035	641.5909	4.280231
محفظة المثلى	272.1122	252.9344	262.7322	262.1553	4.982643
أسعار الفائدة	1.75	0.875	1.336806	1.3125	0.216134

المصدر:من إعداد الطالبة بإستخدام برنامجEviews9بإعتماد على بيانات الملحق رقم6

2-نتائج الإختبارات القياسية

2-1:نتائج إختبارات التوزيع الطبيعي Normality Tests:للبدء بدراسة السلوك الدوري لأي سلسلة زمنية فلا بد أولا من دراسة التوزيع الإحتمالي الذي تخضع له من أجل إعطاء نظرة أولية حول طبيعة هذه السلسلة، وفي دراستنا هذه سنركز على التوزيع الطبيعي الذي يعتبر أكثرها شيوع وإستعمالا، نذكر أنه من صفات التوزيع الطبيعي ينبغي أن يكون معامل SKewness معدوم ومعامل Kurtosis مساويا إلى 3 .فالقانون الطبيعي يتميز بالتناظر بالنسبة إلى المتوسط وبإحتمال ضعيف للقيم الشاذة ،إذ يعتمد على اختبار Jaque و Bera ،وعلى معاملي التفلطح والتناظر.

الجدول رقم (2-8):نتائج إختبارات التوزيع الطبيعي Normality Tests

اسم السلسلة	skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Probability
محفظة قطاع الإستثمار	-0.373681	2.303878	1.564709	0.457328
محفظة قطاع العقار	-0.564159	1.947007	3.572843	0.167559
محفظة قطاع الخدمات	0.161949	2.891521	0.175017	0.916211
محفظة قطاع التأمين	-0.493518	1.784314	3.678197	0.158961
محفظة قطاع البنوك	-0.015942	1.546708	3.169611	0.204988
المحفظة المثلى	0.101001	2.021588	1.497143	0.473042
أسعار الفائدة	0.065561	2.481904	0.428424	0.807177

المصدر من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج Eeiews9 بإعتماد على بيانات الملحق رقم (6)

الجدول رقم (2–9):نتائج فرضيات التوزيع الطبيعي Normality Tests

إسم السلسلة	إختبار فرضية التناظر	إختبار فرضية التفلطح الطبيعي	إختبار Jarque وBera
محفظة قطاع الإستثمار	v1=-5.4953<1.9	V2=5.115535>1.96	JB=1.564<5.99
محفظة قطاع العقار	V1=-8.26<1.96	V2=7.7380438>1.96	JB=3.572<5.99
محفظة قطاع الخدمات	V1=2.381>1.96	V2=0.7971708<1.96	JB=0.175<5.99
محفظة قطاع التأمين	V1=-7.2576<1.9	V2=8.9336126>1.96	JB=3.678<5.99
محفظة قطاع البنوك	V1=-0.2344<1.96	V2=10.679688>1.96	JB=3.169<5.99
محفظة المثلى	V1=1.4853>1.96	V2=7.1899765>1.96	JB=1.497<5.99
أسعار الفائدة	V1=0.964<1.96	V2=3.807289>1.96	JB=0.428<5.99

المصدر :من إعداد الطالبة بإعتماد على المحلق رقم (6)

2–2–نتائج دراسة اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية:وهنا سيتم أخضاع هذه السلاسل لإختبارا ديكي –فولار وإختبار فليبس وبيرون لتأكد من مدى وجود أو عدم وجود الإتجاه العام،والنتائج مدونة في الجداول التالية:

2–2–1–إختبار إستقرارية السلاسل الزمنية الأصلية:

أ–بالنسبة للسلسلة الزمنية لقطاع الإستثمار

الجدول رقم (2–10):نتائج إختبار ADF،PP للسلسلة الأصلية لأسعار محفظة قطاع الإستثمار

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتماال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-1.425804	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.1408
	النموذج (2)	-2.318943	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.4131
	النموذج (3)	-0.560026	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.8666
إختبار PP	النموذج (1)	-1.892317	-2.632688	-1.950687	-10611059	0.0566
	النموذج (2)	0.833527	-3.6329	-2.948404	-2.612874	0.9932
	النموذج(3)	-1.246537	-4.243644	-3.544284	-3.204699	0.8846
نتيجة الإختبار	نقبل (H0):سلسلة أسعار محفظة قطاع الإستثمار غير مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (9–11)

ب–بالنسبة للسلسلة الزمنية لقطاع العقار

الجدول رقم (2–11): نتائج اختبار ADF،PPللسلسلة الأصلية لأسعار محفظة قطاع العقار

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-2.600248	-2.632688	-1.950687	-1.611059	0.0109
	النموذج (2)	0.47202	-3.6329	-2.948404	-2.612874	0.9832
	النموذج (3)	-1.702038	-4.243644	-3.544284	-3.204699	0.729
إختبار PP	النموذج (1)	-2.961785	-2.632688	-1.950687	-1.611059	0.0042
	النموذج (2)	-1.574602	-4.243644	-3.544284	-3.204699	0.7827
	النموذج(3)	1.247734	-3.6329	-2.948404	-2.612874	0.09979
نتيجة الإختبار	نقبل (H0):سلسلة أسعار محفظة قطاع العقار غير مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (9–11)

ج–بالنسبة للسلسلة الزمنية لقطاع الخدمات

الجدول رقم (2–12):نتائج إختبار ADF،PP للسلسلة الأصلية لاسعار محفظة قطاع الخدمات

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-1.74136	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.0774
	النموذج (2)	1.669903	-3.6329	-2.948404	-2.612874	0.9994
	النموذج (3)	-0.22887	-4.243644	-3.544284	-3.204699	0.9897
إختبار PP	النموذج (1)	-1.657992	-2.632688	-1.950687	-1.611059	0.0913
	النموذج (2)	-0.291287	-4.243644	-3.544284	-3.204699	0.9878
	النموذج(3)	1.507137	-3.6329	-2.948404	-2.612874	0.999
نتيجة الإختبار	نقبل (H0):سلسلة أسعار محفظة قطاع العقار غير مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (9–11)

د-بالنسبة للسلسلة الزمنية لقطاع التأمين

الجدول رقم (2-13) :نتائج إختبار ADF،PP للسلسلة الاصلية لأسعار قطاع التأمين

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-2.573917	-2.634731	-1.951	-1.6110907	0.0117
	النموذج (2)	-1.234033	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.6481
	النموذج (3)	-2.676001	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.2521
إختبار PP	النموذج (1)	2.610685	-3.6329	-2.948404	-2.612874	1
	النموذج (2)	-4.761633	-4.243644	-3.544284	-3.204699	0.0027
	النموذج(3)	-3.482907	-2.632688	-1.950687	-1.611059	0.001
نتيجة الإختبار	نقبل (H0):سلسلة أسعار محفظة قطاع التأمين غير مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (9-11)

هـ-بالنسبة للسلسلة الزمنية لقطاع البنوك

الجدول رقم (2-14):نتائج إختبار ADF،PP للسلسلة الأصلية لأسعار قطاع البنوك

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-0.09308	-2.636901	-1.951332	-1.610747	0.6442
	النموذج (2)	-2.776261	-3.646342	-2.954021	-2.615817	0.0726
	النموذج (3)	-2.684722	-4.262735	-3.552973	-3.209642	0.2489
إختبار PP	النموذج (1)	-2.189463	-3.6329	-2.948404	-2.612874	0.2135
	النموذج (2)	-0.285843	-4.243644	-3.544284	-3.204699	0.988
	النموذج(3)	0.890479	-2.632688	-1.950687	-1.611059	0.8963
نتيجة الإختبار	نقبل (Ho)سلسلة أسعار محفظة قطاع البنوك غير مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (9-11)

و-بالنسبة للسلسلة الزمنية لإسعار المحفظة المثلى:

الجدول رقم (2-15):نتائج إختبار ADF،PP للسلسلة أسعارالأصلية لأسعار المحفظة المثلى

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-0.446669	-2.636901	-1.951332	-1.610747	0.5135
	النموذج (2)	-46.9907	-3.711457	-2.961038	-2.629906	0.0001
	النموذج (3)	-1092.78	-4.356068	-3.595025	-3.233456	0.000
إختبار PP	النموذج (1)	-0.644656	-2.632688	-1.950687	-1.611059	0.4307
	النموذج (2)	-3.709574	-4.544284	-3.54284	-3.204699	0.0349
	النموذج(3)	-3.892027	-3.6329	-2.948404	-2.612874	0.0052
نتيجة الإختبار	نقبل (H0):سلسلة أسعار المحفظة المثلى غير مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (9-11)

ي–بالنسبة للسلسلة الزمنية لأسعار الفائدة:

الجدول رقم (2–16):نتائج إختبار ADF،PP للسلسلة أسعار الأصلية لأسعار الفائدة

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	0.284793	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.7626
	النموذج (2)	-2.328226	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.1693
	النموذج (3)	-2.924151	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.1679
إختبار PP	النموذج (1)	-2.222326	-3.6329	-2.948404	-2.612874	0.2023
	النموذج (2)	-1.838452	-4.243644	-3.544284	-3.204699	0.6643
	النموذج(3)	0.565947	-2.632688	-1.950687	-1.611059	0.8337
نتيجة الإختبار	نقبل (H0):سلسلة أسعار الفائدة غير مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (9–11)

2–2–2–ختبار استقرارية التفاضل لسلاسل الزمنية المحولة:

أ–بالنسبة للسلسلة المحولة لأسعار قطاع الإستثمار

الجدول رقم (2–17):نتائج إختبار ADF،PP للتفاضل الأول لسلسلة أسعار محفظة قطاع الإستثمار

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-3.500556	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.001
	النموذج (2)	-3.903838	-3.646342	-2.954021	-2.615817	0.0052
	النموذج (3)	-3.953462	-4.262735	-3.552973	-3.209642	0.0207
إختبار PP	النموذج (1)	-13.36836	-4.262735	-3.552973	-3.209642	0.000
	النموذج (2)	-3.41191	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.0012
	النموذج(3)	-13.36836	-4.262735	-3.552973	-3.209642	0.000
نتيجة الإختبار	نرفض (H0):سلسلة أسعار محفظة قطاع الإستثمار مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (10–12)

ب–بالنسبة للسلسلة المحولة لأسعار قطاع العقار

الجدول رقم (2–18):نتائج إختبار ADF،PP للتفاضل الأول لسلسلة أسعار محفظة قطاع العقار

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-3.9547449	-2.639407	-1.951	-1.610907	0.0003
	النموذج (2)	-4.5373376	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.0009
	النموذج (3)	-4.597245	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.0043
إختبار PP	النموذج (1)	-3.885928	-2.634731	-1.951	-1.60907	0.0003
	النموذج (2)	-5.379593	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.0006
	النموذج(3)	-4.438952	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.0012
نتيجة الإختبار	نرفض (H0):سلسلة أسعار محفظة قطاع العقار مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (10–12)

ج–بالنسبة للسلسلة المحولة لأسعار قطاع الخدمات

الجدول رقم (2–19):نتائج إختبار ADF،PP للتفاضل الأول لسلسلة أسعار محفظة قطاع الخدمات

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-4.00132	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.0002
	النموذج (2)	-4.474592	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.0011
	النموذج (3)	-4.890915	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.002
إختبار PP	النموذج (1)	-4.028309	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.0002
	النموذج (2)	-4.480521	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.0011
	النموذج(3)	-4.887389	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.002
نتيجة الإختبار	نرفض (H0):سلسلة أسعار محفظة قطاع الخدمات مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (10–12)

د-بالنسبة للسلسلة المحولة لأسعار قطاع التأمين

الجدول رقم (2-20):نتائج إختبار ADF،PP للتفاضل الأول لسلسلة أسعار محفظة قطاع التأمين

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-4.851646	-2.636901	-1.951332	-1.610747	0.000
	النموذج (2)	-5.027958	-3.646342	-2.954021	-2.615817	0.0003
	النموذج (3)	-4.281296	-4.28458	-3.562882	-3.215267	0.0101
إختبار PP	النموذج (1)	-4.880478	-2.636901	-1.951332	-1.610747	0.000
	النموذج (2)	-9.709387	-4.262735	-3.552973	-3.209642	0.000
	النموذج(3)	-5.044872	-3.646342	-2.954021	-2.615817	0.0002
نتيجة الإختبار	نرفض (H0):سلسلة أسعار محفظة قطاع التأمين					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (10-12)

هـ-بالنسبة للسلسلة المحولة لقطاع البنوك

الجدول رقم (2-21):نتائج إختبار ADF،PP للتفاضل الأول لسلسلة أسعار محفظة قطاع البنوك

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-10.27782	-2.636901	-1.951332	-1.610747	0.000
	النموذج (2)	-10.14774	-3.646342	-2.954021	-2.615817	0.000
	النموذج (3)	-10.01267	-4.262735	-3.552973	-3.209642	0.000
إختبار PP	النموذج (1)	-9.768235	-3.646342	-2.954021	-2.615817	0.000
	النموذج (2)	-9.636491	-4.262735	-3.552973	-3.209642	0.000
	النموذج(3)	-9.858355	-2.636901	-1.951332	-1.610747	0.000
نتيجة الإختبار	نرفض (H0):سلسلة أسعار محفظة قطاع البنوك					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (10-12)

و-بالنسبة للسلسلة المحولة لمحفظة المثلى

الجدول رقم (2-22):نتائج إختبار ADF،PP للتفاضل الأول لسلسلة أسعار محفظة المثلى

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-649.7232	-2.664853	-1.955681	-1.608793	0.0001
	النموذج (2)	-563.2245	-4.394309	-3.612199	-3.243079	0.000
	النموذج (3)	-626.1146	-3.737853	-2.991878	-2.635542	0.0001
إختبار PP	النموذج (1)	7.12126	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.000
	النموذج (2)	-7.015543	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.000
	النموذج(3)	-7.169949	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.000
نتيجة الإختبار	نرفض (H0):سلسلة أسعار محفظة المثلى					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (10-12)

ي-بالنسبة للسلسلة المحولة لأسعار الفائدة

الجدول رقم (2-23):نتائج إختبار ADF،PP للتفاضل الأول لسلسلة أسعار الفائدة

نوع الإختبار	نوع النموذج	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة			إحتمال
			1%	5%	10%	
إختبار ADF	النموذج (1)	-3.882393	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.0003
	النموذج (2)	-3.894671	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.0052
	النموذج (3)	-3.943508	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.0208
إختبار PP	النموذج (1)	-3.661752	-2.634731	-1.951	-1.610907	0.0006
	النموذج (2)	-3.667269	-4.252879	-3.54849	-3.207094	0.0387
	النموذج(3)	-3.620196	-3.639407	-2.951125	-2.6143	0.0105
نتيجة الإختبار	نرفض (H0):سلسلة أسعار الفائدة مستقرة					

المصدر :إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الملحق رقم (10-12)

2-2-3-إزالة عدم الإستقرارية

إن من بين الميزات الحسنة لإختبارات الجذور الوحدوية أنها يمكن أن تعطينا فكرة حول عدم الإستقرارية ،هذا من شأنه أن يدلنا على أحسن طريقة لكي نجعل السلاسل تستقر.

-من أجل النموذج DS differency Stationary:أحسن طريقة لجعلها تستقر ،وهي الحالة التي نحن بصدد بدراستها،تكون أحسن طريقة لضمان الإستقرارية السلاسل الزمنية.[1]

وبعدإختبارات الجدر الوحدة تبين أن السلاسل محل الدراسة مستقرة في التفاضل الأول،لنحصل على السلاسل الجديدة التالية:

-بالنسبة لسلسلة أسعار محفظة قطاع الإستثمار D(S1)

-بالنسبة لسلسلة اسعار محفظة قطاع العقار D(S2)

-بالنسبة لسلسلة اسعار محفظة قطاع الخدمات D(S3)

-بالنسبة لسلسلة أسعار محفظة قطاع التأمين D(S4)

-بالنسبة لسلسلة أسعار محفظة قطاع البنوك D(S5)

-بالنسبة لسلسلة أسعار محفظة المثلى D(S6)

-بالنسبة لسلسلة أسعار الفائدة D(S7)

ومن خلال برنامج Eveiews يمكننا أن نحسب مشاهدة السلاسل المستقرة الجديدة ،حيث نلاحظ أنها تفتقد لمشاهدة الأول والنتائج في الجدول التالي:

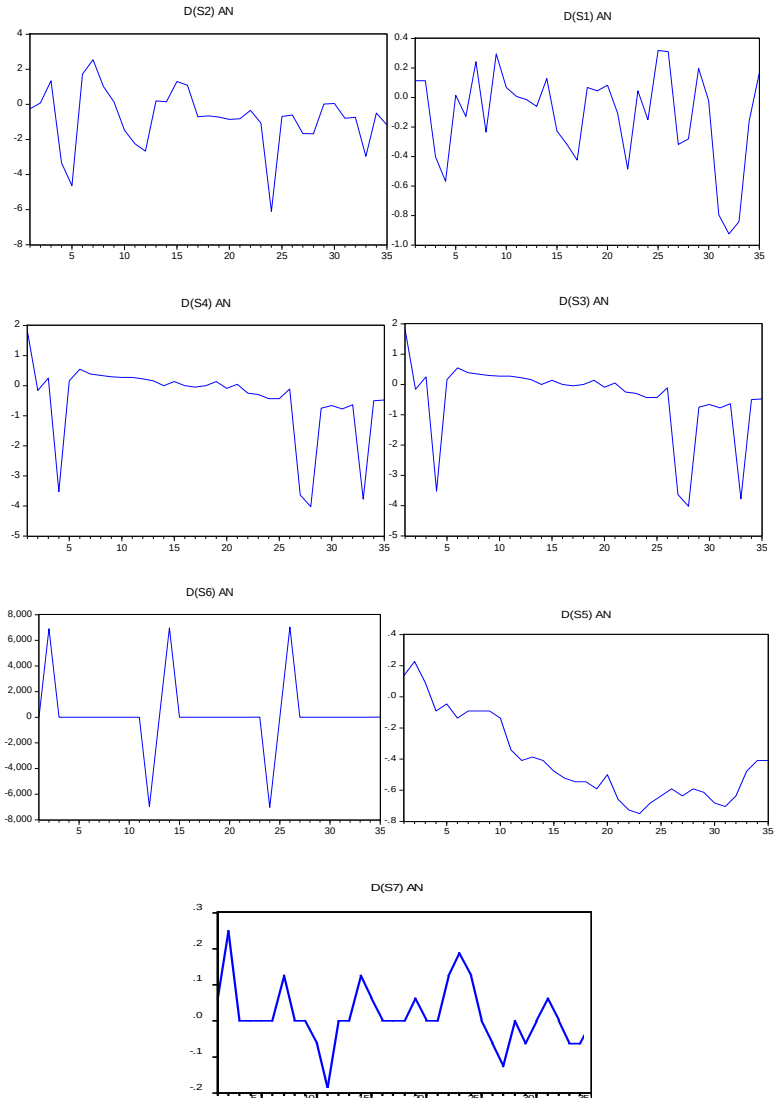
[1] سعيد هتهات،**دراسة إقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر** ،مذكرة ،ماجستير غير منشورة،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة،2006ص274

الجدول رقم (2-24):المشاهدات الجديدة للسلاسل المحولة

D(S7)	D(S6)	D(S5)	D(S4)	D(S3)	D(S2)	D(S1)	Date
AN	AN	AN	AN	AN	AN	AN	جانفي2014
0.0625	0.63545455	0.13636364	1.81818182	1.81818182	-0.2545455	0.11363636	فيفري 2014
0.25	6911.50634	0.22727273	-0.1590909	-0.1590909	0.08409091	0.11363636	مارس-14
0	5.60732323	0.09090909	0.25	0.25	1.34090909	-0.4015152	أفريل-14
0	3.89924242	-0.0909091	-3.5227273	-3.5227273	-3.3318182	-0.5681818	مي-14
0	4.64305556	-0.0454545	0.15909091	0.15909091	-4.6340909	0.01515152	جوان-14
0	5.56144781	-0.1363636	0.54545455	0.54545455	1.72474747	-0.1287879	جوييه-14
0.125	5.98319505	-0.0909091	0.38636364	0.38636364	2.54310967	0.24242424	أوت-14
0	5.56583694	-0.0909091	0.34090909	0.34090909	1.01623377	-0.2348485	سبتمبر-14
0	5.25868984	-0.0909091	0.29545455	0.29545455	0.14304813	0.29545455	أكتوبر-14
-0.0625	5.25781449	-0.1363636	0.27272727	0.27272727	-1.4758403	0.06818182	نوفمبر-14
-0.1875	4.84279519	-0.3409091	0.27272727	0.27272727	-2.2462592	0.00757576	ديسمبر-14
0	-6957.2471	-0.4090909	0.22727273	0.22727273	-2.6649678	-0.0151515	جانفي 2015
0	0.16347687	-0.3863636	0.15909091	0.15909091	0.19617225	-0.0606061	فيفري 2015
0.125	6972.25129	-0.4090909	0	0	0.14892344	0.12878788	مارس-15
0.0625	5.36513158	-0.4772727	0.13636364	0.13636364	1.30442584	-0.2272727	أفريل-15
0	5.26824163	-0.5227273	0	0	1.08672249	-0.3181818	ماي-15
0	5.03096757	-0.5454545	-0.0454545	-0.0454545	-0.708134	-0.4242424	جوان-15
0	4.96242026	-0.5454545	0	0	-0.6572967	0.06818182	جويليه-15
0.0625	5.12878788	-0.5909091	0.13636364	0.13636364	-0.7272727	0.04545455	أوت-15
0	5.09094232	-0.5	-0.0909091	-0.0909091	-0.8558612	0.08333333	سبتمبر-15
0	4.81924508	-0.6590909	0.04545455	0.04545455	-0.819378	-0.1060606	أكتوبر-15
0.125	5.01777645	-0.7272727	-0.25	-0.25	-0.340311	-0.4848485	نوفمبر-15
0.1875	9.42872807	-0.75	-0.2954545	-0.2954545	-1.0639952	0.04545455	ديسمبر-15
0.125	-7024.5462	-0.6818182	-0.4318182	-0.4318182	-6.0995215	-0.1515152	جانفي 2016
0	-0.6520455	-0.6363636	-0.4318182	-0.4318182	-0.6920455	0.31818182	فيفري 2016
-0.0625	7033.04798	-0.5909091	-0.1136364	-0.1136364	-0.6102273	0.31060606	مارس-16
-0.125	3.97234848	-0.6363636	-3.6363636	-3.6363636	-1.6659091	-0.3181818	أفريل-16
0	3.75309343	-0.5909091	-4.0227273	-4.0227273	-1.6784091	-0.280303	ماي-16
-0.0625	4.74760101	-0.6136364	-0.75	-0.75	0.01590909	0.1969697	جوان-16
0	4.62935606	-0.6818182	-0.6590909	-0.6590909	0.04886364	-0.0227273	جوييه-16
0.0625	4.50416667	-0.7045455	-0.7727273	-0.7727273	-0.7931818	-0.7954545	أوت-16
0	4.45031566	-0.6363636	-0.6363636	-0.6363636	-0.7375	-0.9242424	سبتمبر-16
-0.0625	3.58200758	-0.4772727	-3.7727273	-3.7727273	-2.9625	-0.8409091	أكتوبر-16
-0.0625	4.83030303	-0.4090909	-0.5	-0.5	-0.4954545	-0.1590909	نوفمبر-16
0	9.25978535	-0.4090909	-0.4772727	-0.4772727	-1.1761364	0.16666667	ديسيمبر 2016

المصدر :إعداد الطالبة بإستخدام برنامجEveiews بإعتماد على بيانات الملحق رقم (10-12)

الشكل رقم (2-6)التمثيل البياني لسلاسل الزمنية المحولة



3-نتائج إختبار التكامل المتزامن لجوهانس-جيسليوس (Johansen- Jusellus):بغرض معرفة مدى وجود علاقة طويلة الأجل بين أسعار المحافظ المالية وأسعار الفائدة في بورصة الكويت ،تم إخاضع السلاسل الزمنية لإختبار جوهانسن وفق المنهجية التالية:

3-1:إختبار الإبطاء المناسب لكل سلسلة بإستخدام معياري AICوSC:قبل تطبيق طريقة جوهانسن للتكامل المشترك يجب تحديد عدد فترات الإبطاء P للسيروة var،ولهذا سنستخدم معياري Akaike وSchwarz،حيث يتم إختبار الإبطاء الذي يعطي أقل قيمة للمعياريين والنتائج لوردها في الجدول التالي:

الجدول رقم (2- 25):نتائج حساب معياري AIC وSC لكل سلسلة

إسم السلسلة	المعيار	1	2	3	4	5	الإبطاء المختار
محفظة قطاع الإستثمار	AIC	81.2941	0.11312	0.65843	0.74822	0.689049	P=2
	SC	4.37913	0.1042	0.575991	0.71067	0.62192	
محفظة قطاع العقار	AIC	100.766	3.30422	4.032941	4.12273	4.063561	P=1
	SC	1.34474	3.35674	4.048386	4.18307	4.094315	
محفظة قطاع الخدمات	AIC	207.991	0.04112	-0.35355	-0.2638	-0.32293	P=2
	SC	60.0256	0.00629	-2.23103	-2.0964	-2.1851	
محفظة قطاع التأمين	AIC	-116.111	47.1901	6.692045	6.73648	6.707385	P=1
	SC	127.449	1.05058	2.887097	2.97597	2.917777	
محفظة قطاع البنوك	AIC	57.4332	0.00682	-2.15014	-2.0604	-2.11952	P=1
	SC	5.31933	0.0061	-2.26291	-2.1282	-2.21698	
محفظة المثلى	AIC	497.13	4.9631	21.40429	23.9183	22.26164	P=1
	SC	103.174	0.57494	18.85644	23.5702	20.46397	

المصدر:إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2-24)

2-3:إجراء إختبار جوهانس للتكامل المتزامن:

الأن نطبق طريقة جوهانسن للتكامل المشترك من أجل دارجة الإبطاء المحسوبة لكل سلسلة في الجدول السابق،ويمكن أن نلخص النتائج في الجدول التالي:

إسم السلسلة	رتبة المصفوفة	القيم الذاتية	القيم المحسوبة	القيم الحرجة 5%	الإحتمال
محفظة قطاع الإستثمار	r=0	0.395376	29.27822	15.49471	0.0002
	r=1	0.318916	12.67431	3.841466	0.0004
محفظة قطاع العقار	r=0	0.523905	37.2584	15.49471	0.0000
	r=1	0.320844	12.76786	3.841466	0.0004
محفظة قطاع الخدمات	r=0	0.400564	27.27244	15.49471	0.0006
	r=1	0.269971	10.38416	3.841466	0.0013
محفظة قطاع التأمين	r=0	0.442596	25.22702	15.49471	0.0013
	r=1	0.164721	5.939644	3.841466	0.0148
محفظة قطاع البنوك	r=0	0.534059	26.39014	15.49471	0.0008
	r=1	0.035365	1.1188185	3.841466	0.002
محفظة المثلى	r=0	0.634784	47.77124	15.49471	0.0000
	r=1	0.356188	14.53149	3.841466	0.0001

المصدر من إعداد الطالبة بإعتماد على بيانات الجدول (2-24)

4-نتائج إختبار العلاقة السببية لجرانجر ومدى استجابة أسعار المحافظ المالية لتغيرفي اسعار الفائدة:

بعد دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة،وإزالة الجدر الوحدوي وارجع هذه السلاسل مستقرة وهو الشرط الاساسي للإجراء إختبار جرانجر ، الذي يمكننا من تحديد العلاقة بين أسعار المحافظ المالية وأسعار الفائدة في بورصة الكويت جاءت النتائج على النحو التالي:

شكل رقم (2-26):نتائج إختبار السببية لجرانجر بين أسعار المحافظ واسعار الفائدة في بورصة الكويت

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 04/19/17 Time: 17:21
Sample: 1 35
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
D_S7__AN does not Granger Cause D_S1__AN	33	0.33579	0.7176
D_S1__AN does not Granger Cause D_S7__AN		0.18194	0.8346

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 04/19/17 Time: 17:29
Sample: 1 35
Lags: 1

Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.4972	0.47191	34	D_S7__AN does not Granger Cause D_S2__AN
0.3918	0.75439		D_S2__AN does not Granger Cause D_S7__AN

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 04/19/17 Time: 17:32
Sample: 1 35
Lags: 2

Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.0854	2.68961	33	D_S7__AN does not Granger Cause D_S3__AN
0.6988	0.36301		D_S3__AN does not Granger Cause D_S7__AN

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 04/19/17 Time: 17:34
Sample: 1 35
Lags: 1

Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.2247	1.53469	34	D_S7__AN does not Granger Cause D_S4__AN
0.1640	2.03194		D_S4__AN does not Granger Cause D_S7__AN

.

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 04/19/17 Time: 17:36
Sample: 1 35
Lags: 1

Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.4872	0.49445	34	D_S7__AN does not Granger Cause D_S5__AN
0.8571	0.03297		D_S5__AN does not Granger Cause D_S7__AN

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 04/19/17 Time: 17:38
Sample: 1 35
Lags: 1

Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.8178	0.05399	34	D_S7__AN does not Granger Cause D_S6__AN
0.4400	0.61202		D_S6__AN does not Granger Cause D_S7__AN

المطلب الثاني:مناقشة النتائج

الفرع الأول :تحليل نتائج المحافظ المالية المشكلة في العينة الدراسة

1-تحليل نتائج خصائص الأوراق المالية:

1-1-تحليل عائد المحفظة (Ri):

نلاحظ من خلال نتائج عوائد شركات كل قطاع من القطاعات على حدى أنه بالنسبة لقطاع الإستثمار فإن شركة Alsalam حققت أعلى عائد بنسبة122.2045%،في حين حققت شركة Amwl أدنى عائد بنسبة تقدر ب54.44066%،حيث نلاحظ تقارب في عوائد الشركات الأخرى حيث تتراوح بين 60%و117% وهي نسب مقبولة إذا تم مقارنتها بعائد مؤشر السوق .

وعند الإنتقال إلة قطاع العقار نجد أن شركة Almmodon حققت أعلى عائد بنسبة 138.4419% في حين كان أدنى عائد في شركة Ajwa بنسبة 48.59848%،كما نلاحظ هناك فروقات كبيرة في عوائد هذا القطاع ،مقارنة إلى قطاع الإستثمار،وهذا يدل على إرتفاع العائد في هذا القطاع.

أما بالنسبة لقطاع الخدمات فإن شركةَ Alafco حققت أعلى عائد بنسبة 261.6629% ،في حين أدنى عائد سجل في شركة Alrai قدر بنسبة 138.5884%،كما يلاحظ أن كل عوائد القطاع مرتفعة وهذا راجع إلى وجود توازن في عوائد هذا القطاع.

أما فيما يخص قطاع البنوك فإن أكبر عائد سجلا في بنك Almutahed قدرت بنسبة 728.6869% ،وهذا راجع إلى وجود عوائد مرتفعة في هذا القطاع.

1-2 تحليل خطر الأوراق المالية من خلال المعامل بيتا، والإنحراف المعياري:

نلاحظ من خلال تحليل خطر الأوراق المالية بالنسبة لقطاعات وجود تفاوت في حساسية هذة الاوراق لتقلب عوائد السوق إذا تتراوح بين 0.003- و2.7124 ،إلا أن معظمها موجبة وهو مايدل على نسبة المخاطرة كبيرة.

كما نلاحظ بالنسبة لقطاع الإستثمار فهناك وجود تفاوت في تقلب حساسية هذه الأوراق إذا تنحصر مابين2.7124 و0.005- ،هذا يدل على وجود نسبة مخاطرة كبيرة ،كما نلاحظ في شركةAlaman تحتوي على أعلى نسبة مخاطرة 17.05%،والعكس في شركةAsiya 0.412% أما بقية المؤسسات فنسبها تتراوح بين0.956و6.91% .

أما فيما يخص قطاع العقار فالحساسية الأوراق المالية المشكلة له كانت ضعيفة بالمقارنة مع القطاع الأول ،وهذا راجع نسب المخاطرة .

أما بالنسبة لقطاع الخدمات فمعامل بيتا يتراوح مابين 0.003%و0.005% وهي نسب ضعيفة مم جعل نسبة المخاطرة في انخفاض تتراوح مابين 4.044% و9.5682%.وكان أعلى نسبة مخاطرة عند الشركة Aglty وفي قطاع التأمين فمعامل بيتا ضعيف قدر ب 0.004 ،في المقابل مخاطرة منخفظة بنسبة 5.0.12%.

أما بالنسبة لقطاع البنوك فوجود تفاوت في حساسية الأوراق المالية ففي بنك Almutahed كان معامل البيتا سالبة قدر ب0.0034، في حين حقق أعلى نسبة في المخاطرة بنسبة7.1571% مقارنة بنسبة المخاطرة في البنك الأخر.

1-3:تحليل المدى:

نلاحظ من خلال الجدول أنه بالنسبة لقطاعات التأمين ، الإستثمار أن هذة القطاعات أقل تذبذب مقارنة مع باقي القطاعات وهو مايدل على ضعف المخاطرلهما وفق هذا المقياس،حيث بلغ الفرق بين أقل قيمة أعلى قيمة 51.36364% وفي قطاع البنوك 641.5909%.

أما بالنسبة لباقي القطاعات فنلاحظ أرتفاع في تذبذبات عوائدها حيث بلغ الفرق بين أعلى وأقل تذبذب في قطاع البنوك حوالي 641.59% ،وهو ما يشير إلى شاسعة الإختلاف بين الأخطار أسهم شركات هذا،ونفس الأمر تكرر في قطاع الخدمات حيث بلغ الفرق بين اقل قيمة وأعلى قيمة 356.66%.

1-4:تحليل معامل الإختلاف (cv):نعلم أنه كلما إنخفضت قيمة معامل الإختلاف كلما كان ذلك افضل وعليه نختار الشركات التالية:

-بالنسبة لقطاع الإستثمار أفضل شركة هي Mazaya حيث بلغت قيمة معامل الإختلاف 0.32

-بالنسبة لقطاع العقار أفضل شركة هي Aymaan حيث بلغت قيمة معامل الإختلاف 0.36

-بالنسبة لقطاع الخدمات أفضل شركة هي Agltyحيث بلغت قيمة معامل الإختلاف 1.76

-بالنسبة لقطاع التأمين هي شركة Ahaliyaحيث بلغت قيمة معامل الإختلاف 0.13

-بالنسبة لقطاع البنوك افضل شركة هي Almutahed حيث بلغت قيمة معامل الإختلاف 0.15

2-تحليل أداء المحافظ المشكلة لعينة الدراسة:

نلاحظ من خلال نتائج تقيم أداء المحافظ لمقياس شارب أن أفضل محفظة هي محفظة الإستثمار التي حققت أعلى معدل بقيمة 6.09،ثم بعد ذلك تليها محفظة قطاع العقار بقيمة 1.73،ثم بعد ذلك تأتي محفظةقطاع التأمين بقيمة 1.41-،يليها محفظة قطاع الخدمات بقيمة1.54-،بعد ذلك تليهم محفظة البنوك بقيمة 2.94-.

أما عند المقارنة وفقا لمقياس ترينور فإن افضل محفظة هي محفظة قطاع الإستثمار حيث حققت اكبر قيمة 0.0032 وهو مايدل على ارتفاع عائد المحفظة بالعلاقة إلة مخاطرها النظامية،وبالتالي يعني اداء جيد لهذه المحفظة،تليها محفظة قطاع العقار بقيمة 0.008،كما يمكن ملاحظة أن نسبة ترينور تقريبة في حدود التساوي بقيم السالبة في كل من محفظة قطاع الخدمات ومحفظة قطاع التأمين ومحفظة قطاع البنوك مم يوحي على تدني عائد المحفظة بالعلاقة إلى مخاطرها النظامية.

أما عند مقارنة وفقا لمقياس جونسون فنلاحظ أن أفضل أداء حقق في محفظة قطاع الخدمات بقيمة 3.18،بعد ذلك تليها محفظة قطاع العقار بقيمة 4.89 وبعد تليها كذلك محفظة قطاع الإستثمار بقيمة 1.3، في حين يلاحظ أن كل من محفظة قطاع التأمين ومحفظة قطاع البنوك حققت قيم سالبة وهن يمكن القول أن المستثمر لا يمكنه من التنبؤ باسعار المحافظ ويمارس اختيار جيدا لها.

الفرع الثاني:تحليل نتائج الدراسة القياسية للسلاسل الزمنية محل الدراسة

1-تحليل النتائج الإختبارات القياسية

1-2 تحليل نتائج إختبارات التوزيع الطبيعي:وهي بالنسبة لكل سلسلة كالتالي:

1-2-1:سلسلة اسعار محفظة قطاع الإستثمار:

-إختبار Skewnes:لدينا V1=-5.4953<1.96ومنه نقبل الفرضية H0:V1=0 أي أن هذه السلسلة منتاظرة

-إختبار Kurtosis:لدينا V2=5.115535>1.96 ومنه نرفض فرضية التفلطح.

-بإستعمال إحصائية Jarque-Bera JB=1.564<5.99،وعليه السلسلة لاتتوزع توزيع طبيعيا.

1-2-2:سلسلة أسعار محفظة قطاع العقار:

-إختبار Skewness:لدينا V1= -8.26<1.96 ومنه نقبل الفرضية H0:V1=0 أي أن هذه السلسلة متناظرة

-إختبار Kutosis : بما أن V2=7.7380>1.96 ومنه نرفض الفرضية التفلطح.

-يمكن التأكد من ذلك بإستعمال إحصائية Jarque-Bera JB=1.564<5.99 وعليه السلسلةلا تتوزع توزيع طبيعيا.

1-2-3:سلسلة أسعار محفظة قطاع الخدمات

-اختبار Skewness:لدينا V1=2.381>1.96 ومنه نرفض الفرضية H0 أي أن هذه السلسلة غير متناظرة

-إختبار Kutois:بما أن V2=0.7971 <1.96ومنه نقبل فرضية التفلطح.

-يمكن التأكد من ذلك بإستعمال إحصائية Jarque –Bera JB=0.175<5.99 وعليه السلسلة تتوزع طبيعيا.

1-2-4:سلسلة أسعار محفظة قطاع التأمين

-إختبار Skewness:لدينا V1=-7.2576 <1.96ومنه نقبل الفرضية H0 أي أن هذه السلسلة متناظرة

-إختبار Kutosis:بما أن V2=8.9336>1.96 ومنه نرفض فرضية التفلطح.

-يمكن التأكد من ذلك بإستعمال إحصائية Jarque-Bera JB=3.678 <5.99 وعليه السلسلة لا تتوزع توزيع طبيعيا

1-2-5: سلسلة أسعار محفظة قطاع البنوك

-إختبارٍ Skewness:لدينا V1=-0.2344<1.96 ومنه نقبل فرضية H0 أي ان هذه السلسلة متناظرة

-إختبارٍ Kutosis :بما أن V2=10.6796>1.96 ومنه نرفض فرضية التفلطح.

-من خلال إحصائية Jarque-Bera JB=3.169<5.99 وعليه السلسلة لا تتوزع توزيع طبيعيا.

1-2-6 :سلسلة أسعار محفظة المثلى

-إختبار Skewness :لدينا V1=1.4853<1.96 ومنه نقبل فرضية H0 أي ان هذه السلسلة متناظرة

-إختبار Kutosis :بما أن V2=7.1899>1.96 ومنه نرفض فرضية التفلطح.

- يمكن التأكد من إحصائية Jarque-Bera JB=1.497<5.99 وعليه السلسلةلا تتوزع توزيع طبيعيا.

1-2-7:سلسلة اسعار الفائدة

-إختبار Skewness:لدينا V1=0.964<1.96 ومنه نقبل فرضية H0 أي ان هذه السلسلة متناظرة

-إختبار Kutosis:بما ان V2=3.8072>1.96ومنه نرفض فرضية التفلطح.

-يمكن التأكد من إحصائية Jarque-Bera JB=0.428<5.99 وعليه السلسلة لا تتوزع توزيع طبيعيا.

1-2-8-النتيجة الإقتصادية :من خلال قراءة لجملة السلاسل الزمنية محل الدراسة ،نلاحظ ان معظم السلاسل لا تتمتع بالتوزيع طبيعي ،وهو ما ينتقض مع النتائج المتحصل عليها في الدراسات السابقة وذلك قد يرجع على فترة الدراسة (بعد الأزمة المالية العالمية)

2-2-تحليل نتائج إختبارات إستقرارية السلاسل الزمنية :من خلال جداول إختبار ADF وPP لجميع السلاسل الاصلية كمايلي:

تحليل استقرارية سلاسل أسعار الفائدة ومحافظ القطاعات الإستثمار،العقار،الخدمات ،التأمين

أ- **بالنسبة للسلاسل الاصلية** :يلاحظ ان القيم الحرجة أصغر من القيم المحسوبة لجميع نماذج إختبارات ADF وPP عند مستويات المعنوية المختلفة 1%،5%،10%اي عدم إستقرارية السلاسل الزمنية (وجود جدر الوحدوي)

ب–بالنسبة للسلاسل المحولة: من خلال نتائج إختبارات ADF وPP لسلاسل المحولة عن طريق الفروقات من الدرجة الأولى والثانية فنلاحظ عدم تحقيق الفرضية (H0)،أي استقرارية السلاسل الزمنية (عدم وجود جدروحدوي)،والتمثيل البياني للمشاهدات الجديدة للسلاسل المحولة موضح في الشكل البياني رقم (2–6)

النتيجة الإقتصادية المتوصل إليها:

إذن يتبين من خلال هذا التحليل أن جميع السلاسل الاصلية غير مستقرة مما يعني وجود عشوائية في اسعار أسهم الشركات في بورصة الكويت ،أما فيما يخص نتائج إختبار ADFوPP لسلاسل المحولة عن طريق الفروق فنلاحظ عدم تحقيق الفرضية (H0) وذلك لأن القيم الحرجة أكبر من القيم المحسوبة لجميع نماذج إختبار ADFوPP عند مستويات المعنوية المختلفة 1%،5%،10% مما يعني استقرارية السلسلة الزمنية (عدم وجود جدر وحدوي)،وهذا مايعزز هذه النتائج أن جميع المتغيرات الإقتصادية الكليه تكون غير ساكنة في المستوى ولكنها تصبح ساكنة في الفروقات.

النتيجة الإقتصادية:

لاتوجد أي علاقة طويلة الأجل بين اسعار المحافظ المالية واسعار الفائدة في بورصة الكويت

2–3–تحليل نتائج إختبار العلاقة السببية لجرانجر ومدى إستجابة أسعار المحافظ المالية لتغير أسعار الفائدة : يبين إختبار Granger النتائج التالية:

من الجدول نلاحظ مايلي:

إن قيمة المحفظة الماليه –اسعار الاوراق المالية–ليست سببا في تغيرات أسعار الفائدة بإعتبار أن إحصائية فيشر والتي تساوي في جميع المحافظ (محفظة قطاع الإستثمار 0.33579،محفظة قطاع العقار 0.47191،محفظة قطاع الخدمات 2.68961،محفظة قطاع قطاع التأمين 1.53469، محفظة قطاع البنوك 0.49445، المحفظة المثلى 0.05399) أقل تماما من القيم المجدولة لتوزيع فيشر بدرجي حرية (34.1)بالنسبة لمحافظ العقار،التأمين،البنوك، المثلى وبدرجي حرية (33.2) بالنسبة لمحافظ الإستثمار، الخدمات،ومنه نقبل فرضية العدم،و نرفض فرضية البديلة وما يفسر هذه النتيجة هو قيم الإحتمال الحرج الاكبر من 5% .

أما من جهة المقابلة فنلاحظ أن تغيرات في أسعار المحافظ لا تسبب في تغير أسعار الفائدة،وذلك لأن إحصائية فيشر لأسعار الفائدة عند كل محفظة أقل تماما من القيم المجدولة لتوزيع فيشر بدرجات الحرية الذكورة سابقا.

النتيجة المتوصل إليها:

نستنتج أن سعر الفائدة لا يسبب سعر اسعار الأسهم في بورصة الكويت،وسعر المحفظة لا يسبب سعر الفائدة،بمعنى لاتوجد علاقة سببية في أين من الإتجاهين،وبالتالي يمكن القول بأنهما لا يرتبطان بعلاقة طويلة الأجل خلال فترة الدراسة.

3-تفسير النتائج:

قد يكون السبب في غياب العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار المحافظ في بورصة الكويت يرجع إلى الأسباب التالية من اهمها:

- التغيرات التي تطرأت على الأسواق المالية بظهور المشتقات الإستثمارية الجديدة ،وأدوات مالية جديدة مثل العقود الأجلة والخيارات.

-ومع إنسجام المستثمرين مع متغيرات الأسواق المالية في إتجاه تحقيق أرباح ،حيث تمنح للمستثمر فرصة ممتازة لإستخدام عامل الرفع على نطاق واسع ويتمثل ذلك في إمكانية تحقيق أرباح كبيرة بإستثمار مبالغ صغيرة.

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل أن نسقط الجانب النظري من الدراسة على مجموعة من المحافظ المالية في بورصة الكويت ،مستعينين في ذلك على المعلومات المتوفرة لنا من المواقع الإكترونية المذكورة سابق ونلخص جميع النتائج المتوصل إليها في مايلي:

-تتميز جميع الأوراق المالية بخطر منخفض في جميع القطاعات.

-حققت جميع المحافظ درجات متفاوتة وفق القيم مقايس شارب وجونسون وترانيور.

-جميع السلاسل الزمنية محل الدراسة لا تتوزع توزيع طبيعي ،وهو ما ينتقض مع نتائج المتحصل عليها في الدراسات السابقة وذلك يرجع ربما إلى توقيت فترة الدراسة (بعد الازمة المالية العالمية)

-يتبن من خلال نتائج إختبارات الإستقرارية أن السلاسل الأصلية غير مستقرة مما يعني وجود عشوائية في أسهم الشركات في بورصة الكويت.

-لا توجد أي علاقة طويلة الاجل بين أسعار المحافظ المالية وأسعار الفائدة في بورصة الكويت.

-سعر الفائدة لا يسبب سعر المحفظة-أسعار الاسهم- في بورصة الكويت، وسعر المحفظة لا يسبب سعر الفائدة بمعنى لا توجد علاقة سببية في أي من الإتجاهين.

الخـاتمة

الخاتمة:

أظهرت الدراسات السابقة التي بدأها ماركوفيتز عام 1952م ،وهي المحاولة الاولى لتطوير المحافظ المالية، وهو بذلك العمل كان يريد الإقتراب من تجسيد سلوك المستثمر نحو العائد والمخاطرة من خلال استخدام الأسلوب الإحصائي ،ولم يتوقف البحث في هذا المجال إذ تطوير تلك الأساليب من قبل شارب ،وغيرهم من خلال دراسة متغيرات النموذج المتمثلة بالعوائد ودرجات المخاطرة المتوقعة ،إذ تم التعبير عنها بقيم كمية بعيدا عن الحدس والتخمين.

وكل هذا يبقى سعي جميع المستثمرين ،سعيا منهم لتعظيم العائد وتقليل مستوى المخاطرة.وفي هذا الصدد حاولت العديد من الدراسات تحديد المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية ،وقد أجمعت مجمل الدراسات على أن أهم وأكثر هذه الأخطار تأثير هو تقلب معدل الفائدة

نتائج اختبار الفرضيات:

1-الفرضية الأولى:وهي توجد علاقة طويل الاجل بين أسعار المحافظ المالية و أسعار الفائدة في بورصة الكويت ،ومن خلال نتائج أختبارات الإستقرارية والإختبار التكامل المتزامن نتوصل إلى رفض هذه الفرضية.

2-الفرضية الثانية:والتي جاءت بأن الإستثمار في السوق المالية يتوقف على قدرة المستثمر على تحقيق والتنبؤ وتوفير المعلومات لإتخا القرار المناسب.

3-الفرضية الثالثة:نعم توجد دلالة إحصائية لتأثير مخطر سعر الفائدة على محفظة الأوراق المالية.

آفاق الدراسة:

من خلال هذه الدراسة تم استنباط افاق وجوانبا أخرى نحتاج إلى الدراسة والتعمق فيها،نوجزها فيمايلي:

1-القيام بدراسة المحفظة المالية من المنظور الإسلامي من حيث مكوناتها وطريقة تسيرها؛

2-تطور قياس أداء المحفظة الماليه من خلال مقاييس أخرى لم نتطرأها في هذه الدراسة

3-القيام بتشكيل محفظة مالية مكونة من السندات فقط

قائمة المراجع

أولا : المصادر و المراجع باللغة العربية

*الكتب :

1- الطاهر لطرش ،**تقنيات البنوك** ،الطبعة السادسة ،ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر،2007.

2- أرشد فؤاد التميمي أسامة عزمي سلام،**الإستثمار بأوراق المالية تحليل الإدارة** ،ط1،عمان دار المسيرة ،2004.

3- إحمد زكريا صيام ،**مبادى الإستثمار** ،دارالمناهج الطبعة الثانية 2003

4- خالد أحمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي،**مدخل إلى الأسواق المالية** ،دار الأيام للنشر والتوزيع ،عمان ،2013.

5-غازي فلاح المومني ، **إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة** ،دار المناهج للنشر والتوزيع،عمان،الاردن،2009.

6-ناظم محمد نوري الشمري وطاهر فاضل البياتي،**اساسيات الإستثمار العيني والمالي**،دار وائل للنشر والطباعة ،عمان 1990.

7-عبد النافع الزري ،غازي فرح ،**الأسواق المالية** ،الطبعة الأولى،دار وائل عمان ،الإردن،2000

8- فهمي مصطفى الشيخ ، **التحليل المالي** ، الطبعة الأولى ، رام الله ، فلسطين ، 2008

9- عبد المنعم السيد علي ،نزار سعد الذين العيسى،**النقود والمصاريق والأسواق المالية**،ط1،دون دار النشر،الإردن 2004

10-محمد صالح الحناوي و آخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، ط1، الدار الجامعية لنشر و التوزيع، الاسكندرية،2001.

11- سامية زيطاي،**ديناميكية الأسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة**،حالة أسواق الأوراق المالية العربية ،أطروحة دكتوره جامعة الجزائر،2004

12-فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**،عالم الكتاب الحديث،عمان الأردن،ط2003،

13-منير ابراهيم هندي، **الادارة المالية مدخل تحليل معاصر**، ط5، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية.

14-بلعزوز بن علي،**محاضرات في النظريات السياسات النقدية**،ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر،2004

محمد مطر،فايز يتم،**إدارة المحافظ الإستثمارية**،ط1،دار وائل،عمان،الأردن،2005.

15- **شماخي بوبكر ،محاضرات في مقياس تسير الحافظة المالية، للموسم الجامعي 2016-2017.**

16-عبد الرزاق كبوط،**محاضرة في مقياس النظرية المالية**،للموسم الجامعي 2009-2010

*الرسائل الجامعية:

17- فيصل حمدي،**تسير المحافظ المالية الدولية للاسهم المسعرة في البورصة**، رسالة ماجستير،جامعة ورقلة2006.

18- محمد علي محمد علي،**الإدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية**،رسالة دكتوراه غير منشورةمصر 2006

19- حاج موسى منصوري،**أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية**،دراسة حالة سوق دبي المالي،مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة،2009.

20-صفية صديقي ،طرق **تقيم وتحليل الاوراق المالية في ظل النظرية السلوكية مع تطبيق على بورصة باريس خلال الفترة 2007-2010**،مذكرة ماجستير غير منشورة،جامعة ورقلة،2012.

21-مسعود عطاب ،**أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية،دراسة حالة بورصة نيويورك للأوراق المالية للفترة (2010-2014)** وهي مذكرة ماستر،جامعة ورقلة 2015

22- الهلي نور الدين،العلاقة **بين متغيرات في أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة "دراسة حالة مؤسسات مؤشرcac40**،مذكرة ماستر ،جامعة ورقلة،2013.

22-سميرمحسن،**المشتقات الماليةودورهافي تغطيةخطرسعرالفائدة،دراسةلبنك**،مذكرةماجستير،جامعةمنتوري قسنطينة،الجزائر،2006.

*المجلات و الملتقيات :

23- رياض دهال،الأدوات المالية،سلسلة جسر التنمية،المعهد العربي للتخطيط،الكويت،العدد 15،مارس،2003

24-مجلة الباحث العدد 3 جامعة قاصدي مرباح روقلة

المصادر والمراجع باللغة الأجنبية

25-Noél Amenc Théorie du porfeulle et analyse de sa perforfoomac Economica

26- Peter Demarzo et Jonthan Berk Finance déntreprrise Traduit de léglais par Thomas Barron et autre person Education

III- مواقع الإنترنت

-Finance.yahoo.com

-http//www.kuwoitse.com.stoch/com panie.Aspx

الملاحق

الملحق الأول: أسعار إقفال شركات عينية الدراسة

MADAR	ERESCO	ADNC	ALMUDON	AJWA	ALMUTAHED	AGLTY	AAYAN	AAYANRE	ALAMAN	Date
56.954545	85.181818	55.181818	146.36364	63.863636	713.63636	693.80952	76.181818	95.681818	82.136364	جانفي2014
57.045455	85.045455	55.272727	145.72727	64.090909	715	691.42857	76.954545	93.8	78.95	فيفري 2014
57.090909	84.954545	55.318182	145.09091	64.272727	715.90909	690	77.727273	92.954545	74.954545	مارس-14
57.045455	84.818182	55.409091	144.72727	64.409091	717.27273	689.04762	78.318182	96.272727	75.304348	أفريل-14
57	84.681818	55.318182	143.81818	64.727273	718.18182	687.14286	78.909091	89.9	71.6	مي-14
56.818182	84.545455	55.272727	143.36364	61.863636	719.54545	683.33333	79.454545	73.681818	66.454545	جوان-14
56.590909	84.363636	55.136364	142.81818	58.954545	720.90909	679.04762	80.090909	82.944444	71	جوييه-14
56.454545	84.272727	55.045455	142.27273	56.045455	722.72727	674.7619	80.772727	95.571429	80.285714	أوت-14
56.363636	84.227273	54.954545	142	53.181818	724.09091	671.42857	81.5	101.86364	91.545455	سبتمبر-14
56.318182	84.227273	54.863636	141.45455	53.227273	725	668.09524	82.227273	102.11765	91.117647	أكتوبر-14
56.318182	84.181818	54.727273	140.90909	53.272727	726.81818	665.71429	82.863636	95.714286	85.666667	نوفمبر-14
56.181818	84.136364	54.386364	140.63636	53.318182	728.18182	664.7619	83.409091	85.956522	73.043478	ديسمبر-14
56	84.045455	53.977273	140.09091	53.409091	729.54545	664.28571	83.909091	74.842105	78.578947	جانفي 2015
55.863636	83.909091	53.590909	139.45455	53.409091	730.45455	662.85714	84.136364	75.263158	80.388889	فيفري 2015
55.772727	83.818182	53.181818	138.81818	53.363636	732.27273	662.38095	84.181818	75.631579	74.608696	مارس-15
55.681818	83.727273	52.704545	137.81818	53.136364	732.72727	660.95238	84.272727	80.894737	38.545455	أفريل-15
55.636364	83.681818	52.181818	136.54545	53.090909	734.09091	660.95238	84.227273	86.105263	61.095238	مي-15
55.545455	83.545455	51.636364	135.54545	50	735	660.47619	84.181818	87	68.772727	جوان-15
55.409091	83.409091	51.090909	134.45455	46.954545	735.90909	660.95238	84	88.052632	64.5	جوييه-15
55.227273	83.272727	50.5	133.27273	43.954545	736.81818	661.42857	83.772727	89.052632	66.136364	أوت-15
55.090909	83.181818	50	132.18182	40.909091	737.72727	662.38095	83.590909	89.947368	53.777778	سبتمبر-15
54.863636	83.090909	49.340909	131.18182	37.909091	738.18182	663.80952	83.272727	90.578947	58	أكتوبر-15
54.863636	82.909091	48.613636	129.63636	37.681818	739.09091	666.19048	82.772727	91.263158	55.045455	نوفمبر-15
54.818182	82.772727	47.863636	127.90909	34.727273	737.72727	666.66667	82.409091	92.052632	52.363636	ديسمبر-15
54.863636	82.545455	47.181818	126.09091	34.636364	736.81818	666.19048	82.045455	70.2	43.15	جانفي 2016

54.863636	82.318182	46.545455	124.45455	34.590909	735	665.71429	81.818182	69.75	54.35	فيفري 2016
54.818182	82.090909	45.954545	122.81818	34.136364	733.63636	665.71429	81.545455	69.4	54.956522	مارس-16
54.863636	81.909091	45.318182	121	36.863636	732.72727	666.19048	81.136364	69.1	52.8	أفريل-16
54.954545	81.818182	44.727273	119.27273	39.590909	731.81818	666.19048	80.818182	68.75	50.977273	مي-16
55	81.727273	44.113636	117.63636	42.409091	730.45455	666.66667	80.409091	68.45	36.090909	جوان-16
54.863636	81.590909	43.431818	116	45.227273	729.54545	667.61905	80	68.1	43.972222	جوييه-16
54.727273	77.772727	42.727273	114.54545	45	728.63636	668.09524	79.590909	67.7	44.434783	أوت-16
54.545455	74	42.090909	113	44.772727	727.27273	668.09524	79.272727	67.25	20.875	سبتمبر-16
54.545455	70.181818	41.613636	111.45455	41.909091	726.81818	667.61905	78.954545	66.9	37.309524	أكتوبر-16
54.681818	70.181818	41.204545	110.45455	41.772727	726.36364	668.09524	78.727273	66.6	48.863636	نوفمبر-16
54.772727	70.227273	40.795455	109.63636	38.863636	726.81818	669.04762	78.590909	66.35	49.631579	2016-12-01

تابع للملحق الأول:أسعار إقفال الشركات عينية الدراسة

mm	AYMAAN	AHALI	BOUBYAN	ASIYA	ARZA	AMWAL	ALSALAM	ALRAI	ALAFCO	MAZAYA	date
7698.03	**135.90909**	**54.9545**	**557.727**	**66.0455**	**80**	**62.09**	**133.27**	**138.18**	**266.59**	**110.55**	**جانفي 2014**
7805.75	**137.18182**	**55.0909**	**557.727**	**66.0909**	**80**	**62**	**132.09**	**139.09**	**269.32**	**111.27**	**فيفري 2014**
7524.64	**138.81818**	**55.3182**	**557.273**	**66.1364**	**80**	**61.91**	**130.64**	**139.91**	**268.18**	**112.09**	**مارس-14**
7508.25	**141.09091**	**55.4091**	**556.818**	**66.2273**	**80**	**59**	**129.27**	**141.09**	**267.5**	**112.91**	**أفريل-14**
7371.17	**134.72727**	**55.3182**	**556.364**	**66.3636**	**79**	**56.05**	**127.91**	**134.73**	**266.82**	**113.82**	**مي-14**
7139.66	**135.72727**	**55.2727**	**555.455**	**66.4091**	**79**	**55.86**	**126.18**	**135.73**	**266.14**	**114.55**	**جوان-14**
7067.6	**136.81818**	**55.1364**	**555**	**66.5455**	**78**	**55.73**	**124.73**	**136.82**	**266.14**	**115.36**	**جوييه-14**
7280.29	**137.81818**	**55.0455**	**555**	**66.6818**	**79**	**55.59**	**123.09**	**137.82**	**265.91**	**116.27**	**أوت-14**
7546.71	**138.72727**	**54.9545**	**555.455**	**66.7273**	**77**	**55.55**	**121.64**	**138.73**	**265.68**	**117.27**	**سبتمبر-14**
7448.99	**139.54545**	**54.8636**	**555.909**	**66.7727**	**78**	**55.59**	**120.73**	**139.55**	**265.45**	**118.18**	**أكتوبر-14**
7107.18	**140.54545**	**54.7273**	**556.364**	**66.7273**	**78**	**55.45**	**119.91**	**140.55**	**265**	**118.91**	**نوفمبر-14**
6525.11	**141.54545**	**54.3864**	**556.818**	**66.6818**	**78**	**55.18**	**119.09**	**141.55**	**264.55**	**119.73**	**ديسمبر-14**
6577.28	**142.45455**	**53.9773**	**557.273**	**66.6364**	**78**	**54.91**	**118.09**	**142.45**	**264.09**	**120.45**	**جانفي 2015**

6582.02	143.45455	53.5909	557.727	66.5909	78	54.64	117.09	143.45	263.41	121.36	فيفري 2015
6590.25	144.36364	53.1818	558.636	66.5455	79	54.59	116.18	144.36	262.5	122.27	مارس-15
6605.91	145.54545	52.7045	558.636	66.5	78	54.36	115.45	145.55	261.59	123.09	أفريل-15
6620.92	146	52.1818	559.091	66.5455	79	51.55	115	146	261.14	123.91	مي-15
6631.92	146.36364	51.6364	558.182	66.5	77	51.32	114.55	146.36	260.68	124.73	جوان-15
6642.03	146.81818			66.5455	78	51.14	114	146.82	260.23	125.36	جوييه-15
6651.91	147.09091			66.5455	79	50.95	113.64	147.09	260.23	126.09	أوت-15
6660.48	146.90909	50	557.273	66.5909	80	50.82	113.18	146.91	260.23	126.82	سبتمبر-15
6666.53	147	49.3409	556.818	66.6818	80	50.73	112.73	147	260.23	127.36	أكتوبر-15
6671.64	146.72727	48.6136	556.364	66.6818	78	50.5	112.09	146.73	260	127.91	نوفمبر-15
6673.67	146.36364	47.8636	555.909	66.7273	79	50.27	111.55	146.36	259.77	128.09	ديسمبر-15
5203.32	145.72727	47.1818	555.455	66.6818	79	49.95	111.36	145.73	259.55	128.18	جانفي 2016
5180.26	145.09091	46.5455	555	66.5909	79	52.41	111.36	145.09	259.32	128.36	فيفري 2016
5158.7	145.09091	45.9545	553.636	66.5	79	54.91	111.55	145.09	259.09	128.55	مارس-16
5136.44	137.81818	45.3182	552.727	66.3636	78	54.68	111.82	137.82	259.09	128.73	أفريل-16
5122.6	130.45455	44.7273	551.364	66.1818	77	54.5	112.09	130.45	258.41	128.64	مي-16
5112.02	129.63636	44.1136	550.455	65.9545	79	54.36	112.36	129.64	257.73	128.55	جوان-16
5103.13	129	43.4318	549.545	65.7727	80	54.09	112.45	129	257.05	128.36	جوييه-16
5093.44	127.90909	42.7273	548.182	65.5909	80	53.86	111.91	127.91	256.59	128.09	أوت-16
5083.18	127.18182	42.0909	547.273	65.4091	79	53.77	111.27	127.18	256.05	128	سبتمبر-16
5076.46	120.09091	41.6136	545.455	65.4545	78	53.82	110.64	120.09	255.59	128.09	أكتوبر-16
5078.1	119.54545	41.2045	544.091	65.5455	77	53.86	110.36	119.55	255.14	128.27	نوفمبر-16
5082.32	118.81818	40.7955	542.727	65.5455	78	53.86	110.09	118.82	254.91	128.18	########

الملحق الثاني:مصفوفة الإرتباط لمحفظة قطاع الإستثمار

ASIYA	ARZA	AMWAL	ALSALAM	MAZAYA	MADAR	ERESCO	AAYAN	ALAMAN	
0.56084	-0.0747	0.4615	0.69698	-0.75575	0.7891	0.6186	0.0713	1	ALAMAN
0.67444	-0.331	-0.6867	-0.4678	0.376492	-0.27	0.3125	1	0.0713	AAYAN
0.77962	0.23664	0.2185	0.5483	-0.53906	0.6223	1	0.3125	0.6186	ERESCO
0.30515	0.16243	0.7401	0.96383	-0.98549	1	0.6223	-0.27	0.7891	MADAR
-0.2106	-0.2099	-0.7904	-0.9847	1	-0.985	-0.539	0.3765	-0.756	MAZAYA
0.15098	0.30671	0.8296	1	-0.98467	0.9638	0.5483	-0.468	0.697	ALSALAM
-0.2349	0.26662	1	0.82958	-0.79039	0.7401	0.2185	-0.687	0.4615	AMWAL
-0.1294	1	0.2666	0.30671	-0.20989	0.1624	0.2366	-0.331	-0.075	ARZA
1	-0.1294	-0.2349	0.15098	-0.21058	0.3051	0.7796	0.6744	0.5608	ASIYA

الملحق الثالث:مصفوفة الإؤتباط لمحفظة قطاع العقار

AYMAAN	ADNC	ALMUDON	AJWA	AAYANRE	
0.50285062	0.76498231	0.77384513	0.50943615	1	AAYANRE
0.01388676	0.78805708	0.77837632	1	0.50943615	AJWA
0.58369908	0.99669645	1	0.77837632	0.77384513	ALMUDON
0.5597935	1	0.99669645	0.78805708	0.76498231	ADNC
1	0.5597935	0.58369908	0.01388676	0.50285062	AYMAAN

الملحق الرابع:مصفوفة الإرتباط لمحفظة قطاع الخدمات

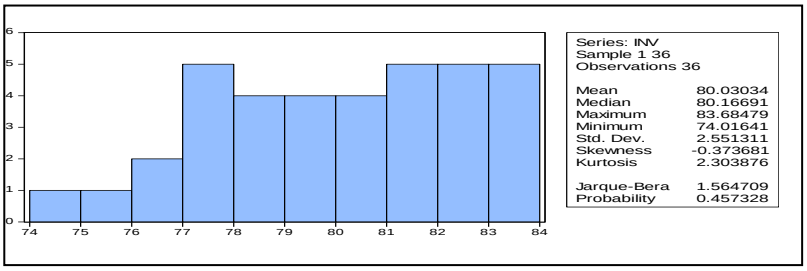
ALRAI	ALAFCO	AGLTY	
-0.2	0.6421	1	AGLTY
0.4125	1	0.6421	ALAFCO
1	0.4125	-0.2	ALRAI

الملحق الخامس :مصفوفة الإرتباط لمحفظة قطاع البنوك

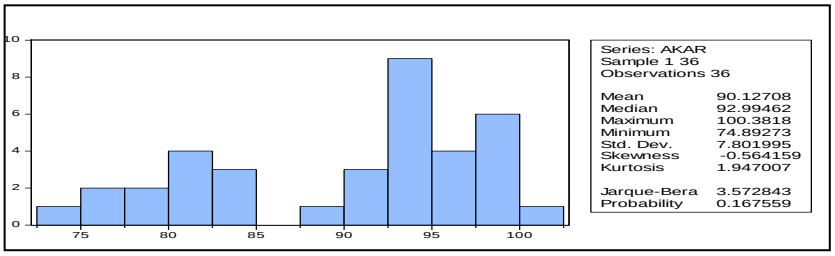
BOUBYAN	ALMUTAHED		
0.0560855	1	ALMUTAHED	
1	0.0560855	BOUBYAN	

الملحق السادس:الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية محل الدراسة

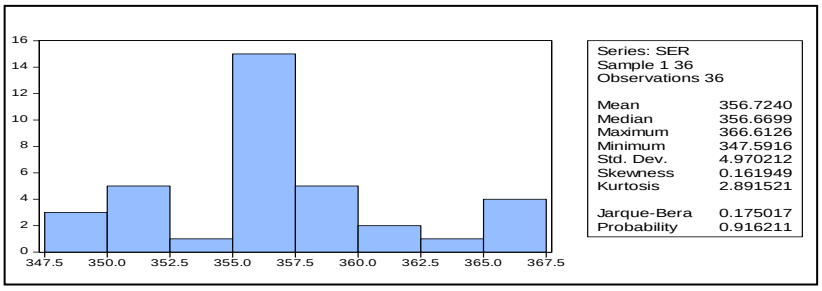
1-الخصائص الإحصائية لسلسلة أسعار محفظة قطاع الإستثمار



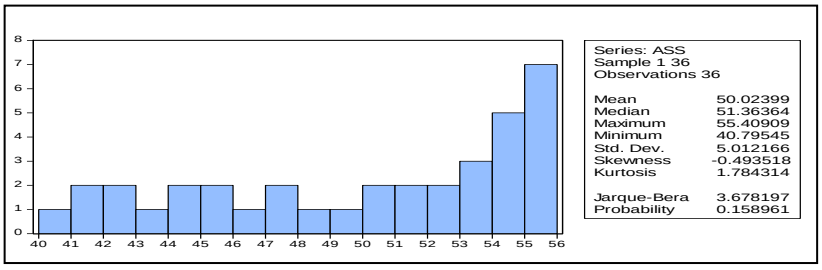
2-الخصائص الإحصائية لسلسلة أسعار محفظة قطاع العقار



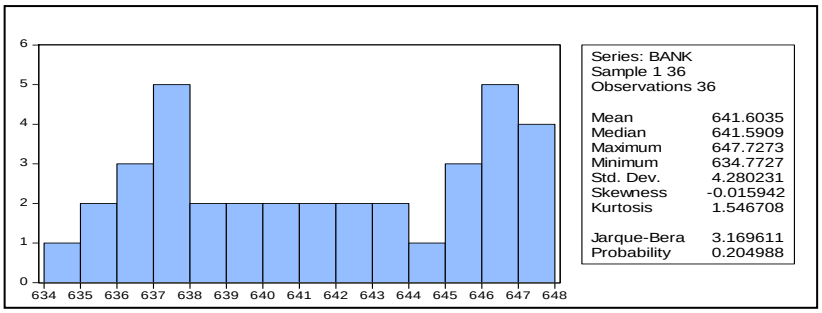
3-الخصائص الإحصائية لسلسلة أسعار محفظة قطاع الخدمات



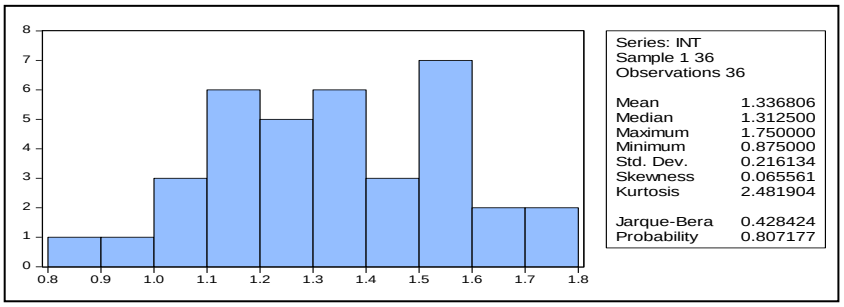
4-الخصائص الإحصائية لسلسلة أسعار محفظة قطاع التأمين



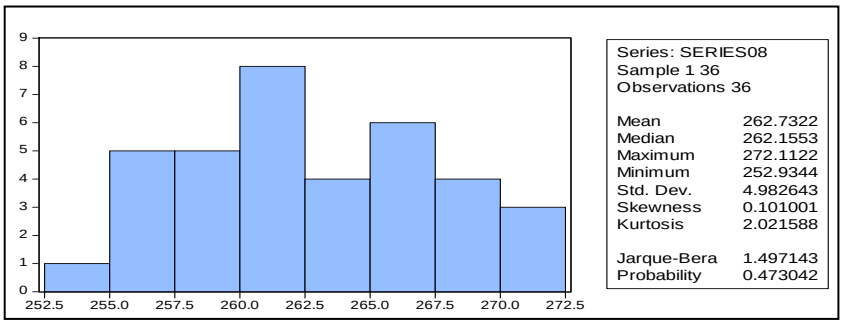
5-الخصائص الإحصائية لسلسلة أسعار محفظة قطاع البنوك



6-الخصائص الإحصائية لسلسة أسعار الفائدة



7-الخصائص الإحصائية لسلسلة أسعار المحفظة المثلى



الملحق السابع:مصفوفة التباين والتباين المشترك بين شركات عينية الدراسة

ALAMAN	ALAFCO	AJWA	AHALI	AGLTY	ADNC	AAYANRE	AAYAN	
2.757	-1.203	-7.02	1.763	-17.8	1.7094	2.509	5.28617	AAYAN
140.5	33.5	57.15	43.87	36.31	44.021	134.9	2.50927	AAYANRE
70.03	18.72	37.7	24.48	19.24	24.54	44.02	1.7094	ADNC
56.81	24.16	62.63	18.98	89.01	19.244	36.31	-17.82	AGLTY
69.81	18.65	37.53	24.42	18.98	24.481	43.87	1.76342	AHALI
104.9	32.32	93.27	37.53	62.63	37.701	57.15	-7.0173	AJWA
55.41	15.9	32.32	18.65	24.16	18.721	33.5	-1.2031	ALAFCO
282.9	55.41	104.9	69.81	56.81	70.028	140.5	2.75656	ALAMAN
160.8	43.75	86.79	56.84	47.75	57.007	103.8	3.44153	ALMUDON
-51.71	-17.7	-54.9	-14.6	-59.4	-14.747	-21.08	12.6242	ALMUTAHED
52.57	13.45	3.358	23.46	-15.4	23.46	49.66	12.275	ALRAI
79.96	25.05	60.09	26.81	55.4	26.989	48.23	-7.3359	ALSALAM
23.56	7.88	21.82	6.538	23.75	6.6244	8.973	-4.7926	AMWAL
-1.185	0.716	1.633	0.408	3.81	0.4234	1.364	-0.7176	ARZA
3.84	0.807	0.265	1.324	-0.83	1.3209	2.665	0.63114	ASIYA
50.01	12.53	1.098	22.72	-18.6	22.697	47.81	12.9337	AYMAAN
42.96	11.89	17.5	17.51	3.094	17.543	32.74	4.67417	BOUBYAN
42.73	12.35	18.17	16.48	8.288	16.518	29.54	2.95092	ERESCO
11.24	3.244	7.663	3.739	5.758	3.7543	6.338	-0.5257	MADAR
-76.62	-22.62	-54.6	-25.2	-44.9	-25.381	-44.12	5.2176	MAZAYA
12839	3390	7007	4333	4487	4348.3	9830	24.1897	MM

تابع لملحق السابع:

ARZA	AMWAL	ALSALAM	ALRAI	ALMUTAHED	ALMUDON	
-0.718	-4.7926	-7.34	12.27	12.6242	3.4415	AAYAN
1.3641	8.97277	48.23	49.66	-21.08	103.79	AAYANRE
0.4234	6.62443	26.99	23.46	-14.747	57.007	ADNC
3.8095	23.7507	55.4	-15.4	-59.394	47.747	AGLTY
0.4082	6.53795	26.81	23.46	-14.583	56.844	AHALI
1.6326	21.8183	60.09	3.358	-54.909	86.792	AJWA
0.7159	7.8795	25.05	13.45	-17.702	43.746	ALAFCO
-1.185	23.5625	79.96	52.57	-51.71	160.76	ALAMAN
1.4646	15.7553	63.76	57.23	-33.972	133.31	ALMUDON
-1.372	-19.427	-40.8	23.03	49.8023	-33.972	ALMUTAHED
1.1608	-5.6249	6.888	66.82	23.0316	57.231	ALRAI
1.9722	17.1755	46.52	6.888	-40.816	63.762	ALSALAM
0.763	9.21474	17.18	-5.62	-19.427	15.755	AMWAL
0.8889	0.76305	1.972	1.161	-1.3721	1.4646	ARZA
-0.05	-0.2903	0.419	2.875	0.91107	3.0678	ASIYA
0.9655	-6.735	4.677	66.78	25.0948	55.16	AYMAAN
0.686	1.11363	13.5	31.51	1.68286	41.901	BOUBYAN
0.9162	2.72385	15.36	26.3	-2.2996	39.227	ERESCO
0.1296	1.90186	5.565	1.478	-4.5913	8.7091	MADAR
-1.193	-14.462	-40.5	-6.79	35.3544	-59.172	MAZAYA
142.26	1281.6	5244	3764	-3089.7	10207	MM

تابع للملحق السابع

MM	MAZAYA	MADAR	ERESCO	BOUBYAN	AYMAAN	
24.1897	5.2176	-0.53	2.9509	4.674	12.9	AAYAN
9830.34	-44.12	6.338	29.538	32.74	47.8	AAYANRE
4348.31	-25.38	3.754	16.518	17.54	22.7	ADNC
4487.31	-44.87	5.758	8.2884	3.094	-18.6	AGLTY
4332.58	-25.25	3.739	16.482	17.51	22.7	AHALI
7007.44	-54.61	7.663	18.167	17.5	1.1	AJWA
3390.46	-22.62	3.244	12.351	11.89	12.5	ALAFCO
12838.6	-76.62	11.24	42.734	42.96	50	ALAMAN
10207.2	-59.17	8.709	39.227	41.9	55.2	ALMUDON
-3089.7	35.354	-4.59	-2.3	1.683	25.1	ALMUTAHED
3764.31	-6.792	1.478	26.304	31.51	66.8	ALRAI
5243.5	-40.48	5.565	15.358	13.5	4.68	ALSALAM
1281.6	-14.46	1.902	2.7239	1.114	-6.74	AMWAL
142.257	-1.193	0.13	0.9162	0.686	0.97	ARZA
203.016	-0.517	0.105	1.3032	1.42	2.91	ASIYA
3568.16	-5.093	1.274	25.854	31.05	67	AYMAAN
2956.32	-12.41	2.01	15.915	18.08	31.1	BOUBYAN
2678	-13.34	2.163	16.866	15.91	25.9	ERESCO
686.879	-5.028	0.717	2.1635	2.01	1.27	MADAR
-4820.9	36.332	-5.03	-13.34	-12.41	-5.09	MAZAYA
891816	-4821	686.9	2678	2956	3568	MM

الملحق الثامن:العوائد الشهرية لقطاعات الدراسة

date	الإستثمار	العقار	الخدمات	التأمين	البنوك	المثلى	سعلر الفائدة	مؤشر السوق
جانفي2014	71.0757576	110.454545	202.386364	54.954545	713.636364	230.501515	0.875	7698.03105
فيفري 2014	71.1893939	110.2	204.204545	55.090909	715	231.13697	0.9375	7805.75059
مارس-14	71.3030303	110.284091	204.045455	55.318182	715.909091	7142.64331	1.1875	7524.63864
أفريل-14	70.9015152	111.625	204.295455	55.409091	717.272727	7148.25063	1.1875	7508.25238
مي-14	70.3333333	108.293182	200.772727	55.318182	718.181818	7152.14987	1.1875	7371.1735
جوان-14	70.3484848	103.659091	200.931818	55.272727	719.545455	7156.79293	1.1875	7139.66046
جوييه-14	70.219697	105.383838	201.477273	55.136364	720.909091	7162.35438	1.1875	7067.595
أوت-14	70.4621212	107.926948	201.863636	55.045455	722.727273	7168.33757	1.3125	7280.29
سبتمبر-14	70.2272727	108.943182	202.204545	54.954545	724.090909	7173.90341	1.3125	7546.70682
أكتوبر-14	70.5227273	109.08623	202.5	54.863636	725	7179.1621	1.3125	7448.99294
نوفمبر-14	70.5909091	107.61039	202.772727	54.727273	726.818182	7184.41991	1.25	7107.17905
ديسمبر-14	70.5984848	105.36413	203.045455	54.386364	728.181818	7189.26271	1.0625	6525.11087
جانفي 2015	70.5833333	102.699163	203.272727	53.977273	729.545455	232.01559	1.0625	6577.28474
فيفري 2015	70.5227273	102.895335	203.431818	53.590909	730.454545	232.179067	1.0625	6582.0179
مارس-15	70.6515152	103.044258	203.431818	53.181818	732.272727	7204.43036	1.1875	6590.25368
أفريل-15	70.4242424	104.348684	203.568182	52.704545	732.727273	7209.79549	1.25	6605.9079
مي-15	70.1060606	105.435407	203.568182	52.181818	734.090909	7215.06373	1.25	6620.9179
جوان-15	69.6818182	104.727273	203.522727	51.636364	735	7220.0947	1.25	6631.91737
جوييه-15	69.75	104.069976	203.522727	51.090909	735.909091	7225.05712	1.25	6642.03105
أوت-15	69.7954545	103.342703	203.659091	50.5	736.818182	7230.18591	1.3125	6651.91
سبتمبر-15	69.8787879	102.486842	203.568182	50	737.727273	7235.27685	1.3125	6660.47737
أكتوبر-15	69.7727273	101.667464	203.613636	49.340909	738.181818	7240.09609	1.3125	6666.52526
نوفمبر-15	69.2878788	101.327153	203.363636	48.613636	739.090909	7245.11387	1.4375	6671.64211
ديسمبر-15	69.3333333	100.263158	203.068182	47.863636	737.727273	7254.5426	1.625	6673.66842
جانفي 2016	69.1818182	94.1636364	202.636364	47.181818	736.818182	229.996364	1.75	5203.3185

5180.261	1.75	229.344318	735	46.545455	202.204545	93.4715909	69.5	فيفري 2016
5158.6965	1.6875	7262.3923	733.636364	45.954545	202.090909	92.8613636	69.8106061	مارس-16
5136.44	1.5625	7266.36465	732.727273	45.318182	198.454545	91.1954545	69.4924242	أفريل-16
5122.601	1.5625	7270.11774	731.818182	44.727273	194.431818	89.5170455	69.2121212	مي-16
5112.016	1.5	7274.86534	730.454545	44.113636	193.681818	89.5329545	69.4090909	جوان-16
5103.128	1.5	7279.4947	729.545455	43.431818	193.022727	89.5818182	69.3863636	جوييه-16
5093.437	1.5625	7283.99886	728.636364	42.727273	192.25	88.7886364	68.5909091	أوت-16
5083.1825	1.5625	7288.44918	727.272727	42.090909	191.613636	88.0511364	67.6666667	سبتمبر-16
5076.4635	1.5	7292.03119	726.818182	41.613636	187.840909	85.0886364	66.8257576	أكتوبر-16
5078.095	1.4375	7296.86149	726.363636	41.204545	187.340909	84.5931818	66.6666667	نوفمبر-16
5082.3195	1.4375	7364.95461	726.818182	40.795455	186.863636	83.4170455	66.8333333	2017-12-16

الملحق التاسع:إختبار استقرارية السلاسل الأصلية لإختبارADF،لقطاعات عينة الدراسة

1-إختبار استقرارية السلسلة الأصلية لاختبار ADF لمحفظة قطاع الإستثمار

Null Hypothesis: INV has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.1408	-1.425804	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: INV has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.4131	-2.318943	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

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

Null Hypothesis: INV has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.8666	-0.560026	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

2-إختبار استقرارية السلسلة الاصلية لإختبار ADF لمحفظة قطاع العقار

Null Hypothesis: AKAR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0109	-2.600248	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.632688	1% level	Test critical values:
	-1.950687	5% level	
	-1.611059	10% level	

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

Null Hypothesis: AKAR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.9832	0.472020	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.632900	1% level	Test critical values:
	-2.948404	5% level	
	-2.612874	10% level	

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

Null Hypothesis: AKAR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.7290	-1.702038	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.243644	1% level	Test critical values:
	-3.544284	5% level	
	-3.204699	10% level	

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

3-إختبار استقرارية السلسلة الأصلية لإختبار ADF قطاع الخدمات

Null Hypothesis: SER has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0774	-1.741360	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: SER has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.9994	1.669903	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.632900	1% level	Test critical values:
	-2.948404	5% level	
	-2.612874	10% level	

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

Null Hypothesis: SER has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.9897	-0.228870	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.243644	1% level	Test critical values:
	-3.544284	5% level	
	-3.204699	10% level	

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

4-إختبار استقرارية السلسلة الأصلية لإختبار ADF لمحفظة قطاع التأمين

Null Hypothesis: ASS has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0117	-2.573917	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: ASS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.6481	-1.234033	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

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

Null Hypothesis: ASS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.2521	-2.676001	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

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

5-إختبار إستقرارية السلسلة الأصلية لإختبار ADF لقطاع البنوك

Null Hypothesis: BANK has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.6442	-0.093080	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.638901	1% level	Test critical values:
	-1.951332	5% level	
	-1.610747	10% level	

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

Null Hypothesis: BANK has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0726	-2.776261	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.646342	1% level	Test critical values:
	-2.954021	5% level	
	-2.615817	10% level	

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

Null Hypothesis: BANK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.2489	-2.684722	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.262735	1% level	Test critical values:
	-3.552973	5% level	
	-3.209642	10% level	

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

6-إختبار إستقرارية السلسلة الاصلية لإختبار ADFلمحفظة المثلى

Null Hypothesis: OPPP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.5135	-0.446669	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.638901	1% level	Test critical values:
	-1.951332	5% level	
	-1.610747	10% level	

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

Null Hypothesis: OPPP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0001	-46.99070	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.711457	1% level	Test critical values:
	-2.981038	5% level	
	-2.629906	10% level	

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

Null Hypothesis: OPPP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-1092.780	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.356068	1% level	Test critical values:
	-3.595026	5% level	
	-3.233456	10% level	

7-إختبار إستقرارية السلسلة الأصلية لإختبار ADF لسلسلة أسعار الفائدة

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.7626	0.284793	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.1693	-2.328226	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

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

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.1679	-2.924151	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

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

الملحق العاشر:إختبار إستقرارية السلاسل المحولة لإختبار ADF لعينة قطاعات الدراسة

1-إختبار إستقرارية السلسلة المحولة لقطاع الإستثمار

Null Hypothesis: D(INV) has a unit root
Null Hypothesis: D(INV) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0010	-3.500556	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0052	-3.903838	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.646342	1% level	Test critical values:
	-2.954021	5% level	
	-2.615817	10% level	

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

Null Hypothesis: D(INV) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0207	-3.953462	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.262735	1% level	Test critical values:
	-3.552973	5% level	
	-3.209642	10% level	

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

2-إختبار إستقرارية السلسلة المحولة لقطاع العقار

Null Hypothesis: D(AKAR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0003	-3.954749	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: D(AKAR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0009	-4.537376	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

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

Null Hypothesis: D(AKAR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0043	-4.597245	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

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

3-إختبار إستقرارية السلسلة المحولة لقطاع الخدمات

Null Hypothesis: D(SER) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0002	-4.001320	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: D(SER) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0011	-4.474592	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

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

Null Hypothesis: D(SER) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0020	-4.890915	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

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

4-إختبار السلسلة المحولة لقطاع التأمين

Null Hypothesis: D(ASS,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-4.851646	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.636901	1% level	Test critical values:
	-1.951332	5% level	
	-1.610747	10% level	

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

Null Hypothesis: D(ASS,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0003	-5.027958	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.646342	1% level	Test critical values:
	-2.954021	5% level	
	-2.615817	10% level	

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

Null Hypothesis: D(ASS,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0101	-4.281296	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.284580	1% level	Test critical values:
	-3.562882	5% level	
	-3.215267	10% level	

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

5-إختبار السلسلة المحولة لقطاع البنوك

Null Hypothesis: D(BANK,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-10.27782	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.636901	1% level	Test critical values:
	-1.951332	5% level	
	-1.610747	10% level	

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

Null Hypothesis: D(BANK,2) has a unit roo
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-10.14774	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.646342	1% level	Test critical values:
	-2.954021	5% level	
	-2.615817	10% level	

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

Null Hypothesis: D(BANK,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-10.01267	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.262735	1% level	Test critical values:
	-3.552973	5% level	
	-3.209642	10% level	

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

6-إختبار السلسلة المحولة لمحفظة المثلى

Null Hypothesis: D(OPPP,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0001	-649.7232	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.664853	1% level	Test critical values:
	-1.955681	5% level	
	-1.608793	10% level	

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

Null Hypothesis: D(OPPP,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-563.2245	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.394309	1% level	Test critical values:
	-3.612199	5% level	
	-3.243079	10% level	

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

Null Hypothesis: D(OPPP,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0001	-626.1146	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.737853	1% level	Test critical values:
	-2.991878	5% level	
	-2.635542	10% level	

7-إختبار السلسلة المحولة لسلسلة أسعار الفائدة

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0003	-3.882393	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0052	-3.894671	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

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

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

Prob.*	t-Statistic		
0.0208	-3.943508	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

الملحق الحادي عشر:إختبار إستقرارية السلاسل الأصلية لإختبارPPلقطاعات عينة الدراسة

1-إختبار إستقرارية السلسة الأصلية لقطاع الإستثمار

Null Hypothesis: INV has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0566	-1.892317	Phillips-Perron test statistic	
	-2.632688	1% level	Test critical values:
	-1.950687	5% level	
	-1.611059	10% level	

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

Null Hypothesis: INV has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.9932	0.833527	Phillips-Perron test statistic	
	-3.632900	1% level	Test critical values:
	-2.948404	5% level	
	-2.612874	10% level	

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

Null Hypothesis: INV has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.8846	-1.246537	Phillips-Perron test statistic	
	-4.243644	1% level	Test critical values:
	-3.544284	5% level	
	-3.204699	10% level	

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

2-إختبار إستقرارية السلسلة الأصلية لقطاع العقار

Null Hypothesis: AKAR has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0042	-2.961785	Phillips-Perron test statistic	
	-2.632688	1% level	Test critical values:
	-1.950687	5% level	
	-1.611059	10% level	

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

Null Hypothesis: AKAR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.7827	-1.574602	Phillips-Perron test statistic	
	-4.243644	1% level	Test critical values:
	-3.544284	5% level	
	-3.204699	10% level	

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

Null Hypothesis: AKAR has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.9979	1.247734	Phillips-Perron test statistic	
	-3.632900	1% level	Test critical values:
	-2.948404	5% level	
	-2.612874	10% level	

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

3-إختبار إستقرارية السلسلة الأصلية لقطاع الخدمات

Null Hypothesis: SER has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0913	-1.657992	Phillips-Perron test statistic	
	-2.632688	1% level	Test critical values:
	-1.950687	5% level	
	-1.611059	10% level	

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

Null Hypothesis: SER has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.9878	-0.291287	Phillips-Perron test statistic	
	-4.243644	1% level	Test critical values:
	-3.544284	5% level	
	-3.204699	10% level	

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

Null Hypothesis: SER has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.9990	1.507137	Phillips-Perron test statistic	
	-3.632900	1% level	Test critical values:
	-2.948404	5% level	
	-2.612874	10% level	

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

4-إختبار إستقرارية السلسلة الأصلية لقطاع التأمين

Null Hypothesis: ASS has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
1.0000	2.610685	Phillips-Perron test statistic	
	-3.632900	1% level	Test critical values:
	-2.948404	5% level	
	-2.612874	10% level	

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

Null Hypothesis: ASS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0027	-4.761633	Phillips-Perron test statistic	
	-4.243644	1% level	Test critical values:
	-3.544284	5% level	
	-3.204699	10% level	

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

Null Hypothesis: ASS has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0010	-3.482907	Phillips-Perron test statistic	
	-2.632688	1% level	Test critical values:
	-1.950687	5% level	
	-1.611059	10% level	

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

5-إختبار أستقرارية السلسلة الأصلية لقطاع البنوك

Null Hypothesis: BANKhas a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.2135	-2.189463	Phillips-Perron test statistic	
	-3.632900	1% level	Test critical values:
	-2.948404	5% level	
	-2.612874	10% level	

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

Null Hypothesis: BANKhas a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.9880	-0.285843	Phillips-Perron test statistic	
	-4.243644	1% level	Test critical values:
	-3.544284	5% level	
	-3.204699	10% level	

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

Null Hypothesis: BANKhas a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.8963	0.890479	Phillips-Perron test statistic	
	-2.632688	1% level	Test critical values:
	-1.950687	5% level	
	-1.611059	10% level	

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

6-إختبار إستقرارية السلسلة الأصلية لمحفظة المثلى

Null Hypothesis: OPPP has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.4307	-0.644656	Phillips-Perron test statistic	
	-2.632688	1% level	Test critical values:
	-1.950687	5% level	
	-1.611059	10% level	

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

Null Hypothesis: OPPP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0349	-3.709574	Phillips-Perron test statistic	
	-4.243644	1% level	Test critical values:
	-3.544284	5% level	
	-3.204699	10% level	

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

Null Hypothesis: OPPP has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0052	-3.892027	Phillips-Perron test statistic	
	-3.632900	1% level	Test critical values:
	-2.948404	5% level	
	-2.612874	10% level	

7-إختبار إستقرارية السلسلة الأصلية لأسعار الفائدة

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.2023	-2.222326	Phillips-Perron test statistic	
	-3.632900	1% level	Test critical values:
	-2.948404	5% level	
	-2.612874	10% level	

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

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.6643	-1.838452	Phillips-Perron test statistic	
	-4.243644	1% level	Test critical values:
	-3.544284	5% level	
	-3.204699	10% level	

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

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.8337	0.565947	Phillips-Perron test statistic	
	-2.632688	1% level	Test critical values:
	-1.950687	5% level	
	-1.611059	10% level	

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

الملحق الثاني عشر:إختبار إستقرارية السلاسل المحولة لأختبار PP لقطاعات عينية الدراسة

1-إختبار إستقرارية سلسلة قطاع الإستثمار

Null Hypothesis: D(INV,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 32 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-13.36836	Phillips-Perron test statistic	
	-4.262735	1% level	Test critical values:
	-3.552973	5% level	
	-3.209642	10% level	

Null Hypothesis: D(INV) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0012	-3.411910	Phillips-Perron test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: D(INV,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 32 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-13.36836	Phillips-Perron test statistic	
	-4.262735	1% level	Test critical values:
	-3.552973	5% level	
	-3.209642	10% level	

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

2-إختبار إستقرارية السلسلة قطاع العقار

Null Hypothesis: D(AKAR) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0003	-3.885928	Phillips-Perron test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: D(AKAR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 16 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0006	-5.379593	Phillips-Perron test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

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

Null Hypothesis: D(AKAR) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0012	-4.438952	Phillips-Perron test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

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

3-إختبار إستقرارية السلسلة قطاع الخدمات

Null Hypothesis: D(AKAR) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0003	-3.885928	Phillips-Perron test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: D(AKAR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 16 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0006	-5.379593	Phillips-Perron test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

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

Null Hypothesis: D(AKAR) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0012	-4.438952	Phillips-Perron test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

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

4-إختبارإستقرارية السلسلة قطاع التأمين

Null Hypothesis: D(ASS,2) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-4.880478	Phillips-Perron test statistic	
	-2.636901	1% level	Test critical values:
	-1.951332	5% level	
	-1.610747	10% level	

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

Null Hypothesis: D(ASS,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 21 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-9.709387	Phillips-Perron test statistic	
	-4.262735	1% level	Test critical values:
	-3.552973	5% level	
	-3.209642	10% level	

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

Null Hypothesis: D(ASS,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0002	-5.044872	Phillips-Perron test statistic	
	-3.646342	1% level	Test critical values:
	-2.954021	5% level	
	-2.615817	10% level	

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

5-إختبار إستقرارية السلسلة قطاع البنوك

Null Hypothesis: D(BANK,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-9.768235	Phillips-Perron test statistic	
	-3.646342	1% level	Test critical values:
	-2.954021	5% level	
	-2.615817	10% level	

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

Null Hypothesis: D(BANK,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-9.636491	Phillips-Perron test statistic	
	-4.262735	1% level	Test critical values:
	-3.552973	5% level	
	-3.209642	10% level	

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

Null Hypothesis: D(BANK,2) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-9.858355	Phillips-Perron test statistic	
	-2.636901	1% level	Test critical values:
	-1.951332	5% level	
	-1.610747	10% level	

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

6-إختبار إستقرارية سلسلة المحفظة المثلى

Null Hypothesis: D(OPPP) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 15 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-7.121260	Phillips-Perron test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: D(OPPP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-7.015543	Phillips-Perron test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

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

Null Hypothesis: D(OPPP) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 15 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-7.169949	Phillips-Perron test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	

7-إختبار إستقرارية سلسلة أسعار الفائدة

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0006	-3.661752	Phillips-Perron test statistic	
	-2.634731	1% level	Test critical values:
	-1.951000	5% level	
	-1.610907	10% level	

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

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0387	-3.667269	Phillips-Perron test statistic	
	-4.252879	1% level	Test critical values:
	-3.548490	5% level	
	-3.207094	10% level	

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

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0105	-3.620196	Phillips-Perron test statistic	
	-3.639407	1% level	Test critical values:
	-2.951125	5% level	
	-2.614300	10% level	

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

الملحق الثالث عشر:إختبار التكامل المشترك لجونهانسن لقطاعات عينية الدراسة

1-قطاع الإستثمار

Date: 04/14/17 Time: 03:02
Sample (adjusted): 3 35
Included observations: 33 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: INF INT
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Prob.**	0.05 Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0002	15.49471	29.27822	0.395376	None *
0.0004	3.841466	12.67431	0.318916	At most 1 *

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

2-قطاع العقار

Date: 04/14/17 Time: 02:30
Sample (adjusted): 3 35
Included observations: 33 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: AKAR INT
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Prob.**	0.05 Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0000	15.49471	37.25840	0.523905	None *
0.0004	3.841466	12.76786	0.320844	At most 1 *

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

3-قطاع الخدمات

Date: 04/14/17 Time: 03:06
Sample (adjusted): 3 35
Included observations: 33 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: SER INT
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Prob.**	0.05 Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0006	15.49471	27.27244	0.400564	None *
0.0013	3.841466	10.38416	0.269971	At most 1 *

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

4-قطاع التامين

Date: 04/14/17 Time: 02:43
Sample (adjusted): 3 35
Included observations: 33 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: ASS INT
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Prob.**	0.05 Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0013	15.49471	25.22702	0.442596	None *
0.0148	3.841466	5.938644	0.164721	At most 1 *

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

5-قطاع البنوك

Date: 04/14/17 Time: 02:44
Sample (adjusted): 3 35
Included observations: 33 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: BANK INT
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Prob.**	0.05 Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0008	15.49471	26.39014	0.534059	None *
0.2757	3.841466	1.188185	0.035365	At most 1

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

6-المحفظة المثلى

Date: 04/14/17 Time: 03:03
Sample (adjusted): 3 35
Included observations: 33 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: OPPP INT
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Prob.**	0.05 Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0000	15.49471	47.77124	0.634784	None *
0.0001	3.841466	14.53149	0.356188	At most 1 *

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق الرابع عشر:نتائج إختبار التكامل المتزامن بين سلاسل المحافظ وسلسلة أسعار الفائدة

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: INV
Exogenous variables: C
Date: 04/19/17 Time: 14:41
Sample: 1 36
Included observations: 34

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
1553.57	3.184940	3.140047	1.352814	NA	-52.38080	0
689049	0.748215	0.658430	0.113119	81.29411	-9.193303	1
621920*	0.710670*	0.575991*	0.104202*	4.379130*	-6.791845	2

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: AKAR
Exogenous variables: C
Date: 04/19/17 Time: 11:52
Sample: 1 36
Included observations: 34

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
1383.66	7.167950	7.123057	72.61681	NA	-120.0920	0
063561*	4.122727*	4.032941*	3.304219*	100.7660*	-66.56000	1
094315	4.183065	4.048386	3.356736	1.344743	-65.82256	2

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: ASS
Exogenous variables: C
Date: 04/19/17 Time: 13:32
Sample: 1 36
Included observations: 34

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
1028.56	6.132239	6.087346	25.77708	NA	-102.4849	0
322925	-0.263759	-0.353545	0.041119	207.9909	8.010263	1
185102*	-2.096352*	-2.231031*	0.006292*	60.02560*	40.92753	2

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: BANK
Exogenous variables: C
Date: 04/19/17 Time: 14:36
Sample: 1 36
Included observations: 35

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
707385	6.736483	6.692045	47.19006	NA	-116.1108	0
917777*	2.975974*	2.887097*	1.050582*	127.4490*	-48.52420	1

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: INT
Exogenous variables: C
Date: 04/19/17 Time: 14:38
Sample: 1 36
Included observations: 34

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
398865	-0.369281	-0.414174	0.038695	NA	8.040963	0
119518	-2.060351	-2.150137	0.006820	57.43317	38.55233	1
216976*	-2.128226*	-2.262905*	0.006095*	5.319328*	41.48938	2

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: INV
Exogenous variables: C
Date: 04/19/17 Time: 14:41
Sample: 1 36
Included observations: 34

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
1.553.57	3.184940	3.140047	1.352814	NA	-52.38080	0
6.89049	0.748215	0.658430	0.113119	81.29411	-9.193303	1
621920*	0.710670*	0.575991*	0.104202*	4.379130*	-6.791845	2

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

الفهرس	الصفحة
الإهداء	III
الشكر والتقدير	IV
الملخص	V
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال البيانية	IX
قائمة الاختصارات	X
قائمة الملاحق	XI
قائمة الإختصارات والرموز	X
مقدمة	أ
الفصل الأول :الأدبيات النظرية والتطبيقية	ب
تمهيد	2
المبحث الأول: الأدبيات النظرية لمخطر سعر الفائدة والمحفظة المالية	3
المطلب الأول:تعريف الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية	3
الفرع الأول:تعريف المحفظة الإستثمارية وسياسات تسييرها	3
الفرع الثاني: قياس عوائد ومخاطر المحفظة	5
الفرع الثالث: أهم نماذج قياس وتقيم اداء محفظة الأوراق المالية	11
الفرع الرابع:علاقة سعر الفائدة مع أداء محافظة الاوراق المالية	13
المطلب الثاني:الإطار النظري لخطر أسعار الفائدة في الأسواق المالية	14
الفرع الأول:ماهية سعر الفائدة	14
الفرع الثاني:العوامل التي تؤثر على معادلات الفائدة	16
الفرع الثالث:مخطر سعر الفائدة وتقسيماته	17
الفرع الرابع:تغطية مخطر سعر الفائدة بإستخدام المشتقات المالية	18
خلاصة الفصل	24
المبحث الثاني :الأدبيات التطبقية	21
المطلب الأول:الدراسات العربية	21

المطلب الثاني:الدراسات الاجنبية	22
المطلب الثالث:موقع الدراسة الحالية من ا لدراسات السابقة	23
المبحث الأول:الطريقة والأدوات	27
المطلب الاول:الطريقة المستخدمة في دراسة	27
الفرع الأول:مجتمع وعينية الدراسة	27
الفرع الثاني:متغيرات الدراسة طرق جمعها وكيفية قياسها	29
المطلب الثاني:أدوات الدراسة	30
الفرع الأول:مصادر جمع البيانات الدراسة	30
الفرع الثاني:الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة	30
المبحث الثاني:عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها	31
المطلب الأول:عرض نتاائج الدراسة	31
الفرع الأول:تشكيل المحافظ المالية في بورصة الكويت وتقييم أدائها	32
الفرع الثاني:نتائج الدراسة الإحصائية والإختبارات القياسية للسلاسل الزمنية محل الدراسة	38
المطلب الثاني:مناقشة النتائج	53
الفرع الأول:تحليل نتائج المحافظ المالية المشكلة في العينية الدراسة	53
الفرع الثاني:تحليل نتائج الدراسة القياسية للسلاسل الزمنية محل الدراسة	54
خلاصة الفصل	58
الخاتمة	59
قائمة المراجع	61
الملاحق	92-64
الفهرس	94-93