

## جمهورية العراق وزارة التعليم العالي والبحث العلمي جامعة البصرة – كلية الادارة والاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية



## تقلبات اسعار النفط العالمية وأثرها في بناء المعفظة الاستثمارية - دراسة تعليلية في عينة من اسواق الأوراق المالية للمدة 2012-2019

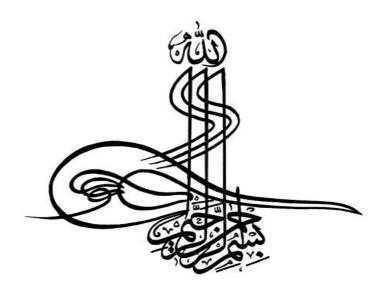
أطروحة تقدم بها

# آشتي عبدالستار عبدالغني المزوري

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة البصرة وهي جزء من متطلبات نيل درجة الدكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية

بإشراف الأستاذ الدكتور أحمد جاسم محمد العباس

2021م





# قَالُواْ سُبْحُنَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَمْ لَنَا إِلَّا مَا عَلَمْ تَنَا إِلَّا مَا عَلَمْ تَنَا الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ عَلَّمْ تَنَا الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

صَدَقَ اللهُ العَظِيمُ

سوسة البقرة - الآية (32)

### قرار لجنة المناقشة

نشهد باننا أعضاء لجنة التقويم والمناقشة، قد اطلعنا على هذه الاطروحة الموسومة (تقلبات اسعار النفط العالمية وأثرها في بناء المحفظة الاستثمارية - دراسة تحليلية في عينة من اسواق الأوراق المالية للمدة 2012-2019) للطالب (آشتي عبدالستار عبدالغني المزودي) وقد ناقشناه في محتوياتها وفيما له علاقة بها، وهي جديرة بالقبول لنيل درجة الدكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية وبتقدير (جيد جداً).

ر. أ.د. ميثم ربيع هادي الحسناوي كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كريلاء عضواً

أ.م.د. ندى عبدالقادر عبدالستار الشريده كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة

أ.د. أحمد جاسم محمد العباس كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة عضواً ومشرفاً أ.د. منتظر فاضل سعد البطاط كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة رئيس اللجنة

أ.م.د. سعدي أحمد حميه الموسوي كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الكوفة

أ.م.د. أحمد جبر سالم السالم كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة عضواً

مصادقة مجلس الكلية

صادق مجلس كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة على إقرار لجنة المناقشة

الاستاذ الدكتور

عبدالحسين توفيق شبلي عميد كلية الادارة والاقتصاد التاريخ: ١٦٠/ ١٦/ ( 2021

### إقرار المشرف

أشهد بان إعداد هذه الاطروحة الموسومة (تقلبات اسعار النقط العالمية وأثرها في بناء المحفظة الاستثمارية - دراسة تحليلية في عينة من اسواق الأوراق المالية للمدة 2012-2019) للطالب (آشتي عبدالستار عبدالغني المزوري) قد جرى تحت إشرافي في كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة البصرة وهي جزء من متطلبات نيل درجة الدكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية.

التوقيع:

المشرف: أد. أحمد جاسم محمد العباس

التاريخ: 12/ 12/ 2021

توصية رئيس القسم بناءً على توصية المشرف أرشح هذه الاطروحة للمناقشة.

توقيع:

رئيس القسم: أ.م.د. عقيل عبد محمد الحمدي

التاريخ: ١ ح / ١ / 2021

### إقرار المقوم الاحصائي

أشهد بان الاطروحة الموسومة (تقلبات اسعار النفط العالمية وأثرها في بناء المحفظة الاستثمارية - دراسة تحليلية في عينة من اسواق الأوراق المالية للمدة 2012-2019) للطالب (آشتي عبدالستار عبدالغني المزوري) في قسم العلوم المالية والمصرفية قد انبطت بي مهمة تقويمها إحصائيا وهي مرشحة للمناقشة.

التوقيع: رخ

أ.م.د. بهاء عبدالرزاق قاسم

التاريخ: ا2 / 12/ 2021

### إقرار الخبير اللغوي

أشهد ان الاطروحة الموسومة برتقلبات اسعار النفط العالمية وأثرها في بناء المحفظة الاستثمارية - دراسة تحليلية في عينة من اسواق الأوراق المالية للمدة 2012-2019) للطالب (آشتي عبدالستار عبدالغني المزوري) في قسم العلوم المالية والمصرفية قد انبطت بي مهمة تقويمها لغويا وأعتقد أنها مستوفية شروط السلامة اللغوية.

- t

التوقيع:

أ.د. صباح عبدالكريم مهدي

التاريخ: په / ۲ / 2021

إلى من بنعمته تربيت وبمائه ارتويت وبأرضه سعيت، إلى أهل وطني وثمار بلدتي أهديهم جمدي المتواضع أتمنى أن يكون مسطوراً على قلوبهم يذكروني إذا ضمني التراب وغطاني الثرى.

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى من احمل اسمه بكل افتخار، تمنيت ان تكون معي لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار (والدي الحبيب – طيب الله ثراه)

إلى من رفعت حاجبها للسهاء واغدقت عليّ ببركات دعائها، إلى من نذرت عُمرها في أداء رسالة صنعتها من أوراق الصبر وطرزتها في ظلام الدهر على سِراج الأمل بلا فتور، او كلل رسالة تعلم العطاء كيف يكون الوفاء، الى عبير أنفاسي (والدتي الحبيبة \_ حفظها الحافظ لنا)

إلى من هم سند دربي في الحياة وسر وجودها، الذين ساندوني ودفعوني الى اعلى درجات التقدم والنجاح، وهم بسمة حياتي وسر وجودها (شقيقي العزيز – وشقيقاتي العزيزات)

إلى من صحبوني طفلاً ورافقوني لأتسلق جبال الفكر الصحيح وأكتشف أعماق الآثار العلمية وأقتحم ميادين حملة السلاح الفكري حتى أكون في عداد الباقين بآثارهم ما بقى الدهر وهم أساتذتي أهديهم ما تعلمته منهم هدية مقرونة بالإخلاص والفخر

إلى أهل العلم – تقديراً واحتراماً

أهدي إليكم جميعاً جمدي المتواضع، داعياً من المولى عز وجل أن يكتب لي القبول والنجاح

### الشكر والتقدير

الْحَمْدُ شِهِ مَوْصُولاً كَمَا وَجَبَا فَهُوَ الْدِي عَجَزَتْ عَنْهُ الْبَاطِنُ الظَّاهِرُ الْحَقُ الَّذِي عَجَزَتْ عَنْهُ عَنِ الْوَصْفِ مَنْ لاَ شَيءَ يُدْرِكُهُ وَجَلَّ عَلَ الْشَكْرُ شِهِ فِي بَدْءٍ وَمُخْتَتَمٍ وَاللهُ أَدَ

فَهُو الَّذِي بِرِدَاءِ الْعِزَّةِ احْتَجَبَا عَنْهُ الْمَدَارِكُ لَمَّا أَمْعَنَتْ طَلَبَا وَجَلَّ عَنْ سَبَبٍ مَنْ أَوْجَدَ السَّبَبَا وَاللهُ أَكْرَمُ مَنْ أَعْطَى وَمَنْ وَهَبَا

ثُمَّ الصَّلاَةُ عَلَى النُّورِ الْمُبين وعلى آلهِ وصَحبهِ أجمعين، وبعد ..

يطيب لي وقد أنجزتُ تنفيذ هذه الدراسة أن أتقدم بالشكر والامتتان العميقين لأستاذي الفاضل أ.د. أحمد جاسم العباس المشرف على اطروحتي، وأقدم خالص أمتناني الى أسرة كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة البصرة، والى السيد عميد الكلية والسيد رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية أ.م.د. عقيل الحمدي، والسادة التدريسيين وفي مقدمتهم أ.د. منتظر البطاط وأ.د. عبدالرضا بدراوي وأ.د. حسين جواد وأ.د. إخلاص النجار وأ.م.د. مصطفى مهدي وأ.م.د. نعيم صباح جراح، والشكر والعرفان موصول للأساتذه الأفاضل في القسم كافة وأخص منهم أ.م.د. محمد جاسم وأ.م.د. أحمد جبر وأ.م.د. مهدي صالح والى السيدة فائزة الجشعمي، والشكر موصول الى جميع اساتذة ومنتسبي الكلية واخص بالذكر أ.د. محمد حسين منهل وأ.د. طاهر الغالبي وأ.م.د. عبدالخالق البدران والى مسؤول وحدة الدراسات العليا أ.ناظم وحيد، والى الست قبيلة حميد والى جميع زملائي طلبة دورة الدكتوراه.

وفائق الاحترام والتقدير للجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة هذا الجهد المتواضع وإبداء ملاحظاتهم القيمة، والشكر والعرفان الى السيدين المقيمين العلمي والسيدين المقوم الاحصائي والمقوم اللغوي لما تحملوه من عناء في إخراج هذا العمل بشكل صحيح.

كما يحتم عليّ الواجب ان أقدم الشكر والعرفان الى جميع اهالي مدينة البصرة الفيحاء لما غمروني بمحبتهم وطيبة قلوبهم، فلهم منى كل الود.

ويدعو واجب الوفاء أن أتقدم بخالص شكري وتقديري إلى جامعتي الأم جامعة الموصل، واسرة كليتي الإدارة والاقتصاد، والى السيد عميد الكلية، والسيد رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية أ.د. بشار أحمد العراقي، والامتنان الى جميع اساتذتي وزملائي الأفاضل في القسم وفي مقدمتهم أ.د. سرمد كوكب الجميل وأ.م.د. عدي سالم وأ.م.د. نمير الصائغ ود. محمد فوزي والى السيدة نوار الدباغ، واسجل امتناني الى جميع زملائي الاساتذة في جامعة دهوك وجامعة دهوك التقنية وفي مقدمتهم د.عدنان مصطفى على ما بذله من جهد في استيفاء وتصويب الجانب الاحصائي من هذه الاطروحة، كما أسدي شكري إلى موظفي المكتبة والدوريات في كليات الإدارة والاقتصاد في جامعة البصرة والموصل ودهوك وصلاح الدين أربيل، لما أبدوه لي من تعاون فلهم مني كل الشكر والتقدير.

وختاماً فواجب الوفاء والعرفان يلزمني بتقديم شكري وتقديري العاليين الى والدتي العزيزة الحنونة التي طالما ضحت وسهرت كثيراً من أجل أن أكون، بارك الله في عمرها، وإلى شقيقاتي العزيزات وشقيقي العزيز المهندس محمد فلهم كل المحبة والعرفان لما غمروني من محبة وعون، واتقدم بكل كلمات البر والاجلال وجزيل شكري إلى كل من أعانني ولو بكلمة طيبة.

#### المستخلص

بات موضوع المحفظة الاستثمارية والاهتمام بعوائدها من الموضوعات المالية الرائدة في عالم اليوم والتي تعمل في بيئة سياسية واقتصادية متغيرة، ولعل ابرزها التقلبات المستمرة في اسعار النفط العالمية التي القت بظلالها على جميع المجالات الاستثمارية في الدول ذات الاقتصادات الريعية النفطية، وهذا ما اوجب على المستثمرين الراغبين في الاستثمار دراسة جميع الظروف والمتغيرات الاقتصادية الخاصة في بيئتهم المحيطة ليتسنى لهم معرفة اي الاستثمارات التي تحقق اهدافهم من خلال تعظيم عوائد محافظهم والتقليل من مخاطرها في آن واحد.

وتتجسد مشكلة الدراسة في صعوبة بناء محافظ استثمارية كفوءة في ظل تقلبات اسعار النفط في الدول ذات الاقتصادات الريعية والتي تخضع ايراداتها النفطية الى حالات عدم الاستقرار، وعليه هدفت الدراسة الى بيان الآثار الاقتصادية التي تركتها تقلبات اسعار النفط على عوائد القطاعات الاقتصادية لمحفظة السوق المالي، والكشف عن آلية هذا الأثر التي تربطها بعدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية ممثلة بمعدلات الصرف والفائدة والتضخم وعرض النقد فضلاً عن الناتج المحلي الاجمالي، كما سعت الدراسة الى بناء محافظ استثمارية كفوءة على وفق أنموذج المؤشر الواحد من اجل مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لتوفير افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة، وافترضت الدراسة ان هناك تأثير لتقلبات اسعار النفط في جميع المتغيرات الاقتصادية وتؤثر بالمستوى نفسه في عوائد قطاعات محفظة السوق، ولا في عوائد قطاعات المحفظة الكفوءة.

وتضمنت عينة الدراسة ثلاث دول وجميع الشركات المساهمة المدرجة في القطاعات الاقتصادية لكل من سوق العراق للأوراق المالية، وسوق التداول السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية للمدة (2012–2019) اعتماداً على البيانات الفصلية لتشكل بواقع (32) مشاهدة، وتم تطبيق مجموعة من نماذج التحليل القياسية المختلفة لتأطير ونمذجة العلاقة بين متغيرات الدراسة، فضلاً عن استخدام عدد من مؤشرات تقييم الاداء للمحافظ الاستثمارية الكفوءة.

وخلصت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات والمقترحات، وكان من ابرزها وجود تباينات بين دول الدراسة فيما يتعلق بقياس آثار تقلبات اسعار النفط في المتغيرات الاقتصادية وعوائد محافظ السوق، كما اسفرت نتائج الدراسة أن تقلبات اسعار النفط تؤثر بمستويات متفاوتة في مختلف عوائد قطاعات محفظة السوق والمحفظة الكفوءة.

ومن ابرز المقترحات ضرورة دراسة الجوانب المتعلقة بمستويات العوائد والمخاطر للقطاعات الاقتصادية المتنوعة للوصول الى محفظة استثمارية كفوءة تجنب مخاطر التقلبات الاقتصادية ولاسيما في الدول ذات الاقتصادات الربعية.

### ثبنت المحتوى

رقم الصفحة	الموضوع
1	المستخلص باللغة العربية
ب	ثبّت المحتوى
ت– د	نَبْت الجداول
ذ	نَبْت الأشكال
2-1	المقدمة
23-3	الفصل الأول: المنهجية العلمية للدراسة وبعض الدراسات السابقة
13-3	المبحث الأول: المنهجية العلمية الدراسة
23-14	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
92-24	الفصل الثاني: الإطار الفلسفي والنظري للدراسة
45-24	المبحث الاول: الاسباب والانعكاسات الاقتصادية لتقلبات اسعار النفط
70-46	المبحث الثاني: مدخل فلسفي للمحفظة الاستثمارية
92-71	المبحث الثالث: الربط الفلسفي لمتغيرات الدراسة
181-93	الفصل الثالث: الإطار التحليلي والعملي للدراسة
98-93	المبحث الاول: الاطار النظري والوصفي لنماذج ومتغيرات الدراسة
121-99	المبحث الثاني: قياس وتحليل نتائج دول الدراسة
140-122	المبحث الثالث: التحليل الاحصائي للعلاقات الرابطة بين متغيرات الدراسة
181-141	المبحث الرابع: التحليل المالي لبناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة
185-182	الاستنتاجات والمقترحات
184-182	اولاً: الاستنتاجات
185-184	ثانياً: المقترحات
213-186	المراجع
A - B	المستخلص باللغة الانكليزية

### ثَبْت الجداول

الصفحة	البيان	رقم الجدول
7-6	الشركات عينة الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية في سوق العراق للأوراق المالية	(1-1)
10-8	الشركات عينة الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية في سوق التداول السعودي	(1-2)
12-10	الشركات عينة الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية في سوق الكويت للأوراق المالية	(1-3)
15-14	ملخص الدراسات العربية السابقة المتعلقة بتقلبات اسعار النفط	(1-4)
18-16	ملخص الدراسات الاجنبية السابقة المتعلقة بتقلبات اسعار النفط	(1-5)
20-18	ملخص الدراسات العربية السابقة حول بناء المحفظة الاستثمارية	(1-6)
22-20	ملخص الدراسات الاجنبية السابقة حول بناء المحفظة الاستثمارية	(1-7)
43	ملخص الأثر المتوقع لتقابات أسعار النفط في الأسواق المالية في البلدان المصدرة والمستوردة للنفط	(2-1)
87	مقارنة بين نظرية المحفظة والقيمة المعرضة للمخاطرة	(2-2)
100	نتائج اختبار فترة الإبطاء لنماذج متغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019) (العراق)	(3-1)
101	نتائج اختبار (ADF) و (PP) لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (ADF) (العراق)	(3-2)
102	تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X على Y) (العراق)	(3-3)
102	تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X) (العراق)	(3-4)
103	تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات (Z <sub>S</sub> و Y) (العراق)	(3-5)
103	تقدیر معلمات نموذج الانحدار بین متغیرات $(Z_{\rm S})$ و $(Y_{\rm S})$ بعد استبعاد الثوابت (العراق)	(3-6)
104	تقدير معلمات نموذج الانحدار بطريقة الاختيار الامامي بين متغيرات (Z و Y) (العراق)	(3-7)
105	التأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة لدولة العراق	(3-8)
105	نتائج نموذج انحدار متعدد الحدود بين متغيرات الدراسة لدولة العراق	(3-9)
106	نتائج نموذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاث بين متغيرات	(3-10)

	الدراسة لدولة العراق	
106	نتائج الانحدار اللوغاريتمي بانحدار (Y) على Log(X) لدولة العراق	(3-11)
107	نتائج نموذج الانحدار الجيبي للحالات الثلاث بين متغيرات الدراسة لدولة العراق	(3-12)
108	نتائج اختبار فترة الإبطاء لنماذج متغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019) (السعودية)	(3-13)
109-108	نتائج اختبار (ADF) و (PP) لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019) (السعودية)	(3-14)
109	تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (Y على X) (السعودية)	(3-15)
110	تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X) (السعودية)	(3-16)
110	تقدیر معلمات نموذج الانحدار بین متغیرات (Z و Y) (السعودیة)	(3-17)
111	تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات (Z و Y) بعد استبعاد الشوابت (السعودية)	(3-18)
111	تقدير معلمات نموذج الانحدار بطريقة الاختيار الامامي بين متغيرات (Y و Y) (السعودية)	(3-19)
112	التأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة لدولة السعودية	(3-20)
113	نتائج نموذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاث بين متغيرات الدراسة لدولة السعودية	(3-21)
113	معاملات التحديد لنماذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاث لدولة السعودية	(3-22)
114	نتائج نموذج الانحدار الجيبي للحالات الثلاث بين متغيرات الدراسة لدولة السعودية	(3-23)
114	نتائج الانحدار الجيبي للنموذج الثاني بين متغيرات الدراسة لدولة السعودية	(3-24)
115	نتائج اختبار فترة الإبطاء لنماذج متغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019) (الكويت)	(3-25)
116	نتائج اختبار (ADF) و (PP) لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (ADF) (الكويت)	(3-26)
117	تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (Y على X) (الكويت)	(3-27)
117	تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X) (الكويت)	(3-28)

117	تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات (Y و Y) (الكويت)	(3-29)		
118	تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات (Z و Y) بعد استبعاد الثوابت (الكويت)	(3-30)		
119	نتائج نموذج انحدار متعدد الحدود بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت	(3-31)		
119	نتائج نموذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاث بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت	(3-32)		
120	نتائج نموذج الانحدار الجيبي للحالات الثلاث بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت	(3-33)		
120	نتائج الانحدار الجيبي للنموذج الاول والثالث بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت	(3-34)		
122	القطاعات الاقتصادية لسوق العراق للأوراق المالية	(3-35)		
123	نتائج اختبار فترة الإبطاء على مستوى قطاعات السوق المالي العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)	(3-36)		
123	نتائج اختبار (ADF) و (PP) على مستوى قطاعات السوق المالي العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)			
124	ترشيح النموذج الأكثر ملاءمة بين متغيرات الدراسة لدولة العراق	(3-38)		
125	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة القطاع المصرفي العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-39)		
125	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع التأمين العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-40)		
126	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الخدمات العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-41)		
126	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الخدمات العراقي البيانات الفصلية للمدة (2012–2019) بعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية	(3-42)		
127	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الفنادق والسياحة العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)	(3-43)		
127	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الفنادق والسياحة العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019) بعد استبعاد المتغير غير المعنوي	(3-44)		
128	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الصناعة العراقي	(3-45)		

	للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	
128	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الزراعة العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-46)
129	القطاعات الاقتصادية العراقية حسب تأثرها بتقلبات أسعار النفط للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)	(3-47)
129	القطاعات الاقتصادية لسوق التداول السعودي	(3-48)
130	نتائج اختبار فترة الإبطاء على مستوى قطاعات سوق التداول السعودي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)	(3-49)
131	نتائج اختبار (ADF) و (PP) على مستوى قطاعات السوق التداول السعودي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)	(3-50)
131	ترشيح النموذج الأكثر ملاءمة بين متغيرات الدراسة لدولة المملكة العودية	(3-51)
132	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة القطاعات السعودية للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-52)
133	القطاعات الاقتصادية السعودية حسب تأثرها بتقلبات أسعار النفط للمدة (2012-2019)	(3-53)
134-133	القطاعات الاقتصادية لسوق الكويت للأوراق المالية	(3-54)
134	نتائج اختبار فترة الإبطاء في مستوى قطاعات السوق المالي الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)	(3-55)
135	نتائج اختبار (ADF) و (PP) على مستوى قطاعات السوق المالي الكويتي للبيانات الفصالية للمدة (2012-2019)	(3-56)
135	ترشيح النموذج الأكثر ملاءمة بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت	(3-57)
136	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع النفط والغاز الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-58)
137-136	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع المواد الاساسية الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-59)
137	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة القطاع الصناعي الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-60)
137	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الخدمات الاستهلاكي الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-61)
138	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع البنوك الكويتي	(3-62)

	للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	
138	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع التأمين الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-63)
139	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع العقار الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-64)
139	تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الخدمات المالي الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	
140	القطاعات الاقتصادية الكويتية حسب تأثرها بتقلبات أسعار النفط للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-66)
143	تصميم جدول لمراحل وخطوات بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لأسواق مجتمع الدراسة	(3-67)
145	المؤشرات المستخدمة في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة	(3-68)
147	معامل ارتباط بيرسون بين قطاعات سوق العراق للأوراق المالية	(3-69)
148	متوسط الخصائص الاستثمارية لسوق العراق للأوراق المالية	(3-70)
150	معدلات عائد ومخاطرة قطاعات المحفظة الاستثمارية لسوق العراق للأوراق المالية للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	
151	للاوراق المالية للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)  مراحل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق العراق للأوراق المالية للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	
152	نتائج مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق العراق للأوراق المالية	(3-73)
153	مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لسوق العراق للأوراق المالية	(3-74)
154	معامل ارتباط بيرسون بين قطاعات سوق التداول السعودي	(3-75)
155	متوسط الخصائص الاستثمارية لسوق التداول السعودي	(3-76)
157	معدلات عائد ومخاطرة قطاعات المحفظة الاستثمارية لسوق التداول السعودي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)	(3-77)
160-159	مراحل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق التداول السعودي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)	(3-78)
161	نتائج مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق التداول السعودي	(3-79)

162	مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لسعودي	(3-80)
163	معامل ارتباط بيرسون بين قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية	(3-81)
164	متوسط الخصائص الاستثمارية لسوق الكويت للأوراق المالية	(3-82)
166	معدلات عائد ومخاطرة قطاعات المحفظة الاستثمارية لسوق الكويت للأوراق المالية للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)	(3-83)
167	مراحل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية للمدة (2012–2019)	(3-84)
168	نتائج مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية	(3-85)
169	مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية	(3-86)
171	موقف قطاعات السوق العراقي في تحقيق العوائد ومدى تأثرها بتقلبات أسعار النفط	(3-87)
173	طبيعة التأثير بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات المحفظة الكفوءة للسوق العراقي	(3-88)
175-174	موقف قطاعات السوق السعودي في تحقيق العوائد ومدى تأثرها بتقلبات أسعار النفط	(3-89)
177-176	طبيعة التأثير بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات المحفظة الكفوءة للسوق السعودي	(3-90)
178	موقف قطاعات السوق الكويتي في تحقيق العوائد ومدى تأثرها بتقلبات أسعار النفط	(3-91)
180	طبيعة التأثير بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات المحفظة الكويتي	(3-92)

### ثَبْت الأشكال

الصفحة	البيان	رقم الشكل
7	نسبة عدد الشركات لقطاعات سوق العراق للأوراق المالية	(1-1)
10	نسبة عدد الشركات لقطاعات سوق التداول السعودي	(1-2)
12	نسبة عدد الشركات لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية	(1-3)
13	المخطط الافتراضي للدراسة	(1-4)
50	حالات معامل الارتباط بين عوائد المحفظة الاستثمارية	(2-1)
52	تأثير تتويع المحفظة في المخاطر التي تنطوي عليها	(2-2)
57	المجموعة الكفوءة للمحفظة الاستثمارية	(2-3)
58	تحديد المحفظة المثلى من اسهم ذات المخاطر	(2-4)
59	المزج بين الاصل الخالي من المخاطرة ومحفظة السوق	(2-5)
62	خط سوق رأس المال "CML"	(2-6)
64	خط سوق الاوراق المالية "SML"	(2-7)
82	القيم المختلفة من معامل Beta	(2-8)
82 99	الاشكال البيانية لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-	(2_1)
99	2019) (العراق)	(3-1)
104	مخطط يوضح تحليل المسار الأثر (X في Y) بواسطة ( $Z_2$ ) لدولة	(3-2)
104	العراق	(3-2)
107	الاشكال البيانية لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-	(3-3)
107	2019) (السعودية)	(5 5)
112	مخطط يوضح تحليل المسار الأثر ( $X$ في $Y$ ) بواسطة ( $Z_1$ ) لدولة	(3-4)
	السعودية	(* .)
115	الاشكال البيانية لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-	(3-5)
	(الكويت)	( /
172	العلاقة بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات السوق العراقي	(3-6)
175	العلاقة بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات السوق السعودي	(3-7)
179	العلاقة بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات السوق الكويتي	(3-8)

### مقدمة

يُشكل مطلع القرن العشرين البدايات الأولى لتربع النفط على قمة هرم السلع الاستراتيجية العالمية سواء للبلدان المنتجة له ام المستهلكة منه، وباتت اسعار النفط ونتيجة لتأثرها بالعديد من العوامل الاقتصادية والسياسية والجيوسياسية وآخرها كانت الصحية، تميل الى التقاب والتذبذب المفاجئ والمستمر في الاسواق العالمية، الأمر الذي ترك اثاره الاقتصادية على سياسات الدول سواء المصدرة ام المستوردة، فبالنسبة للدولة المصدرة يأخذ الأمر أحد اتجاهين: الاول تكون له دلالات ايجابية على اقتصاد الدولة، وينعكس على تغطية جوانب ميزانيتها كافة وزيادة نموها الاقتصادي، اما الثاني فقد يشكل خطراً على النظام الاقتصادي والمالي للدولة، أياً كانت حركة هذين الاتجاهين فإنه من الواضح ستؤدى دوراً محورياً وفاعلاً في التأثير بمعظم المتغيرات الاقتصادية والمالية للدولة، ومنها عوائد النشاط الاستثماري في الاسواق المالية، وهو ما اهتمت به وفسرته الاطر النظرية والفكرية في ادبيات الإدارة المالية. فقد اشارت النظرية التقليدية لأسعار الأسهم Conventional Theory بأن جميع العوامل الأساسية المؤثرة في حركة اسعار الاسهم والسندات تأتي من خارج السوق، والتي تتضمن العوامل الاقتصادية كالنمو الاقتصادي ومعدلات التضخم وعرض النقد ومعدل الفائدة وسعر الصرف ومستوى النشاط الاقتصادي علاوة على الايرادات النفطية، وفي خضم الاهتمام بهذا التأثير اشارت الدراسات الاقتصادية والمالية الى انه في ظل التقلبات المستمرة لأسعار النفط، فإنه ينبغي على المستثمرين في اسواق المال بالسعى الى تعظيم المنافع لأوراقهم المالية عبر زيادة العوائد وتقليل مستويات المخاطرة، وذلك من خلال بناء محافظ استثمارية كفوءة، والتي تعد من الادوات الاستثمارية الحديثة في البيئة الاستثمارية.

وتوجت جهود نظرية المحفظة الحديثة ببناء المحفظة الكفوءة، التي تعد من أهم ما توصلت إليه العلوم المالية في كيفية حماية المستثمر من مخاطر تقلبات أسعار السلع والأوراق المالية ولما كانت السوق المالية تمتاز بالتقلب المستمر والمتأثر بعدم استقرار العوامل السياسية والاقتصادية، وآثارها الكبيرة في السوق بشكل عام وفي المستثمرين بشكل خاص، فإن المستثمر عادة ما يحتاج إلى وعي كبير ومعرفة بأساليب التنويع والتحوط لحماية أمواله واستثماراته من أي تقلبات غير مرغوبة في الأسواق المالية، وهذا ما تصدرته العديد من عناوين الدراسات المالية بهذا الصدد.

وهنا يطرح التساؤل عن الاثار التي يمكن ان تتركها تقلبات اسعار النفط في عوائد الاسواق المالية؟ وماهية بناء المحافظ الاستثمارية في اسواق هذه الدول عن تحقيق معدلات العوائد؟ وفي إطار الاجابة عن هذين التساؤلين ينبغي التعرف على الروابط التي تصل ما بين آثار تقلبات اسعار النفط وانعكاسها على عوائد اسهم شركات قطاعات السوق المالى، ليأتي بناء

المحفظة الاستثمارية الكفوءة على وفق النظريات التي سطرها علماء هذا المدخل والجذور الفكرية لهم والى جهود كل من ستصبح اسسها للتسويغات التي تؤسس استنتاجاتها ورؤيتها حول تحليل واقع مستقبل اسواق المال.

وانسجاماً مع طبيعة موضوع الدراسة فقد قسمت الى ثلاثة فصول، يتناول الفصل الاول المنهجية المنهجية العلمية للدراسة وبعض الدراسات السابقة ، والذي يضم مبحثين، يعنى الاول المنهجية العلمية الدراسة، وجاء المبحث الثاني ليحمل في طياته اهم الدراسات السابقة المرتبطة بمتغيرات الدراسة الحالية، وخصص الفصل الثاني عن الاطار الفلسفي والنظري للدراسة وعبر مباحثه الثلاثة، إذ تضمن الاول منه الاسباب والانعكاسات الاقتصادية لتقلبات السعر النفطي، فيما تتاول المبحث الثاني حول مدخل فلسفي للمحفظة الاستثمارية، اما المبحث الثالث فقد جاء بالربط الفلسفي لمتغيرات الدراسة.

وقد كرس الفصل الثالث بالإطار التحليلي والعملي للدراسة عبر اربعة مباحث فقد تكفل الاول الاطار النظري والوصفي لنماذج ومتغيرات الدراسة، وانصب اهتمام المبحث الثاني على قياس وتحليل نتائج دول الدراسة، اما المبحث الثالث فقد اختبر التحليل الاحصائي للعلاقات الرابطة بين متغيرات الدراسة، وقد اختص المبحث الرابع بالتحليل المالي لبناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة، وانتهت الدراسة بخاتمة عامة عن أهم النتائج التي توصلت اليها، فضلا عن عرض المقترحات للدراسة بهدف اعمام الاستفادة مما توصلت اليه هذه الاطروحة.

# الفصل الأول

المنهجية العلمية للدراسة وبعض الدراسات السابقة

# الفصل الأول المنهجية العلمية للدراسة وبعض الدراسات السابقة

تمهيد:

يهدف الفصل الى وضع إطار شامل للعلاقات التي تحكم متغيرات الدراسة الرئيسة والمبينة في عنوان الدراسة، ومن هذا المنطلق قسم الفصل الى مبحثين رئيسين وفق ما يلى:

### المبحث الأول المنهجية العلمية الدراسة

### 1. مشكلة الدراسة

يعد الافتقار الى سبل تشكيل محافظ استثمارية كفوءة، ومحاولة تحقيق التوازن المطلوب بين تعظيم عوائد المحفظة الاستثمارية وتقليل مخاطرها في آن واحد، من احد اعقد الاشكاليات التي تواجه المستثمرين في اسواق المال سواء كانوا افراداً ام شركات، إذ لا يزال الجدل قائماً بين اوساط الباحثين الاكاديميين والمستثمرين حول امكانية تحقيق هذا التوازن، ولاسيما في المشروعات العاملة ضمن بيئة اقتصادات ريعية، ويخضع لحالات عدم استقرار الايرادات النفطية ومن بينها بلدان الدراسة.

واستناداً الى ما سبق تظهر ملامح اشكالية الدراسة والتي يمكن صياغتها في التساؤلات الآتية:

- أ. هل يوجد تأثير لتقلبات اسعار النفط العالمية في جميع المتغيرات الاقتصادية الوسيطة ومن ثم في عوائد محافظ السوق لدول عينة الدراسة؟
- ب. هل توجد آثار لتقلبات اسعار النفط العالمية وبالمستوى نفسه على جميع عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية لأسواق عينة الدراسة؟
- ت. هل هناك تباين في الخصائص الاستثمارية بين محافظ السوق المرجعية، وبين المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة؟
- ث. هل ان حجم العائد والمخاطرة على وفق مؤشرات تقييم اداء المحافظ الكفوءة تختلف من سوق الى آخر من اسواق عينة الدراسة؟
- ج. كيف يمكن ان تكون مستويات تأثير تقلبات اسعار النفط العالمية على عوائد قطاعات المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة؟

### 2. أهمية الدراسة

تتجلى أهمية هذه الدراسة لتأطير منهج فكري وتطبيقي يمكن أن يسترشد به المستثمرون، لإدارة محافظهم الاستثمارية في الاسواق المالية، وفي ظل تأثرها بالأسواق النفطية خاصة في

الدول الرئيسة المصدرة للنفط كدول الخليج العربي والعراق، لذا تحاول هذه الدراسة أن توائم النظرية مع التطبيق على اسواق هذه الدول لأنها من الأسواق الناشئة، ومن هنا تكتسب اهمية الدراسة بتسليط الضوء على مناقشة الموضوع على الرغم من تناولها من قبل دراسات اخرى، الا ان اختلاف العينة والبيئة الاستثمارية قد تكون له تأثيرات اخرى، وتحتل الدراسة وعلى الرغم من كل ما سبق ذكره أهمية استثنائية تبرز على وفق الآتى:

- أ. تحاول الدراسة الإسهام في ترسيخ الفكر المالي في حقل المحفظة الاستثمارية الحديثة لدى المستثمرين والمتعاملين في اسواق عينة الدراسة، كونه يعد احد اهم الحقول المعرفية المعاصرة في مجال ادارة المال والاستثمار.
- ب. تكتسب الدراسة أهميتها من إحدى حقائق نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة، وهي عدم إمكانية تجنب المخاطرة المنتظمة للمحفظة، والتي باتت تشكل اهتمام كل من المنظرين والمهتمين في المجال التطبيقي، وخصوصاً في ظل تقلبات العوائد النفطية لبلدان الدراسة ذات الاقتصادات الربعية.

### 3. أهداف الدراسة

لحل مشكلة الدراسة والتحقق منها في ضوء تحليل العلاقة بين تقلبات اسعار النفط وآثارها الكلية، وحتى بناء محافظ استثمارية كفوءة لعينة الدراسة، إذ يتم التطلع الى تحقيق جملة من الأهداف الاتية:

- أ. بيان الاثار الاقتصادية الذي تتركها تقلبات اسعار النفط على بعض المتغيرات الاقتصادية الرئيسة وعلى عوائد محافظ السوق في دول عينة الدراسة.
- ب. معرفة مستوى آثار تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية لأسواق عينة الدراسة.
- ت. بناء محافظ استثمارية كفوءة على وفق أنموذج المؤشر الواحد في ظل تقلبات اسعار النفط العالمية لجميع اسواق عينة الدراسة.
- ث. محاولة التعرف على حجم معدلات العوائد ومستويات المخاطرة بموجب مؤشرات تقييم اداء المحافظ الاستثمارية الكفوءة لجميع اسواق عينة الدراسة.
- ج. مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محافظ السوق المرجعية، وبين المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة.
- ح. التعرف على مستويات التأثير الذي تتركه تقلبات اسعار النفط على عوائد جميع قطاعات المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة.

### 4. فرضيات الدراسة

بهدف إيجاد الصيغ والمعالجات والحلول المناسبة لمشكلة الدراسة، وباتجاه تحقيق أهداف الدراسة، فقد طرحت مجموعة من الفرضيات بهدف اختبارها وهي كما يأتي:

- أ. تؤثر تقلبات اسعار النفط في جميع المتغيرات الاقتصادية الرئيسة وفي عوائد محافظ اسواق عينة الدراسة.
- ب. تؤثر تقلبات اسعار النفط بالمستوى نفسه على جميع عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية لأسواق عينة الدراسة.
- ت. تتباين نتائج مؤشرات تقييم اداء المحافظ الاستثمارية الكفوءة من حيث العائد والمخاطرة لأسواق عينة الدراسة.
- ث. تتباين الخصائص الاستثمارية بين محافظ السوق المرجعية وبين المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة.
- ج. تؤثر تقلبات اسعار النفط في عوائد ومخاطرة جميع قطاعات المحافظ الكفوءة وبمستويات متفاوتة لأسواق عينة الدراسة.

### 5. الحدود الزمانية والمكانية والمعرفية للدراسة

- أ- الحدود الزمانية للدراسة: تضمنت الدراسة سلسلة زمنية مداها ثماني سنوات (2012-2012)، معتمداً على البيانات الفصلية لتشكل (32 مشاهدة)، ومبرر اختيارها تعود لصلاحية واكتمال بياناتها، فضلاً عن اختلاف وتغير الظروف الاقتصادية والسياسية والامنية بشكل كبير.
- ب- الحدود المكانية للدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة بثلاثة اسواق مالية عربية، وهي كل من (سوق العراق للأوراق المالية، وسوق التداول السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية)، وتتمثل مسوغ اختيار هذه الاسواق على النحو الآتى:
  - 1. جميعها تقع ضمن الاقتصادات النفطية ضمن البلدان العربية.
- 2. هناك تشابه الى حدٍ ما بين مستويات اسواقها المالية من حيث تطورها وتسارعها، فضلاً عن تتوع الادوات الاستثمارية المستخدمة في تلك الاسواق بما يتناسب مع احتياجات المتعاملين فيها.
- 3. تنصب اساساً بمحل الاهتمام للمستثمر العراقي على وجه الخصوص، فضلاً عن اهميتها في المجتمع الاستثماري في السوق المالية العراقية، وذلك بغية التصويب نحو آلية الاختيار والبناء الدقيق لمحافظهم الاستثمارية الكفوءة.

وقد شملت الدراسة عينة عمدية من الشركات المساهمة والمدرجة ضمن جميع القطاعات الاقتصادية في اسواق مالية عينة الدراسة وخضعت جميع شركات قطاعاتها الى الشروط الآتية ليتم ادخالها في عينة الدراسة:

- 1. انتهاء السنة المالية للشركة في نهاية كانون الاول.
- 2. الانتظام بنشر القوائم المالية، وتوافر البيانات المحاسبية والمالية لشركات قطاعات عينة الدراسة، وذلك لحساب متغيرات النماذج.
  - 3. استمرارية تداول الاسهم لشركات تلك القطاعات خلال مدة الدراسة.

وقد بلغ عدد القطاعات التي استوفت شركاتها الشروط السابقة، وادخلت في عينة الدراسة (6) قطاعات من سوق العراق للأوراق المالية، و (13) قطاعات من سوق العراق للأوراق المالية، وبناءً على ما تقدم فقد تم استبعاد عدد من القطاعات، ففي سوق العراق للأوراق المالية (1) قطاع، وسوق التداول السعودي (8) قطاعات وسوق الكويت للأوراق المالية (1) قطاعات، وقد استبعدت الشركات الاخرى كونها اسست حديثاً او عدم توافر بياناتها المالية خلال مدة الدراسة.

ويبين كل من الجدول (1-1)، e(2-1)، e(3-1)، اسماء الشركات حسب القطاعات الاقتصادية لأسواق عينة الدراسة وعلى النحو التالى:

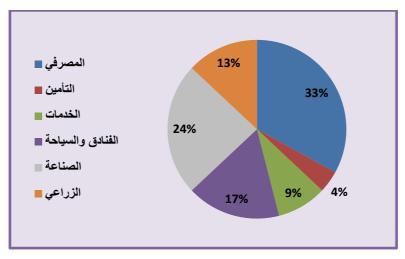
الجدول (1-1) الشركات عينة الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية في سوق العراق للأوراق المالية

<u> </u>					
اولاً: قطاع المصرفي					
بابل	.9	التجاري العراقي	.1		
الخليج التجاري	.10	بغداد	.2		
كوردستان	.11	العراقي الاسلامي	.3		
اشور الدولي	.12	الشرق الاوسط للاستثمار	.4		
المنصور للاستثمار	.13	الاستثمار العراقي	.5		
المتحد للاستثمار	.14	الاهلي العراقي	.6		
ايلاف الاسلامي	.15	الائتمان العراقي	.7		
		سومر التجاري	.8		
	ع التأمين	ثانياً: قطاع			
الخليج للتامين واعاده التامين	.2	الامين للتأمين	.1		
ثالثاً: قطاع الخدمات					
النخبة للمقاولات العامة	.3	مدينة العاب الكرخ السياحية	.1		
بغداد العراق للنقل العام	.4	المعمورة للاستثمارات العقارية	.2		

رابعاً: قطاع الفنادق والسياحة				
المدينة السياحية في سد الموصل	.5	فنادق عشتار	.1	
فنادق كربلاء	.6	فندق بابل	.2	
فندق المنصور	.7	فندق بغداد	.3	
فندق السدير	.8	الوطنية للاستثمارات السياحية	.4	
ىة	ع الصناء	خامساً: قطاع		
الهلال الصناعية	.7	المنصور للصناعات الدوائية	.1	
الصناعات الكيمياوية والبلاستيكية	.8	الخياطة الحديثة	.2	
الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية	.9	العراقية للسجاد والمفروشات	.3	
العراقية للأعمال الهندسية	.10	بغداد لصناعة مواد التغليف	.4	
الصناعات المعدنية والدراجات	.11	بغداد للمشروبات الغازية	.5	
		العراقية لصناعة وتسويق التمور	.6	
ā	ع الزراء	سادساً: قطا		
العراقية لإنتاج البذور	.4	الحديثة للإنتاج الحيواني	.1	
العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم	.5	الاهليه للإنتاج الزراعي	.2	
العراقية للمنتجات الزراعية	.6	الشرق الاوسط لإنتاج الاسماك	.3	

الجدول من إعداد الباحث.

ويوضح الشكل (1-1) بيانياً حجم مساهمة الشركات لكل قطاعات العينة الممثلة بسوق العراق للأوراق المالية.



الشكل (1-1)

نسبة عدد الشركات لقطاعات سوق العراق للأوراق المالية

الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على محتويات الجدول (1-1) ومخرجات برنامج (1-1)

الجدول (1-2) الشركات عينة الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية في سوق التداول السعودي

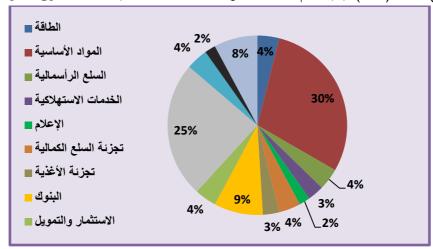
	ع الطاقة	اولاً: قطاع		
النقل	.3	المصافي	.1	
الدريس	.4	بترو رابغ	.2	
سية	وإد الاسا	ثانياً: قطاع الم		
الصحراء للبتروكيماويات	.18	بي سي آي	.1	
ينساب	.19	معادن	.2	
صناعة الورق	.20	أسلاك	.3	
سبكيم العالمية	.21	الأنابيب السعودية	.4	
المتقدمة	.22	كيمانول	.5	
كيان السعودية	.23	بتروكيم	.6	
أسمنت حائل	.24	سابك	.7	
الإسمنت العربية	.25	سافكو	.8	
أسمنت اليمامة	.26	الجبس	.9	
أسمنت السعودية	.27	زجاج	.10	
أسمنت القصيم	.28	اللجين	.11	
اسمنت الجنوبية	.29	فيبكو	.12	
اسمنت ينبع	.30	أنابيب	.13	
اسمنت الشرقية	.31	نماء للكيماويات	.14	
اسمنت تبوك	.32	معدنية	.15	
اسمنت الجوف	.33	الزامل للصناعة	.16	
		المجموعة السعودية	.17	
مالية	لع الرأسا	ثالثاً: قطاع الس		
العبداللطيف	.3	مجموعة السريع	.1	
مجموعة فتيحي	.4	صدق	.2	
هلاكية	ات الاسن	رابعاً: قطاع الخدم		
هرفي للأغذية	.3	شمس	.1	
		الخليج للتدريب	.2	
خامساً: قطاع الاعلام				
الأبحاث و التسويق	.2	تهامة للإعلان	.1	
سادساً: قطاع تجزئة السلع الكمالية				
جرير	.3	شاكر	.1	

الحكير	.4	إكسترا	.2			
ننية	سابعاً: قطاع تجزئة الاغذية					
ثمار	.3	اسواق ع العثيم	.1			
		أنعام القابضة	.2			
	ع البنوك	ثامناً: قطا				
العربي الوطني	.6	الرياض	.1			
سامبا	.7	الجزيرة	.2			
الراجحي	.8	استثمار	.3			
البلاد	.9	السعودي الفرنسي	.4			
الإنماء	.10	ساب	.5			
تمويل	ىتثمار وال	تاسعاً: قطاع الاس				
الباحة	.3	المتطورة	.1			
المملكة	.4	عسير	.2			
	ع التأمين	عاشراً: قطا				
الاتحاد التجاري	.15	التعاونية	.1			
الصقر للتأمين	.16	ملاذ للتأمين	.2			
المتحدة للتأمين	.17	ميدغلف للتأمين	.3			
الإعادة السعودية	.18	أليانز إس إف	.4			
بوبا العربية	.19	سلامة	.5			
تكافل الراجحي	.20	ولاء للتأمين	.6			
اكسا – التعاونية	.21	الدرع العربي	.7			
الخليجية العامة	.22	ساب تكافل	.8			
بروج للتامين	.23	سايكو	.9			
العالمية	.24	إتحاد الخليج	.10			
سوليدرتي تكافل	.25	الأهلي للتكافل	.11			
الوطنية	.26	الأهلية	.12			
أمانة للتامين	.27	أسيج	.13			
		التأمين العربية	.14			
احد عشر: قطاع الاتصالات						
زين السعودية	.3	الاتصالات	.1			
عذيب للاتصالات	.4	اتحاد اتصالات	.2			
اثنا عشر: قطاع المرافق العامة						
كهرباء السعودية	.2	الغاز والتصنيع	.1			

ثلاثة عشر: قطاع ادارة وتطوير العقارات			
البحر الأحمر	.6	العقارية	.1
جبل عمر	.7	طيبة للاستثمار	.2
دار الأركان	.8	مكة للإنشاء	.3
مدينة المعرفة	.9	التعمير	.4
		إعمار	.5

الجدول من إعداد الباحث.

ويوضح الشكل (1-2) بيانياً حجم مساهمة الشركات لكل قطاعات العينة الممثلة بسوق التداول السعودي.



الشكل (1-2)

### نسبة عدد الشركات لقطاعات سوق التداول السعودي

الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على محتويات الجدول (1-2) ومخرجات برنامج 10-10 الجدول (1-3)

### الشركات عينة الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية في سوق الكويت للأوراق المالية

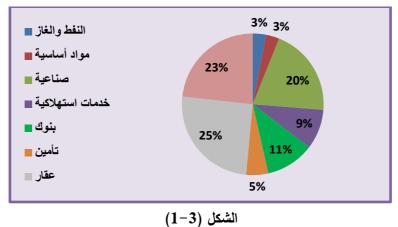
اولاً: قطاع النفط والغاز			
شركة عارف للطاقة القابضة	.3	شركة الصفاة للطاقة القابضة	.1
		شركة المجموعة البترولية المستقلة	.2
ثانياً: قطاع المواد الاساسية			
شركة القرين لصناعة الكيماويات البترولية	.3	شركة السكب الكويتية	.1
		شركة بوبيان للبتروكيماويات	.2
ä	الصناعا	ثالثاً: قطاع	
الشركة الكويتية لبناء المعامل والمقاولات	.11	شركة أسمنت الكويت	.1
شركة هيومن سوفت القابضة ش.م.ك مقفلة	.12	شركة الخليج للكابلات و الصناعات الكهربائية	.2
الشركة الوطنية للميادين	.13	ش الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن	.3
شركة المجموعة المشتركة للمقاولات	.14	شركة أسمنت بورتلاند كويت	.4

in tell to the test cast	15	d and the free	5
ألافكو لتمويل شراء وتاجير الطائرات	.15	شركة أسيكو للصناعات ش.م.ك م	.5
شركة مبرد للنقل ش.م.ك.مقفلة	.16	شركة المعدات القابضة ش.م.ك مقفلة	.6
شركة كي جي ال لوجستيك ش.م.ك مقفلة	.17	شركة الصلبوخ التجارية ش.م.ك مقفلة	.7
شركة الشارقة للأسمنت و التنمية الصناعية	.18	شركة أجيليتي للمخازن العمومية	.8
شركة أسمنت الخليج	.19	الشركة الوطنية للتنظيف ش.م.ك.م	.9
شركة صناعات أسمنت الفجيرة	.20	شركة رابطة الكويت والخليج للنقل	.10
نهلاكية	ات الاسن	رابعاً: قطاع الخدم	
شركة طيران الجزيرة ش.م.ك	.6	شركة السينما الكويتية الوطنية	.1
شركة السور لتسويق الوقود ش.م.ك	.7	شركة مركز سلطان للمواد الغذائية	.2
شركة مجموعة الراي الاعلامية ش.م.ك	.8	شركة ايفا للفنادق والمنتجعات	.3
شركة زيما القابضة ش.م.ك قابضة	.9	الأولى للتسويق المحلي للوقود	.4
		الشركة الكويتية للمنتزهات	.5
خامساً: قطاع البنوك			
بنك برقان	.7	بنك الكويت الوطني	.1
بيت التمويل الكويتي	.8	بنك الخليج	.2
بنك بوبيان ش.م.ك	.9	البنك التجاري الكويتي	.3
البنك الأهلي المتحد	.10	البنك الأهلي الكويتي	.4
بنك الإثمار	.11	البنك الاهلي المتحد	.5
		بنك الكويت الدولي	.6
ن	ع التأمي	سادساً: قطا	
شركة وربة للتأمين	.4	شركة الكويت للتأمين	.1
الشركة الأولي للتأمين التكافلي	.5	شركة الخليج للتأمين	.2
		الشركة الأهلية للتأمين	.3
	ع العقار	سابعاً: قطا	
شركة أعيان العقارية ش.م.ك مقفلة	.14	شركة صكوك القابضة ش.م.ك مقفلة	.1
الشركة الكويتية العقارية القابضة ش.م.ك	.15	شركة عقارات الكويت	.2
شركة المزايا القابضة ش.م.ك مقفلة	.16	شركة العقارات المتحدة	.3
شركة التجارة والاستثمار العقاري	.17	الشركة الوطنية العقارية	.4
شركة التعمير للإستثمار العقاري ش.م.ك	.18	الشركة الصالحية العقارية	.5
شركة أركان الكويت العقارية	.19	شركة التمدين العقارية	.6
شركة أبيار للتطوير العقاري	.20	شركة المصالح العقاريه ش.م.ك. مقفلة	.7
شركة منشات للمشاريع العقارية	.21	الشركة العربية العقارية ش.م.ك.مقفلة	.8
شركة دبي الأولى للنطوير العقاري	.22	شركة الإنماء العقارية – ش.م.ك مقفلة	.9

شركة مدينة الاعمال الكويتية العقارية	.23	شركة المباني ش.م.ك.م	.10
شركة مينا العقارية ش.م.ك.م	.24	شركة مجموعة المستثمرون القابضة	.11
شركة مراكز التجارة العقارية	.25	الشركة الدولية للمنتجعات ش.م.ك مقفلة	.12
		الشركة التجارية العقارية ش.م.ك مقفلة	.13
	ات مالية	ثامناً: خدم	
شركة اكتتاب القابضة ش.م.ك قابضة	.13	الشركة الكويتية للاستثمار	.1
شركة المدينة للتمويل والاستثمار ش.م.ك.م	.14	شركة التسهيلات التجارية	.2
الشركة الكويتية السورية القابضة ش م ك ق	.15	شركة الاستثمارات الوطنية	.3
الشركة الخليجية المغاربية القابضة	.16	شركة الساحل للتنمية و الاستثمار	.4
شركة مجموعة الامتياز الاستثمارية ش.م.ك	.17	شركة الأمان للاستثمار ش.م.ك.م	.5
مجموعة الصناعات الوطنية (القابضة)	.18	الشركة الأولى للاستثمار ش.م.ك.م	.6
شركة صناعات بوبيان الدولية القابضة	.19	شركة المال للاستثمار (ش.م.ك.مقفلة)	.7
شركة التخصيص القابضة	.20	بيت الاستثمار الخليجي (ش.م.ك.مقفلة)	.8
الشركة القابضة المصرية الكويتية	.21	شركة بيان للإستثمار ش.م.ك مقفلة	.9
بيت التمويل الخليجي	.22	شركة أصول للاستثمار ش.م.ك.م	.10
شركة (إنوفست)	.23	شركة الديرة القابضة ش.م.ك.مقفلة	.11
		شركة مجموعة السلام القابضة	.12

الجدول من إعداد الباحث.

ويوضح الشكل (3-1) بيانياً حجم مساهمة الشركات لكل قطاعات العينة الممثلة بسوق الكويت للأوراق المالية.



نسبة عدد الشركات لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية

الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على محتويات الجدول (3-1) ومخرجات برنامج Excel-10.

ت. الحدود المعرفية للدراسة: تتمثل الحدود المعرفية للدراسة في مجال العلوم المالية والمصرفية ووفقاً لمتغيراتها فإنها تتدرج تحت حقل الإدارة المالية، واخذت تخصصاً دقيقاً فيها للمحفظة الاستثمارية.

### 6. مصادر جمع بيانات ومعلومات الدراسة

تمت الاستعانة بالقنوات المعلوماتية في تجميع بيانات الدراسة وعلى النحو الآتي:

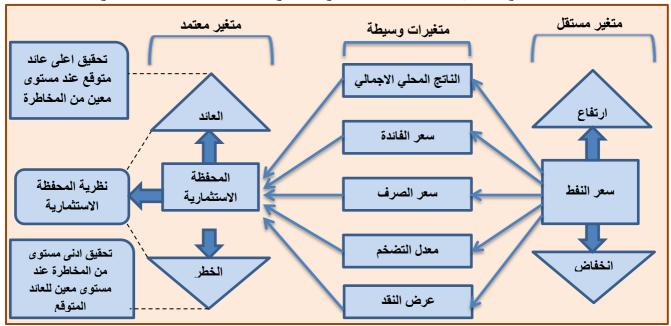
- أ. الجانب النظري: تم جمع المصادر الخاصة بالجانب النظري من خلال الاعتماد على الأدبيات العلمية المتوافرة في المراجع العربية والأجنبية، كما تمت الاستعانة بالشبكة الدولية للمعلومات.
- ب. الجانب الميداني: تم الحصول على أسعار إغلاق الأسهم من خلال الشبكة الدولية للمعلومات ومن المواقع الرسمية للأسواق المالية عينة الدراسة، كما وتم الاعتماد على المنشورات الرسمية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومنظمة الدول المصدرة للنفط، والنشرات الإحصائية السنوية للبنوك المركزية لدول الدراسة.

### 7. أدوات التحليل والمعالجة الإحصائية

تمت معالجة بيانات الدراسة بالاعتماد على مجموعة من البرمجيات الجاهزة في تحليل البيانات وتبويبها وجدولتها، ومن هذه البرمجيات الجاهزة برنامج (Eviews-10)، وبرنامج (EES-Pro-1.3)، وبرنامج (Excel-10)، وبرنامج (SPSS-19).

### 8. المخطط الافتراضى للدراسة

بهدف تحقيق اهداف الدراسة تم بناء مخطط افتراضي للدراسة بشكل يعكس طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والوسيطة والمعتمدة على وفق خطوات متسلسلة تعكس المراحل التي سلكتها الدراسة في الوصول الى اختبار صحة فرضياتها، ومن شأن الشكل (4-1) ان يمكّن المطلع من فهم هيكل الدراسة وان يوضح ما انتهج إليه الباحث للوصول الى النتائج.



الشكل (4-1)

المخطط الافتراضي للدراسة
الشكل من إعداد الباحث

### المبحث الثاني

### الدراسات السابقة

تعد مراجعة الأدبيات النظرية والدراسات والأبحاث التطبيقية السابقة، بمثابة قاعدة تساعد في وضع المعالم الأساسية للجوانب التطبيقية للموضوع على وفق خصوصية بيئة الفحص والاختبار من هنا فقد تم عرض بعض الدراسات ذات العلاقة بالدراسة الحالية، والتي تم تقسيمها الى دراسات تتعلق بتقلبات اسعار النفط ودراسات تختص بالمحفظة الاستثمارية، وقد أدرجت عدة دراسات عربية وأجنبية وبحسب تسلسلها الزمني، مع بيان اوجه التشابه والاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية، وفيما يأتي اهم تلك الدراسات ومجالات الإفادة منها:

اولاً: دراسات متعلقة بتقلبات اسعار النفط، وتنقسم الى دراسات عربية واجنبية وكما يلي:

أ- يظهر الجدول (4-1) ملخص الدراسات العربية السابقة المتعلقة بتقلبات اسعار النفط وهي ذات صلة بالدراسة الحالية، وفيما يلي استعراض لذلك:

الجدول (1-4) ملخص الدراسات العربية السابقة المتعلقة بتقلبات اسعار النفط

- دراسة ( محمد، 2008)	
"أثر تقلبات الايرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي واداء اسواق الاوراق	عنوان الدراسة
المالية في دول مجلس التعاون الخليجي".	
تحليل أثر تقلبات اسعار النفط في مؤشرات أداء الاسواق المالية.	هدف الدراسة
دول الخليج العربي الست.	مجتمع الدراسة
.(2006–1990)	مدة الدراسة
المنهج الوصفي والاسلوب التجريبي.	اسلوب الدراسة
ان الاسواق المالية في دول الخليج العربي هي حديثة النشأة، وإن اقتصادها حساس	اهم الاستتتاجات
للتقلبات التي تحدث بأسعار النفط العالمية، ومن ثم تكون لها تأثيرات واضحة في	
مؤشرات اداء اسواقها المالية، ويأتي ذلك بالدرجة الأولى على سوق المملكة العربية	
السعودية والامارات العربية المتحدة، ومن ثم على البحرين وسلطنة عمان وقطر	
والكويت.	
كلتا الدراستين تهتم بتأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد الاوراق المالية.	اوجه الشبه
مدة الدراسة ومجتمعها متمثلة بدولة العراق، وبناء المحافظ الاستثمارية.	اوجه الاختلاف
- دراسة (درج ووسام، 2012)	
"قياس أثر تغيرات اسعار النفط في بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للأقطار	عنوان الدراسة

العربية الخليجية الاعضاء في منظمة أوبك للمدة (1990–2007)".	
تحليل العلاقة بين تغيرات اسعار النفط ومؤشرات الاقتصاد الكلي.	هدف الدراسة
(المملكة العربية السعودية، الامارات العربية المتحدة، الكويت، قطر).	مجتمع الدراسة
.(2007-1990)	مدة الدراسة
المنهج التحليلي الكمي.	اسلوب الدراسة
وجود علاقة طردية بين تغيرات اسعار النفط والناتج المحلي الاجمالي في دول	اهم الاستنتاجات
(المملكة العربية السعودية، والامارات العربية المتحدة)، وبعلاقة عكسية في دولة	
الكويت.	
المتغير المستقل للدراسة.	اوجه الشبه
مدة الدراسة والمتغير التابع للدراسة.	اوجه الاختلاف
لامي، 2017)	3- دراسة (الا
التأثير صدمات أسعار النفط في بعض المتغيرات النقدية في العراق- رؤية	عنوان الدراسة
استشرافية".	
تحليل آثار صدمات أسعار النفط الخام في الاسوق العالمية في الناتج المحلي	هدف الدراسة
الاجمالي، والمتغيرات النقدية المتمثلة بعرض النقد واسعار الصرف ومعدلات	
التضخم.	
(الاقتصاد العراقي).	مجتمع الدراسة
.(2015–1990)	مدة الدراسة
مناهج التحليل الاستقرائي والاستنباطي، فضلاً عن استعمال التحليل الكمي.	اسلوب الدراسة
وجود ترابط كبير ومسايرة عالية بين صدمات أسعار النفط في الاسواق العالمية	اهم الاستنتاجات
وبين متغيرات الاقتصاد الكلي في العراق، وان الصدمات الايجابية في اسعار النفط	
تنقل اقتصاد الدولة من مرحلة الانتعاش الى الرواج، ويحدث العكس عند الصدمات	
السلبية لأسعار النفط، وظهرت ذلك بشكل كبير خاصة بعد عام 2003.	
المتغير المستقل للدراسة.	
المتغير التابع للدراسة.	اوجه الاختلاف

الجدول من إعداد الباحث

-1ستعرض الجدول (-1) ملخص الدراسات الاجنبية السابقة المتعلقة بتقلبات اسعار النفط، وهي ذات صلة بالدراسة الحالية، وكما يلي:

الجدول (-5) ملخص الدراسات الاجنبية السابقة المتعلقة بتقلبات اسعار النفط

(Basher & Sadorsky,2000	1- دراسة (6
"Oil price risk and emerging stock markets"	عنوان الدراسة
"مخاطر أسعار النفط وأسواق الأسهم الناشئة".	
اكتشاف العلاقة بين أسعار النفط وعوائد الاسهم في الأسواق الناشئة.	هدف الدراسة
إحدى وعشرون سوقاً مالياً ناشئاً من ضمنها (الارجنتين، تشيلي، البرازيل، كولومبيا،	مجتمع الدراسة
الهند، تايلاند، مكسيكو، باكستان، كوريا، سيرلانكا، شمال افريقيا، وغيرها).	
.(2005–1992)	مدة الدراسة
نموذج International Factor.	اسلوب الدراسة
وجود علاقة طردية بين عامل خطر اسواق النفط وعوائد الأسهم عند ارتفاع اسعار	اهم الاستتاجات
النفط، في حين تكون عكسية عند انخفاض اسعاره، وان عامل خطر اسعار النفط	
يؤدي مهماً دوراً هاماً في تحديد عوائد اسواق الاسهم الناشئة.	
كلا الدراستين اعتمدتا على تأثير تقلب سعر النفط في عوائد الاسهم في الاسواق	اوجه الشبه
الناشئة.	
مدة ومجتمع الدراسة، والأسلوب المتبع في الدراسة.	اوجه الاختلاف
(Hasan & Nasiar,200	2- دراسة (8)
"Macroeconomic Factors and Equity Prices: An Empirical Investigation by Using ARDL Approach"	عنوان الدراسة
"عوامل الاقتصاد الكلي واسعار الأسهم: بحث تجريبي باستخدام منهج ARDL".	
دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم وسبعة متغيرات اقتصادية كلية وهي كل من	هدف الدراسة
(أسعار النفط، محفظة الاستثمار الاجنبي، سعر الصرف، معدل الفائدة قصير	
الاجل، معدل التضخم، الانتاجي الصناعي، وعرض النفط M1).	
(الاقتصاد الباكستاني).	مجتمع الدراسة
.(2008–1998)	مدة الدراسة
نموذج الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة ARDL، ونموذج تصحيح الخطأ	اسلوب الدراسة
.ECM	
وجود علاقة معنوية في الاجلين القصير والطويل بين اسعار النفط، ومعدل الفائدة	اهم الاستنتاجات
قصيرة الاجل، واسعار الصرف وعرض النقود M1 من جهة، واسعار الاسهم من	
جهة اخرى، اما متغير محفظة الاستثمار الاجنبي فهو معنوي فقط في الاجل	
القصير .	

متغيرات الدراسة.	اوجه الشبه
مدة ومجتمع الدراسة، والاسلوب المتبع في الدراسة.	اوجه الاختلاف
(EL hedi & Julien,200	3- دراسة (9
"On the short-term influence of oil price changes on stock markets in gcc countries: linear and nonlinear analyses"	عنوان الدراسة
"تأثيرات قصيرة الأمد لتغيرات اسعار النفط في اسواق الاسهم في دول مجلس	
التعاون الخليجي: التحليلات الخطية وغير الخطية".	
بيان العلاقة بين تقلبات اسعار النفط وبين مؤشرات عوائد الأسهم.	هدف الدراسة
اسواق مالية في دول (مجلس التعاون الخليجي).	مجتمع الدراسة
.(2008–2005)	مدة الدراسة
اختبار العلاقات الخطية وغير الخطية بين متغيرات الدراسة.	اسلوب الدراسة
ان عوائد اسواق الاسهم في كل من دولة (قطر، سلطنة عمان، الامارات العربية	اهم الاستتتاجات
المتحدة)، تتفاعل بإيجابية مع تقلبات اسعار النفط، ويحدث العكس مع كل من دولة	
(البحرين، الكويت، المملكة العربية السعودية)، كما وتمت الاشارة الى المقاربة بين	
مؤشرات الاسواق الخليجية مع مثيلاتها العالمية، حيث ان الاولى اكثر تقلباً من	
الثانية من ناحية العوائد والمخاطر .	
متغير تقلب سعر النفط مع المتغير التابع للدراسة.	اوجه الشبه
بناء محافظ استثمارية كفوءة.	اوجه الاختلاف
(Arouri & Nguyen,201	4- دراسة (0
"Oil Prices, Stock Markets and Portfolio Investment: Evidence from Sector Analysis in Europe over the Last Decade"	عنوان الدراسة
السعار النفط وأسواق الأسهم والمحفظة الاستثمارية: بالأدلة من تحليل القطاعات	
في أوربا على مدى العقد الماضي".	
فهم العلاقة بين اسواق النفط والمال، ومدى تأثر مكونات المحفظة الاستثمارية	هدف الدراسة
بتقلبات السعر النفطي على نطاق المؤشرات المحلية والإقليمية.	
(مختلف القطاعات الاقتصادية في عدد من الدول الأوربية).	مجتمع الدراسة
.(2008–1998)	مدة الدراسة
أساليب تحليل مختلفة من الاقتصاد القياسي.	اسلوب الدراسة
ان عوائد المحفظة الاستثمارية تتأثر بتقلبات اسعار النفط، ويختلف ذلك من قطاع	اهم الاستنتاجات
الى آخر، وإن المحفظة الاستثمارية المتنوعة من اسهم مختلف القطاعات تحقق	
عوائد اعلى مع مستويات مقبولة من المخاطر.	

التركيز على بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة في ظل تقلبات اسعار النفط.	اوجه الشبه
اسلوب الدراسة المتبع، ومجتمع الدراسة.	اوجه الاختلاف
(Maneejuk,et.al,201	5- دراسة (8
"Mixed - Copulas Approach in Examining the Relationship	عنوان الدراسة
Between Oil Prices and ASEAN's Stock Markets"	
"استخدام اسلوب Copulas المختلط لاختبار العلاقة بين اسعار النفط واسواق	
الاسهم الاسيوية".	
علاقة تقلبات اسعار النفط بعوائد اسواق الاسهم الاسيوية.	هدف الدراسة
اسواق الاسهم الاسيوية في كل من دولة (تايلاند، ماليزيا، الفلبين، إندونيسيا،	مجتمع الدراسة
سنغافورة).	
.(2017-2008)	مدة الدراسة
اسلوب Copulas لنمذجة هيكل الاعتمادية بين متغيرات الدراسة.	اسلوب الدراسة
عوائد اسهم الاسواق المالية في كل من (إندونيسيا، ماليزيا، وتايلاند)، تتأثر ايجابياً	اهم الاستتاجات
عند ارتفاع اسعار النفط، فيما تتجه اسواق كلٍ من (الفلبين وسنغافورة)، باتجاه	
معاكس.	
كلتا الدراستين تؤكد وجود علاقة بين تقلبات اسعار النفط وعوائد مكونات المحفظة	اوجه الشبه
الاستثمارية.	
مجتمع واسلوب الدراسة المتبع.	اوجه الاختلاف

الجدول من إعداد الباحث

ثانياً: دراسات حول بناء المحفظة الاستثمارية، وتنقسم الى دراسات عربية واجنبية وكما يلي:

أ- يظهر الجدول (1-6) ملخص الدراسات العربية السابقة حول بناء المحفظة الاستثمارية وهي ذات صلة بالدراسة الحالية، وفيما يلي استعراض ذلك:

الجدول (1-6) ملخص الدراسات العربية السابقة حول بناء المحفظة الاستثمارية

إعظم <i>ي</i> ، 2010)	1- دراسة ( ا
"المحفظة الاستثمارية الحديثة وامكانية تطبيقها - دراسة حالة سوق العراق للأوراق	عنوان الدراسة
المالية".	
بناء محفظة استثمارية كفوءة بالاعتماد على سياسة التنويع التي تحقق اكفأ موازنة	هدف الدراسة
بين العائد والمخاطرة باستخدام نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة.	
سوق العراق للأوراق المالية.	مجتمع الدراسة

(اربعة أشهر ونصف من عام 2008).	مدة الدراسة		
المنهج الاستقرائي.	اسلوب الدراسة		
ان اغلب مستثمري العراق يستخدمون الطريقة العشوائية في اختيار تشكيلة الشركات	اهم الاستنتاجات		
التي تحتوى عليها محافظهم، وهذا ما يؤدي الى خسارتهم او الى قلة ارباحهم			
المتحققة، ومن ثم فإن تشكيلة المحفظة الاستثمارية وادارتها هي من صميم العمل			
الاقتصادي والمالي.			
بناء محافظ استثمارية كفوءة.	اوجه الشبه		
مدة واسلوب الدراسة المتبع.	اوجه الاختلاف		
2- دراسة (الحمدوني، 2011)			
"تقييم أداء المحافظ الاستثمارية - بالتطبيق في سوق عمان المالي".	عنوان الدراسة		
قياس أداء اربع محافظ استثمارية تمثل قطاعات (المصارف، التأمين، الخدمات،	هدف الدراسة		
والصناعة)، باستخدام مؤشرات (Jensen–Treynor–Sharpe).			
سوق عمان المالي.	مجتمع الدراسة		
(عام 2009 كاملة).	مدة الدراسة		
استخدام مؤشر السوق، ومؤشر كل من (Jensen-Treynor -Sharpe).	اسلوب الدراسة		
استخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية،	اهم الاستنتاجات		
افضل من استخدام العائد والمخاطرة كل على حدة، اي ان استخدام المؤشرات			
الثلاثة المذكورة انفاً في آن واحد افضل عند تقييم اداء المحافظ الاستثمارية، لان			
كل مؤشر يركز على جانب معين من المخاطرة.			
التركيز بالاهتمام على تقييم اداء المحافظ الاستثمارية.	اوجه الشبه		
مدة ومجتمع الدراسة، فضلاً عن استخدام مؤشر آخر للتقبيم وهو $M^2$ .	اوجه الاختلاف		
مة ومحمد، 2020)	3- دراسة (نع		
"بناء محفظة استثمارية كفوءة باستخدام مؤشر وليام – دراسة تطبيقية في سوق	عنوان الدراسة		
العراق للأوراق المالية".			
اختيار اسهم اعلى الشركات لعينة الدراسة، فضلاً عن اختبار مدى قدرة ادوات	هدف الدراسة		
التحليل الفني الرياضية في بناء محفظة اسهم كفوءة قياساً بمحفظة السوق.			
سوق العراق للأوراق المالية، ضمن عينة مكونة من (21) شركة لمختلف القطاعات	مجتمع الدراسة		
الاقتصادية.			
(من 3/18/2015 الى 2017/6/25).	مدة الدراسة		
ادوات التحليل الفني الرياضية، وتحديداً مؤشر (نسبة وليام).	اسلوب الدراسة		

ان عائد المحفظة لشركات عينة الدراسة على وفق مؤشر نسبة وليام كانت اكبر من	اهم الاستتناجات
عائد محفظة السوق، كما ان المخاطرة المتمثلة بالانحراف المعياري في المحفظة	
بلغت اقل من الانحراف المعياري لمحفظة السوق، والاهم من ذلك ان نسبة شارب	
كانت هي الاعلى من نسبة شارب لمحفظة السوق، هذه دلالة على كفاءة المحفظة	
الاستثمارية لشركات عينة الدراسة.	
بناء محافظ استثمارية كفوءة.	اوجه الشبه
توسيع مجتمع وعينة ومدة الدراسة.	اوجه الاختلاف

الجدول من إعداد الباحث

-1ستعرض الجدول (-1) ملخص الدراسات الاجنبية السابقة المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية، وهي ذات صلة بالدراسة الحالية، وكما يلي:

الجدول (7-1) ملخص الدراسات الاجنبية السابقة حول بناء المحفظة الاستثمارية

1- دراسة (Mohammed & Sulub,2014)		
"The Role of Diversification in Reducing Risks of Investment Portfolio at Khartoum Stock Exchange Market"	عنوان الدراسة	
"دور التتويع في تقليل مخاطر المحفظة الاستثمارية في سوق الخرطوم للأوراق		
المالية".		
معرفة أثر التتويع في تقليل المخاطر غير المنتظمة للمحفظة الاستثمارية.	هدف الدراسة	
سوق الخرطوم للأوراق المالية، اختيار عينة مكونة من اربعة قطاعات.	مجتمع الدراسة	
.(2009-2005)	مدة الدراسة	
المنهج التحليلي الوصفي والكمي.	اسلوب الدراسة	
يؤدي التنويع دوراً مهماً في التقايل من مخاطر المحفظة الاستثمارية، وهناك اثر	اهم الاستنتاجات	
ايجابي لكل بند من بنود التتويع من حيث (عدد الاصول، معاملات الارتباط، وعدد		
القطاعات).		
بناء محافظ استثمارية قائمة على اساس التتويع من حيث عدد الاصول ولقطاعات	اوجه الشبه	
مختلفة فضلاً عن اهمية معاملات الارتباط بينهم.		
مدة ومجتمع الدراسة، ودراسة المخاطر الكلية.	اوجه الاختلاف	
Nandan & Srivastava,2017) ادراسة –2		
"Construction of Optimal Portfolio Using Sharpe's Single Index Model: An Empirical Study on Nifty 50 Stocks"	عنوان الدراسة	
"بناء المحفظة المثلى باستخدام نموذج المؤشر الواحد لـ"Sharpe's": دراسة تطبيقية		
على 50 سهماً في البورصة الهندية".		

. 11 5, 11 : - 1, - 1 15 7 15- 171- 1-	7 1 11	
بناء محفظة استثمارية مثلى باستخدام نموذج المؤشر الواحد.	هدف الدراسة	
بورصة (NIFTY) الهندية، لعينة مختارة مكونة من 50 سهما.	مجتمع الدراسة	
.(2015-2010)		
استخدام نموذج المؤشر الواحد (SIM).	اسلوب الدراسة	
ان استخدام نموذج المؤشر الواحد هي الخيار الامثل الافضل للمستثمرين الحالبين	اهم الاستنتاجات	
والمستقبلين عند بنائهم للمحافظ الاستثمارية المثلى، واشارت الدراسة الى انه من		
مجموع 50 سهماً تم الحصول على 24 سهماً فقط المؤهلة بالدخول ضمن المحفظة		
المثلى.		
بناء محافظ استثمارية مثلى وبموجب نموذج (SIM).	اوجه الشبه	
مدة ومجتمع الدراسة.	اوجه الاختلاف	
(Alshomaly & Masa'deh,2018) حراسة –3		
"The Capital Assets Pricing Model & Arbitrage Pricing	عنوان الدراسة	
Theory: Properties and Applications in Jordan'' "نموذج تسعير الاصول الرأسمالية ونظرية التسعير المرجح: الخصائص والتطبيقات		
عمودج تسمير «وتعمون «رمساني» وتعمويه «تسمير «تعريب». «تعملون «رمسانية» وتعموية «تعملون». «تعملون «رمسانية» والأردن".		
اختبار صلاحية نموذج تسعير الاصول الرأسمالية ونظرية التسعير المرجح في	هدف الدراسة	
سوق الأوراق المالية في الأردن.	<u> </u>	
بورصة عمان، تم اختيار ثلاث شركات مختلفة ومن ثلاثة قطاعات رئيسة وهي كل	مجتمع الدراسة	
من (المالي، الصناعي، والخدمي).	3 6 1	
.(2016-2000)	مدة الدراسة	
استخدام كل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والتسعير المرجح.	اسلوب الدراسة	
بالإمكان استخدام كلا النموذجين عند بناء المحفظة الاستثمارية المثلى وللتقليل من		
مخاطرها، كما وأشارت الدراسة الى ان قطاع المصارف ضمن العينة المبحوثة		
ببورصة عمان معرض الى مخاطر اكثر من غيره، وتبين ذلك عن طريق استخدام		
نموذج التسعير المرجح.		
بناء محافظ استثمارية مثلى، واستخدام النماذج المالية لتفسير عوائدها ومخاطرتها.	اوجه الشبه	
مجتمع الدراسة، وفقط يتم استخدام نموذج تسعير الاصول الراسمالية.	اوجه الاختلاف	
Norsiman,et.al,2019) –4		
"The Effect of Portfolio Diversification for the Bursa	عنوان الدراسة	
"تأثير تنويع المحفظة في بورصة ماليزيا".		
قياس مدى تأثير تتويع محفظة الاسهم لتقليل عنصر المخاطرة، حسب طروحات	مدف الدرارية	
قیاس مدی تابیر تنویع محفظه الاسهم تنفین عنصر المحاصره، حسب صروحات	هدف الدراسة	

نظرية المحفظة الحديثة.		
بورصة ماليزيا، تم اختيار عينة مكونة من 165 سهماً من مختلف القطاعات	مجتمع الدراسة	
الاقتصادية.		
(من شهر كانون الثاني من عام 2010، الى شهر آذار من عام 2014).	مدة الدراسة	
استخدام نموذج الانحراف المعياري لقياس المخاطر غير المنتظمة.	اسلوب الدراسة	
تبينت ان زيادة عدد الاسهم في محفظة العينة ادت تقليل نسبة الانحراف المعياري.	اهم الاستتتاجات	
بناء محافظ استثمارية مثلى، ومن مختلف القطاعات الاقتصادية.	اوجه الشبه	
مدة ومجتمع الدراسة، واستخدام معامل بيتا والانحراف المعياري لقياس المخاطر	اوجه الاختلاف	
المنتظمة وغير المنتظمة.		
– دراسة (Oudat,et.al,2020)		
"Macroeconomic variables and portfolio investment in	عنوان الدراسة	
Bahrain using an ARDL bound testing approach'' "متغيرات الاقتصاد الكلي والمحفظة الاستثمارية في البحرين: باستخدام منهج اختبار		
ا."ARDL		
بناء محافظ استثمارية، وبيان مدى تأثر عوائدها ببعض من متغيرات الاقتصاد	هدف الدراسة	
الكلي في دولة البحرين.		
استثمارات اقتصاد دولة البحرين.	مجتمع الدراسة	
.(2018–1989)	مدة الدراسة	
اختبار الانحدار الذاتي الموزع (ARDL).	اسلوب الدراسة	
وجود علاقة طويلة الامد بين عوائد تشكيلات المحفظة الاستثمارية ومتغيرات	اهم الاستنتاجات	
الاقتصاد الكلي، وظهر ذلك عند متغير الناتج المحلي الاجمالي، وفي الوقت ذاته		
وجد ان لمؤشر اسعار المستهلك تأثيرا ذا دلالة احصائية مع مكونات المحفظة على		
المدى القصبير .		
الاهتمام ببناء المحافظ الاستثمارية، وبيان مدى تأثر عوائدها بتقلبات متغيرات	اوجه الشبه	
الاقتصاد الكلي.		
مجتمع الدراسة، وما تتركه تقلبات اسعار النفط من الآثار في متغيرات الاقتصاد	اوجه الاختلاف	
الكلي الرئيسة، ومن ثم انعكاسها على عوائد المحفظة الاستثمارية.		

الجدول من إعداد الباحث

#### ثالثاً: مجالات الإفادة من الدراسات السابقة وما تميزها عن الدراسة الحالية

- 1. التعرف على بعض المراجع والمصادر ومنهجية الدراسات السابقة وتسلسل فقراتها والافادة منها في تعزيز الجانب النظري للدراسة.
- 2. جميع الدراسات التي ذكرت لم تستخدم آثار تقلبات اسعار النفط في عوائد المحفظة الاستثمارية، وبصورة خاصة في مستوى سوق العراق للأوراق المالية وهذا هو جوهر الاطلاع على الدراسات السابقة فضلاً عن إنه يشكل دافعاً ايجابياً للباحث في تغطية الموضوع بشكل متكامل.
- 3. التعرف على ما توصلت إليه الدراسات السابقة، من حيث نظريات ونماذج المحفظة الاستثمارية، ومقاييس تقييم ادائها، وذلك لغرض معالجة مشكلات قائمة .
- 4. التمكين من خلال الجانب التحليلي في تحديد نوع العينة المناسبة للدراسة الحالية وحجمها.
- 5. التعرف على الادوات وطرائق القياس الاحصائية المستخدمة فيها وتحديد أفضل هذه الادوات، والأكثر ملاءمة لاختبار فرضيات الدراسة الحالية.

وما تميزت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بانها حاولت ان تبين آثار تقلبات اسعار النفط العالمية في متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسة وفي عوائد المحافظ المرجعية للسوق، ومن ثم بناء محافظ استثمارية كفوءة على وفق انموذج المؤشر الواحد، فضلاً عن تقويم اداء هذه المحافظ على وفق أربعة مقاييس رئيسة وهي كل من: — Trynor – Sharpe – Jonsen ) المحافظ على وفق أربعة مقاييس رئيسة وهي الأثر لتقلبات اسعار النفط العالمية وعوائد قطاعات  $M^2$ ، ومن ثم اختبار العلاقة بين مستويات الاثر لتقلبات اسعار النفط العالمية والمالية لجميع المحافظ الاستثمارية الكفوءة من خلال استخدام البيانات الفصلية الاقتصادية والمالية لجميع متغيرات الدراسة خلال المدة (2012–2019) وتطبيقها على أسواق مالية في الدول ذات الاقتصادات الربعية.

# الفصل الثاني

الاطار الفلسفي والنظري للدراسة

# الفصل الثاني الفلسفي والنظري للدراسة

تمهید:

يهدف الفصل الى تقديم الاطار المفاهيمي النظري للدراسة، عبر مناقشة الاسس المعرفية حول تقلبات اسعار النفط الى جانب اسبابها وانعكاساتها الاقتصادية، وبعد عرض معمق عن تكوين المحفظة الاستثمارية، وسيتم توضيح ذلك من خلال ربط العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلى وعوائد المحفظة الاستثمارية.

## المبحث الاول

#### الاسباب والانعكاسات الاقتصادية لتقلبات اسعار النفط

يغور هذا المبحث في سير الاطر النظرية عن مفهوم سعر النفط الى جانب تحديد انواعه، ويعرج فيما بعد الى عرض اهم العوامل التي تؤثر في تقلبات اسعار النفوط وتطوراتها السوق العالمية، ومعرفة ما تخلفها من الاثار في متغيرات الاقتصاد الكلي، ومن بعدها تتم مناقشة العلاقة بين تلك التقلبات وعوائد الاسواق المالية، وذلك من خلال الفقرات الاتية:

#### اولاً: الأسس النظرية لأسعار النفط

تعد أسعار النفط أحد أهم المؤشرات الاقتصادية المستخدمة في تحديد اتجاهات الاقتصاد العالمي، وهو ما دفع الكثير من الدول والمنظمات الدولية إلى متابعة تحركاتها، ومحاولة الوقوف الى اتجاهاتها المستقبلية، وعادةً ما تخضع اسعار النفط الى مصفوفة من الاعتبارات الرئيسة التي تؤدي دوراً مهماً في تحديدها، فضلاً عن عوامل العرض والطلب، الى حد ان فهم عملية التسعير وادراك المغزى وراء حركة سعر معين او غيره كانا دائماً يصعبان من استيعاب الكثيرين خارج الصناعة النفطية وحتى داخلها (1284–1279,177,120)، ولقد خطيت هذه الاسعار وعلى مدار العقود الخمسة الاخيرة الى اتجاهات ومسارات سعرية تارة تتسم بتقلبات حادة وتارة اخرى تعود الى مساراتها السابقة، الامر الذي دفع بالكثير من الباحثين والمعنيين بالشأن النفطي وحتى غير النفطي الى الاهتمام بدراسة الاسباب الكافية وراء تلك والمعنيين بالشأن النفطي وحتى غير النفطي الى الاهتمام بدراسة الاسباب الكافية وراء تلك التقلبات، وبرز ذلك خاصة بعد مؤتمر طهران سنة 1971 وفي أثناء الطفرة النفطية الاولى سنة آثارها سلباً وايجاباً في السوق واطرافها، ونتيجة لهذا سوف يتم التطرق بأكثر وضوحاً الى ما تم ذكره.

فيما يتعلق بالسعر النفطي فهو مشتق من مفهوم السعر، الذي هو عبارة عن قيمة اي شيء معنوي او مادي مقاساً بوحدة نقدية محددة في زمان ومكان معلومين (الهيتي، 2011،

161)، ومن خلال هذا التعريف، إذ يشير مفهوم سعر النفط الى القيمة النقدية او الصورة النقدية لبرميل النفط الخام في الاسواق العالمية للنفط، ومقدرة بالمقياس الامريكي للبرميل المكون من (Hou,et.al, 2015,10-11)، غالونا معبراً عنه بالوحدة النقدية الامريكية (الدولار) (Hou,et.al, 2015,10-11)، وتحدد اسعار النفط على وفق قوانين العرض والطلب شأنها شأن اي سلعة اخرى، إذ ترتبط بعلاقة عكسية بين سعر النفط والكمية المطلوبة منها في زمان ومكان معينين، وتجلى ذلك بظهور مجموعتين لمسميات السعر النفطي، إذ برز منها الأول منذ عقود الامتياز وعقود المناصفة وعقود المشاركة والتملك، والذي يمكن أن يناقش تحت المفاهيم الأتية: (العكيلي، 2018، 9-10)

- 1. السعر المعلن (Posted Price): هو السعر الذي تعلنه شركات النفط الدولية صاحبة الامتياز لأهداف محاسبية مع الدول المنتجة للنفط الخام، والسعر المعلن لا يعبر عن حالة تفاعل قوى العرض والطلب في السوق الدولية، بل هو يعكس قيمة برميل النفط الخام كما تراها تلك الشركات.
- 2. السعر المتحقق (Realized Price): هو السعر التجاري الذي يتم الاتفاق عليه من قبل طرفين يتمتعان باستقلال تام، ويقدم الطرف البائع خصومات إلى الطرف المشتري.
- 3. سعر الكلفة الضريبية (Tax cost price): ويقصد به الكلفة التي تتحملها الشركات النفطية بموجب الاتفاقات نافذة المفعول للحصول على برميل من النفط الخام، أي هو كلفة البرميل المستخرج مضافاً له ضريبة الدخل والربع (المبالغ التي تدفعها الشركات النفطية للحكومة المعنية).
- 4. سعر التحويل (Transfer of Price): هو السعر الذي يتم الاتفاق عليه بين الشركة الأم وأحد فروعها أو ما بين فروعها لبيع وشراء النفط الخام.
- 5. سعر الاشارة (Reference Price): هو السعر الذي يؤخذ باتجاهين، يذهب الاول منها بالسعر الذي يقل عن السعر المعلن ويزيد عن السعر المتحقق، وبذلك يمثل النقطة الوسطى بين السعرين، فيما يشير الاتجاه الثاني عن متوسط سلة من النفط المتقارب في درجات الكثافة والمتباعدة في الموقع الجغرافي لتشكل مؤشرا أو اشارة لتسعير مجموعة من النفط حسب قرب أو بعد درجة كثافتها من نفط الاشارة، إذ يوجد ما يقارب (161) نوعاً من النفط الخام، ولكن اربعة منها يعتمد عليها عالمياً في تسعير النفط الخام.

يقدم النوع الاول منها باسم (نفط خام برنت او مزيج "Brent") الذي ظهر في بداية الثمانينات من القرن العشرين في منطقتي برنت وتينيان في بحر الشمال، وتقع بعض تلك

25

<sup>\*</sup> اسم (Brent) عبارة عن اشتقاق من اسماء الطبقات الجيولوجية الاربع المكونة للحقل، وهي (بروم) و(رانوش) و(إنيف) و(نيس) و(تاربيت).

الحقول في المملكة المتحدة وبعضها الاخر في النرويج، ويعد من انواع النفط الخفيفة "الحلوة" اذ يبلغ وزنه النوعي بنسبة 38 درجة وانخفاض نسبة الكبريت فيه التي تصل الي 37%، ويأتي النوع الثاني تحت تسمية نفط خام غرب تكساس (West Texas Intermediate -WTI) وهي لا تختلف كثيراً عن النوعية الاولى، اي ضمن النفط الخفيف بوزن نوعى 39 درجة، وذي محتوى كبريتي 24%، الا ان اسعارها في السوق اعلى، وذلك بسبب قرب انتاجه من البحر ومن ثم فان تكاليف نقله تكون اقل، إذ يستخرج من موقع الحقول النفطية الامريكية وخاصة في ولاية تكساس، وهو المعتمد في النصف الغربي من الكرة الارضية، اما النوع الثالث المعتمد بالتسعير فهو (نفط خام دبي- Dubai)، المستخدم في منطقة آسيا- الباسيفيك للشرق الاوسط، ومن ابرز الاسواق التي يتعامل بها نفط خام دبي هي سوق بورصة سنغافورة، واختير هذا السوق بسبب موقعه الجغرافي، فضلا عن عدم وجود تقييدات حكومية في المتاجرة او اعادة بيعها، فيما يستخدم المعيار الرابع لتسعير النفط العالمي تحت مسمى (سلة خامات اوبك - OPEC \*)، وهي مزيج من النفط الثقيل والخفيف معاً، والتي تتكون من احدى عشرة نوعاً، لتتضمن كلاً من (العربي الخفيف السعودي، الصحراوي الجزائري، بوني الخفيف النيجيري، ميناس الاندونيسي، تياخوانا الخفيف الفنزويلي، السدرة الليبي، العراقي البصرة الخفيف، موريان الاماراتي، قطر البحري، الايراني الثقيل، والخام الكويتي)، وتبلغ نسبة الكثافة النوعية فيها قرابة 32% وذات محتوى كبريتي عال، وعادة ما يكون سعرها اقل من سعر (Brent) و (WTI)، (زيارة وعباس،2016، 325–315) (325–315) (Wan,et.al,2016,142–151).

اما المجموعة الثانية من ضمن مسميات السعر النفطي، فهي التي ظهرت بعد المجموعة الاولى بسبب نشأة اسواق جديدة كالأسواق الفورية وصفقات الاجل الطويل، وهي كما يلي: (Baumeister & Kilian, 2015, 341-349)

- 1. السعر الاسمي (Nominal Price): هو القيمة النقدية لبرميل النفط الخام معبراً عنها بالدولار الأمريكي.
- 2. السعر الفوري (Spot Price): يقصد به سعر الصفقات الفورية غير المتعاقد عليها مسبقاً، والتي ينتهي مفعولها بانتهاء عملية البيع. وتتصف بالتغير المتواصل كونها تعكس حالة حقيقية للسوق، إذ إنه يعبر عن تفاعل قوى العرض والطلب في السوق النفطية الدولية.
- 3. سعر النفط الارجاعي (Net Back Price): هو سعر برميل النفط الخام في ضوء أسعار منتجاته المكررة.

<sup>\*</sup> اسم (Organization of Petroleum Exporting Countries - OPEC)، تعني (منظمة الدول المصدرة للنفط)، وهي أسست سنة 1960 ببغداد لتنظيم الاسعار والمعروض من النفط في السوق العالمية للنفط.

- 4. أسعار صفقات الاجل الطويل (Long-term Deal price): هي تلك الأسعار التي يتم بموجبها الشراء الآن على أن يسلم النفط الخام في مدة قادمة يحددها المشتري.
- 5. السعر الحقيقي "السوقي" (Real price): هو السعر الاسمي الحالي منسوباً الى سنة الاساس، ويتم حسابه حسب السعر الاسمي الحالي بعد استبعاد تأثير عوامل التضخم المماثلة بين سنة الاساس المعتمدة والسنة الحالية، وبموجبه يتم المقارنة بين القدرة الشرائية المتحققة عن بيع برميل النفط الواحد في السنة الحالية عنها في سنة الاساس.
- 6. سعر البرميل بالدولار (Barrel Price in Dollar): هو سعر برميل النفط الخام في سوق الصفقات الآنية ويقترب كثيرا من مفهوم سعر النفط في بورصات النفط الدولية ويباع لأكثر من مرة.

ويلاحظ مما سبق ان هناك انواعاً عديدة للنفط ولأسعاره، ويؤكد -Neetu,2014,809) (Neetu,2014,809) ان تباينات انواع النفط الخام كثيرة وفي انحاء العالم جميعه، وتؤدي هذه الاختلافات في الجودة والموقع الى اختلافات في الاسعار، ونظراً لكون اسواق النفط الخام متكاملة عالمياً، فإن اسعاره عادة ما تميل الى التحرك باتجاهات متوازنة.

#### ثانياً: تقلبات اسعار النفط

خضعت اسعار النفط لعدد كبير من الدراسات والبحوث، ومنها دراسة خضعت اسعار النفط لعدد كبير من الدراسات والبحوث، ومنها دراسة (Hou,et.all,2015)، (Hammoudeh,2007)، و(Hou,et.all,2015)، (Hammoudeh,2007)، ولنتي تمحورت حول التقلبات المستمرة في مستوياتها وضمن اتجاهين، الاول حول تحديد العوامل الفاعلة والمسببة لها، والثاني تتبعت حول ما تتركه من آثار اقتصادية في السوق السلعية والقطاع المالي وجميع متغيرات الاقتصاد الكلي، وقد اوضح (Figlewski,2004,24). ذلك عندما اشار الى مفهوم التقلبات على انها الدرجة التي تتجه بها اسعار الاصول الى التقلب، وتشير الى التغير والعشوائية في حركة الاسعار كما انها غالبا ما توصف على انها حجم ونسبة التغيرات الحاصلة في اسعار الاصول المادية والمالية على حدٍ سواء.

وقبل الخوض بتفاصيل ذلك لا بد من الإشارة الى ان هناك مصطلحات متداخلة استخدمها الاقتصاديون، إذ وصف (الجميل،2016،59)، بأن التقلب (Volatility) هو عدم التأكد (Uncertainty) والخطر (Risk) والتغير (Variability) والتنبذب (Uncertainty) او (Oscillation)، وتعود هذه التفسيرات الى ان عدم التأكد توصيف حالة تكون فيها نتائج لأحداث معينة، ولكن لا يمكن تعيين وتحديد احتمالات وقوعها، وبالمقابل وإذا كان ممكناً تعيين احتمالات النتائج كان هذا خطراً، هذا يعني ان مفهوم التقلبات يتوازى مفهوما مع مفهوم الخطر، وهنا لا بد من الوقوف عند مفهوم خطر سعر النفط والصدمة النفطية لتعكس لنا صورة واضحة عند مناقشة مفهوم تقلبات سعر النفط.

وفي هذا الصدد ذهب (الصائغ،2008، 29)، بمفهوم خطر سعر النفط انه تلك التقلبات السريعة والحادة وغير المتوقعة التي تصيب أسعار النفط العالمية، وتخلق نوعاً من عدم التوازن في السياسة الاقتصادية العامة للبلدان المتأثرة فيها، وفي السياق ذاته اشار كل من (الكبيسي واللامي، 2018، 257)، عن مفهوم الصدمات معتبراً انها سبب النواة الحقيقية لحدوث الازمات، حيث ان الاخيرة تحصل عند تغير مفاجئ وحاد الاثر الذي يحدث نتيجة حصول تغيرات متصلة في القوى ويكون من نتائجها انهيار التوازن، وبما ان الصدمة (Shock) تعد المؤشر الاساسي لحدوث الازمة (Crisis)، فهي تؤدي الى اختلال وفقدان التوازن وانهياره سواء كان على مستوى الدولة ام النظام ام السوق، بغض النظر عن مصادر الصدمة اذا كانت داخلية ام خارجية.

كما يمكن ان يتضح مفهوم صدمات سعر النفط من خلال الإشارة التي اعتمد عليها الكثير من محللي السوق النفطية، بأنها ما هي الا تلك الحالة التي تقع فيها الاختلالات المفاجئة بتوازنات السوق النفطية، وهذا ما يؤدي الى ارتفاع أو انخفاض حاد في الاسعار، ويستمر ذلك لمدة زمنية معينة، نتيجة لعوامل قد تؤثر في العرض او الطلب أو الاثنين معاً، مثل عدم قدرة المعروض النفطي على سد حاجة السوق العالمية، فضلا عن الصراعات والحروب والاشاعات والازمات الدولية الكبيرة التي تؤثر في الامدادات النفطية، يضاف اليها السعي الحثيث من قبل الدول المستهلكة للبحث عن مصادر بديلة للنفط، والتي تمكنت مؤخراً من تحقيق طفرة في مجال النفط الصخري كما حصل في الولايات المتحدة الامريكية، والذي كان له الدور الأساسي بانخفاض اسعار النفط الذي شهدته الاسواق العالمية في منتصف سنة 2014. (Rodriguez .2004,7)

عموماً فقد اختلفت الصيغ التي اعتمد عليها الكتاب والباحثون في مناقشة تقلبات اسعار النفط وابعادها عبر مدد زمنية متتابعة، واليوم تشير تلك المناقشات الى نتائج آثارها بوصفها الوظيفة الداعمة لإغناء جاذبية القطاعات المالية في اقتصاد الدولة، وهذا ما يقتضي بالوقوف عند مفهوم دقيق لتقلبات سعر النفط، وكما تم تحديدها من قبل ( ,2013, 2013) اسواق عند مفهوم دقيق لتقلبات التي تتصف بعدم استقراريتها وبصورة متكررة في اسواق النفط العالمية، متمثلة بالارتفاعات والانخفاضات الكبيرة والمتعاقبة التي تطرأ على سعر برميل النفط عبر الزمن، تاركاً آثاراً كبيرة في اقتصادات كل من الدول المصدرة والدول المستهلكة للنفط، ويلقي نظرة اعمق كل من (Kilian, 2010, 7) و (Kilian, 2010, 7)، بأن هذه الاثار تتركز بانخفاض ايرادات الدول المصدرة في حالات الانخفاض، فضدلا عن انخفاض كلف الانتاج والنقل في الدول المستهلكة، ويكون الوضع معاكساً تماماً في

حالة ارتفاع الاسعار لكلا الطرفين، ومن ثم اصبحت هذه الظاهرة مسألة مثيرة للقلق على مستوى الاقتصاد العالمي.

ويبقى السؤال المطروح هو: "كيف تحصل التقلبات لأسعار النفط؟ او بعبارة اخرى ما هي العوامل المؤثرة في تقلبات اسعار النفط"؟

وفي اطار البحث عن إجابة منطقية لهذا التساؤل، تباين الفكر المالي الاقتصادي في ذلك، فهناك من يشير الى ان العوامل التي تؤثر في تقلبات اسعار النفط تتحدد على نحو عام بالعوامل الاقتصادية المؤثرة بصورة مباشرة في حجم العرض النفطي الدولي، وحجم طلب النفط الدولي، في حين هناك نوع آخر تبدو في ظاهرها غير اقتصادية ولكنها تؤثر في نتيجتها في حجم العرض الكلي او في حجم الطلب الكلي مما يسبب تغيرات في اسعار النفط تبعاً لحجم ذلك التأثير ومدياته الزمنية. وقد رسمت هذه العوامل ثلاثة سيناريوهات يمكن من خلالها ان يتضح تأثير معين في سعر النفط وهي كما يلي:

#### السيناريو الاول: العوامل الاقتصادية المؤثرة في جانب العرض النفطي الدولي

عادة ما تتم عملية التعرف على أهمية العرض النفطي ودوره في تقلبات الأسعار النفطية من خلال عدة نقاط:

- 1. حجم الاحتياطي النفطي: وهو من العوامل التي تؤثر في مسار سعر النفط الخام فأسعار النفط الخام وفي ضوء قدرة الاحتياطي في تحديد مدى ندرة النفط الخام، لا تأخذ مسارا واحداً وإنما كلما تغيرت التوقعات حول حجم الاحتياطي فان مسارات السعر سوف تتغير تبعا لذلك (الاسدي وحسن، 2009، 3-6)، فبيان حجم الاحتياطيات النفطية ومدى نضوبها يمكن ان يؤثر بشكل كبير في اسعاره، علاوة على ذلك، فإن اكتشاف علماء الجيولوجيا النفطية احتياطيات جديدة وهي تضاف الى المكتشفة فان ندرة المورد تبدأ بالانخفاض، وهذا ما يتيح فرصة للدول بإعادة النظر في تسعير النفط نحو الانخفاض ويحصل العكس في حالة علم المنتجين بأن احتياطيات النفط في تناقص مستمر دون وجود اكتشافات جديدة، فأنهم سيعمدون الى رفع أسعار النفط بوصفه مورداً ناضباً (عبد الرضا،110،2011).
- 2. طبيعة السوق: من العوامل المهمة والرئيسة في تحديد سعر أية سلعة هو هيكل او طبيعة سوق تلك السلعة (Kilian,2010,5)، وعادة ما تزداد صعوبة تحديد اسعارها خاصة في حالة سوق احتكار القلة سواء كان يسوده احتكار القلة من جانب الانتاج أم احتكار القلة في جانب الشراء، فالأسعار في هذه الاسواق ممكن ان تستقر عند أي مستوى من خلال قوة المساومة للمنتج والمستهلك، الامر الذي يفقد الاسعار وظيفتها في التقييم الصحيح لقيمة الموارد الاقتصادية عند التخطيط السعري لتخصيص الموارد وقد

- تؤدي إلى تهاوي آلية السوق، لأن من طبيعة سوق الاحتكار الثنائي المتقابل إما أن يتم فرض السعر والكمية من قبل الجانب المسيطر، أو عن طريق المساومة بينهما، وإلا فان آلية السوق سوف تفقد كفاءتها وفعاليتها (محمد،2009-30).
- 3. سعر الخصم: هو ذلك السعر الذي يفرضه منتجو النفط لخصم عوائدهم المتوقعة، وهو باي حال من الاحوال لا يمكن ان يقل عن سعر الفائدة الحقيقي في السوق، وربما يتجاوزه تبعاً لتوقعات المنتجين السياسية والجيولوجية (تأميم، جفاف آبار، نضوب سريع، صعوبة الحصول على موارد نفطية جديدة والى آخره)، فكلما ارتفع سعر الخصم ازداد الانتاج (الاستخراج) أي زيادة المعروض الدولي الكلي، وهذا يعني انخفاض اسعار النفط الدولية والعكس هو الصحيح، فكلما انخفض سعر الخصم فان ذلك يعني هبوط الانتاج الذي يؤدي الى ارتفاع اسعار النفط الدولية (صدام، 36،2018).
- 4. المخزون النفطي الاستراتيجي: يعد المخزون النفطي المحرك الاساسي لتقلبات اسعار النفط، وان عدم التتاسق في السوق يعطي احتمالية أن ترتفع الأسعار في مدة معينة بسبب انقطاع في الإمدادات الحالية، ومن المرجح أن يكون هذ الارتفاع أكبر بالمقارنة مع انخفاض الاسعار في الاستجابة لزيادة المعروض، فضلا عن ذلك فإن قيود التخزين تجعل اسعار النفط عرضة للتقلبات الكبيرة سواء كانت الاسعار فورية ام مستقبلية (7-

#### السيناريو الثاني: العوامل الاقتصادية المؤثرة في جانب الطلب النفطى الدولي

من أكثر العوامل أهمية والتي تضع ضغطاً على سعر النفط هي التي تتمثل في التزايد المتنامي بمعدلات الطلب العالمي على النفط، فمعادلة الطلب النفطي هي بشكل بسيط دالة للسعر النفطي والدخل، متمثلاً في متغير الناتج المحلي الحقيقي، إلا ان عدم التأكد حول مرونات السعر والدخل طويلة الأجل يمكن أن تولد مداً واسعاً من أشكال منحنى الطلب مرونات السعر والدخل طويلة الأجل يمكن أن تولد مداً واسعاً من أشكال النفطي (Fauttouh,2007,9)، وفي هذا المضمون يمكن التعرف عن قرب بأهمية الطلب النفطي ودوره في تقلبات الأسعار النفطية التي تتضح من خلال النقاط الاتية:

1. معدل النمو الاقتصادي العالمي: ان علاقة معدل النمو الاقتصادي العالمي مع الطلب العالمي على النفط، هي احد التفسيرات المهمة وراء تقلب مستويات اسعار النفط عالمياً (Davig,et.al,2015,7) فدول العالم وفي سعيها الى تحقيق معدلات النمو المرغوبة في اقتصاداتها سواء كانت دولاً متقدمة ام نامية، وهو ما يشكل في مجموعه معدل النمو الاقتصادي العالمي، وكلا على وفق طبيعة اقتصاده وحجمه وتأثيره بالاقتصاد العالمي فإنها بحاجة الى مصادر الطاقة التي يعد النفط احد اهم مكوناتها، ففي بداية العقد الاول من القرن الحادي والعشرين ونتيجة لارتفاع معدلات النمو في الصين والهند

- في عام 2003، وبلغت (9.3%) و (8.7%) على التوالي وما احدثته من تحسن في معدل النمو الاقتصادي العالمي الذي بلغ (3.8%) فقد ارتفع الطلب على النفط بمقدار (1.4) مليون/ برميل/ يومياً اي بمعدل نمو (1.8%) عن العام الذي سبقه (اللامي،1807).
- 2. مرونة الطلب السعرية: في اطار الطلب على النفط فان مرونة الطلب السعرية تعبر عن التغير النسبي في الكمية المطلوبة من النفط نتيجة التغير النسبي في سعره، وبالنظر إلى المشاهدات التاريخية لتأثير اسعار النفط في الطلب داخل الأسواق النفطية، نجدها تُظهر سلوكاً متباطئاً في استجابات الطلب للتغيرات السعرية، فتحول المستهلكين إلى تكنولوجيا أقل تكثيفاً للطاقة كاستجابة للأسعار النفطية المرتفعة عادة ما يتطلب مدد ليست بالقصيرة (9-8,2005,8-9)، وتتفق أغلب الدراسات الخاصة بقياس المرونة السعرية للطلب، بأنّ مرونة الطلب على النفط الخام في السوق الدولية منخفضة في الاجل القصير، ومرتفعة في الاجل الطويل، ويمكن للمحتكر في السوق الاحتكارية، عندئذٍ الطلب في الأجل القصير بزيادة الاسعار والحصول على الارباح الاحتكارية، عندئذٍ يستجيب العرض النفطي من خلال الخزين النفطي أو زيادة الانتاج من خارج الأوبك أو الاقتصاد في الاستهلاك، ونتيجة لذلك تزداد مرونة الطلب السعرية في الأجل الطويل (محمد،33،2009)، وهو ما يعني انخفاضها في الاجل القصير، وعند اعتقاد المنتجين أن الطلب على النفط في الاجل القصير اقل مرونة مما هو عليه في الاجل الطويل فإن النمستهلكين سيقاصون من طلباتهم، وهو ما يؤدي الى انخفاض مفاجئ في أسعار النفط.
- 3. بدائل النفط الخام واسعارها (الطاقة البديلة): يمكن ان تقسم المصادر البديلة للنفط الى قسمين هما: اما ان تكون مصادر ناضبة، مثل الفحم الحجري ورمال القار وحجر السجّيل والغاز، او مصادر متجددة للطاقة، مثل الطاقة الشمسية وطاقة الرياح، وان كلا النوعين يؤثر في الطلب النفطي، وذلك من خلال المقارنة بين التكاليف والاسعار وعلى وفق مرونة الطلب المتقاطعة، ففي حالة ارتفاع اسعار الطاقة البديلة سوف تتخفض قوتها التنافسية في عملية احلالها محل النفط كمصدر للطاقة، ومن ثم عدم قدرتها على التأثير في الطلب النفطي، ويحدث العكس في حالة انخفاض تكاليف المصادر البديلة للطاقة (اللامي،2017، 17).
- 4. عمليات المضاربة والاسواق المستقبلية: تقوم عمليات المضاربة على أساس التوقعات المستقبلية للأسعار والتي ترتكز على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والجيوسياسية والمناخية، وتتخذ المضاربة بالسلع النفطية قرارات عقلانية من قبل المضاربين لتعديل المخزونات النفطية تحسبا لتحركات الأسعار مع وصول معلومات جديدة عن ظروف

السوق في المستقبل، او بعبارة أخرى يقوم الوكلاء الاقتصاديون بإدارة المخزونات لتيسير استهلاكهم وإنتاجهم النفطي بمرور الوقت. وبالنظر إلى المسار المستقبلي المتوقع لأسعار النفط، ومن ثم فإن التغيرات في الطلب على المضاربات تكون من خلال الاستجابة للتغيرات المتوقعة في أساسيات سوق النفط المعروفة أيضا باسم صدمات الأخبار النفطية، مثل الاكتشافات النفطية وتوقعات انقطاع الإنتاج ونمو الطلب العالمي فعندما تشير هذه التوقعات إلى احتمال ارتفاع أسعار النفط، ويبدأ المضاربون عندها في شراء النفط فترتفع أسعاره بصورة أكبر، وعندما تتعكس تلك التوقعات تبدأ عمليات بيع النفط فترتفع أسعاره بصورة اكبر، وهذا ما يؤدي إلى زيادة نطاق التقلبات السعرية في النفط بفعل اتجاهات المضاربة (Strom & Pescatori,2014,4-5)، اما فيما يخص الاسواق المستقبلية وتأثيرها في اسعار النفط، فسنبين ذلك في الفقرة الثالثة ضمن هذا المبحث.

5. سعر صرف الدولار الامريكي: يعد النفط والدولار الامريكي من اهم الاصول التي يتم التداول بهما في اسواق البورصات، وعادة ما توجد علاقة غير محسوبة بين هذين المتغيرين. فعلى الرغم من ان سعر برميل النفط يتم تحديده بالدولار الامريكي دون غيره من العملات الاجنبية الاخرى، فإن ذلك لم يكن مبرراً، إذ ان العلاقة بينهما عكسية فعند ارتفاع قيمة الدولار الامريكي يتوقع هبوط سعر برميل النفط، وعندما يحدث العكس فان القيمة المنخفضة لسعر صرف الدولار تؤدي إلى رفع أسعار العملات الأخرى، ومن ثم إنعاش الطلب النفطي، وفي ظل عرض النفط غير المرن ومن أجل الوصول إلى حالة التوازن فإن سعر النفط ينبغي ان يرتفع في هذه الحالة، وهذا ما يؤدي الى ان يكون سعر الصرف سبباً من اسباب تقلبات اسعار النفط –1015, 2019, 1015
(Tiwari, et.al, 2019, 1015, كما ان استمرار تدهور سعر صرف الدولار سيكلف الدول المصدرة للنفط الخام خسائر مالية كبيرة متمثلة بانخفاض إيراداتها النفطية الحقيقية، كذلك استنزاف احتياطياتها النفطية جراء تصدير كميات اكبر منه، ربما تصل الى الضعف او ربما تتجاوز الضعف الكمية المصدرة سابقاً (قبل تدهور الدولار)، اذا ما ارادت الحصول على القيمة الحقيقية نفسها قبل الندهور (العكيلي، 14،2018).

## السيناريو الثالث: العوامل غير الاقتصادية التي تؤثر في جانبي العرض والطلب النفطي الدولي

وهي التي تبدو في ثناياها انها غير اقتصادية، في حين ان نتائجها تؤثر في المتغيرات الاقتصادية، على وفق العرض والطلب على النفط الخام، أي انها تؤثر بصورة غير مباشرة، ومن ثم تتسبب بتغيرات في أسعار النفط الخام تبعاً لحجم ذلك التأثير ومداه الزمني والمكاني، ومن هذه العوامل:

- 1- العوامل الجيوسياسية: قدر للسوق النفطية ان تتأثر اسعارها بعوامل عديدة يكاد يصعب حصرها وتحديدها، ويبدو ان للعوامل السياسية دورا فيها وعلى مختلف الازمنة بماضيها وحاضرها ومستقبلها (اللامي،2017، 22)، حتى اصبح للقرارات السياسية للدول المنتجة والمستهلكة تأثير كبير في أسعار النفط، فالدول الصناعية المستهلكة تلجأ الى استخدام الضغوط السياسية والعسكرية في سبيل السيطرة على امدادات النفط الخام في العالم من جهة، ومن جهة ثانية فان الدول المنتجة وخاصة في منطقة الخليج العربي التي يشهد بعضها صراعات وخلافات داخلية كما في العراق والبحرين والسعودية وإيران، وصراعات على مستوى السياسة الخارجية كما بين إيران وأمريكا حول قضية المفاعل النووي الإيراني، فضلا عن رغبة المملكة العربية السعودية في تقليص النفوذ الروسي والإيراني، فقد عمدت إلى عدم خفض إنتاجها النفطي في فترة انخفاض أسعار النفط عام والإيراني، فقد عمدت إلى عدم خفض إنتاجها النفطي في فترة انخفاض أسعار النفط عام احتياطاتها من العملة الأجنبية التي تبلغ حوالي (700 مليار دولار)، وكل ذلك اثر في المعروض النفطي، ومن ثم على أسعار النفط الخام العالمية –2 (Gause, 2015, 2).
- 2- العوامل المناخية: وهي تعد احدى العوامل المؤثرة في أسعار النفط الخام، الا ان تأثيرها قد يكون محدوداً بمدة زمنية قصيرة (موسمية)، فهي مرتبطة بالتقلبات المناخية العادية العنيفة، كالأمطار الغزيرة والعواصف والاعاصير وموجات الثلوج، وعلى وجه التحديد في النصف الشمالي من الكرة الارضية، فيزداد الطلب على النفط بوصفه احد مصادر الطاقة الرئيسة التي تستخدم في التدفئة، مما يؤدي الى ارتفاع اسعار النفط الخام (العكيلي، 2018، 14).
- 3- الظروف الطارئة والازمات: تؤدي الظروف والازمات غير المتوقعة دوراً كبيراً في احداث تقلبات حادة في اسعار النفط الخام على المدى القريب وبشكل خاص الحروب، نظراً لما تسببه هذه الظروف من نقص في العرض النفطي بسبب توقف العمليات الاستخراجية او النقل، وزيادة في الطلب ناجمة عن حالات التحوط لظروف غير مؤكدة في المستقبل (Bastianin,et.al,2016,160–169).

يخلص مما سبق ان هناك عوامل عديدة تؤثر تأثيراً كبيراً في مسارات اسعار النفط، وغالبا ما يكون للعوامل الاقتصادية والسياسية تأثيرات اكبر من العوامل الاخرى، بسبب اهميته الدولية والاستراتيجية، وهو من شأنه ان يؤثر تأثيراً مهماً في القرارات السياسية والاقتصادية كافة للدول المنتجة والمصدرة للنفط مثلما يؤثر في قرارات الدول المستوردة، وكل تلك الحالات تنبئ باختلالات مفاجئة لتوازنات السوق النفطية.

#### ثالثاً: تطورات اسعار اسواق النفط العالمية

تستحوذ سوق النفط العالمية على قدر كبير من الاهتمام العالمي، وتحظى تطورات اسعاره بمتابعة مستمرة، نظراً لما يقوم به النفط من دور حيوي في تحريك عجلة الاقتصاد العالمي. كما يندرج ضمن دراسة السوق ضرورة الاهتمام بتعريفه والالمام بأطرافه الفاعلة، وفضلاً عن تطورات اسعاره عبر حقب زمنية متعددة.

وفي هذا الصدد يأتي تعريف سوق النفط العالمية على إنها آلية لالتقاء عملية تبادل النفط كسلعة بسعر وزمن معلوم بين الاطراف المتبادلة فيها، وتتحكم في اسعارها مجموعة من عوامل اقتصادية وغير اقتصادية وغير اقتصادية وغير اقتصادية على السبقاً) عن التجاهات هذه الاسواق فهي عادة ما تدرس ضمن النظرية الاقتصادية على انها دولية، فغالبية دول العالم تطلب فيها النفط ليتم تبادله دوليا سواء أكانت بصورة خام ام منتجات نفطية وتكون اسعارها ذات طابع متقلب، كما تعرف ايضا بانها سوق ذات طابع غير موحد نظراً لوجود مجموعة من اسواق متباينة في مستوى تطورها وتأثيراتها، حتى وصفها الاقتصاديون بسوق احتكار قلة خاص بالمنتجين، اذ تتميز بوجود عدد قليل من المنتجين وعدد كبير من المستهلكين (العكَيلي، 2018، 8).

وتتكون اسواق النفط العالمية عادة من عدة اطراف تتعامل معها، وتتجلى ضمن ثلاث مجموعات، الاولى منها تتمثل بالبلدان النفطية المنتجة والمصدرة للنفط، اذ ان هناك دولاً يقتصر انتاجها على سد حاجاتها المحلية وتكاد تكون مساهمتها محدودة في السوق النفطية العالمية مثل ماليزيا والبحرين، ومن الدول المنتجة والمصدرة للنفط هي دول (OPEC)، ومنها (OAPEC)، فضلاً عن دول اخرى. في حين تأتي المجموعة الثانية لتضم عدداً من الشركات النفطية الكبرى وهي تتكون من شركات الشقيقات السبع\*\*، وشركات نفطية مستقلة ووطنية، اما المجموعة الثالثة فهي البلدان المستهلكة للنفط الخام، وهي سوق الطاقة الكبيرة في المجموعة الاوربية، والتي انبثقت منها وكالة الطاقة الدولية، فضلاً عن البلدان النامية المستهلكة للنفط ودول أوربا الشرقية (إل روس،2014) (عبدالرضا، 93،2011).

وفي اطار اسواق النفط فهي تكتسب اهمية متنامية ضمن الاسواق العالمية، اذ تعد من الاسواق المهمة الحيوية التي تتعامل بسلع استراتيجية ذات اهمية اقتصادية كبيرة، ومنذ سبعينات

<sup>\* (</sup>Organization of Arab Petroleum Exporting Countries-OAPEC)، اي منظمة الاقطار العربية المصدرة للنفط، وتختصر مجموعتها على الدول العربية المصدرة للنفط المنتمية لهذه المنظمة، للمزيد انظر مصدر: (آل الشيخ، حمد بن محمد، 2007، "اقتصاديات الموارد الطبيعية والبيئية"، ط1، مكتبة العبيكان للنشر- رياض)، ص93.

<sup>\*\*</sup> شركات الشقيقات السبع: تشير الى سبع شركات للنفط سادت في منتصف القرن العشرين في مجالات انتاج النفط والتكرير والتوزيع، وقد تمكنت من الحصول على هيمنة معظم انتاج دول العالم الثالث من النفط، المزيد انظر مصدر: (إل روس، مايكل، 2014» "نقمة النفط - كيف تؤثر الثروة النفطية على نمو الامم"، ط1، منتدى العلاقات العربية والدولية)، ص36.

القرن العشرين واجهت الدول المصدرة للنفط اسواقاً متنوعة، وقد اثار هذا التنوع تغيراً في الاسلوب التعاقدي للمبادلات النفطية، الا انه بشكل عام جاءت تقسيمات التعامل في اسواق النفط العالمية الى انواع، تؤثر وتتأثر في سلوكيات بعضها ببعض.

ففي اعقاب الحرب العالمية الثانية وحتى اواخر عام 1973 انتعشت اسواق النفط الفورية ففي اعقاب الحرب العالمية الثانية وحتى اواخر او الآني، إذ يتم فيه اتفاق ما بين البائع والمشتري ويوافق فيه البائع على بيع النفط مباشرة الى المشتري، ويوافق فيه المشتري على دفع مبلغ ذلك النفط مباشرة الى البائع، وعليه إن السمة المميزة للسوق الفورية هي التبادل الفوري والمباشر للنفط مقابل النقد، ولعل من ابرزها سوق روتردام في هولندا (-Regnier,2007,405)، غير ان السوق النفطية لا تقتصر فقط على السوق الآنية بل هناك اسواق نفط مستقبلية (Future Markets)، تتضمن البيع المستقبلي للنفط الخام والمنتجات النفطية، ولفترات مستقبلية قريبة لعدة اسابيع او اشهر بعيدة وقد تمتد الى سنتين، ومن اهم اسواقها: (البوعلي، 52،2010).

- 1. سوق نيويورك (New York Mercantile Exchange (NYMEX).
- 2. سوق النفط الدولية لندن (International Petroleum Exchange-IPE).
- (Singapore International Monetary سوق النقد الدولية بسنغافورة. Exchange-SIMEX).

وتعرف السوق المستقبلية بانها تلك الاسواق التي تتعامل بالعقود المستقبلية، اي الالتزام بشراء او بيع كمية محددة من النفط لوقت محدد في المستقبل مقابل سعر محدد، وهذا العقد يعد من الادوات المالية المشتقة لأن قيمته تشتق من قيمة النفط، وليس كما هو الحال عند الاصل المالي في المستقبليات والخيارات المالية، والاصل المادي الاساسي في هذه الاسواق غالباً ما تكون من سلع الطاقة كالنفط ومنتجاته المكررة (العبادي، 2012، 59–96).

وعادة ما يعود انتعاش هذه الاسواق الى حالة السوق غير المستقرة والتقلبات التي تحصل في الاسعار بين حين وآخر، ويتحدد ذلك عن طريق العرض والطلب وحجم الخزين الدولي ومستوى الاسعار في الاسواق الآنية، فضلاً عن التوقعات المستقبلية المتشائمة او المتفائلة والتي تقود المستهلكين والمضاربين الى دفع علاوة على السعر السائد (محمد،34،2008–35) ( Strom & ). هذا يعني أن المستثمرين في هذه الاسواق قد يتحوطون لمخاطر الانخفاضات في اسعار النفط عن طريق استخدامها في العقود المستقبلية، ومن ثم فان لهذه الاسواق الدور الكبير في التأثير بأسعار النفط في اسواق النفط العالمية.

الى ذلك اصبح مشهد سوق النفط العالمية عرضة للنقاش والدراسة وخاصة مع اسعارها التي تتميز بعدم الاستقرار الدائم والمستمر، ومنذ تحريك الصراعات العالمية مع بنود الاجندة الاقتصادية العالمية في عام 1914 وحتى انتهاء الحرب العالمية الاولى، واسعار النفط تسجل عند مستويات تزيد على 10 دولارات للبرميل، وفي غضون عام 1920 تعرضت هذه الاسعار الى عمليات هبوط وصعود شديدة حتى استقرت عند مستوى 3 دولارات للبرميل، واستمرت كذلك حتى بعد الحرب العالمية الثانية والى سنوات عقد السبعينات من القرن العشرين، وهي فترة ثورة تكنولوجيا المعلوماتية والصناعية وزيادة الطلب العالمي على النفط، ما جعلت الاسعار تقفز من 3 الى قرابة 30 دولاراً (Anandan & Ramaswamy, 2015, 53 – 57)، وقد اطلق المراقبون لأسواق النفط على هذا الارتفاع بأزمة اسعار النفط الاولى"، وتطورت حتى وصلت بأزمة النفط الثانية بسبب حرب الخليج الاولى عام 1979، وارتفع سعر البرميل الى 34 دولاراً، وتلتها احداث كبيرة في الاسعار وهو الامر الذي انعكس في زيادة حادة لتقلبات سعر النفط (الرسول وآخرون،2013، 196).

وبالإمكان التتبع لتطورات السعر العالمي للنفط خلال سنوات (2012-2019م)، وسيتم استدلالها في تحليلنا خارج سنوات الدراسة ايضاً، وذلك الألقاء الضوء على الآثار المترتبة على الاستثمار في نتائج العينة، إذ شهدت سوق النفط العالمية في بداية القرن الحادي والعشرين ازمات عديدة منها احداث 11 سبتمبر 2001 والحرب الامريكية على العراق سنة 2003، إذ ارتفعت اسعار النفط من 23 دولاراً سنة 2001 الى 50 دولاراً للبرميل في سنة 2005 بزيادة قياسية قدرت ب(100%)، واستمر الارتفاع حتى وصل إلى 94 دولاراً سنة 2008 ليكون بذلك اعلى مستوى قياسى شهدته السوق النفطية منذ ازمة 1973، الا ان هذا الارتفاع لم يستمر نتيجة للازمة المالية العالمية التي شهدتها الولايات المتحدة الامريكية، وعرفت تلك الازمة بأزمة الرهن العقاري، إذ انخفضت اسعار النفط الى 61 دولارا في سنة 2009 مسجلة انخفاضا قدره حوالي (30%).

وكما جاءت في تقارير العديد من المنظمات الدولية وفي مقدمتها منظمة أوابك، حيث في العقد الثاني من القرن الحادي والعشرين، ايضاً جرت احداث عالمية واثرت بتطورات اسعار النفط، بدءا من ازمة الربيع العربي سنة 2011 إذ تجاوزت حدود 100 دولار والى غاية سنة 2013، ومن ثم انخفضت الى اقل من 50 دولاراً للبرميل في سنة 2015، وهذا راجع الى عدة

<sup>ٌ</sup> تعرف الأزمة في اسواق النفط الدولية بأنها حالة وجود شح طبيعي او مصطنع في الامدادات النفطية وتؤدي الى ارتفاع اسعار النفط بشكل سريع، او زيادة العرض بشكل كبير ويحدث فائضاً ليس هناك حاجة له، ومن الصعب تصريفه وهذا ما يؤدي بدوره الى انخفاض حاّد في الاسعار ومن ثم يؤثر بصورة سالبة في دخول الدول المصدرة وفي الاستثمار في القطاع النفطي بالمستقبل، للمزيد انظر مصدر: (البو علي، يحيى حمود حسن، 2010،"سوق النفط العالمية وانعكاساتها على السياسة النفطية العراقية"، اطروحة دكتوراه غير منشورة في كلية الادارة والاقتصاد بجامعة البصرة - ص59).

اسباب منها ارتفاع انتاج الولايات المتحدة الامريكية من النفط، ومع انخفاض الطلب العالمي على النفط وارتفاع سعر صرف الدولار، ورفض سياسات الأوبك بالتدخل في السوق النفطية لإعادته الى حالة التوازن، فضلاً عن سيطرة الجماعات الارهابية على عدد من الحقول النفطية في منطقة الشرق الاوسط (OAPEC,2018,57).

وعند مراقبة تذبذبات الاسعار النفطية فهي تسجل تارة بالانخفاض عن مستواها وتارة اخرى بالارتفاع، وكما هو موضح في سنة 2017 بلغت عند حدود 52.17 دولاراً وارتفعت لتصل الى 68 دولاراً في سنة 2019، ولربما يأتي ذلك لأسباب تتعلق بالمحادثات حول النزاع التجاري بين الصين والولايات المتحدة الامريكية وروسيا والعقوبات المفروضة على ايران وفنزويلا، في حين جاءت سنة 2020 وتحمل معها حقيبة مملؤة بالمفاجآت والتغيرات الاقتصادية على مستوى العالم، ولعل من ابرز اسبابها كانت تفشي جائحة كورونا (COVID-19) على صحة البشر، ما ادى ذلك الى شلل العديد من الاقتصادات العالمية، ومصاحباً معها بتقلبات غير مسبوقة للسعر النفطى.

وهذا ما اشارت اليه تقارير مجموعة البنك الدولي، إذ انه مع اجتياح فيروس كورونا فقد تضررت دول العالم برمته، ولكن واجهت منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا اكثر من اي منطقة اخرى في العالم بصدمتين مختلفتين لكنهما مترابطتان، فإلى جانب انتشار الفيروس، انهارت اسعار النفط، مما وضع ضغوطاً على الدخل وحسابات المالية العامة للبلدان المصدرة للنفط، واثر بشكل غير مباشر وبحجم كبير في البلدان النامية، لذا تفاقم انهيار اسعار النفط من تأثير تفشي الوباء وسببت صدمات سلبية خطيرة في الدخل، وانخفضت اسعار النفط بشكل حاد خاصة بعد الاعلان عن معدلات الوفيات في الصين، وهذا ما ادى الى مزيد من التراجع في السعار النفط وآفاق الطلب، حتى سجلت 31.1 دولاراً امريكياً للبرميل في 9 مارس/ آذار 2020، واحياناً اخرى وبأوقات قصيرة الى اسعار سالبة متقلبة غير مسبوقة (7-2020,500). (World Bank Group,2020,5-7).

ونجم عن انهيار اسعار النفط تأثير سلبي مباشر هائل في الدخل في البلدان المصدرة للنفط في المنطقة، كما انه اضر بمستوردي النفط ايضاً، على الرغم من ان القاعدة العامة هي ان الاسعار المنخفضة تصب في مصلحة البلدان المستوردة، الا انها ايضاً لم تتفع بسبب انخفاض الاستثمارات الاجنبية المباشرة والتحويلات المالية للعاملين بالخارج وغيرها (Albulescu,2020,2-3).

يتضح مما سبق ان اسعار النفط في دوام التقلب لأسباب عديدة وكانت آخرها الصحية، وفي حقيقة الامر مهما كانت شدة تقلبات اسعار النفط في الاسواق العالمية وعبر ازمنة ولأسباب مختلفة، الا انه تبقى اثارة السؤال الاهم التي مفادها يدور حول "ما هي تداعيات تلك التقلبات على مكونات النشاط الاقتصادي، ولاسميا في الدول المنتجة والمصدرة للنفط"؟

وللإجابة عن هذا التساؤل لابد من متابعة ما سيعرض في الفقرة التالية للوقوف على طبيعة تلك العلاقة.

#### رابعاً: اثر تقلبات اسعار النفط في متغيرات الاقتصاد الكلي

منذ منتصف سبعينات القرن الماضي تم تسجيل ارتباطات لاقتة للنظر بين تقلبات اسعار النفط والنشاط الاقتصادي في مختلف دول العالم، إذ اصبح العديد من الاقتصاديين والماليين ينظرون الى هذه التقلبات على انها المصدر الأساسي والأهم للازمات الدورية في الاقتصاد العالمي، وتوصلت الدراسات التجريبية الى ان تقلبات اسعار النفط كانت دائماً تتبع بأزمات اقتصادية ومالية عالمية عنيفة، ومنذ ذلك الحين بذلت الكثير من الجهود من اجل دراسة وتحليل الاليات التي يمكن ان تفسر تأثير تقلبات اسعار النفط في الاداء الاقتصادي الكلي وتحليل الاليات التي يمكن ان تفسر تأثير تقلبات اسعار النفط في دراسة كل (Mohsin & Mallick,2016,895–916)، وهذا ما تمت الاشارة اليه في دراسة كل من(Samuelson & Nordhaus (2000) وذلك عبر العديد من قنوات متغيرات الاقتصاد الكلي والاساسية منها تتمثل (بالناتج المحلي وذلك عبر العديد من قنوات متغيرات الاقتصاد الكلي والاساسية منها تتمثل (بالناتج المحلي الاجمالي، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم، وعرض النقد)

ففي إطار العلاقة بين تقلبات اسعار النفط والناتج المحلي الاجمالي Gross ففي إطار العلاقة بين تقلبات اسعار النفط والدراسات في الجزم بأثر ارتفاع وانخفاض اسعار النفط على (GDP)، للدول المصدرة والمستوردة للنفط، إذ اشار فريق منهم واخفاض اسعار النفط على (GDP)، للدول المصدرة والمستوردة للنفط، إذ اشار فريق منهم بوجود علاقة موجبة وسالبة، وادعى الفريق الآخر بعلاقة مختلطة بين الاثنين، ففي دراسة (Hamilton (1983) للمساقلة توصل الى ان ارتفاع اسعار النفط قبل عام 1980 كانت له آثار سلبية في (GDP)، لذلك فهو يؤسس سببية اسعار النفط الى (GDP) في الولايات المتحدة الامريكية، في حين بين عدد من الدراسات الحديثة أن الانخفاض الحاصل في اسعار النفط من شأنه المساهمة بإحداث تأثيرات مباشرة في جانبي العرض والطلب بالنسبة للدول المستوردة للنفط، إذ سيتأثر جانب العرض بانخفاض تكاليف انتاج السلع والخدمات، وهذا ما سينعكس بانخفاض الاسعار في السوق بالنسبة للمستهاك، وتقابله الزيادة في الطلب الكلي ومن ثم سيسهم ذلك في التعاش (GDP)، وبالحالة المماثلة يحدث العكس عند ارتفاع اسعار النفط ( Rotemberg & ). (Woodford,1996,551–564).

اما عند ارتفاع اسعار النفط بالنسبة للدول المصدرة للنفط، فتتتج زيادة معدلات (GDP) على المديين المتوسط والطويل، وينتقل هذا الارتفاع في الاسعار الى الاقتصاد من خلال السياسة المالية وعبر قناة الموازنة العامة للدولة متمثلة في ضخامة الايرادات النفطية، مما يعزز ذلك من مركزها المالي ويجعلها اكثر قدرة على الانفاق، وما لهذا من آثار ايجابية في (GDP) وما توفر من فرص عمل جديدة تساعد بخفض معدلات البطالة وتحسن مستويات المعيشة (Nyangarika,et.al,2018,42-48)، وعند استثمار هذه الفوائض المالية الهائلة التي راكمتها نتيجة ارتفاع الاسعار النفطية بإعادة تدوريها من خلال صناديق الثروة السيادية ويسهم ذلك بزيادة الاستثمارات في السوق، إنه هناك وجهة نظر اخرى ترى أن هذا الارتفاع سيؤثر سلباً في اقتصادات البلدان النفطية، اذ يكرس خصائص المرض الهولندي، وعند انخفاض اسعار النفط ستزيد الاثار السلبية بشكل اكبر وليس فقط على (GDP)، وإنما بتدهور سعر صرفها ايضاً، ولاسيما في الدول التي ليس لديها احتياطيات كافية تمكنها من التدخل في سوق النقد الاجنبي للحفاظ على استقرار سعر صرف عملاتها (العكيلي،36،2018).

كما يمكن ان يتضح تأثير تقلبات اسعار النفط في سعر الفائدة وسعر الصرف من جوانب عدة، وقد تم تتاول ذلك بكثير من الادبيات التطبيقية، والتي توصلت الى نتيجة مفادها ان سعري الفائدة والصرف هما النوعان الرئيسان من المخاطر السوقية المرتبطة بأسواق النفط العالمية والتي تجعل منها ان تكون متذبذبة، ومن ثم فهي تؤثر بشكل او بآخر في النشاطات الاقتصادية، وبضمن إطار تحليل العلاقة بين سعر النفط وسعر الفائدة، فقد توصل كل من (Brown & Yucel)، إلى أن الزيادة في أسعار الفائدة للصناديق الفدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية، خلال العامين 1999–2000 كانت بسبب ازدياد اسعار النفط وما احدثه من ارتفاع معدلات الفائدة السوقية (Brown & Yucel,1999,16–20)، وبعكس الاتجاه يشير (الهميله)، إلى أن الانخفاض في معدلات الفائدة من المتوقع ان يعمل على رفع أسعار النفط الخام الى حد معين مما يؤكد وجود ارتباط سالب بين المتغيرين، اما اذا كان الانخفاض في اسعار الفائدة نسبة الى تدهور النشاط الاقتصادي فأن اسعار النفط الخام قد تتخفض تماماً استجابة للطلب الضعيف مما يعني ارتباطاً موجبا، ويعد انخفاض أسعار الفائدة احدى الاليات التي تدفع باتجاه رفع اسعار النفط الخام، وذلك من خلال انخفاض الكلفة المصاحبة مع خزن النفط والسلع الاخرى، مضيفاً أن مضمون هذه الفرضية هو ينبغي ان يزداد المخزون من النفط عندما تتخفض معدلات الفائدة (الهميله، 20،2011).

أما اتجاه العلاقة بين سعر النفط وسعر الصرف، فربما تكون اكثر تعقيداً من سابقتها، إذ يمكن ان يتجه مؤشر التأثير من اسعار النفط الى اسعار الصرف او يحدث العكس، وعادة ما يؤدي انخفاض سعر الدولار امام العملات العالمية الاخرى الى زيادة في سعر النفط الخام ويؤكد

(علوان، 2014)، ان النفط يتم تسعيره بالدولار فان الدول المستوردة للنفط تكون مستعدة لدفع دولارات اكثر مقابل شراء النفط، وذلك لكون انخفاض قيمة الدولار تعني ضمناً انخفاض اسعار النفط نسبة لعملات تلك الدول، ومن جانب آخر يفسر بعضهم هذه العلاقة من خلال انخفاض سعر صرف الدولار انه يؤدي الى زيادة المضاربات في عقود النفط، وذلك بسبب النفط يصبح اقل سعراً (ذات عائد اعلى)، الى جانب ذلك فإن انخفاض سعر صرف الدولار غالباً ما يتزامن مع انخفاض سعر الفائدة، الامر الذي يؤدي الى ان الوسائل التي تتأثر بسعر الفائدة تصبح اقل جاذبية للمستثمرين، ومن ثم يعزف المضاربون عن الدولار نحو عقود النفط (علوان، 2014، 39).

وعن اطار العلاقة بين تقلبات اسعار النفط والتضخم، فقد اشارت إلى ذلك العديد من الدراسات التي عالجت هذا الموضوع وتباينت النتائج التي توصلت اليها بين الدول المصدرة في حد ذاتها، فيما اشارت بعض الدراسات الاخرى الى وجود علاقة عكسية بين التضخم واسعار النفط من بينها دراسة كل من (Ito,2008)، و(Aziza, et.al,2019)، اللذين اثبتا أن انخفاض اسعار النفط يؤدي الى زيادة في معدلات التضخم، وفسرت ذلك عند حدوث صدمة سلبية في اسعار النفط ومع وجود جهاز انتاجي غير قادر قد يخفض المستوى الحقيقي للواردات، ومن ثمّ زيادة في معدلات التضخم (Ito,2008,3-9).

بالاتجاه المقابل توصلت دراسات اخرى الى وجود علاقة طردية بين التضخم واسعار النفط، إذ بين كل من (Barsky & Kilian)، و (Seka,et.al)، أن ارتفاع اسعار النفط من شأنه ان يؤدي الى ارتفاع مؤشر اسعار الاستهلاك، وهذا يتوقف على اهمية المنتجات النفطية ضمن سلة الاستهلاك، ويعود ذلك الى مستوى الانخفاض في القدرة الشرائية، وعندها قد يطالب العمال برفع الاجور، والشركات الصناعية بدورها تحول الى ارتفاع تكاليف الانتاج الناتج عن ارتفاع اسعار النفط الى رفع اسعار البيع، وهذا ما يولد مراجعات تصاعدية للتضخم المتوقع، وتم التأكيد على هذه العلاقة من بين عدة دراسات أنه في حالة الزيادة في اسعار النفط بنسبة التضخم بنسبة (36%) ( ,864) ( ,860–300)، (Seka,et.al,2015,630–636)،

وعند زيادة معدلات التضخم في الاقتصاد فهذا يعني ان هناك نمواً في العرض النقدي (الكتلة النقدية)، وهنا تتضح صورة العلاقة ما بين سعر النفط وعرض النقد، وفي غضون ذلك اكدت الدراسة التي قام بها كل من (Bouchaour & Al-Zeaud)، ومن ثم اشارت الى ان ارتفاع اسعار النفط يؤدي الى ارتفاع الطلب المحلي على الواردات وبالتالي هذا ما سيدفع الارتفاع بمعدلات التضخم، ويتضح هذا التباين من خلال النتائج الراجعة الى الدول المصدرة للنفط وهي تتبع سياسة مالية مدروسة لحالة نشاطها الاقتصادي، فضلاً عن وجود جهاز انتاجي

مرن لديها يستوعب الزيادات في العرض النقدي (الكتلة النقدية – السيولة النقدية)، المتأتية من ايرادات النفط، ومن ثم فهي لن تواجه مشكلة ارتفاع كبير في معدلات التضخم، بينما الدولة التي تتبع سياسة مالية توسعية في ظل وجود جهاز انتاجي شبه معطل او معطل، فان الزيادة في السيولة النقدية المعروضة في الاقتصاد ستوجه الى الاستهلاك مما يحفز التضخم فيها (Bouchaour & Al-Zeaud,2012,101-111)

كما يمكن ان يؤثر ارتفاع أسعار النفط أيضا تأثيرا سلبيا في كل من الاستهلاك، الاستثمار والتوظيف، يظهر تأثر الاستهلاك من خلال علاقته الطردية مع الدخل، اما تأثر الاستثمار فيحصل عن طريق زيادة تكاليف الشركات، فعلى المستوى الجزئي، تولد زيادة أسعار النفط ارتفاعا في أسعار السلع الأساسية كالوقود مثلا، مما يؤدي إلى نقص في القوة الشرائية، يسعى الأفراد لتخفيف حدة التأثير وضمان سلاسة الاستهلاك اما من خلال تخفيض الادخارات او زيادة الاقتراض، مما يدفع أسعار الفائدة الحقيقية الى الارتفاع، فيتأثر الاستثمار سلبا بسبب ارتفاع كلف الاقتراض، اما على مستوى العمالة، فإذا كانت الزيادة في أسعار النفط طويلة الأمد، فقد تؤدي إلى تغيير في هيكل الإنتاج ومن ثم يصبح لتلك الزيادة تأثير عميق في البطالة، إذ تدفع زيادة أسعار النفط المشروعات كثيفة الاستخدام النفطي الى تبني طرائق انتاجيه جديدة ومن ثم إعادة التخصيص بين العمل ورأس المال بين القطاعات المختلفة مما قد يؤدي إلى خلق نسب بطالة عالية (صدام، 2018).

وعليه يكون القول إن عدم استقرارية اسعار النفط الخام في اسواق النفط الدولية، يترك من ورائه انعكاسات متباينة على مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي وبالتحديد الاساسية منها، وعموماً تكون نتائجها تارة بالإيجاب وتارة ثانية بالسلب واحياناً اخرى تجمع الاثنين معاً لتؤثر في جميع نشاطات القطاعات الاقتصادية في الدولة، ومن اهمها اداء الاسواق المالية في القطاع المالي وتأثرها السريع بتقلبات اسعار النفط، ومن بين بلدان العالم المصدرة للنفط تأتي في مقدمتها دول الخليج العربي والعراق الذي ليس بمنأى عن الواقع الموصوف آنفا.

#### خامساً: العلاقة بين تقلبات اسعار النفط وعوائد الاسواق المالية

نظراً للأهمية الحيوية التي تتمتع بها السوق النفطية ودورها الكبير في التأثير بالنشاط الاقتصادي بمتغيراته المختلفة، فقد اسهم ذلك بتوليد علاقة متداخلة بينه وبين اداء الاسواق المالية يؤثر أحدهما في الاخر، من خلال تأثره وتأثيره بالتغييرات التي تتعرض لها السوق المالية (Kelikume & Muritala,2019,172-183).

وبما ان النفط يؤدي دوراً بارزاً في الاقتصاد، فإن التغيرات التي تحصل في اسعاره ستكون لها علاقة ارتباط مع التغيرات في اسعار الاصول المالية بأسواق المال، وذلك من خلال تأثيرها

في الانشطة الاقتصادية الحقيقية، كالتأثير في ارباح الشركات التي يكون للنفط فيها كلفة تشغيل مباشر او غير مباشر، لذا فإن الزيادة في اسعار النفط تؤدي الى انخفاض في عوائدها المتوقعة، واسعار اسهمها المالية، وإذا استطاعت الاسواق المالية السيطرة على مؤشرات التدفق النقدي بشكل فعال بزيادة اسعار النفط، ام إذا كانت الاسواق غير كفوءة فإن عوائدها ستكون منخفضة، وإذا كانت هناك ادلة تثبت ارتباطات قوية ما بين اسعار النفط الخام واسواق المال في الاقتصادات المتطورة، فإن هذه المسالة تدرس في الاقتصادات الناشئة من خلال الارتباطات الديناميكية بين اسعار النفط الخام وعائدات الاصول المالية في الكثير من الاقتصادات الناشئة (الهيتي ومحمد، 2011، 5-6).

وهنا يمكن تلخيص هذه المسألة بالتساؤل التالي: "الى اي حد تؤثر تقلبات الاسعار او العائدات في سوق النفط الخام في تغيرات عائدات الاسواق المالية الناشئة"؟، ففي الواقع لا يمكن الاجابة عن هذا التساؤل بسهولة، ولكن يمكن القول إنه بناءً على عدة دراسات اجريت حول هذا الموضوع ومنها دراسة (Maghyereh,2004)، التي اشارت الى ان هناك اختلافاً في المدة الزمنية لاستجابة الاسواق المالية الناشئة الى التقلبات التي تحدث في اسعار النفط، مؤكداً وجود اثر قوي بين السوقين ولكن قد يكون الى حدٍ ما بطيئاً عن الاسواق المالية الناشئة، فهي لربما تستجيب بعد يومين من حدوث صدمة اسعار النفط، وان عودة السوق الى الحالة الطبيعية بعد الصدمة تظهر في اليوم الرابع في اغلب الاسواق (Maghyereh,2004,31-30).

علاوةً على ذلك فطبيعة العلاقة يمكن ان تكون مختلفة من بلد الى اخر، فهناك بلد منتج ومصدر للنفط وبلدان اخرى مستوردة للنفط، وارتفاع اسعار النفط يفترض ان يكون تأثيره إيجابياً بالسوق المالي في الدول المصدرة للنفط، اما الدول المستوردة فيمكن ان يكون تأثيره فيها سالباً بسبب ارتفاع التكلفة، ويمكن ان يكون تأثيره ايجابياً بسبب اعتماد هذه البلدان على تحويلات العمالة من الدول المصدرة للنفط، فضلاً عن استقبال اسواقها للمستثمرين من البلدان المصدرة والذين سترتفع استثماراتهم عند ارتفاع سعر النفط، فضلاً عن ضعف القطاعات الانتاجية المعتمدة على استهلاك النفط في البلدان المستوردة وهذا ما سيقلل من الاثر السالب لارتفاع المعتمدة على استهلاك النفط في البلدان المستوردة وهذا ما سيقلل من الاثر السالب لارتفاع التكلفة (Manel&Mokni,2019,6-19).

والجدول (1-2) يستعرض ملخص الآثار المتوقعة لارتفاع وانخفاض أسعار النفط من خلال مجموعة من المقارنات، إذ يثبت أن ارتفاع اسعار النفط مع اسواق البلدان المصدرة يتوقع ان يكون موجبا، وعلاقة اسعار النفط مع اسواق الدول المستوردة يمكن ان تكون سالبة اذا كان تأثير ارتفاع تكلفة الطاقة اكبر من تأثير ارتفاع التحويلات والاستثمارات، ويمكن ان تكون العلاقة موجبة اذا كان تأثير ارتفاع تكلفة الطاقة اقل من تأثير ارتفاع التحويلات والاستثمارات.

الجدول (1-2)
ملخص الأثر المتوقع لتقلبات أسعار النفط في الأسواق المالية في البلدان المصدرة والمستوردة للنفط

طبيعة التأثير	الأثر المتوقع في حالة انخفاض أسعار النفط	طبيعة التأثير	الأثر المتوقع في حالة ارتفاع أسعار النفط	البلدان
سلبي	ايراد اقل	ايجابي	ايراد اكبر	البلدان المصدرة للنفط
ايجابي	تكلفة الطاقة أقل	سلبي	تكلفة الطاقة أكبر	
سلبي	تحويلات العمالة اقل	ايجابي	تحويلات العمالة اكبر	البلدان المستوردة
سلبي	جذب استثمارات من الدول المصدرة أقل	إيجابي	جذب استثمارات من الدول المصدرة أكبر	للنفط

المصدر: الحمد، منشد مازن،2017، "العلاقة بين اسعار النفط واسواق الاسهم - دول مختارة من الشرق الاوسط"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة النجاح الوطنية - فلسطين، ص5.

وعلى الرغم من وجود اجماع على وجود علاقة ايجابية بين صدمات اسعار النفط واسعار الادوات المالية داخل الاسواق المالية في البلدان المصدرة للنفط، فضلاً عن وجود علاقات مختلطة في البلدان التي تستورد النفط بشكل كامل، إلا أن هذه الدراسات قامت بنمذجة اسعار النفط في مختلف الدول في إطار خطي، ومع ذلك فإن التغيرات الاقتصادية تضمنت خصائص غير خطية خاصة في مجال الدورات الاقتصادية، ومن ثم فإن اللاخطية في علاقات النفط واسواق المال قد تظهر عندما تستجيب اسعار الاسهم بشكل مختلف للتغيرات في اسعار النفط خلال فترات الازدهار والكساد، ويحتمل ان هذه الظاهرة تعني أن النماذج الخطية قد تكون ملائمة لاكتشاف محددات اسعار الاسهم، وربما تقود الى نتائج مضللة لحل هذه المشكلة فقد قامت بعض الدراسات باختبار ما ان كان التأثير اللاخطي من حقيقة ان هناك تنوعاً في اسواق المال، يأتي المنطق من وراء الاهتمام بالتأثير اللاخطي من حقيقة ان هناك تنوعاً في طبيعة حاملي الاسهم ذوي الآفاق الزمنية للاستثمارات المختلفة، فالسوق تجمع كل المستثمرين ذوي الآفاق المتعددة للاستثمار، ما يعني أن كل اصناف الاستثمار ستمارس تأثيرات متباينة في السوق ككل (المصبح والعجلوني، 2019، 70-73).

وفي الاتجاه ذاته فقد أثبتت دراسة (Ciner,2001) التي اجراها عام 2001، وتطرق فيها إلى العلاقة غير الخطية بين عوائد النفط الخام المستقبلية وعوائد الاسهم المالية للمستثمرين في

السوق المالي، وتوصل الى ان هناك تغذية عكسية في التأثير لكل من العوائد المستقبلية للنفط الخام وعوائد الاسهم المالية للمستثمرين (Ciner,2001,206-211).

وفي اطار تأكيد اكتشاف الأثر بين تقلبات اسعار النفط على عوائد الاسهم في الاسواق الدول المالية وفي الاقتصادات الناشئة، فقد اشار (Arouri,et.al,2011) وآخرون الى اسواق الدول الاعضاء في مجلس التعاون الخليجي، واثبتت دراستهم بوجود علاقة ذات اثر قوي بين تقلبات اسعار النفط وعوائد الاسهم في الاسواق المالية في منطقة الخليج العربي، بوصفها من البلدان المتقدمة بتصدير النفط وهي من الاقتصادات الناشئة (Arouri,et.al,2011,1816–1824).

هذا وتشير عدد من الدراسات اللاحقة وبشكل مكثف في الادبيات الاقتصادية والمالية إلى العلاقة بين اسعار النفط واسعار وعوائد الاسهم، ومع ذلك فان التفاعل بين التقلبات المالية من ناحية واسعار النفط من ناحية اخرى، قد حظي باهتمام الباحثين عن كثب، وقد لوحظ بان صدمات اسعار النفط تتوافق مع مؤشرات السوق المالي، وتؤثر فترات الضغط المالي لأسعار النفط في عوائد سوق الاوراق المالية وتخلق تقلبات، في حين ان اسعار الاسهم واسعار النفط مترابطة بشكل كبير، ومن الدراسات التي وثقت وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين تقلبات اسعار النفط وعوائد السوق المالي دراسة كل من (Das,et.al,2018)، وتحقق سلسلة اخرى من الادبيات في العلاقة بين سعر النفط والسياسة الاقتصادية، وهذه العلاقة مهمة بشكل خاص في الولايات المتحدة والاقتصادات المتقدمة، إذ ان الدولار هو عملة المعاملات في اسواق النفط وتؤثر اسعار النفط في توقعات متغيرات الاقتصاد الكلي، ومن ثم تؤثر في اسعار الاصول بشكل عام، وبالأوراق المالية في الاسواق المالية بشكل خاص في المالية بشكل خاص في العلاقة مي توقعات متغيرات الاقتصاد خاص في العلي المالية في الاسواق المالية بشكل عام، وبالأوراق المالية في الاسواق المالية بشكل خاص في العورة المالية في الاسواق المالية بشكل خاص في العورة المالية في الاسواق المالية بشكل الكلي، ومن ثم تؤثر في اسعار الاصول بشكل عام، وبالأوراق المالية في الاسواق المالية بشكل خاص في المالية بشكل خاص في المالية بشكل خاص في المالية بشكل خاص في المالية في الاسواق المالية بشكل خاص في المالية بشكل خاص في المالية في الاسواق المالية بشكل خاص في الولايات المالية في المالية بشكل خاص في المالية في المالية بشكل خاص في المالية بشكل خاص في المالية في الاسواق المالية بشكل خاص في المالية بشكل خاص

لذا تعد قناة الاسواق المالية القناة المباشرة لنقل تأثير أسعار النفط الخام الى أسعار الأسهم، اذ تتأثر عوائدها بالعوامل التي يمكن أن تغير التدفقات النقدية المتوقعة، بما في ذلك أسعار النفط، وحدوث تقلبات في أسعاره يمكن أن تسبب تقلباً في التدفقات النقدية المستقبلية للشركة إما سلبا أو إيجابا، والنفط هو أحد عوامل الإنتاج الرئيسة، ومن ثم تؤدي زيادة اسعار النفط الى زيادة تكاليف الانتاج، وهو ما سيؤدي بدوره إلى خفض مستويات الربح والتدفقات النقدية (Degiannakis,et.al,2017,10).

وعليه يمكن القول ان حدوث اي تقلبات بأسعار النفط تؤدي دوراً مهماً في التأثير بالأسواق، اذ يعتمد أداء مؤشرات أسواق المال اعتمادا كبيراً على متغيرات الاقتصاد الكلي والاساسية منها مثل الناتج المحلي الاجمالي، اسعار الفائدة، اسعار الصرف، معدل التضخم وعرض النقد، وان التقلبات الناتجة عن حالة عدم التأكد والمخاطر التي تحيط بتلك المتغيرات

ستقود بالنتيجة إلى مخاطر على الاستثمارات والعوائد المتوقعة منها، فضلا عن تأثيرها في التدفقات النقدية المتوقعة، ومن ثم في قيم الاصول المالية، فتقلبات عوائد الاسهم تمثل تغيرات اسعار تلك الاسهم خلال مدة معينه.

وعلى غرار ذلك قد يحذو المستثمرون في اسواق المال باستغلال الفرص الاستثمارية من خلال قيامهم ببناء محافظ استثمارية مشكلة من ادوات مالية منوعة لتمكنهم من تعظيم عوائدهم المالية، وفي الوقت ذاته تجنبهم من مخاطر محتمله جراء اثار تلك التغيرات الاقتصادية.

# المبحث الثاني مدخل فلسفى للمحفظة الاستثمارية

تستعرض صفحات هذا المبحث المفاهيم الاساسية للمحفظة الاستثمارية بإطار نظريتها الحديثة، وما تتضمن بيئتها الاستثمارية من عوائد ومخاطر، وبعد التعرف على آلية بناء المحافظ الاستثمارية الكفوءة، ومن ثم ستتم مناقشة النماذج التي تفسر نظرياتها، الى جانب قياس مؤشرات ادائها.

#### اولاً: فحوى النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية

يقدم المستثمر في غالبية النشاطات الاستثمارية، فرداً كان ام مؤسسة، على التخلي عن مبالغ نقدية الآن من اجل الحصول على مبالغ نقدية اكبر في المستقبل، هنا يمثل مفهوم العائد (Return)، وعندما يتخلى المستثمر عن تلك المنفعة الحاضرة ممثلة بالنقود على امل حصوله على منفعة اكبر في المستقبل، فهنا يكمن مفهوم الخطر (Risk)، حيث ان الاخير قد يعمل على تقلبات احداث محتملة في معدلات العوائد المطلوبة -Brigham&Houston,2019,271 (274) وعند الفهم الكلاسيكي للاستثمار وحتى اكتشاف انموذج من قبل العالم John Bur "Williams" في عام 1938، انصب الاهتمام على بعد واحد فقط، الا وهو معدل العائد المتوقع على الاستثمار ودون الأخذ بنظر الاعتبار المخاطرة التي فيها -Damodaran,2006,9) (10، اضافت النظرية بعداً آخر ان الاستثمار هو المخاطرة بعد ان فقدته النظرية الكلاسيكية وتركيزه على بعد معدل العائد المتوقع على الاستثمار، وبذلك ركزت هذه النظرية على مفهومي العائد والمخاطرة في آن واحد، ومؤكداً أن الاثنين يرتبطان معاً بشكل طردي، وفي الوقت ذاته شكلت تلك العلاقة نوعاً من تناقض الرغبة لدى عموم المستثمرين، الذين يرغبون في تعظيم العوائد مقابل تقليص المخاطر (Picooli,et.al,2018,1-2)، وهو دفع بالرغبة الكبيرة لدى العديد من الاكاديميين والمتخصصين في مجال الإدارة المالية للسير باتجاه محاولة ايجاد السبل المناسبة لتحقيق الموازنة المطلوبة بين العائد وتقليل فجوة التناقض بينهما .(Arize,et.al,2019,178-185)

وخلص "Harry Markowitz" من خلال نظريته في المحفظة الاستثمارية الى ان العوامل المهمة التي تحكم في مخاطر المحفظة هي التباين المشترك "Covariance"، بين عوائد الاوراق المالية في المحفظة الاستثمارية ومخاطر الاوراق المالية المنفردة، علاوة على مقدار او وزن الاستثمار في كل ورقة مالية من اجمالي اصول المحفظة (Markowitz,1952,77-91)، في غضون ذلك قدم الكثير من الباحثين تعريفات مختلفة للمحفظة الاستثمارية على انها تلك السلة التي قد تكون مؤلفة من الاصول الحقيقية والمالية معاً، او مختصة بنوع معين

تلك العمليات الاستثمارية الاستراتيجية والتي تكون منهجه بصيغ تكتيكية مخططة لتتضمن توليفة تلك العمليات الاستثمارية الاستراتيجية والتي تكون منهجه بصيغ تكتيكية مخططة لتتضمن توليفة من الاوراق المالية الاسهم والسندات، وتحتفظ بها لمدة طويلة من الزمن، مرتكزاً على مبدأ الشراء والتخزين (Jordan & Miller,2018,365)، Jordan & Miller,2018,365) وفي السياق ذاته اشار (Hiriyappa, 2008,191)، بأن المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن ادوات مالية، ويصنع ويتخذ قرارها في وقت واحد من قبل مدير المحفظة (Portfolio "Portfolio" ومخاطر المحفظة هي بمثابة الخسائر التي قد يتوقع حدوثها في المستقبل وعائدها هو المنفعة التي قد يكتسبها نتيجة الاستثمار في اصول المحفظة، والهدف منها هو تتمية القيمة السوقية لها وتحقيق التوظيف الكامل للأموال، ويضيف (Michalikova, et.al,2015, انه ينبغي على المستثمر عند إدارة محفظته الاستثمارية، معرفة ما يتخذه من قرارات رشيدة تتعلق بالاستثمار وكذلك عن سياسته واهدافه، بحيث يتم توليف الاصول المالية بصورة تحقق نوعاً من التوازن بين مخاطرها وعائدها.

وبتوضيح اكثر يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على انها عبارة عن مجموعة منوعة من الاوراق المالية التي قد يحملها احد المستثمرين، يحاول من خلال ما يعرف بسياسة التنويع هذه ان تقلل من المخاطر في مقابل الحصول على اعلى العوائد، وهنا يتبع المستثمر سياسة التنويع في محفظته الاستثمارية (Brigham & Houston,2019,272)، وهي جوهر نظرية المحفظة الحديثة (Modern Portfolio Theory –MPT)، لدى "Markowitz"، عندما اشار عن أثر التنويع المدروس في تخفيض مخاطرة المحفظة، وذهب بتفسير أبعد من ذلك، وبالتحديد عندما قدم نظرية المحفظة الكفوءة، وهي المحفظة التي تحقق ادنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد، أو التي تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة، وأدت هذه النظرية دوراً مهماً في تفسير العلاقة بين المخاطرة والعائد، بحيث دفعت بالمستثمر الرشيد للسعى لاختيار التوليفة المثلى من بين البدائل الاستثمارية المتاحة، والتي تعظم العائد في مقابل الوصول بالمخاطر الى حدودها الدنيا، هذا يعني انه بموجب هذه النظرية ليس المهم ارتفاع أو انخفاض العائد من اصل معين، بل الأهم هو عائد ومخاطرة المحفظة (العامري، 2013، 39) (كاظم العائد من اصل معين، بل الأهم هو عائد ومخاطرة المحفظة (العامري، 2013، 39).

وعلى هذا الاساس تبنت نظرية "MPT"، عدداً من الافتراضات الرئيسة منها: ينظر المستثمرون الى المخاطر بوصفها تشير الى التقلب في العائد المتوقع، وان قراراتهم الاستثمارية تبنى على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، ومن ثم فإن جميعهم يكرهون المخاطر، فإذا كان احد المستثمرين يفاضل بين بديلين لهما ذواتي عائد فإنه سيختار اقلهما مخاطرة، وفي

المقابل إذا كان يفاضل بين بديلين بالدرجة ذاتها من المخاطر، فإنه سيختار البديل الاعلى عائداً وبهذا يعد المستثمر رشيداً عند تجنبه للمخاطر (Markowitz, 1952, 77-91).

يستخلص مما سبق أن المحفظة الاستثمارية ونظريتها الحديثة عند "Markowitz" كانت تقوم على اساس فكرة بديهة مفادها تقليل المخاطر، وبالتحديد عندما يملك المستثمر عددا من الاوراق المالية المنوعة في محفظته بدلاً من ورقة مالية واحدة، او بعبارة اخرى ان الاحتفاظ بعدد من الاوراق المالية المنوعة ذات المخاطر المتباينة في المحفظة، سيجعل من مخاطرها اقل من مخاطرة الاسهم بمفردها التي تتكون منها المحفظة، وبهذا سيؤدي الى درجة معينة من الاستقرار بالدخل دون ان يؤدي ذلك الى التقليل من العوائد المتوقعة، وبالسياق ذاته ولم تتطرق النظرية المذكورة آنفا إلى معدل العائد الخالى من المخاطر وانواع المخاطر.

في حين تجدر الاشارة الى أن فكرة نظرية المحفظة الحديثة لم تتوقف عند "Markowitz"، فحسب بل امتدت لتحصل فيها تطورات متثالية، حيث في الستينات من القرن العشرين اسهم الاقتصادي "James Tobin"، عند اضافته بمعدل العائد الخالي من المخاطرة للمحفظة، وكذلك عند طرحه ببناء نظرية او خط سوق راس المال "Capital Market -CML Line"، واستمرت تلك التطورات حتى جرى التطور الاكبر على النظرية، خاصة عندما وضع المنظر والرائد المالي الاقتصادي "William Sharpe"، وزملاؤه فيما بعد وهم كل من " Jack Treynor"، و"John Lintner"، و"Jan Mossin"، اقتراحهم بنموذج تسعير الاصول الرأسمالية "Capital Assets Pricing Model–CAPM"، وفي السبعينات ابتكر "Stephen" "Rose" مدخلاً سمى بنظرية التسعير المرجح "Arbitrage Pricing Theory– APT" وإفترض أن عائد الورقة المالية يتحدد بعدة عوامل او متغيرات اقتصادية (Mangram, 2013, 59-70)، وجاءت من بعدهم نظريات كثيرة، وهنا يبدو من الضروري طرح السؤال التالي: أهذه التطورات التي حصلت في النظرية الحديثة للمحفظة، ساعدت المستثمرين على تقييم قراراتهم الاستثمارية بموضوعية، وبالتحديد عند بناء واختيار المحفظة المثلى وفي ظل اخطار متغيرات الاقتصاد الكلي؟ ام انها عملت فقط للموازنة بين العائد والمخاطرة وجمعت بينهما في أن واحد؟ للإجابة عن هذه الاسئلة جميعها ستعرض مناقشتها في الفقرات اللاحقة من هذا المبحث.

### ثانياً: العائد والمخاطرة ضمن بيئة المحفظة الاستثمارية

يعد العائد والمخاطرة الاستثمارية موضوعين مترابطين، لا يمكن تفسير احدهما بمعزل عن الآخر. وضمن البيئة الاستثمارية عادة ما يضع معظم المستثمرين رؤوس اموالهم في اصول متعددة وليس في اصل واحد، اي انهم يحملون محفظة، وتؤكد نظرية المحفظة الاستثمارية أن المستثمرين يمكن ان يقللوا من مستوى المخاطرة ويعظموا من العائد المتوقع، من خلال اختيارهم

للمحفظة الكفوءة، اي المحفظة ذات ادنى مخاطرة بمستوى معين من العائد، او اعلى عائد بمستوى معين من المخاطرة (Lasher,2011,418)، ولتحقيق ذلك ينبغي فهم اولاً معدل العائد للمحفظة الاستثمارية، والتي هي عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد استثماراتها، إذ يتم ترجيح عائد كل استثمار مستقل بوزنه النسبي في المحفظة، او بعبارة اخرى، يمثل العائد المتوقع على محفظة استثمارية (Expected Return on a Portfolio)، ببساطة الوسط الحسابي المرجح للعوائد المتوقعة على مكونات المحفظة، إذ يتم الترجيح بنسبة قيمة محتويات المحفظة من احد الاصول الى القيمة الكلية للمحفظة، ويمكن التعبير عن ذلك من خلال المعادلة التالية: (Brigham & Houston, 2019, 284)

 $\hat{r}_p = w_1.\hat{r}_1 + w_2.\hat{r}_2 \dots + w_n.\hat{r}_n = \sum_{i=1}^n w_i.\hat{r}_i \dots (1)$  n تمثل معدل العائد المتوقع على الاصل i من المحفظة الاستثمارية التي تضم الصلاً، أماi فتمثل نسبة قيمة الاستثمار في الاصل i الى الاستثمار الكلي ممثلاً بقيمة  $\sum_{i=1}^n w = 1$ .

أما معدل العائد المتحقق (الفعلي) على المحفظة، فيعرف ايضاً بالمتوسط الموزون للعوائد المتحققة للأوراق المالية المكونة لها، إذ تتحدد الأوزان بنسب الاستثمار الموجه لكل ورقة مالية فيها، وعلى نحو فهم أفضل يفترض ان مستثمر ما أستثمر بأصلين ماليين، الأول منهما خصص في السهم  $w_A$ ، والثاني خصص في السهم  $w_B$ ، وعليه ستحدد الاوزان فيها بنسب الاستثمار الموجه لكل سهم على حدة وكالآتي: (Bodie,et.al,2011,227-230)

$$r_p = w_A \cdot r_A + w_B \cdot r_B \qquad ......(2)$$

إذ أن:  $r_A$  هو معدل العائد المتحقق على السهم A، و  $r_B$  هو معدل العائد المتحقق على السهم B.

وإذا افترض ان المستثمر استثمر كل امواله، فإن نسبة استثماره في السهم A، زائداً نسبة استثماره في السهم B، ستكون مساوية للواحد الصحيح وكالآتي:

$$w_A + w_B = 1$$
 .....(3)

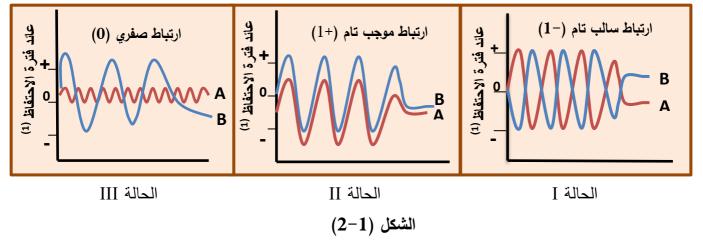
وبالتعويض المعادلة (3)، في المعادلة (1)، فسيتم التعبير عن العائد المتوقع للمحفظة المكونة من سهمين كالآتى:

$$\hat{\mathbf{r}}_{p} = \mathbf{w}_{A}.\,\hat{\mathbf{r}}_{A} + (1 - \mathbf{w}_{A}).\,\hat{\mathbf{r}}_{B}$$
 .....(4)

عموماً يخلص مما سبق أن العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية هو المتوسط الموزون للعوائد المتوقعة للأوراق المالية المكونة لها، ومجموع اوزانهما مساو للواحد الصحيح.

وما يهم المستثمر من هذا كله هو انه لن يقبل على استثمار ما لم يكن معدل العائد فيه مرتفعاً على نحو يكفي لتعويضه عن المخاطر التي ترافق استثماراته التي اختارها، وفي الاتجاه ذاته يمكن للمستثمر ان يتفادى الى حد ما هذه المخاطر من خلال التتويع بمحفظته الاستثمارية، إذ يعد التتويع كمرتكز اساسي لبناء محفظة استثمارية كفوءة، وهو من التقنيات الحديثة المستخدمة لزيادة العوائد والتخفيض من المخاطرة عن طريق الاستثمار في مجموعة من الاصول المالية (Liem,2015,21)، وهي تعتمد على درجة معاملات الارتباط بين مكونات المحفظة، والتي تؤدي الى انخفاض مخاطرتها.

وكما هو موضح في الشكل (1-2)، فأن الحالة I، يكون معامل الارتباط بين عوائد السهم A وعوائد السهم B تام عكسي، ما يعني ان قيمة معامل الارتباط (-1)، ويكون من الممكن الغاء المخاطر بالكامل من خلال التنويع، وفي الطرف المقابل نجد الارتباط التام الطردي كما في الحالة II، بين عوائد السهمي A وB، والتي تتحرك في اتجاه واحد صعوداً او هبوطاً، وهنا يمكن القول أن التنويع لا يفيد في تقليل المخاطرة في هذه الحالة وايضاً في الحالة III، لان قيمة معامل الارتباط فيها (-1) فهذا يعني عدم وجود اي علاقة بين عوائد السهمين A وB (Brigham&Houston, 2019, 286)



حالات معامل الارتباط بين عوائد المحفظة الاستثمارية

source: Jordan, Bradford & Miller, Thomas W, & Dolvin, Steven D., (2018)," Fundamentals Of Investments: Valuation And Management,",8<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill Irwin,p.380.

بناءً على السرد السابق هنا يطرح التساؤل التالي نفسه بقوة: "كيف يتوقع ايجاد معامل الارتباط بين عوائد سهمي شركتين تعملان في الصناعة ذاتها، وبين عوائد سهمي شركتين تعملان في صناعتين مختلفتين؟ وما انعكاس مخاطرها على المحفظة"؟ ترتبط الاجابة جزئياً بالشكل ((1-2))، وما سبقها من شرح، حيث ان معامل الارتباط بين عوائد سهمي الشركتين اللتين تعملان في ذات الصناعة تكون بعلاقة طردية وقريبة الى (+1)، لانهما تتأثران بظروف

الصناعة التي تعملان بها، في حين ان معامل الارتباط بين عوائد سهمي شركتين اللتين تعملان في صناعتين مختلفتين ستكون بعلاقة عكسية وقريبة الى (-1)، ومن ثم فإن هذه الاخيرة ستكون مخاطرتها اقل على المحفظة، وذلك لان معامل الارتباط بين عوائدها اقل من معامل الارتباط بين عوائد الزوج الاول، وخلاصة القول هو ان التتويع الفعال ينبغي ان يكون عابراً للصناعات او القطاعات.

يتضح مما سبق ان للتنويع الفعال اهمية كبيرة في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية، ولكن تبقى بعض الاخطار التي فيها من الصعب تفاديها بالتنويع، وعلى هذا الاساس هناك بعض التقسيمات للمخاطر من منظور المحفظة الاستثمارية وكما يلي: Horne (العامري، 2013، 2016–287)

أ. مخاطر مرتبطة بالسوق (Market Risk): وتدعى بالمخاطر المنتظمة (Risk) وتعود هذه المخاطر الى عوامل قد ترتبط بالظروف السياسية والاجتماعية او الاقتصادية كالارتفاع في معدلات التضخم او اسعار الصرف او اسعار الفائدة، ومن ثم فأسعار الاوراق المالية ايضاً تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة، وهذا ما يدفع المستثمرين للاهتمام بذلك عن اتخاذ قراراتهم المختلفة، ويعد معامل البيتا " Beta
 β - Coefficient المقياس الإحصائي للمخاطرة النظامية وتحسب على وفق الصيغة الآتية:

Systematic Risk =  $\beta^2 \sigma^2_{Rm}$  .....(5)

التباین،  $\mathsf{R}_\mathsf{m}$  معدل عائد محفظة السوق.  $\beta^2$  مربع معامل بیتا،  $\sigma^2$ 

ب-مخاطر مرتبطة بالأوراق المالية: وتدعى بالمخاطر غير المنتظمة (Diversifiable Risk)، وتعود هذه المخاطر الى (Risk او بالمخاطر القابلة للتتويع (Diversifiable Risk)، وتعود هذه المخاطر الى العوامل الداخلية الخاصة بالشركة المراد استثمار اصولها المالية، وتؤدي الى عدم التأكد من عائد استثمارها، ويمكن التقليل من مخاطرها الى حدٍ بعيد عبر استراتيجية التتويع لذلك لا تمثل مسألة ذات اهمية كبيرة للمستثمرين. وتقاس المخاطرة غير المنتظمة بمعامل التباين Variance الذي يوضح لنا تذبذب عوائد كل شركة، وتقاس حسب المعادلة الآتية:

Unsystematic Risk =  $\frac{\sigma_{R_i}}{\bar{R}_i}$  .....(6)

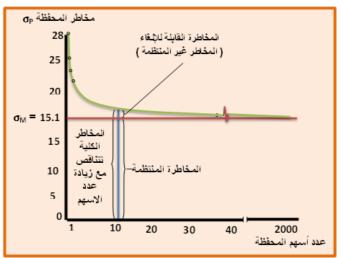
إذ أن:  $\sigma_{R_i}$  الانحراف المعياري لمعدل العائد،  $\overline{R}_i$  متوسط معدل العائد.

ت- المخاطر الكلية (Total Risk): وهي حاصل جمع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة بعد قياس كل واحد على حدة، إذ سيكون من السهل حساب المخاطرة الكلية من جميع

المخاطر، ويمكن حساب المخاطر الكلية عن طريق العلاقة الاتية: (Bodie, et.al) 2018, 250

Total Risk = Systematic Risk + Unsystematic Risk وتعرف المخاطر الكلية بأنها "مجموع التباين في معدل عائد المحفظة الاستثمارية"،

ويمكن توضيح انواع المخاطر المذكورة آنفا من خلال الشكل (2-2)، إذ يلاحظ بأن المخاطر الكلية تتخفض بسرعة كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية، ويلاحظ ايضاً أن المخاطر غير المنتظمة تتلاشى لكنها لا تتخفض تماماً، اما المخاطر المنتظمة فلا تتأثر بحجم الاوراق المالية لأنه لا يمكن استبعادها بالتتويع، وبذلك ستكون كل مخاطر المحفظة تقريباً هي مخاطر منتظمة.



الشكل (2-2) تأثير تنويع المحفظة على المخاطر التي تنطوي عليها

source: Brigham, Eugene F.& Houston ,Joel F., "Fundamentals of financial management", Southwestern engage learning,15<sup>Th</sup> edition, Printed in the United States of America, (2019),p.288.

يثبت الشكل (2-2)، القاعدة العامة التي اشير اليها قبل قليل، وهي ان المخاطر القابلة للإلغاء (غير المنتظمة) يمكن التخلص منها من خلال التنويع بالمحفظة الاستثمارية، إذ تتخفض المخاطرة مع ازدياد عدد الاصول المالية المشكلة لها، بدءاً من محفظة بأصل مالي واحد وصولاً الى محفظة مكونة من الفي سهم، اما المخاطر المنتظمة فتبقى ثابتة ومن الصعب التخلص منها عن طريق التنويع مهما ازداد حجم المحفظة.

وهنا قد يثار التساؤل الآتي: "بما ان المخاطر غير المنتظمة في المحفظة يمكن ازالتها بواسطة التتويع، فماذا عن المخاطرة المنتظمة؟ وهل لها علاوة مخاطرة اكبر من غيرها بحيث تؤثر في عائد المحفظة"؟ الاجابة عن هذه الاسئلة كما ستتم مناقشتها لاحقاً تعتمد على تجزئة

المخاطر الكلية الى المخاطر غير المنتظمة والمنتظمة، وكما تبين بان المخاطر غير المنتظمة يمكن ازالتها بواسطة التتويع بشكل اساسي، في حين ان حصة المخاطر المنتظمة تكون لها الصلة الاكبر في تحديد معدل العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية وعلاوة مخاطرتها\*.

على غرار ما تم ذكره آنفا يمكن تقدير مخاطرة المحفظة الاستثمارية بطرائق مختلفة وتتوقف عملية القياس على نوع المخاطرة وعلى شكل القياس المستخدم فيها، وكما يلي:

أ. التباين (Variance): وهو احد مقاييس مخاطرة المحفظة الاستثمارية، وبالرغم من تشابه تباين المحفظة مع تباين الورقة المالية في مجموع متوسط مربعات انحرافات العائد عن معدل العائد المتوقع، الا انهما يختلفان بالمفهوم والتطبيق، وذلك لان مخاطرة الورقة المالية ليس لها اهمية ذات معنى، وانما تتبع اهميتها بمدى مساهمتها في اجمالي مخاطرة المحفظة (Marcus, et.al, 2007, 276). وكلما ازداد التباين في النتائج المتوقعة، كلما دل ذلك على عدم تجانسها وتشتتها وعدم ثباتها، ويستخرج على النحو التالي: (Liem,2015,14)

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R}_i)^2 P_i$$
 .....(7)

إذ أن:  $\sigma^2$  التباين،  $R_i$  العائد المتحقق،  $\overline{R}_i$  الوسط الحسابي للعائد المتحقق،  $P_i$  الاحتمالية.

ب- الانحراف المعياري (Standard Deviation): يعرف بأنه الجذر التربيعي للتباين، وهو يمثل مقدار تشتت العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة للعائد، على وفق الحالة الاقتصادية وطبقاً لاحتمالات حدوثها، سواء كان مقدار التشتت ادنى أم أكبر، فكلما كان الانحراف المعياري أصغر كانت المخاطرة اقل والعكس بالعكس، وتحتسب على وفق الصيغة الآتية: (Brigham & Houston, 2019, 278-279)

$$\sigma_{p} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (r_{pi} - \hat{r}_{p})^{2} \cdot P_{i}}$$
 .....(8)

حيث أن:  $\sigma p$  تمثل الانحراف المعياري للمحفظة، و  $r_{pi}$  تمثل عائد المحفظة عندما يكون الاقتصاد عند مستوى أ، و  $\hat{r}_p$  تمثل معدل العائد المتوقع على المحفظة، و  $P_i$  تمثل احتمال ان يكون الاقتصاد عن المستوى أ.

ويمكن حساب الانحراف المعياري على أساس البيانات التاريخية في صورة توزيعات، وعلى وفق الصيغة الآتية:

$$\sigma_{\rm p} = \sqrt{\frac{\sum (r_{\rm pi} - \hat{r}_{\rm p})^2}{N-1}}$$
 .....(9)

<sup>\*</sup> للمزيد من التفاصيل انظر: كتاب ("إدارة محافظ الاستثمار"، 2013، محمد على إبر اهيم العامري، ط1، إثراء للنشر والتوزيع- الاردن، ص 47-49).

حيث ان N هنا تمثل عدد المشاهدات (السنوات).

ت- معامل الاختلاف (Coefficient of Variation - C.V): وهو يقيس مقدار المخاطرة لكل وحدة من العائد، ويمثل مقياس التباين النسبي الذي يجمع العائد والمخاطرة وببساطة يحسب من خلال حاصل قسمة الانحراف المعياري على معدل العائد المتوقع للمحفظة وعلى وفق الصيغة الاتية: (Gitman, 2000, 204)

$$C.V = \frac{\sigma}{\hat{r}_p} \qquad \dots \dots (10)$$

إذ أن:  $\sigma$  تمثل الانحراف المعياري، و  $\hat{r}_{\mathrm{p}}$  تمثل العائد المتوقع للمحفظة.

ويعد مقياس معامل الاختلاف اساساً افضل للمقارنة عندما تكون العوائد المتوقعة ودرجات المخاطرة بين مكونات المحفظة الاستثمارية التي تتم المفاضلة بينها غير متساوية وبالنتيجة يمكن القول ان معامل الاختلاف يأخذ في الحسبان كلاً من العائد المتوقع والمخاطرة لذلك يعد مقياساً افضل لتقييم المخاطر.

ث- التغاير (Covariance): وهو من المقاييس الاساسية في تحليل المخاطرة /العائد في بيئة المحفظة الاستثمارية، ويعد التغاير مقياساً يمزج بين تباين عوائد احد الاسهم وحساسية هذه العوائد لتقلبات عوائد الاسهم الاخرى، إذ يبين التغاير بين السهمين، على سبيل المثال، ما إذا كان السهمان سيتبعان في تغيرهما اتجاهاً واحداً أم اتجاهين مختلفين، ويحسب على وفق المعادلة التالية: (75-872,2007,74)

$$cov_{(AB)} = \sum_{i=1}^{n} (r_{Ai} - \hat{r}_{A}). (r_{Bi} - \hat{r}_{B}). p_{i} \dots \dots (11)$$

يشير القسم  $(r_{Ai} - \hat{r}_A)$  الى انحراف القيم لعائد السهم A عن القيمة المتوقعة له، في حين يشير القسم  $(r_{Bi} - \hat{r}_A)$  الى انحراف القيم لعائد السهم B عن القيمة المتوقعة له، واما Pi فتشير كما بينا قبل قليل الى احتمال ان يكون الاقتصاد عن المستوى i.

ح- معامل التحديد (Coefficient of Determination -  $R^2$ ): هو مقياس يوضح نسبة التباين المفسر اي النسبة من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع التي تفسرها التغيرات الحاصلة في المتغير المستقل، وتكون قيمة معامل ( $R^2$ ) محصورة بين الصفر والواحد الصحيح ( $R^2$ )، فكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على أن المتغير المستقل يؤثر برجة كبيرة في المتغير التابع والعكس صحيح، ويستخرج معامل ( $R^2$ ) من مربع معامل الارتباط بين متغيرين وعلى وفق الصيغة التالية: (الداودي، 38،2014) معامل الارتباط بين متغيرين وعلى وفق الصيغة التالية: (الداودي،  $R^2$ ) ....... (12)

إذ أن:  $\mathbf{R}^2$  تمثل معامل التحديد، و  $(r_{\mathrm{Ri.Rm}})^2$  تمثل مربع معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

خ- معامل بيتا (Beta Coefficient): يعرف معامل (β) للمحفظة بأنه مؤشر لدرجة حركة عائد اصل معين استجابة لتغير عائد السوق (Gitman,2000,257)، وهي تتمثل بالنتيجة الرئيسة لنموذج تسعير الاصول الرأسمالية "CAPM"، ان مخاطر السوق لأحد الاسهم ماهي الا مقدار مساهمته في المخاطر الكلية لمحفظة استثمارية تضمه الى جانب اسهم اخرى (Brigham&Houston,2019,290)، ويحسب على وفق المعادلة النتالية: (Ross,et.al,2008,306)

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2_{Rm}} \qquad \dots \dots (13)$$

حيث أن: Cov تمثل التغاير، و  $R_i$  تمثل معدل عائد السهم، و  $R_m$  تمثل معدل عائد السوق و  $\sigma^2$  تمثل تباين عائد السوق.

وتشير معادلة (13) الى نقطتين مهمتين هما: (13-Jones,2013,240

- أ. إذا كان معامل (β) اكبر من الواحد الصحيح فإن هكذا اصول توصف بكونها استثمارات هجومية، لأنها تتحرك بمعدل أسرع من معدل التغيير في محفظة السوق، وقد يكون باتجاه السوق عندما يكون المعامل موجباً، أو باتجاه معاكس للسوق عندما يكون المعامل سالباً.
- ب. أما إذا كان معامل (β) أقل من الواحد صحيح فأنه يؤشر بالطبيعة الدفاعية للأصل الاستثماري، إذ إنه يتحرك بمعدل اقل من محفظة السوق، فإما يكون باتجاه السوق إذا كان موجباً أو بعكس اتجاه السوق إذا كان سالباً.

وكذلك يمكننا حساب معامل (β) بالصيغة التي تأخذ في اعتبارها الارتباط بين عائد السهم وعوائد السوق، وهذا ما تبينه المعادلة التالية: (Brigham&Daves,2019,74)

$$\beta_{i} = \left(\frac{\sigma_{i}}{\sigma_{M}}\right) \cdot P_{iM} \qquad \dots \dots (14)$$

 $\sigma_{M}$  و، i معامل Beta السهم ا، و $\sigma_{i}$  تمثل الانحراف المعياري لعوائد السهم ا، و $\sigma_{i}$  تمثل الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق، و $P_{iM}$  تمثل معامل الارتباط بين عوائد السهم وعوائد محفظة السوق.

وتبقى الاشارة الى أن علاوة المخاطرة التي تعد مفهوماً اساسياً لموضوع المخاطرة وتبقى الاشارة الى أن علاوة المخاطرة التي تعد مفهوماً السوق (Risk Market) ولاسيما في بيئة المحفظة الاستثمارية، وتمثل علاوة مخاطرة السوق (Premium $-RP_M$  العائد الاضافي الذي يطلب به المستثمرون لقاء تحمل مخاطر نموذجية وتتوقف على متوسط درجة كراهية المستثمرين للمخاطرة (Jones, 2013, 159)، او بعبارة

اخرى، هي تمثل الفرق بين العائد على محفظة السوق ومعدل العائد عديم المخاطرة، والشيء المهم هنا الذي ينبغي على المستثمر ان يهتم به هو معدل العائد المتوقع ومن ثمّ علاوة المخاطرة على المحفظة الاستثمارية المنوعة جيداً، ويعتمد ذلك فقط على المخاطر المنتظمة وتأخذ معادلتها الصيغة الآتية: (العامري،55،2013)

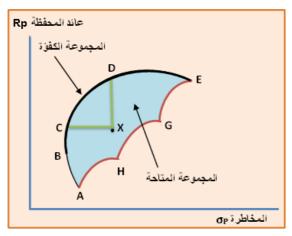
$$RP_{P} = (r_{M} - r_{RF}). \beta_{P}$$
 .....(15)

 $r_{RF}$  معدل العائد على محفظة السوق، و  $r_{R}$  معدل العائد على محفظة السوق، و  $r_{R}$  معدل العائد عديم المخاطرة، و  $r_{R}$  معامل Beta المحفظة الاستثمارية.

وتعتمد قيمة علاوة المخاطرة على قيمة معامل Beta لسهم المحفظة، هل هي اكبر من الواحد الصحيح ام اصغر منه ام يساوي، على ذلك يمكن القول انه طالما لكل سهم بالمحفظة سعر واحد ومعدل عائد واحد فإن قوى السوق كفيله بجعل علاوة المخاطرة ان تستقر عند المستوى المحدد بالمخاطر المنتظمة.

### ثالثاً: بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة

يعد بناء المحفظة الاستثمارية واختيار مكوناتها من القضايا المعقدة التي تواجه المستثمرين في البيئة الاستثمارية، وتكمن صعوبة ذلك بتحديد مكونات المحفظة الاستثمارية المثلى من خلال العثور على الأوزان التي تؤدي الى تحقيق مفهوم المحفظة الكفوءة، وكذلك تحديد معدل العائد ومستوى المخاطرة المكونين بالمحفظة، فضلاً عن الدمج بين الاصول الخالية من المخاطرة مع الاصول المحفوفة بالمخاطر (Bodie,et.al,2009,209)، وقبل معرفة النماذج الاساسية لبناء المحفظة، ينبغي البدء بتحديد المحفظة الكفوءة (Efficient Portfolio)، التي تعرف بأنها تلك المحفظة التي تتيح تحقيق اعظم عائد لمستوى معين من المخاطرة، او تقال المخاطرة لمستوى معين من العائد (Gitman, 2000, 247)، وعند دمج عدد من الاوراق المالية في المحفظة وبأوزان استثمارية مختلفة يشكل ما يسمى بالمجموعة المتاحة، وغالباً ما تتخذ هذه المجموعة شكل المظلة في فضاء العائد والمخاطرة (Waston & Head, 2015, 235) كتلك المبينة بالشكل (2−3)، إذ تمثل النقاط A و H و G و E محفظة مكونة كلياً من السهم A او من السهم H او من السهم G او من السهم E، وفيما عدا ذلك تمثل النقاط الاخرى ضمن المساحة المظللة وعلى حدودها مجموعة تراكيب متاحة، وهناك بعض من هذه المحافظ تعد غير كفوءة لكونها تقدم أدنى عائد لمقدار معين من المخاطرة، كما هو الحال بالنسبة للمحفظة (X) فهي محفظة غير كفوءة مقارنة بالمحفظة (D) التي تعطى عائداً أعلى لمستوى المخاطرة نفسه، وكذلك مقارنة بالمحفظة (C) التي تقدم مخاطرة أقل لمعدل العائد نفسه ( & Brigham .(Daves, 2019, 119



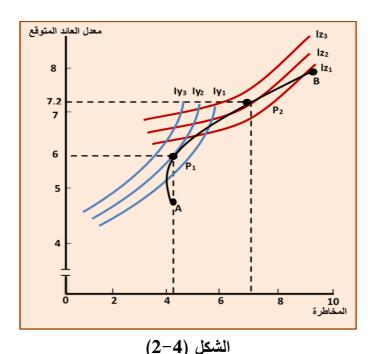
الشكل (2-3)

#### المجموعة الكفوءة للمحفظة الاستثمارية

Source: 1. Sharpe, William F. and Alexander, Gordon J. ,(1990),"Investment". 4<sup>th</sup>. ed., Prentice – Hall. Inc.,P.155.

2. Brigham, Eugene F., & Ehrhardt, Michael C.,(2017), "Financial Management-Theory and Practice", 15<sup>th</sup> ed., united state of America, South-western, P. 987.

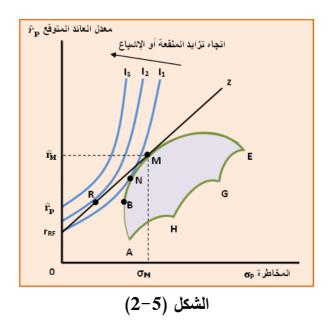
بعد ان تم تحديد مجموعة المحافظ الكفوءة، بقي ان يحدد أي من تلك المحافظ ينبغي على المستثمر اختيارها لتحديد المحفظة الكفوءة، ويقصد بالمحفظة الكفوءة Portfolio"، التي تحقق عائدات اعلى من المتوقع مع مستوى مقبول من المخاطرة (Gangadhar & Ramesh,2006,290)، وعند تحديدها ينبغي على المستثمر معرفة موقفه تجاه المخاطرة كما يظهر في دالة منفعة المستثمر او ما يسمى بمنحنيات السواء، وان دالة المبادلة بين العائد والمخاطرة للمستثمر تستند الى مفاهيم اقتصادية معيارية لنظرية المنفعة ومنحنيات السواء (Brigham&Daves,2019,119)، وعلى سبيل المثال يفترض ان هناك نوعان من المستثمرين Y و Z، كما هو موضح في الشكل (2-4)، فالمستثمر الحدادة والذي يحظى بتفضيلات حينما يختار محفظة تماس منحنيات سواء مع الجزء السفلي من الحد الكفوء، ويحقق محفظة مثلى عند النقطة الم. في حين تمثل المحفظة المحددة بالنقطة و P، في الشكل بالمحفظة المثلى للمستثمر Z، وهو الاقل تجنباً للمخاطرة، الذي سيختار محفظته بتماس منحنى سواء مع الجزء العلوي من الحد الكفوء , 2012, عما الحزء العلوي من الحد الكفوء , 174–174.



تحديد المحفظة المثلى من اسهم ذات المخاطر

Source: Brigham, Eugene F., & Ehrhardt, Michael C.,(2017), "Financial Management-Theory and Practice", 15<sup>th</sup> ed., united state of America, South- western, P. 989.

في الشكل (4–2)، تم ايضاح كيفية استخدام منحنيات السواء التحديد المحفظة الكفوءة من بين مجموعة المحافظ الممكنة، اما في الشكل (5–2)، فيوجد مخطط بياني مشابه ولكن في حالة محفظة مكونة من عدة اسهم مع افتراض ان احد هذه الاصول خالية المخاطرة معدل العائد المتوقع عليه  $r_{RF}$ ، ومن ثمّ فإن قيمة الانحراف المعياري فيه تساوي صفراً (Jordan&Miller,2018,22)، وان كلُ من المجموعة الممكنة للمحافظ المحفوفة بالمخاطر ومجموعة منحنيات السواء ( $r_{RF}$ ,1)، لمستثمر معين، وعندها تمثل النقطة N الواقعة عند تماس المنحى ( $r_{RF}$ )، مع الحد الكفوء بالاختيار للمحفظة الممكنة، إذ يحقق للمستثمر اعلى عائداً ممكناً ولكمية مخاطرة معينة، واقل درجة مخاطرة لعائد متوقع معين، وفي الوقت نفسه يستطيع المستثمر ان يشكل محفظة افضل من محفظة  $r_{RF}$ ، وبهذا يستطيع المستثمر دمج هذا الاصل هناك اصلاً خالياً من المخاطرة يوفر عائداً قدره  $r_{RF}$ ، وبهذا يستطيع المستثمر دمج هذا الاصل مع محفظة الاسهم، وسيحقق ذلك من خلال رسم خط مستقيم يبدأ من  $r_{RF}$  ويلامس مجموعة المحافظ الكفوءة عند النقطة  $r_{RF}$ ، باستثناء  $r_{RF}$  لأنها مشتركة بينهما عند نقطة الاسام، وان مثيلاتها على الحد (Brigham & Ehrhardt, 2017,991).



المزج بين الاصل الخالي من المخاطرة ومحفظة السوق

Source: Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R.,(2019), "Intermediate Financial Management", 13<sup>th</sup> ed. Thomson, United States Of America, p.123.

يخلص من السرد السابق وما سبقته من طروحات "Markowitz-1952"، ان امام المستثمر عدة توليفات وفرص استثمارية، ويمكن له تحديد المحفظة الكفوءة من خلال الاختيار المدروس للورقة المالية وتفعيل سياسة التتويع فيها، للحصول على العوائد وبالقدر نفسه من المخاطرة او اقل، وعلاقة التباين المشترك بين الاوراق المالية بالمحفظة، فضلاً عن علاوة المخاطرة التي فيها، وبناءً على ذلك يبقى السؤال التالي كيف يمكن بناء محافظ استثمارية كفوءة؟ وماهى النماذج الدقيقة المستخدمة في بنائها؟

في حقيقة الامر ان الاجابة تقود الى ان الاصل في بناء المحفظة الاستثمارية هو لمدخل "Markowitz" لكنه يعاني من مشكلتين، الاول ان النموذج يحتاج الى عدد ضخم من التقديرات لاستكمال مصفوفة التباين والتباين المشترك، والثانية انه لا يقدم اي دليل ارشادي للتنبؤ بعلاوات المخاطرة، اي العوائد الفائضة للورقة المالية، والتي تعد الاساس في بناء الحد الكفء للأصول المحفوفة بالمخاطر (Bodie, et. al, 2018, 262)، ولحل هاتين المشكلتين قام كل من "Elton" « Gruber & Padberg هاتين المشكلتين قام كل من المحفوفة بالمخاطر وبسهولة بناء المحافظ من خلال تطوير معايير بسيطة يسمح للمستثمرين ان يحددوا وبسهولة بناء محافظ استثمارية وكمية الاستثمار التي ينبغي ان "The Single-Factor ينبغي المخافظ من خلال النماذج التبسيطية كأنموذج المؤشر الواحد Single-Factor واقترح المؤشر الواحد (Lala, 2014, 92 - 94)، واقترح المؤشر الواحد، انه يقوم على اساس فيما بعدهم "William Sharpe" من خلال تبنيه نموذج المؤشر الواحد، انه يقوم على اساس المراقبة المستمرة للمؤشرات السوقية لأسعار الاسهم، وتغدو حيثيات الأنموذج ان عائد ومخاطرة المراقبة المستمرة للمؤشرات السوقية لأسعار الاسهم، وتغدو حيثيات الأنموذج ان عائد ومخاطرة المراقبة المستمرة للمؤشرات السوقية لأسعار الاسهم، وتغدو حيثيات الأنموذج ان عائد ومخاطرة

كل سهم تتكون من جزأين احدهما يعزا لعوامل خاصة بالشركة والآخر الى عوامل تؤثر في السوق كافة من خلال تحليلها بإطار عام عن متغيرات الاقتصاد الكلي ومدى تأثيرها بحساسية سعر الورقة المالية في المحفظة، فضلاً عن توفيره بحل مصفوفة التباين وتسهيل واختصار عملية تحليل الاوراق المالية، بالشكل الذي يمهد بناء محافظ استثمارية كفوءة واختيار الامثل منها (Bodie,et.al,2009,259).

وعلى هذا الاساس يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى من خلال نموذج المؤشر الواحد والتي تتكون من خطوات عدة، أولها يتم تحديد الاسهم الداخلة في المحفظة، ومن ثم تصنيف وترتيب الاوراق المالية من الاعلى الى الاسفل عن طريق نسبة العائد الذي تحققه الورقة المالية فوق معدل العائد الخالي من المخاطرة، ونسبة الى مخاطرة الورقة النظامية مقاسة ببيتا " $\beta$ " ويطلق على هذه النسبة نسبة "Treynor"، وتقوم هذه النسبة بقياس مرغوبية كل سهم للإدخال في المحفظة، وثبت ذلك من خلال المعادلة التالية: (Bodie,et.al,2018,814)

Treynor Ratio = 
$$\frac{(R_i - R_f)}{\beta}$$
 .....(16)

حيث أن:  $R_i$  تمثل العائد المتوقع للورقة المالية،  $R_f$  تمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة. وتبدأ الخطوة الثانية في الأنموذج من خلال تحديد خصائص كل الأوراق المالية المرشحة لتضمينها بالمحفظة المثلى، وذلك عن طريق معدل القطع "\*Cut-Off Ratio - C"، والتي تشمل كلاً من عائد الورقة المالية الإضافية، ومخاطرتها المنتظمة وغير المنتظمة لأي مستوى من تباين السوق، وتحسب خصائص كل ورقة مالية على وفق الصيغة التالية: (Mahmud,2019,60-92)

$$C_{i} = \frac{\sigma^{2}_{Rm} \sum_{Rm} \frac{(R_{i} - R_{f})\beta}{\sigma^{2}_{e_{j}}}}{1 + \sigma^{2}_{Rm} \sum_{Rm} \frac{\beta^{2}}{\sigma^{2}_{e_{j}}}} \qquad \dots (17)$$

إذا أن:  $C_i$  تمثل خصائص الورقة المالية  $C_i$  تمثل معدل العائد عديم المخاطرة، و  $C_i$  تمثل معامل بيتا، و  $\sigma^2_{Rm}$  تمثل تباين مؤشر السوق، و  $\sigma^2_{Rm}$  تمثل تباين الورقة المالية غير المرتبط مع مؤشر السوق "مخاطر غير منتظمة".

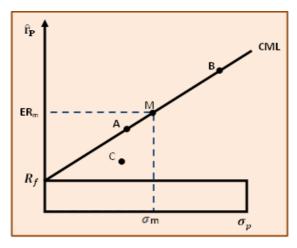
ويعرف معدل "\*C"، بأنه المؤشر الذي يمنح المستثمر القدرة على تحديد عائد الاداة الاستثمارية المقبولة في محفظته، ويعد هو المتغير الاساسي الذي يتم على اساسه تحديد الاوراق المالية التي سيتم ضمها الى المحفظة المثلى او استبعادها عنها (الداودي،2014، 47، 2016 في ذلك يحدد عدد الاسهم التي سيتم ضمها الى المحفظة المثلى من بين الاسهم المرشحة وهي

مرتبة على وفق النسبة من الاعلى الى الادنى، من خلال مقارنة العائد الى "β" لها اكبر سيتم ضمها الى المحفظة المثلى، والأصغر منها تستبعد (92-19,60).

ولتحقيق فهم افضل لمنطق أهمية نموذج المؤشر الواحد، فهو يكاد يكون اوسع عن ما تم الاقتصار عليها بالسرد السابق، كما هو الحال بالنسبة لنموذج "Markowitz"، فقد تعرض نموذج المؤشر الواحد ايضاً الى انتقادات كثيرة، اهمها انها تتعامل مع المعلمات المجهولة وغير المؤكدة او العشوائية على اساس انها حقيقية، وهناك آراء اخرى تؤيد جعل أنموذج "Bayesian"، أكثر النماذج جاذبية في بناء المحافظ الاستثمارية المثلى، كونها تستعمل معلومات مسبقة ومفيدة حول الكميات ذات الاهمية (Elabed & Baccar,2012,21-31) وعلى النقيض اشارت بعض الدراسات المؤيدة لنموذج المؤشر الواحد على انها الاقرب لواقع الاسواق المالية مقارنة مع غيرها، التي خسرت الدقة في نتائجها على حساب التعقيد الحسابي والاجرائي (Mahmud,2019,60-92)، ونخلص مما سبق ان نموذج المؤشر الواحد هو الاكثر استخداماً وعلى نطاق واسع من قبل المحللين والمستثمرين والشركات المساهمة عند بنائهم للمحافظ الاستثمارية المثلى.

# رابعاً: التفسير بأهم النماذج لبناء المحفظة الاستثمارية

سعى الباحثون للوصول الى نماذج اكثر عمومية لتوسيع نماذج المحفظة الاستثمارية وتجاوز اوجه القصور فيها، ومن هذه النماذج نموذج "Tobin-1958"، الذي وسع النموذج الذي قبله من خلال اضافة افتراض جديد الا وهو امكانية الاقراض والاقتراض بمعدل عائد خال من المخاطرة "Risk Free- $R_f$ "، الذي يتميز بأن الانحراف المعياري يساوي صفراً ويكون التباين المشترك ايضاً صفراً، ومن ثم يمكن الحصول على محفظة ذات عائد اعلى وبالمخاطرة ذاتها (Lee & Su,2014,69-76") الخلك عندما اضاف "Tobin" الاصول الخالية من المخاطرة الى تحليل المحفظة فإن نموذجه اصبح على شكل خط مستقيم يمتد من " $R_f$ "، باتجاه الحد الكفوء ل"Markowitz" وسمى هذا الخط بخط سوق راس المال Market" وسمى هذا الخط بخط سوق راس المال العلاقة بين العائد المائدة بين العائد "Line-CML" كما هو موضح في الشكل ( $\frac{6}{2}$ )، فهو بيانياً يمثل العلاقة بين العائد ومعدل (Brigham & Daves, 2019, 125).



الشكل (2-6)

### خط سوق رأس المال "CML"

Source: Lee, Ming & Su, Li.,(2014) "Capital market line based on efficient frontier of Portfolio with borrowing and lending rate", Universal Journal of Accounting and Finance 2(4),pp. 69-76.

إذ تمثل نقطة M محفظة السوق، والمحافظ التي تتوزع على طول الخط الذي يبدأ من نقطة  $R_f$  ويمر عبر نقطة M بعلاقة طردية فجميعها تعد محافظ كفوءة، بمعنى ان المحفظة التي تجمع بين محفظة السوق وكمية الإقراض والاقتراض الخالي من المخاطرة ستقع على خط CML، والمعادلة التالية تثبت ذلك بالصيغة الرياضية: , 2017, Erigham & Ehrhardt (993).

$$R_{p} = R_{f} + \left[\frac{R_{m} - R_{f}}{\sigma_{m}}\right] \sigma_{p} \qquad \dots (18)$$

 $R_m$  إذ أن:  $R_p$  تمثل العائد المتوقع للمحفظة الكفوءة، و  $R_f$  تمثل معدل الخالي من المخاطرة، و  $R_m$  تمثل عائد السوق، و  $R_m$  تمثل علاوة المخاطرة لمحفظة السوق، و  $R_m$  تمثل الانحراف المعياري.

وبما ان جل اهتمام المستثمرين منصب على مخاطر المحفظة الاستثمارية ككل متكامل وليس على المخاطر التي تترتب على كل مكوناتها بمعزل عن المكونات الاخرى، فقد جاءت اسهامات نموذج "Sharpe-1963"، لتضيف معرفة في غاية من الاهمية لنظرية المحفظة بصورة عامة والمحافظ الكفوءة بصورة خاصة، فضلاً عن فكرة علاقة الموازنة بين المخاطرة والعائد المتوقع لكل ورقة مالية في السوق، وتعاطت مع المخاطر المنتظمة التي لا يمكن تجنبها من خلال التنويع ، بل وان زيادة ذلك تتمثل بعلاوة المخاطرة التي من الممكن ان تؤدي الى زيادة عوائد المحفظة (Sharpe, et.al, 1999, 275)، هذا ويطلق على نموذجه بنموذج تسعير الاصول الرأسمالية "Capital Assets Pricing Model-CAPM"، او نموذج المؤشر

الواحد وهذه الاخيرة تمت الاشارة اليها بالفقرة السابقة، وقد بنيت نموذج "CAPM" على جملة من الافتراضات الاساسية يمكن تلخيصها بالآتى: (Brigham&Daves,2019,122)

أ- يمكن للمستثمرين كافة الاقراض والاقتراض دون حدود بسعر فائدة عديم المخاطر.

ب- يركز جميع المستثمرين على فترة احتفاظ واحدة، ويسعون لتعظيم المنفعة المتوقعة من ثرواتهم من خلال انتقاء محافظهم الاستثمارية على اساس العائد المتوقع والانحراف المعياري.

تكون تقديرات جميع المستثمرين للعوائد المتوقعة وتباينات عوائد جميع الاسهم وقيم التغاير بين جميع الاسهم متماثلة.

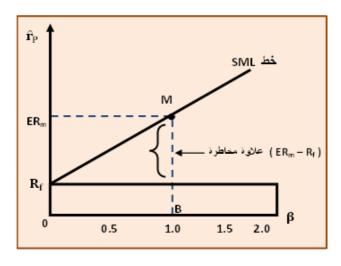
ث- ليس هناك أي ضرائب، ولا تكاليف للتداول.

ج- الأسهم كافة قابلة للتقسيم وتامة السيولة، بمعنى انه يمكن بيعها بالسعر الجاري.

واستناداً الى هذه الفرضيات فإن صيغته الرياضية تحسب على وفق المعادلة التالية: (Sharpe,et.al,1999,235)

$$RR = R_f + (R_m - R_f) \beta$$
 .....(19)

إذ تمثل RR معدل العائد المطلوب، وإن أنموذج المعادلة يتكون من قسمين، الأول حول معدل العائد الخالي من المخاطرة  $R_f$ ، والثاني علاوة المخاطرة التي تساوي عائد السوق "Sharpe" مع مطروحاً منه  $R_f$ ، ومضروباً بمعامل  $R_f$  المخاطر المنتظمة، وهنا يتفق افتراض "Tobin" مع افتراض "Tobin" ان التتويع في الاصول المالية بالمحفظة الاستثمارية يزيل المخاطر غير المنتظمة نتيجة اقتراب معامل الارتباط الى (-1)، وإن المخاطر الكلية في هذا النموذج تمثل المخاطر المنتظمة فقط، ومن ثمّ فإن مقياس الانحراف المعياري لا يعد مناسباً، ويرى "Sharpe" ان معامل  $R_f$  هو افضل مقياس للمخاطر، وذلك من خلال العلاقة بين معدل العائد المتوقع والمخاطر المقاسة بمعامل  $R_f$  والتي تمثلها صيغة خط سوق الأوراق المالية المطلوب على الاستثمار والمخاطر المقاسة بمعامل  $R_f$  والتي تمثلها صيغة هذا الخط بان معدل العائد المطلوب على الاستثمار لأي سهم عادي يتكون من عائد خالٍ من المخاطرة ومضافاً اليها علاوة المخاطرة  $R_f$  المخاطرة  $R_f$  المخاطرة ومضافاً اليها علاوة المخاطرة  $R_f$  المخاطرة ومضافاً اليها علاوة المخاطرة  $R_f$  المخاطرة  $R_f$  المخاطرة ومضافاً اليها علاوة المخاطرة  $R_f$  المخاطرة  $R_f$  المخاطرة ومضافاً اليها علاوة المخاطرة  $R_f$  المخاطرة ومضافاً اليها علاوة المخاطرة  $R_f$  المخاطرة ومضافاً اليها علاوة المخاطرة  $R_f$  المغاطرة ومضافاً اليها علاوة المخاطرة ومضافاً المؤلوب على المخاطرة ومضافاً المؤلوب على المؤلوب على المؤلوب على المؤلوب ولاؤلوب المؤلوب على المؤلو



الشكل (2-7)

خط سوق الاوراق المالية "SML"

Source: Bodie, Zvi;and Kane, Alex; and Marcus, Alan J.,(2018), "Investment", 11<sup>th</sup> ed.,McGraw – Hill Companies, INC.,USA,p.286.

يثبت الشكل (7–2) ان المستثمر يستطيع التحرك على خط "SML"، من خلال الاستثمار بنسب مختلفة من رأس ماله في محفظة السوق والاصول الخالية من المخاطرة، ويعني ذلك ان خط "SML" يقيس العلاقة بين معدل العائد المتوقع للمحفظة  $\hat{r}_P$  والمخاطرة المنتظمة ممثلة بمعامل  $\beta$ ، وان علاقة الارتباط بينهما موجبة طردية، اي كلما ازدادت قيمة  $\beta$ ، بالمقابل سيزداد معها معدل العائد المتوقع بالاتفاق مع نموذج "CAPM".

يخلص مما سبق ان هناك جملة من الاختلافات بين خط "Tobin" لـ"Sharpe"، وخط "SML" لـ"Sharpe"، حيث ان الاول يقيس العلاقة بين المخاطرة والعائد للمحفظة الكفوءة والثاني يقيس العلاقة بين المخاطرة والعائد على الاستثمار الفردي الواحد، وبغضون ذلك تقع المحافظ الكفوءة على الخطين "SML" و"SML"، والمحافظ غير الكفوءة تقع فقط على خط "SML" فضلاً عن ظهور علاوة المخاطرة فيها ايضاً، وفيما يخص قياس مخاطرة الاسهم ففي خط "SML" يتم عن طريق التباين المشترك "التغاير"، والخط "CML" بالانحراف المعياري للمحفظة (العامري،86،2013).

علاوة على ذلك فقد برهنت العديد من الدراسات على ان نموذج "CAPM" يمثل نموذجاً بوسيط واحد، بمعنى انه يعد درجة المخاطرة تابعة لمتغير واحد هو معامل β للسهم ولإيجاد اسلوب آخر يتعامل مع الحالات التي تدخل فيها عدة عوامل في تحديد شكل العلاقة بين المخاطرة والعائد، قام "Stephen Ross-1976" بابتكار مدخل سمي بنظرية التسعير المرجح "Arbitrage Pricing Theory-APT"، وفرضيتها الاساسية تؤكد ان معدل العائد لأي استثمار هو الدالة الخطية لحركة مجموعة من العوامل، ويوجد تجانس بين توقعات

المستثمرين حول العوامل الخطية المؤثرة في العائد، ويفترض النموذج أن السوق المالية كفوءة وبدون قيود (العامري،107،2013)، وان فحوى النظرية ركزت على إدخال عوامل متعددة من عوامل المخاطرة في التحليل، بدلاً من عامل واحد فقط كما في أنموذج "CAPM"، بحيث يكون العائد تابعاً لمتغيرين او اكثر، ويجعل من ذلك عوائد بعض اسهم المحفظة اكثر حساسية للعامل الاول، في حين تكون اخرى اكثر بالنسبة للعامل الثاني وهكذا تتوقف عوائد المحفظة على ما يطرأ على مختلف العوامل الرئيسة من تلك التغيرات (Brigham & Daves,2019,140-141) المطلوب على وفق هذه النظرية بالصيغة الرياضية التالية: Awad,2017,30-38)

 $R_i = E(r_i) + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + \dots + \beta_n F_n + e_i$  .......(20) بنا العائد المتوقع للسهم، و  $F_1, F_2, F_n$  تمثل العشوائي "المخاطرة الخاصة بكل عامل، و  $e_i$  تمثل الخطأ العشوائي "المخاطرة الخاصة بالشركة".

من جانبه انتقد بعض المعارضين لنظرية "APT"، ان تحديد مؤشرات أنموذجه قد تعد صعبة للتفسير، وذلك لأنها لا تعطى صورة دقيقة عن العوامل الاقتصادية المتعلقة بالمخاطر (Alshomaly & Masadeh, 2018, 330-337)، ومن ناحية اخرى حاولت العديد من الدراسات بالبحث عن نماذج اكثر دقة لقياس عائد ومخاطرة المحفظة، ونخص بالذكر الدراسة التي قام بها كل من "Fama & French-1993"، إذ افترض الباحثان في دراستهما الأولى ان خط "SML" ينبغى ان يشتمل على ثلاثة عوامل، الأول هو معامل  $\beta$  الذي يتفق مع نموذج "CAPM"، والعامل الثاني والثالث على التوالي عن حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية (Fama & French, 2020, 1-19)، غير انهما توصلا وعلى عكس المتوقع الى عدم وجود اي علاقة بين معامل eta والعائد، وذلك بعد ادخال أثري العامل الاول والثاني، لاحظ ان معدلات العائد المطلوب على السهم التي تكون لها معاملات  $\beta$  منخفضة لم تكن دون المتوسط وعن معاملات β المرتفعة لم تكن اعلى من المتوسط (مجيد، 2015، 94)، واستناداً الى النتائج السابقة طور Fama و French أنموذجاً اخر يتكون من ثلاثة عوامل، يبدأ الاول من النقطة التي انطلق منها نموذج "CAPM" الا وهي علاوة المخاطرة، والعامل الثاني يصنف جميع الاسهم حسب الشركات الصغيرة والكبيرة، وافترض أن الشركات الصغيرة تمتلك خطراً اكبر من الشركات الكبيرة لذا يكون عائد الاول اكبر من الثاني، اما العامل الثالث فهو عن القيمة الدفترية المقسومة على القيمة السوقية لحقوق الملكية -Book-to-Market Ratio" "Jordan,et.al,2018,425-426)، B/M)، إذ افترض الأنموذج انه اذا كانت القيمة السوقية

للسهم اقل من قيمتها الدفترية، فإن المستثمر يكون متشائماً حول مستقبل السهم، والعكس صحيح فإذا كانت القيمة السوقية للسهم اكبر من قيمتها الدفترية فإن المستثمر يكون متفائلاً حول مستقبل السهم، لذا فإن الشركات التي تمتلك معدلاً مرتفعاً لـ"B/M"، يكون لها عائد اكبر من الشركات التي تمتلك معدلاً منخفضاً لـ"B/M"، ويمكن تحديد معدل العائد على وفق هذا النموذج من خلال الصيغة الرياضية التالية: (Brigham& Ehrhardt,2017,277-278)

 $(\bar{r}_i - \bar{r}_{RF}) = a_i + b_i(\bar{r}_M - \bar{r}_{RF}) + c_i(\bar{r}_{SMB}) + d_i(\bar{r}_{HML}) + e_i \dots (21)$  حيث أن:  $\bar{r}_i$  تمثل معدل العائد الفعلي للورقة المالية i، و  $\bar{r}_{RF}$  تمثل معدل العائد المحفظة المخاطرة، و  $\bar{r}_{M}$  تمثل معدل عائد المحفظة المؤلفة من عائد محفظة صغيرة مطروحاً منه عائد المحفظة الكبيرة، و  $\bar{r}_{HML}$  تمثل معدل عائد المحفظة المؤلفة من شراء اوراق مالية ذات نسبة " $\bar{m}_{M}$ "، وبيع اوراق مالية ذات نسبة صغيرة من " $\bar{m}_{M}$ "، ويعكس الفرق بين معدل العائد الفعلي على الورقة المالية ومعدل العائد المقدر عليه من خلال معادلة الانحدار، وتمثل كل من " $\bar{m}_{i}$ ,  $\bar{n}_{i}$ ,  $\bar{n}_{i}$  معالم النموذج (معاملات  $\bar{n}$ ).

بناءً على ما سبق فقد توصل الباحثان الى انه توجد علاقة عكسية بين حجم الشركات والعائد المطلوب، وعلاقة طردية بين عائد السوق ومعدل "M/B"، على الرغم من ذلك فإن النموذج تعرض الى جملة من الانتقادات من قبل العديد من الباحثين امثال & Xie (2004) الذين اتفقوا على ان النموذج ثلاثي العوامل غير متكامل على الرغم من كونه قادراً على تحسين القدرة التفسيرية لعوائد الاسهم المتوقعة مقارنة مع الأنموذج "CAPM". وفي سنة 2014 قام الباحثان French و Fama بإضافة عاملين جديدين الى النموذج، يعكسان الربحية والاستثمار وذلك للوصول الى النموذج الخماسي التالي: (Bera, 2019,3)

$$(R_{it} - R_{ft}) = a_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + S_i (SMB_t) + h_i (HML_t) + r_i + (RMW_t) + c_i (CMA_t) + e_{it} \dots (22)$$

إذ أن:  $(RMW_t)$  تمثل الفرق بين عوائد محفظة الاسهم ذات الربحية القوية ومحفظة الاسهم ذات الربحية الضعيفة، و $(CAM_t)$  تمثل الفرق بين عوائد محفظة الاسهم ذات الاستثمار المرتفع ومحفظة الاسهم ذات الاستثمار المنخفض.

ومن بعدها اجريت هذه الدراسة على الاسهم المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية وتوصل الباحثان الى ان نتائج الأنموذج خماسي العوامل افضل من الأنموذج ثلاثي العوامل في تفسير عوائد الاسهم بعد اضافة اثنين من العوامل الجديدة -2020,1, Fama & French (2020,1).

(19)

والى جانب الجدل الذي اثارته الفرضيات والنظريات المالية التقليدية من نظرية "APT" ونموذج "Fama-French" ونموذج "CAPM" وغيرها، وجهت الى كل هذه النماذج انتقادات عديدة عند وضعها في موقع التطبيق، واثبتت دراسات تجريبية متتالية انه لا يمكن تفسير عوائد تشكيلات المحفظة الاستثمارية من خلال مخاطر السوق فقط، وهذا ما دفع الباحثين والمشاركين في السوق المالي من التمييز بين انماط متتوعة للعوائد والتي تعتمد على خصائص الاوراق المالية مثل اثر التقويم "Calendar Effect"، واثر الزخم "Momentum Effect"، وسميت هذه الانماط من العوائد بـ "الشذوذ" لشذوذها عن السوق الكفء (العلى، 2018، 158)، ومن هنا ظهر علم التمويل السلوكي او المالية السلوكية "Behavioral Finance-BF"، والتي عرفت بتطور ملحوظ منذ ثمانينات القرن الماضي، ودفعت الهوة الملاحظة بين النظرية المالية وتطبيقها في الواقع، من قبل العديد من الاقتصاديين ومنهم (Andrei -Richard Thaler Meir Statman -Robert Shiller -Werner De Bondt -Shleifer)، الى جانب بعض علماء النفس وفي مقدمتهم "Daniel Kahnmen" الذي حصل على جائزة نوبل عام 2002، تتويجاً لأعماله الرائجة مع "Amos Tversky" في مجال "BF"، وقد شملت بحوثهم جوانب عدة اهمها ميدان بناء المحفظة الاستثمارية (Antony,2019,1-7)، وتشير Chris" "Meier إلى أن "BF" هي فرع من فروع الاقتصاد السلوكي، وتؤكد أن هذه الاخيرة من النظريات الحديثة للتحليل الاقتصادي، التي تقرب سلوكيات الافراد بالتبصر السيكولوجي، بغية وصف وتحليل السوق واعطاء نتائج تتفق بدرجة اكبر من الواقع (Mrier,2018,421-433).

وفي ضوء هذا التصور انطلق مفهوم نظرية "BF" من منطق رئيس تفيد بأن قرارات المستثمرين في اسواق المال ليست عقلانية ورشيدة دائماً، وتتجلى في ذلك الكثير من التحيزات السلوكية كالإفراط بالثقة في قدراتهم، وسلوك القطيع، والنفور من الخسارة، فضلاً عن ردود افعال مبالغ فيها وغيرها بكثير، وكل ذلك سينعكس في اسعار الاوراق المالية، وهذا ما اهملته النظرية المالية التقليدية (Pompian,2012,11-12)، وفي هذا الاتجاه تشير (Anu Antony) إلى أن المستثمرين حسب توجه النظرية المالية التقليدية يتصفون بالسلوك العقلاني، وبظل مفهوم نظرية "BF" فهم طبيعيون، وتلخص بذلك ان سلوك المستثمرين ومدى ادراكهم للمعلومات المتاحة التي لديهم حتما ستؤثر في قراراتهم الاستثمارية وادارتهم لمحافظهم الاستثمارية، ومن ثم يقدرون درجة المخاطر التي تنطوي على قراراتهم (7-1 (Antony, 2018, 1-2)).

بناءً على المناقشة السابقة يمكن القول إن سبب ظهور نظرية المالية السلوكية كان نتيجة وجود بعض القصور في نظرية المالية التقليدية، ومن ثم فان كليهما لا تخلوان من القصور في بعض النقاط، فلا يمكن الاعتماد على نظرية وتجاهل الاخرى بشكل كامل، ولا نستطيع وصف

احداهما بأنها قادرة على حل وتحليل جميع تفسيرات العوائد والمخاطر المنوطة بالمحفظة الاستثمارية، بل ان كل واحدة مكملة للأخرى.

## خامساً: مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

قبل الخوض في عرض نماذج المؤشرات من المفيد الاشارة الى نقطة مهمة، الا وهي عند قياس اداء المحفظة لا بد من وجود مؤشر يساعد على ترتيب المحافظ على وفق أدائها الاستثماري ويأخذ بنظر الاعتبار عنصري العائد والمخاطرة معاً، واذا كان لمعدلات العوائد المتحققة عنها فقط، هذا يعني اهمال دور المهارة الادارية في المساعدة على تقليل مخاطرة المحفظة، وهذا ما سيعطي صورة غير حقيقية لأداء المحفظة، لذا من الافضل الاعتماد على العائد والمخاطرة في آن واحد (Jordan,et.al,2018,436) وفي هذا الميدان قدمت مؤشرات عدة لاحتساب اداء المحافظ الاستثمارية، وسيتم عرض عددٍ منها وكما يلي:

1. مؤشر ترينور (Treynor Index): قدم "Treynor-1965" أنموذجه الذي يقوم على اساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وهو مشابه لمقياس "Sharpe" الا انه يستخدم معامل  $\beta$  وليس الانحراف المعياري، لأنه يعطي معدل العائد الاضافي لوحدة واحدة من المخاطر الكلية (Brigham & Daves,2019,134)، وكلما ارتفعت قيمة "Treynor" كان اداء المحفظة افضل، اي نحصل على عائد اكبر لكل وحدة من المخاطر، والصيغة الرياضية التالية تستخدم لقياسه: (Bodie,et.al,2018,814)  $T_{\rm p} = (R_p - R_f)/\beta_{\rm p}$  ....... (23)

إذ أن:  $T_p$  تمثل مقياس "Treynor"، و  $R_p$  تمثل عائد المحفظة، و  $R_p$  تمثل العائد الخالي من المخاطرة، و  $\beta_n$  تمثل Beta المحفظة.

2. مؤشر شارب (Sharpe Index): قدم "Sharpe-1966" مؤشراً لقياس أداء المحفظة الاستثمارية، ويحسب بقسمة معدل العائد الإضافي للمحفظة لمدة معينة على الانحراف المعياري للعائد في تلك المدة ، إذ أن البسط هو عائد المحفظة التراكمي مقارنة مع بدائل الاستثمار في الاصول الخالية من المخاطرة، والمقام هو التراكم في تقلبات المحفظة مقارنة مع بدائل خالية من المخاطرة ويمكن التعبير عنه على وفق المعادلة الآتية: (Stewart,et.al,2019,522)

$$S_p = (R_p - R_f) / \sigma_p \qquad \dots \dots (24)$$

إذ أن:  $S_p$  تمثل مؤشر "Sharpe"، و  $R_p$  تمثل معدل العائد على المحفظة، و  $\sigma_p$  تمثل الانحراف المعياري لمعدل عوائد المحفظة،  $R_f$  العائد الخالي من المخاطرة.

3. مؤشر جنسن (Jonsen Index): يتعلق مقياس "Jonsen-1968" بتعديل علاوة المخاطرة الخاصة بنموذج "CAPM"، وإن اساس فكرة الأنموذج قائمة على ايجاد الفرق

بين مقدارين للعائد، الأول يمثل الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من المخاطرة وهو ما يعرف بالعائد الاضافي، ويكون العائد الاضافي دالة للمخاطرة المخاطرة وهو ما يعرف بالعائد الاضافي، ويكون العائد الاضافي دالة للمخاطرة المنتظمة للمحفظة ويشار اليها بقيمة ( $Alpha-\alpha$ )، اما المقدار الثاني فيتمثل بحاصل ضرب معامل  $\beta$  في علاوة المخاطرة، والمعبر عنها بالفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة، ويمكن التعبير عن النموذج بالصيغة الرياضية التالية: (Jordan,et.al,2018,438)

Jensen's Alpha =  $\alpha_p$  =  $(R_P - R_f)$  –  $[\beta_p(R_m - R_f)]$  .......(25) حيث أن: $\alpha_p$  تمثل معامل Alpha و  $\alpha_p$  تمثل متوسط عائد السوق (عائد محفظة السوق)، و  $\alpha_p$  تمثل معامل Beta المحفظة، و  $\alpha_p$  تمثل العائد الاضافي، و  $\alpha_p$  تمثل علاوة مخاطرة السوق.

كما وتشير المعادلة (25)، إلى ان معامل Alpha إذا كان موجباً فهذ يعني ان اداء المحفظة جيداً، وإذا كان سالباً فهذا يعني ان اداء المحفظة سييء، أما إذا كان صفراً فذلك دليل على ان اداء المحفظة يماثل اداء محفظة السوق.

4. مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر (Risk Adjusted Performance – RAP): وهو أحد مؤشرات اداء المحفظة الاستثمارية الذي قدمه كل من (Lean Modigliani & أحد مؤشرات اداء المحفظة الاستثمارية الذي قدمه كل من (France Modigliani–1997) ويرمز لهذا المقياس بـ — Sharpe"، لأنه يركز على التقلبات الكلية كمقياس للمخاطرة، لكن مؤشر (M²) هو سهل التفسير في تفاوت او اختلاف العائد قياساً الى مؤشر "Sharpe" مؤشر (M²) وصيغة المؤشر كما في المعادلة التالية: (Stewart,et.al,2019,522)

$$M^2 = R_{P^*} - R_m$$
 .......(26)  
= [R (p\*) + R (1 - P\*)] - R<sub>m</sub>

إذ أن: R تمثل معدل العائد للمحفظة P ومعدل العائد للورقة المالية ولتكن (T–Bills)، و P تمثل المحفظة المعدلة من قسمة الانحراف المعياري للسوق على الانحراف المعياري لعائد المحفظة، وP تمثل معدل العائد لمحفظة السوق.

الفكرة الاساسية من المعادلة (26) هو أخذ معدل العائد لمحفظة السوق وضربه في ( $P^*$ ) عندئذٍ وجمعه مع معدل العائد للورقة المالية، ومن ثم ضربه في ( $P^*$ ) والناتج سيمثل ( $P^*$ ) عندئذٍ نظرحه من ( $P^*$ )، ليبين مدى ارتفاعه او انخفاضه عن عائد محفظة السوق.

يخلص مما سبق ان لمؤشرات اداء المحفظة الاستثمارية اهمية كبيرة في تحديد علاوة الاستثمار بالأوراق المالية، وهي التي تتمثل في الفرق بين عائد المحفظة الاستثمارية والعائد الخالي من المخاطرة، ومقارنة تلك العلاوة مع مخاطر الاستثمار، ويبقى الفرق بينهما هو في تقدير درجة المخاطرة، كما ويلاحظ أن مؤشرات اداء المحفظة الاستثمارية بعضها يقتصر على المخاطر المنتظمة فقط وبعضها الاخر تأخذ المخاطر الكلية، وفي الحقيقة هناك نماذج عديدة اخرى تقيس اداء المحافظ الاستثمارية مثل Black – Fama – Sortino – Information الخرى تقيس اداء المحافظ الاستثمارية مثل Trynor – Sharpe – Jonsen وغيرها، ولكن تبقى النماذج التي تم ذكرها بالشرح Ratio) مهي الاكثر شهرة في الاستخدام، لذا سيتم الاعتماد عليها في تكوين المحافظ الاستثمارية.

#### المبحث الثالث

## الربط الفلسفى لمتغيرات الدراسة

في المبحث الأول من هذا الفصل تم عرض المسببات الرئيسة لتقلبات اسعار النفط ومناقشة اثارها الكبيرة في متغيرات الاقتصاد الكلي، ومن ثم انعكاساها في عوائد الاسواق المالية، واستكمالاً لما تم عرضه في فقرات المبحث الثاني ليأتي المبحث الثالث بأكثر عمقاً نحو علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بعوائد المحفظة الاستثمارية، وسيتم سردها من خلال الفقرات الاتية:

# أولاً: تأثير متغيرات الاقتصاد الكلى في عوائد المحفظة الاستثمارية

ان حدوث تقلبات بأسعار النفط سينعكس على النشاط الاقتصادي، وذلك عبر تأثيره في العديد من متغيرات الاقتصاد الكلي (كالناتج المحلي الاجمالي، سعر الفائدة، سعر الصرف معدل التضخم، وعرض النقد)، والذي سينعكس بدوره على اداء الاسواق المالية، وعلى عناصر المحافظ الاستثمارية المكونة من الاوراق المالية (الاسهم والسندات). من هنا فقد اشار الفكر الاقتصادي والمالي الى ان اسعار وعوائد الاوراق المالية (وتحديداً الاسهم)، لا يمكن ان تتحرك بمعزل عن مسار النشاط الاقتصادي، كونها تعد من اكثر اصول المحفظة الاستثمارية حساسية لظروف السوق، وللمستجدات والمعلومات الجديدة في المتغيرات الاقتصادية (أحمد،2019، والتي يمكن توضيح اليات انتقال تأثيراتها في اسعار وعوائد الاصول المالية بالآتي:

# 1. العلاقة بين GDP وعوائد المحفظة الاستثمارية

ان علاقة التأثير بين الناتج المحلي الاجمالي – GDP)، وبين عوائد مكونات المحفظة الاستثمارية المكونة من الاسهم والسندات، لابد من التسليم بان اسعار وعوائد هذه المكونات لا تتحرك صعوداً او هبوطاً بشكل منعزل عن تحرك النشاط الاقتصادي ممثلة بـ (GDP)، فقد اشارت العديد من الدراسات الى ان اسعار الاوراق المالية التي تتضمنها المحفظة وبخاصة الاسهم، تتحرك بشكل متناسق ومنتظم مع حركة النشاط الاقتصادي وبفواصل زمنية محددة، ويرى العديد من الاقتصاديين والماليين ان استقرار الاسواق المالية وتأدية مهامها على النحو الافضل يتوقف على استقرار (GDP). وقد حاولت بعض الدراسات اثبات هذه الحقيقة من خلال قياس العلاقة بينهما، وجاءت النتائج مؤيدة لهذه الفرضية واشارت السلاسل الزمنية لـ (GDP) انه لا ينمو بطريقة سلسة ومتناسقة بل يخضع الى ما يسمى بالدورة الاقتصادية "Business Cycle" (عطية، 2012، 624–626)، وعبر الانتقال بين مراحل الدورة الاقتصادية من ركود وانتعاش تتقلب اسعار اسهم الشركات، إذ ان تحسن الوضع الاقتصادي العام يؤدي الى زيادة دخول الافراد وزيادة الطلب على رؤوس الاموال

لأغراض الاستثمار ومنها شراء الاسهم، وهو ما يرفع من سعرها والعكس صحيح اذا تدهورت الحالة الاقتصادية (الخطيب، 2010، 90).

الى ذلك فإن عناصر المحفظة الاستثمارية من الاسهم والسندات تتباين شدة تأثرهما باله (GDP)، إذ تتخفض اسعار السندات في مرحلة الانتعاش الاقتصادي بسبب ارتفاع اسعار الفائدة، نظراً للعلاقة التي تربط بين اسعار السندات واسعار الفائدة وعلى العكس من ذلك، فقد تميل اسعار السندات للارتفاع في اثناء مرحلة الكساد، وذلك لان اسعار الفائدة في اثناء هذه المرحلة تبدأ بالتراجع، اما اسعار الاسهم فغالباً ما تتحرك باتجاه معاكس لحركة اسعار السندات، اذ تصل اسعار الاسهم الى اعلى مستوياتها قبيل الوصول الى مرحلة الانتعاش وتتخفض اسعارها الى ادنى مستوياتها قبيل الوصول الى مرحلة الانتعاش وتتخفض المعارها الى ادنى مستوياتها قبيل الوصول الى مرحلة الركود، وعلى هذا الاساس يرى المحللون الاقتصاديون والماليون ان حركة اسعار الاسهم مؤشر مهم للتنبؤ بالدورة الاقتصادية وبالتأكيد تؤدي التوقعات والعوامل النفسية دوراً محورياً في تحليلات الاقتصاديين (عطية، 2012، 624)

وعليه فان العلاقة التي تربط بين (GDP) وعوائد اسهم المحفظة الاستثمارية، وكما أجمعت عليه معظم الدراسات المالية والاقتصادية هي علاقة طردية فتأثير (GDP) يكون عادة كبيراً على ربحية الشركات، لان زيادة المخرجات تقود لزيادة التدفقات النقدية المتوقعة، وهذا ما سيؤدي الى ارتفاع اسعار الاسهم، ومن ثم الى زيادة العوائد المتوقعة على استثمار اسهم الشركات (Bade,2009,114)، وعند زيادة معدل نمو (GDP) يعني ان الاقتصاد في حالة الرواج، مما ينعكس اثره ايجابياً على سوق الاسهم، كما ان تطور سوق الاسهم وزيادة كفاءته وسيولته ينعكس ايجابياً على الاقتصاد وعلى معدل النمو في (GDP)، فبتطور سوق الاسهم تزداد اسعار وعوائد الاسهم ويتم التخصيص الكفوء للموارد النادرة بتوجيه الاستثمارات للشركات الأكثر نجاحاً، مما ينعكس اثره ايجابياً في زيادة (GDP) ويحدث غالباً في اثناء سنوات التوسع الاقتصادي (Pradhan,et.al,2015, 98-111).

# 2. العلاقة بين معدل الفائدة وعوائد المحفظة الاستثمارية

عادة ما يأخذ المستثمر بعين الاعتبار مستوى الفائدة التي تتسم بنسبة قليلة من المخاطرة وفي ضوء هذا السعر يكون الاستثمار في الاسهم مبررا فقط عندما يكون سعر السهم يحقق عائداً متوقعاً اعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، فقد اشارت بعض الدراسات الى ان سعر السهم المتداول في البورصة يتحدد على وفق الأرباح المتوقعة للشركة، فضلاً عن معدل سعر الفائدة كمؤشر لمعدل العائد المطلوب، فيرتفع سعر السهم اذا انخفض سعر السهم وعائدها، مع ارتفاع سعر الفائدة، اي ان العلاقة بين اسعار

الاسهم واسعار الفائدة علاقة عكسية (الخطيب، 2010، 88)، وسبب ذلك هو كما يلي: (Maysami,et.al,2004,48-61)

- أ. يؤثر ارتفاع معدلات الفائدة في مستوى ارباح الشركات بسبب ارتفاع تكلفة الديون، ومن ثم يتأثر السعر الذي سوف يدفعه المستثمرون لشراء اسهم هذه الشركات انخفاضاً بسبب انخفاض التوقعات بشأن الارباح والتوزيعات، وعند انخفاض اسعار الفائدة يحدث العكس.
- ب. يشتري العديد من المستثمرين اسهمهم من خلال الاقتراض، ومن ثم فعند ارتفاع معدلات الفائدة تصبح تكلفة الاقتراض عالية، وسوف يتردد المستثمرون في الاقتراض من اجل تحقيق عائد اعلى على الاستثمار في الاسهم، وذلك لان المهمة تصبح اصعب في حالة ارتفاع معدل الفائدة، والذي يترافق مع ارتفاع معدل التضخم، ومن ثم سوف ينخفض الطلب الكلي على الاسهم وتتخفض الاسعار، وهذا ما يؤثر في عوائدها، ومن البديهي ان تقلبات السعر انخفاضاً سوف تؤثر في الارباح والعوائد الرأسمالية للاسهم.

يتضح من حيث اتجاه العلاقة السببية ينبغي ان يسير من معدل الفائدة الى عوائد الاسهم ومن الممكن ايضاً ان تكون العلاقة في الاتجاه العكسي من عوائد الاسهم الى معدل الفائدة فبزيادة اسعار وعوائد الاسهم بوجود اتجاه صعودي في سوق الاسهم ستتمو الانشطة الاقتصادية نتيجة لزيادة الاستثمار والاستهلاك، وقد يقود ذلك إلى اتباع الدولة لسياسة نقدية متشددة فيزداد معها معدل الفائدة (بدوي والجبالي، 2016، 110).

ولرؤية خطر ارتفاع اسعار الفائدة وانخفاض معدل اعادة الاستثمار على عناصر المحفظة الاستثمارية ينبغي وضع كل من الاسهم والسندات في كفتي ميزان، فقد اشار عدد من الباحثين ان تكرار هذا الارتفاع قد يشير الى ندرة النقود في الاقتصاد، وهذا ما يدفع بالمستثمرين نحو التحول من الاصول الاقل سيولة (الاسهم)، الى الاصول التي تتمتع بسيولة عالية جداً كأذونات الخزينة (سندات قصيرة الاجل)، او سندات طويلة الاجل، وفي هذه الحالة لربما خطر ارتفاع اسعار الفائدة يجعل من سوق السندات اكثر جاذبية للمستثمرين مما يخفض حجم الطلب على الاسهم (62-48) (Maysami,et.al,2004,49)، ولكن من الوارد ان يؤثر خطر ارتفاع اسعار الفائدة في قيمة السندات التي تضمها المحفظة الاستثمارية، في حين ان خطر انخفاض معدل الاستثمار يؤثر في الدخل الذي تدره المحفظة، فإذا ضمت المحفظة سندات طويلة الاجل فهذا ارتفعت يعني أنها ستواجه خطر ارتفاع اسعار الفائدة، ولكن لن تواجه خطر انخفاض معدل اعادة الاستثمار بشكل كبير لذلك ستبقى الدخول مستقرة، وبالمقابل اذا ضمت المحفظة الاستثمارية سندات قصيرة الاجل فسيكون خطر الرفاع اسعار الفائدة اقل نسبباً، ولكن قد تتعرض لخطر انخفاض معدل الاستثمار، وفي مثل الرستفار، وفي مثل

هذه الحالة تكون قيمة المحفظة مستقرة، في حين تتقلب الدخول مع تغيرات اسعار الفائدة (Brigham & Houston, 2019, 250-251).

وفي صدد آراء بعض الباحثين الآخرين حول خطر ارتفاع اسعار الفائدة في قيمة الاسهم التي تضمها المحفظة، فقد اشاروا في حال زيادة معدلات الفائدة المتزامنة ومع ارتفاع معدل النضخم سوف تؤدي الى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الاسهم، وانخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، ومن ثم تخفيض جاذبية الاستثمار فيها، ففي هذه الحالة ستقوم الشركات بالمقابل على زيادة اسعارها، ومن ثم فهي تحافظ على مستوى ارباحها وتوزيعها او تزيد عليها، وهنا تتضح تأثيرات اسعار الفائدة عند الزيادة الكبيرة في معدل الخصم مقارنة مع الزيادة في التوزيعات، ولكن اذا لم تحدث تلك الفجوة (اي طالما كانت الشركات قادرة على رفع اسعارها)، فلا تأثير لأسعار الفائدة على عوائد الاسهم التي تدرها المحفظة (Reilly & Brown,

وعليه فإن خطر سعر الفائدة يعد عاملاً من ضمن جملة عوامل تؤثر في عوائد الاسهم، وبالنسبة للسندات فإن معظمها ومنها الحكومية قد تتعرض للمخاطر المرتبطة بارتفاع وانخفاض اسعار الفائدة، وهنا يمكن لمن يريد جعل خطر ارتفاع اسعار الفائدة في حدوده الدنيا فيقوم بالاستثمار في سندات قصيرة الاجل، ويمكن لمن يريد جعل خطر انخفاض معدل اعادة الاستثمار في حدوده الدنيا الاستثمار في سندات طويلة الاجل، ولكن ينبغي بالانتباه الى ان الاجراء الذي يقلل احدى المخاطر السابقتين يزيد الاخرى، لذلك يحاول مديرو المحافظ الاستثمارية الموازنة بين الاسهم والسندات وبمختلف اجالها قصيرة وطويلة الاجل، بشكل يجعل من المخاطرة الكلية اقل ما يمكن، وهنا يمكن ان تكون المحفظة الاستثمارية القائمة على اساس التنويع هي الكفيلة لمواجهة هذه المخاطر.

# 3. العلاقة بين سعر الصرف وعوائد المحفظة الاستثمارية

يظهر تأثير سعر الصرف في عوائد الاسهم التي تدرها المحفظة الاستثمارية، وعبر اشكال عدة خاصة في الاقتصادات المتقدمة والمتكاملة مالياً مع السوق العالمي، اما في الدول النامية فإن تأثير سعر الصرف يكون من خلال تأثيره في التدفقات النقدية للمشروعات المستوردة فانخفاض سعر صرف العملة المحلية يرفع من كلفة المستوردات، وبالنتيجة يقل التدفق النقدي للمشروعات التي تستورد مواردها الخاصة من الخارج، ويكون العكس صحيحاً للمشروعات المصدرة لكنها قليلة نسبياً في الاقتصادات النامية، وإن استبدال العملة الوطنية بالعملة المحلية في اوقات ضعف العملة المحلية يؤدي الى انخفاض اسعار الاسهم، وقد يدفع ذلك ايضاً الى انخفاض قيمة العملة الوطنية بالأفراد الى التخلص من احتياطاتهم منها واستبدالها بأدوات اخرى

منها الاسهم وهذا ما يؤدي بدوره الى زيادة الطلب على الاسهم وارتفاع اسعارها ويظهر ذلك واضحاً على عوائد المحفظة الاستثمارية (الخطيب، 2010، 88-88).

ومن جانب آخر يلاحظ عند تزايد قيمة معدلات الصرف، وتحديداً في الاقتصادات التي تعتمد على التصدير، فتتخفض القوة الشرائية فيها بشكل ملحوظ، ومن ثم تتحول المدخرات الى الاستهلاك عوضاً عن الاستثمار، وهذا ما يؤدي الى انخفاض اسعار الاسهم وعوائدها الرأسمالية، ومن ثم فمن المفترض وجود علاقة عكسية بين اسعار الصرف وعوائد المحفظة الاستثمارية المتضمنة بالأسهم (Issahaku,et.al,2013,1050)، الى ذلك فقد اشار عدد من الباحثين ومنهم (Caporale & Hunter & Ali)، إلى ان اتجاه سير العلاقة بين اسعار الصرف وعوائد المحفظة الاستثمارية، يمكن بيانها من خلال مدخلين هما المدخل التقليدي ومدخل المحفظة، فالمدخل التقليدي "Traditional Approach" الذي يعتمد على النماذج الموجهة بالتدفق "Flow-Oriented Models"، والذي يعنى أن اسعار الصرف هي التي تؤثر في اسعار وعوائد اسهم المحفظة، وقد يؤثر سعر الصرف طردياً او عكسياً في اسعار وعوائد الأسهم التي تتضمنها المحفظة، اما مدخل المحفظة "Portfolio Approach" فيعتمد على النماذج الموجهة بالأسهم "Stock-Oriented Models"، حيث ان اسعار الأسهم هي التي تؤثر في اسعار الصرف، وهنا قد يستجيب سعر الصرف للزيادة في الطلب على عناصر المحفظة الاستثمارية من الاسهم والسندات، فالاتجاه بالصعود لسوق الاسهم سيعطى اشارة ايجابية لمستقبل الاقتصاد الوطني، وهذا ما يدفع بالزيادة من التدفقات الرأسمالية الداخلة للدولة، فيرتفع سعر صرف العملة المحلية (Caporale, et.al, 2014, 90-99).

بناءً على ما تقدم فإن العلاقة بين سعر الصرف وعوائد المحفظة الاستثمارية، يمكن ان تكون عكسية واحياناً اخرى قد تكون طردية، وفي حقيقة الامر فإن ذلك يعتمد على اقتصاد الدولة كما اشير سابقاً، فإذا كان اقتصاد الدولة يعتمد بشكل اكبر على الواردات فإن ارتفاع سعر الصرف نتيجة لانخفاض قيمة العملة سيؤدي إلى زيادة اسعار المدخلات، وهذا ما يؤدي الى انخفاض هامش ربح الشركة، وقد يؤدي انخفاض قيمة العملة الى توقع زيادة سعر الصرف في المستقبل، مما يقلل من الاستثمارات داخل البلد، اما اذا كان اقتصاد الدولة يعتمد بشكل اكبر على الصادرات فإن ذلك يؤدي الى زيادة اسعار الاسهم ومن ثم يؤثر ذلك في عوائد المحفظة الاستثمارية.

## 4. العلاقة بين التضخم وعوائد المحفظة الاستثمارية

وفي اطار دور العلاقة بين معدلات التضخم واسهم المحفظة الاستثمارية، فإنها تتأرجح بين العلاقة العكسية والطردية، ففي الحالة الاولى يحدث ذلك بسبب انخفاض حجم السيولة الموجهة لأغراض الاستثمار في الاسهم، نتيجة زيادة كمية الاموال المخصصة للإنتاج الاستهلاكي لتعويض انخفاض القوة الشرائية الحاصلة بسبب التضخم، اما الحالة الثانية فعندما يتجه المستثمرون الى حماية مدخراتهم بسبب التضخم، فزيادة حجم استثماراتهم في الاسهم يؤثر برفع اسعارها (الخطيب، 2010، 89)، واذا كان الحديث حول التدفقات النقدية فإنه عند ارتفاع معدلات التضخم تتخفض القوة الشرائية للنقود، ومن ثمّ تتخفض القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية المستثمرون بمحاولات بيع اسهم محافظهم، وهذا ما سيؤدي الى انخفاض اسعارها، وستتحقق للمستثمرين عوائد رأسمالية سالبة & Benakovice).

وقد اشارت العديد من الدراسات التطبيقية الى وجود علاقة سلبية بين اسعار الاسهم ونسب التضخم، فزيادة نسب الاخير تقود لاتخفاض نمو الارباح المتوقعة وارتفاع نسبة الايرادات المطلوبة، الى ذلك فقد اوضحت دراسة (1971) Fama، التي توقعت وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم من جهة، واسعار وعوائد اسهم المحفظة من جهة اخرى، فبزيادة معدل التضخم ينكمش النشاط الاقتصادي الحقيقي ويقل الطلب على الاموال، فتقل الارباح المستقبلية وعوائد الاسهم، علاوة على ذلك فإن زيادة معدل التضخم تؤدي إلى زيادة الحد الادنى من العائد المطلوب على الاستثمار، كما تؤدي إلى انخفاض التوزيعات الحقيقية المستقبلية المدفوعة لحملة الاسهم، وهذا يعني انخفاض جاذبية اسهم المحفظة، مما يؤدي إلى انخفاض اسعارها وعوائدها بالتبعية (بدوي والجبالي، 2016، 110).

وتم التحقق من دراسة "Fama" من خلال دراسات عديدة لاحقة، إحداها اجريت من قبل (Kaul,1987)، وتوصل من خلالها الى ان العلاقة شبه معدومة او ضعيفة جداً لكنها موجبة (Kaul,1987,253) على وقق مدخل التوقعات (Kaul,1987,253)، واكدت فيما بعد دراسة (Snead,1998) على وقق مدخل التوقعات الرشيدة "Rational Expectations Approach" فأن اسعار الاسهم تستجيب للتغيرات المتوقعة في التضخم، ومن ثم يمكن استخدام اسعار اسهم المحفظة للتنبؤ بالتضخم (بدوي والجبالي، 2016، 111)، كما واشارت دراسة (Sharpe,1999) إلى ان زيادة التضخم المتوقع بدرجة مئوية واحدة يقود لزيادة العوائد الحقيقية المتوقعة بالنسبة نفسها، والتي تقدر بحوالي 20% انخفاضا في اسعار الاسهم (Ozbay, 2009,12-13)، وبهذا يعد التضخم ذا اهمية كبيرة على اداء الاسواق المالية وعلى عوائد محافظها الاستثمارية، وهي التي تميز بين العائد النقدي والعائد الحقيقي، إذ ان المستثمرين يهتمون اكثر بالعائد الحقيقي لمحافظهم الاستثمارية، لأنه

يقيس التحسن الذي تم احرازه جراء الاستثمار، فعندما تكون نسبة التضخم عالية فإنه لابد من ان يكون العائد النقدي للمحفظة عالياً بدرجة كافية ليعوض الانخفاض في القوة الشرائية (Wasserfallen, 1989, 618) وقد لاحظ (Risk Premium)، وقد لاحظ (Risk Premium وهبوطاً في اسعار الاسهم، اذ عادة ما تقوم السلطات النقدية باتباع سياسة نقدية توسعية لاستهداف التضخم مما يقود لارتفاع نسبة العائد المطلوب (Ozbay, 2009,12-13).

## 5. العلاقة بين عرض النقد وعوائد المحفظة الاستثمارية

من اهم المتغيرات النقدية التي تعد من ضمن متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسة هو العرض النقدي، وحول ذلك يوجد جدل كبير سواء من الناحية النظرية أم التطبيقية بشأن اتجاه العلاقة بينها وبين عوائد اسهم المحفظة الاستثمارية، فهناك نظريات ودراسات تطبيقية تؤكد ان اتجاه العلاقة يسير من العرض النقدي لعوائد الاسهم، في حين تؤكد نظريات ودراسات اخرى على ان العلاقة تتجه من عوائد الاسهم للعرض النقدي، ليس ذلك فحسب، بل هناك اختلاف نظري وتطبيقي بشأن نوع العلاقة هل هي طردية أم عكسية؟ فعلى وفق الأنموذج الكلاسيكي الجديد ان المستثمرين قد يستجيبون للأخبار المهمة بتعديل محافظهم الاستثمارية، لان هذه الأخبار يمكن ان تغير من عوائد ومخاطر الاوراق المالية بالمحفظة الاستثمارية، وتعد التغيرات في العرض النقدي مؤشراً للتغيرات في الظروف الاقتصادية الكلية المستقبلية، ويفترض الكلاسيكيون الجدد ان العرض النقدي هو الذي يغير من اسعار الاسهم وليس العكس، كما ان هذه العلاقة يمكن ان تكون طردية (بدوي والجبالي، 2016، 107)، الى ذلك فقد شكك عدد من الاقتصاديين في التحليل السابق. وعن دراسة الاقتصادي (Keran (1971 كحظ وجود علاقة عكسية تربط بين عرض النقد واسعار الاوراق المالية، وفسر ذلك على اساس ان لزيادة عرض النقد تأثير ايجابي في ارباح الشركات، كما ويرى (Friedman,1988) ان لها ايضاً تأثيراً سلبياً وقد يكون ناجماً عن حدوث التضخم، ومن الممكن ان يؤدي ذلك في النهاية الى زيادة الحد الادنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون على الاسهم، ومن ثم فان هذا ما يؤدي الى انخفاض اسعار الاسهم، وقد اجريت العديد من الدراسات اللاحقة حول ذلك، وتوصلت الى ان الزيادة في عرض النقد يمكن ان تترك أثراً ايجابياً في أسعار الاسهم بحيث يفوق التأثير السلبي، وان عرض النقد يرتبط بعلاقة طردية مع اسعار الاسهم وهو ما توصل اليه Friedman، والعكس يصبح صحيحاً اذا ما اتضح ان لزيادة عرض النقد اثراً سلبياً في عوائد اسهم المحفظة، بحيث يفوق الاثر الايجابي في النشاط الاقتصادي ومن ثم في اسعار اسهم المحفظة الاستثمارية، وهذا ما توصل اليه الاقتصادي Keran (Mustafa, et.al, 2013, 148-156) (Mustafa, et.al, 2013, 148-156) وتوجد تبريرات نظرية اخرى تؤكد ان اتجاه العلاقة يسير من العرض النقدي لأسعار وعوائد اسهم المحفظة الاستثمارية، ولكن هذه العلاقة عكسية وليست طردية، فزيادة العرض النقدي تزيد من معدلات التضخم وهذا ما يؤدي الى زيادة الحد الادنى من العائد المطلوب على الاستثمار، وكذلك انخفاض اسعار الاسهم المتداولة بالأسواق المالية وانخفاض عوائدها، كما ان زيادة معدل التضخم نتيجة لزيادة العرض النقدي قد تؤدي إلى انخفاض التوزيعات الحقيقية المستقبلية المدفوعة لحملة الاسهم، وهذا يعني انخفاض جاذبية الاسهم فتقل اسعارها (بدوي والجبالي، 2016، 107)، وقد ترتفع اسعار الاسهم بطريقة غير مباشرة ويحدث ذلك عندما تؤدي زيادة العرض النقدي الى انخفاض اسعار الفائدة، وهذا ما يجعل من زيادة الاستثمار الذي ينعكس بدوره على زيادة الانتاج وتنخفض نسبة البطالة، وهذا يؤثر في النهاية ايجاباً على ارباح الشركات، وبذلك يتوقع ان ترتفع اسعار اسهم المحفظة الاستثمارية في الاسواق المالية وعندما ينخفض العرض النقدي عن حاجة النشاط الاقتصادي، فإن العائد على اسهم المحفظة سيعاني من الانخفاض، ومن ثم تنخفض اسعارها في الاسواق المالية (الخطيب، 2010، 87).

ونظراً لتأثير جميع انواع متغيرات الاقتصاد الكلي المذكورة آنفا في عوائد المحافظ الاستثمارية، وقد تتفاوت نسب التأثير فيه من متغير اقتصادي الى آخر، وقد تتباين علاقة التأثير فيه من نوع الى آخر، لربما تكون طردية او عكسية او بتكامل مشترك بينهما، ومهما كانت شدة التأثير وقوة العلاقة، الا انه تبقى إثارة السؤال الأهم والتي مفادها تدور حول: " ما اهمية تنويع المحفظة الاستثمارية في ظل تقلبات اسعار النفط"؟ وللإجابة عن هذا التساؤل لابد من متابعة ما سيعرض في الفقرة التالية للوقوف على قدر هذه الاهمية.

# ثانياً: إدارة وتنويع المحفظة الاستثمارية لمواجهة آثار تقلبات اسعار النفط

يقدم الاقتصاديون والاستشاريون الماليون دائماً نصائح جوهرية مهمة على وفق المثل الشهير "لا تضع كل البيض في سلة واحدة"، وهذا يعني اذا كنا نفضل ان تكون لدينا استثمارات فعالة ومربحة، فينبغي علينا ان ننوع استثماراتنا عبر شركات تابعة لقطاعات اقتصادية مختلفة، بدلاً من الاعتماد على شركة واحدة، وقد يكون اقتصاد دولة ما يتمتع بالازدهار وفيها شركات ذات كفاءة عالية، او فيها شركات اخرى متعثرة وفاشلة في ادارة عملياتها، ففي هذه الحالة سنخسر ثرواتنا عند الاستثمار فيه، وعلى وفق ذلك ولتجنب الخسائر من الاستثمار الفردي بعينه، فمن الممكن صياغة محفظة استثمارية تهدف الى تعظيم العوائد والتقليل من المخاطر، ولكن تطبيق ذلك بنجاح يتطلب من الجانب الحكومي توفير عوامل تشجيعية لجذب المستثمرين المحليين والاجانب لتأسيس استثماراتهم، وتشمل هذه العوامل السلامة البيئية للاستثمار، واستقرار القطاع المالي ونظام ضريبي تتبع بنسب قليلة، وتسهيل اجراءات الوصول الى العمل

الاستثماري، وكل ذلك سيساعد على النجاح الاستثماري وتطوير اقتصاد البلد (Oudat,et.al,2020,465-472).

وهناك دراسات مالية عديدة تؤكد أهمية تنويع عناصر المحافظ الاستثمارية لتقليل المخاطر في ظل تقلبات اسعار النفط وتراجع العوائد الاستثمارية جراء ذلك، فمن الضروري قيام المستثمرين بتوزيع استثماراتهم عبر شركات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وان تطبيق استراتيجية التنويع في المحافظ يعد المعيار الرئيس في بناء المحفظة الاستثمارية ( .arze, et.al)، وتتمثل اهمية ذلك الى تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن ان يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمارية واحدة (لا تضع كل البيضات في سلة واحدة)، اما تتويع المحفظة فيساعد على تنوع مصادر العوائد المتحققة وتوزيع المخاطر على الاستثمارات التي بحوزة المحفظة، والتي تتأثر بتقلبات مخاطر متغيرات الاقتصاد الكلى.

وهناك عدة اساليب قد تقلل من مخاطر الاستثمار في المحفظة الاستثمارية، ويتضح ذلك من خلال الاتي: (Rutterford & Sotiropoulos, 2018, 441 – 462)

- 1. اذا كانت المخاطرة تتعلق بأسعار الفائدة وخشية من تقلبها، فهناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة والسندات، اي أنه (عندما ترتفع اسعار الفائدة في السوق فإن قيمة السندات نقل ويحدث العكس تماماً)، ففي هذه الحالة يمكن اللجوء الى الاستثمار قصير الاجل بدلاً من طويل الاجل لمكونات المحفظة.
- 2. تتعلق مخاطر الاستثمار باقتصاد دولة ما، نتيجة تأثرها بالعوامل الخارجية، بحيث يخشى المستثمر من نقلب اسعار الاوراق المالية في السوق، ومن ثم يشعر بانخفاض قيمتها السوقية، ففي هذه الحالة يمكن تجنب هذه المخاطر عن طريق بناء محافظ استثمارية تضم اوراقاً مالية تعود لشركات تتميز بجودة عالية في منتجاتها، وذات مقدرة مالية كبيرة.
- 3. وفي حال كانت مخاطر الاستثمار تتعلق في العمل ومن ثم بالقدرة على الوفاء، فعن طريق المحفظة الاستثمارية، يمكن للمستثمر ان يتفادى المخاطر الاقتصادية من خلال تكوين محفظة تضم اوراقاً مالية، والتي لا تحتوي على مخاطر عالية كما هو الحال بالنسبة لسندات اذونات الخزينة.

وعند تكوين المحفظة الاستثمارية في ظل المتغيرات الاقتصادية وحاجات المستثمرين فلابد أن تمر عملية ادارة عملية الاستثمارية بعدة خطوات، بدءاً ببناء المحفظة الاستثمارية ومن ثم اتباع احدى السياسات اما المتحفظة او الهجومية وادارتها، بعدئذ تبدأ مرحلة المراقبة وتقييم الاداء، وعلى هذا الاساس فإن مرحلة ادارة المحفظة تعني وضع استراتيجيتين للاستثمار (الجبوري، 2017، 63-64)، الاولى هي استراتيجية المحفظة السلبية، وهي تهدف الى انشاء

محفظة متنوعة بشكل جيد من الاوراق المالية دون محاولة ايجاد الورقة المالية المسعرة بشكل خاطئ، وانها تعتمد على مبادئ وفرضيات السوق الكفوءة، والتي تفترض ان اسعار الاوراق المالية تعكس كل المعلومات المتاحة للمستثمرين، وفي ظل اتباع هذه الفرضية فإنه لا ينفي ان المحافظ المدارة بشكل سلبي، مع ذلك لا المحافظ المدارة بشكل سلبي، مع ذلك لا يمكن ان يتحقق هذا الامر باستمرار ولاسيما بعد خصم التكاليف ,Brigham & Ehrhardt, ومكن ان يتحقق هذا الاستراتيجية الثانية فهي للمحفظة النشيطة، والتي تعني تخصيص الاموال على اساس توقعات تطورات السوق في المستقبل، وقسم بعض الباحثين هذه الاستراتيجية الى ثلاث مجموعات هي: (توقيت السوق، اختيار الورقة المالية، ومحددات القطاع)، إذ تعني توقيتات السوق مراقبة الرسم البياني لأسعار الاوراق المالية في ظل الظروف الاقتصادية المتقلبة مع مرور الوقت، فتكون على وفق التوقعات عن كيفية عمل السوق لتقدير امكانية الربح في الاوقات السيئة (الجبوري، 2017، 65)، وفي اثناء هذا التوقيت يمكن اختيار الورقة المالية المبائغ في المالية المسعرة بأقل من قيمتها، واستخدام خيار البيع القصير للأوراق المالية المبائغ في قيمتها (المنصور، 2018، 14)، اما عن مجموعة الدوران حسب القطاع او الصناعة، فيمكن للشركات نقسيم الاسهم الى قطاعات عن طريق الآتي: (Elton, et.al, 2014, 719)

- 1- التصنيف على اساس المنتجات الرئيسة (سلعية او خدمية).
- 2- التصنيف على اساس الخصائص (الاستقرار، التقلبات، والنمو).
- 3- التصنيف على اساس القطاع (مالي، صناعي، خدمي، والي اخره).
- 4- التصنيف على وفق حساسية الظواهر الاقتصادية الاساسية، اي الاسهم الحساسة التي تستجيب للتغيرات الاقتصادية مثل (سعر الفائدة وسعر الصرف، معدل التضخم، الناتج المحلي، وعرض النقد)، وعلى هذا الاساس فإن المديرين يمارسون هذا النوع من التحليل لتدوير وتتويع محافظهم الاستثمارية.

وهنا يتجلى دور تنوع المحفظة الاستثمارية لمواجهة آثار مخاطر المتغيرات الاقتصادية الناتجة عن تقلبات اسعار النفط، فتشير الاوساط المالية الى ان المستثمرين افرادا كانوا ام مؤسسات يلجؤون الى استثمار الفائض من أموالهم ضمن محفظة استثمارية، والتي تحتوى على انواع مختلفة من الاوراق المالية، اذ ان تنوع هذه الاوراق ستؤدي الى تشتت هذه الاخطار من خلال تغطيتها بأوراق مالية اخرى، وصياغة ذلك بكفاءة عالية تتطلب وجود ادارة مالية حكيمة، تقوم ببناء محافظ استثمارية قائمة على اساس التنويع بالاستثمارات من اسهم طويلة وقصيرة الأجل ذات خطورة متفاوتة، وسندات واذونات خزينة مختلفة، ومن خلال هذا التنوع تتم تغطية

المخاطر التي من الممكن ان تحدث لنوع معين من هذه الاوراق المالية بنوع اخر من الاوراق التي تم الاستثمار فيها من قبل الشركة نفسها (الجنابي، 2019، 29–38).

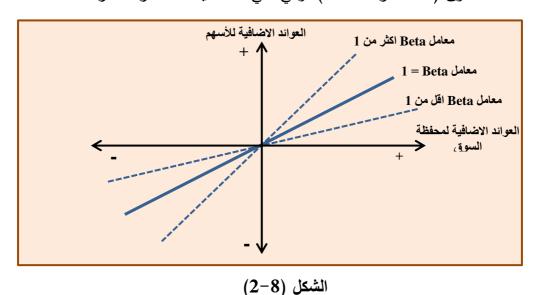
ويقود ذلك الى ضرورة التعمق في فهم اكثر حول عوائد المحفظة الاستثمارية ومدى تأثرها بتقلبات العوامل الاقتصادية في الدول النفطية، وقد اشير سابقاً الى ان عوائد اسهم وسندات المحفظة ايضاً تكون متقلبة لأنها تتأثر بتقلبات متغيرات الاقتصاد الكلي المتأثرة بتغيرات اسعار النفط، الى ذلك تكاد تكون جميع هذه المتغيرات الاقتصادية من ضمن المخاطر المنتظمة (مخاطر سوقية)، وكما ذكر سلفاً أن المخاطر غير المنتظمة يمكن تجنبها من خلال اتباع سياسة التنويع، ولكن كيف يتم تجنب المخاطر المنتظمة في ظل مخاطر متغيرات النشاط الاقتصادي"؟

والاجابة عن هذا التساؤل تكمن من خلال الفهم للمخاطر المنتظمة، والتي تتميز بصورة عامة انها تصيب الأوراق المالية كافة في السوق المالي، ومن الصعب على المستثمر التخلص منها او نقلها او تخفيضها بالتتويع، لكن يرى "Frengh"، انه يمكن التقليل من المخاطر المنتظمة بالتتويع، ولكن ليس "بالتتويع البسيط Simple Diversification"، او كما يسمى بالتنويع العشوائي "Random Diversification"، وانما بواسطة تنويع Diversification)، ويسمى ايضاً بالتنويع الكفوءة (Optimal Diversification) (الكندى، 2019، 79)، وعند اتباع النوع الاخير من التنويع فهذا يعني مهما كانت شدة المخاطر، فإنها لابد وان تكون متفاوتة في قوة تأثيرها في عوائد المحفظة من متغير اقتصادي الى آخر وعلى مختلف شركات القطاعات الاقتصادية في الدولة (Oudat,et.al,2020,465-472)، ومن الآثار التي تنجم عن ذلك انه يؤدي الى تحقيق عوائد اعلى للمستثمرين، ويمكن تسميتها بفرضية المخاطر "Risk Hypothesis"، والتي توضح التفاعل الذي يحدث ما بين المخاطرة والتنويع والاداء، ومن ثمّ يمكن ان يؤدي التتويع الامثل الى خفض المخاطر، وهذا ما يشجع المستثمرين على الاستثمار في مجالات اكثر مخاطرة، وحصولهم على عوائد اعلى ,Buchner, et.al) (535-2017,519، وبذلك يمكن تضمين محفظة استثمارية بأوراق مالية على ان تتصف بمعامل Beta منخفضة، فضلاً عما تتسم العلاقة بين عوائدها بمعاملات ارتباط سالبة، لأن هذا من شأنه ايضاً ان يخفض من شدة مخاطر السوق، ولكن يستحيل التخلص منها نهائياً (الكندي، .(79, 2019

وعند تطبيق معامل Beta في الميدان المالي عموماً، وفي اطار نموذج تسعير الاصول الرأسمالية "Capital Assets Pricing Model –CAPM"، على وجه التحديد فإنها تستخدم للتعرف على استجابة الاصول المالية الى مؤشرات الاقتصاد الكلي، اي انها تقيس مدى اسهام حساسية عوائد الاسهم للمخاطر الكلية لمحفظة السوق ,Brigham & Houston)

(2020,289) أو بعبارة اخرى انه طالما كانت المحفظة الاستثمارية الكفوءة تعمل على استبعاد المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنويع، فإن معامل Beta يؤشر لنا عن مقدار المخاطر المخاطر غير المنتظمة، مما يعني وضع المستثمر امام خياره في اختيار او تحمل تلك المخاطرة من خلال اقتنائه للأسهم المعنية، او تجنبه والتحول عنه الى استثمار آخر (عبدالحميد وآخرون، 2010).

وعليه يمكن القول إنه يمكن التعامل مع المخاطر المنتظمة التي تشمل متغيرات الاقتصاد الكلي والمتأثرة بتقلبات اسعار النفط، عن طريق استخدام معامل Beta، فإذا كان سهم شركة معينة مرتبطة بشكل ايجابي مع مخاطر متغيرات الاقتصاد الكلي، فإن السهم يملك موجبة لهذه المتغيرات، وبالعكس إذا كانت العلاقة سلبية فإن Beta تكون سالبة او يكون مقدارها صفراً، اذا لم تكن هناك علاقة ابداً بين الاثنين، وليس من الصعب تصور وجود بعض الاسهم مع Beta موجبة وغيرها سالبة مع الاثار التي تتركها تقلبات اسعار النفط & Kuwornu) ويمكن حساب معامل Beta بيانياً، إذ يمثل العوائد الاضافية للأسهم على المحور العمودي، والعوائد الاضافية لمحفظة السوق على المحور الافقي، كما يبين الشكل على المحور العمودي، والعوائد الاضافية لمحفظة السوق على المحور الافقي، كما يبين الشكل عوائد محفظة السوق ( المخاطر المنتظمة)، وهي التي تمثل ميل الانحدار المقدر.



القيم المختلفة من معامل Beta

Source: James, C. Van Horne, John, M. Wachowicz, Jr. ,(2009), "Fundamentals of Financial Management", 13<sup>th</sup> Ed., Prentice-Hall, Inc., p.108.

في السياق ذاته يثبت الشكل (2-8) أنه كلما كان معامل Beta اكبر كانت مخاطر السوق المتمثلة بمخاطر متغيرات الاقتصاد الكلى عليها اكبر، وإذا كان معامل Beta معدوماً

فلن تكون للسهم اي مخاطر سوقية، اما اذا كانت قيمة معامل Beta مساوية للواحد الصحيح فإن كامل مخاطر السهم هي من مخاطر الاقتصاد الكلي الناتجة ضمن جزء منها عن تأثرها بتقلبات أسعار النفط في اسواق النفط العالمية (Brigham & Daves,2019,135) وعندها يطلب المستثمرون مقدار العائد نظير تحملهم لمخاطر هذه التقلبات جراء عمليات استثماراتهم، ويطلق عليه (علاوة المخاطرة – Risk Premium)، المشار اليه مفصلاً في الفقرة الرابعة من المبحث الثاني.

بناءً على ذلك فإن معامل Beta تعد المؤشر الأساسي الذي يبحث المستثمرون عنه ليعكس مدى المخاطرة الكامنة في السهم، ولغرض اشباع هذه الرغبة تلجأ المؤسسات المختصة والصحف والدوريات المالية الي احتساب معامل Beta الخاصة بكل شركة ونشرها دورياً، إذ نجد في كل عدد جديد من هذه الصحف والدوريات القائمة على احتساب معامل Beta لمجموعة جديدة من الشركات (Kuwornu &Victor, 2011, 49-58).

ولابد من الإشارة للأنموذج الرئيسة للمحفظة الاستثمارية، وكما تم ذكره فإن هناك عدة نماذج تعود لنظريات تقليدية وحديثة تفسر ذلك، ومن بين اهمها نموذجان رئيسان هما كل من نموذج "CAPM"، ونموذج نظرية التسعير المرجح "CAPM"، ونموذج نظرية التسعير المرجح "CAPM" أن هناك عاملاً واحداً فقط يؤثر في العائد والمخاطرة المنتظمة والتي تقاس بمعامل Beta، في حين ان فحوى نظرية "APT"، وهي تعد بأن هناك عوامل متعددة يمكن ادخالها من عوامل التحليل في المخاطرة، وما يجعل من معدل العائد المطلوب تابعاً لمتغيرين او ثلاثة او اربعة متغيرات.

لذا يعد أنموذج "APT" أن أنموذج "CAPM" غير مكتمل حيث ان اصلين ذوات معامل Beta متطابق، ويتفاعلان بحساسية مختلفة مع حدث اقتصادي خارجي، استنادا الى ذلك، لتقييم المخاطرة وقيمة الاصل المالي الفعلية تقوم نظرية "APT"، على ادخال وبأوزان نسبية مختلفة وحسب طبيعة الاصل المالي، وتفسر تأثير العوامل الاقتصادية الخارجية على عائد السهم، مثل التغيرات في اسعار النفط والمعادن الثمينة، والتغير الحاصل في معدل التضخم، والاجمالي من الناتج المحلي، والتغير في اسعار الفائدة والصرف، وكذلك في العرض النقدي وغيرها الناتج المحلي، والتغير في اسعار الفائدة والصرف، وكذلك في العرض المطلوب (او العائد المعلوب (او العائد الفعلي) على السهم تابعاً لمتغير واحد (العائد على السوق)، إذ يمكننا عدّه تابعاً لمتغيرات اقتصادية متعددة، وقد تكون بعض الاسهم (مجموعات الاسهم) اكثر حساسية للعامل الأول في حين تكون اخرى اكثر حساسية للعامل الثاني وهكذا، وتتوقف عوائد المحفظة الاستثمارية على ما يطرأ على مختلف العوامل الرئيسة لتلك المتغيرات —Brigham & Daves, 2019,140 المتغيرات —Brigham & Daves, 2019,140

مما سبق تفسيره فإن النموذج الاخير هو الاكثر واقعية، الا إنه اقل استخداماً لأنه يستند الى نظرية رياضية واحصائية شديدة التعقيد، وان نتائج اختبارات النماذج للنظرية التقليدية والحديثة تختلف من منطقة مالية الى اخرى، ومن ثمّ ما يصلح في منطقة قد لا يصلح في اخرى، لهذا تطوع اغلب الدراسات بأحد اهم هذه النماذج وهو نموذج "CAPM" مع خصوصية الاسواق المالية العربية.

## ثالثاً: المحفظة الاستثمارية والقيمة المعرضة للخطر

هذالك العديد من الدراسات التي اشارت إلى أن نماذج القيمة المعرضة للمخاطرة يمكن ان تقوم ببناء محافظ استثمارية، ومن خلالها قد تعالج المخاطر السوقية المتمثلة بمخاطر متغيرات الاقتصاد الكلي، ومن الدراسات التي دعمت ذلك، دراسة (2001) Campbell,et.al (2001) إذ أجريت على عينة من الاسهم المتداولة في مؤشر (S&P) والسندات الامريكية طويلة الاجل وتوصلت دراستهم الى ان استخدام مقياس القيمة المعرضة للخطر يمكن ان يؤدي الى مكونات المحفظة الاستثمارية، وهي تختلف عن التي يتم اختيارها باستخدام مقياس الانحراف المعياري اي على وفق نظرية المحفظة التقليدية، اما دراسة العباس (2006) فقد طبقت على عدد من الاسواق المالية العربية، واسهم الشركات العراقية، وتوصلت الى نتيجة مفادها ان نماذج القيمة المعرضة للمخاطرة تستطيع ان تقدر الخسائر الى اقرب ما تكون من الواقع الفعلي للمحافظ الاستثمارية في اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية المعرضة للمخاطرة في اختيار الدراسات الحديثة التي تناولت القيمة المعرضة للخطر والمحفظة الاستثمارية هي دراسة Juniar الدراسات الحديثة التي تناولت القيمة المعرضة للخطر والمحفظة الاستثمارية هي دراسة عماكاة ومنتكار كانها تفسر خطر وعوائد المحفظة الاستثمارية من خلال استخدام محاكاة مونت كارلو، لأنها تفسر خطر وعوائد المحفظة الاستثمارية.

يتضح مما سبق ان المستثمرين في اسواق المال بدأوا بالاهتمام بخريطة محافظهم الاستثمارية، خاصة بعد حدوث التقلبات الاقتصادية المتكررة من متغيرات الاقتصاد الكلي على المؤسسات المالية وغير المالية، واصبح ذلك يشكل خطراً على الاقتصاد، وهذا ما دفع إلى الجدل بين العلماء والخبراء الماليين حول كيفية تخفيض وطأة التهديدات على استراتيجية محافظ الاستثمار، وكل ذلك دعا إلى الحاجة الى ظهور المقاييس المكملة للمقاييس السابقة، والتي حاولت بمقابلة المخاطرة المتزايدة مع الاستثمار، وهذه الحاجة ادت الى ظهور الاساس الرياضي لمقياس القيمة المعرضة للمخاطرة (Value at Risk-VaR)، وتحاول (Value على تقديرها، وهي عادةً ما تعرف بالمخاطر المفروضة (Ordering Risk) التي تنشأ بالأساس من تعدد التعاملات في السوق بالمالي، والظروف الاقتصادية الشاملة، وهكذا تنعكس آثارها على أسعار جميع أدوات الاستثمار المالي، والظروف الاقتصادية الشاملة، وهكذا تنعكس آثارها على أسعار جميع أدوات الاستثمار

بشكل تقلبات سعرية صعوداً أو هبوطاً، مما يجعلها تأخذ شكل الانتظام في الحدوث وإمكانية توقعها على وفق دورات السوق المالي، علماً أن أثار هذه الأخطار تتعكس على جميع أدوات التداول مما يصعب تجنبها من خلال التنويع بالاستثمار (الجميل وحسن، 2008، 119)، وتضم (VaR) مجموعة من المعضلات الفكرية والقضايا المعرفية والمفاهيمية التي تتناول هذا المقياس وهي على النحو الآتي: (آل يحيى، 2007، 70)

- 1. العددية التي تمثل بها (VaR) بوصفها مقياس للتداول اليومي في السوق المالي.
- 2. حسم معضلة القيمة المعرضة للمخاطر الإضافية، وذلك بسبب كون المعلومات المتاحة للمستفيدين من استخدام هذا المقياس تكون متنوعة.
  - 3. تحديد معالم القيمة المعرضة للمخاطرة، والمتمثلة بمدة الاحتفاظ ومستويات الثقة.
    - 4. تقدير الخطأ في قياس (VaR).
- 5. قياس القيمة المعرضة للمخاطرة لأنواع من المخاطر الأخرى، والتي لها التأثير الكبير في نشاط المؤسسة المالية مثل (المخاطرة الائتمانية، مخاطر التدفق النقدي والعائد اليومي المعرض للمخاطر).

الى ذلك فقد جاء مفهوم مقياس (VaR) من قبل آراء عدة باحثين في الادبيات المالية والاقتصادية، فمنهم من اشار اليه بانه إحدى الطرائق الرياضية لقياس المخاطر، ومن خلال حساب مخاطر السوق فيمكن ان تحدد الحد الادنى لمستوى الخسارة في استثمارات المؤسسة المالية، والتي ستتحملها المحفظة الاستثمارية بمستوى محدد من الثقة، ولمدة زمنية معينة وفي ظروف السوق العادية (Juniar,et.al,2020,1198–1199)، بينما (VaR) ووصفها بأنها تلك الخسارة التي سيتم توقعها باحتمالية معينة، وخلال مدة زمنية محددة يتم فيها الإبقاء على تشكيلة مكونات النشاط الاستثماري نفسها (Tasi, 2004, 5) وبالاتجاه نفسه يؤكد (Starck,2008,20) انها تلك الخسارة التقديرية القصوى، والتي لا يمكن تجازوها خلال مدة الاحتفاظ، وبمستوى معين من الثقة (Starck,2008,20).

ومن خلال المفاهيم السابقة يمكن القول إن مفهوم (VaR) تعبر عن أسوأ خسارة يمكن توقعها من حيازة الاصل المالي، او محفظة استثمارية لمدة تفوق المدة الزمنية المحددة، وقد تكون (يوماً واحداً، عشرة ايام، او شهراً)، وفي ظل ظروف السوق العادية، ولمستوى ثقة محددة، يستنتج من ذلك ان المعالم الاساسية لحساب (VaR)، وهي كل من: مدة الاحتفاظ بالدرجة الحالية، ومستوى الثقة.

وبما إن تعريف (VaR) قد ركز على مدة الاحتفاظ للمؤسسة المالية\*، فبإمكان المستثمر ان يوظف امواله في المحفظة الاستثمارية، وبمستوى محدد من الثقة بحيث يساعده في تحديد الخسائر التي يتوقع حدوثها خلال المدة التي قد تفوق المدة الزمنية المراد الاستثمار فيها، فإن ترجمة هذا التعريف يمكن التعبير عنه بالصيغة الرياضية الآتية: ( Basak & Shapiro, )

 $P(W,0)-W(T) \leq VaR(\alpha) \equiv 1-\alpha......\alpha \in [0,1].......(27)$  إذ أن: P تمثل الاحتمالية المعطاة، و W تمثل مقدار الثروة المراد تعظيم قيمتها، و T تمثل المعظة، و VaR تمثل مستوى الثقة، و VaR تمثل القيمة المعرضة للخطر، مع ملاحظة ان المتغير (T)، والثابت ( $\alpha$ )، يمثلان المعلمين الاساسيين في قياس VaR.

فضلاً عن كل هذا وتلك فإن (VaR) تأخذ بعين الاعتبار الارتباطات بين مختلف عوامل الاخطار، ففي حال إذا كان لدينا خطران فإن كل واحد منهما يعوض عن الاخر، وان مقياس (VaR) يأخذه بعين الاعتبار ويجعل من تقدير الخطر الاجمالي صغيراً نسبياً، والعكس صحيح فإذا كان لدينا خطر يؤثر في الاخر بالزيادة، فإن مقياس (VaR) يجعل من تقدير الخطر الاجمالي كبيراً نسبياً، او بعبارة اخرى فإن مقاربة (VaR) لقياس الخطر يمكن ان تعد من الجانب الجوهري لنظرية المحفظة الاستثمارية (Juniar, et.al, 2020, 1198–1200)، ومن هنا قد يبدو أن هناك نوعاً من التقارب والاختلاف بين نظرية المحفظة الاستثمارية ومقياس (VaR)، وهذا ما سيعرضه الجدول (2-2)، من صور المقارنة بينهما وذلك للتعرف على مقاييس المخاطرة بينهما، فضلاً عن الاستراتيجيات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية وباختلاف نمط الادارة المالية المكونة بينهما.

86

الجدول (2-2) مقاربة بين نظرية المحفظة والقيمة المعرضة للمخاطرة

القيمة المعرضة للمخاطرة (VaR)	نظرية المحفظة	Ü
تعطي بُعد لإيصال منهجية إدارة المخاطرة، إذ تمتلك تطبيقات لهيكل المؤسسة، والتنظيم لإدارة المخاطرة داخل المؤسسة.	لا تعطي مدىً بعيداً لمنهجية إدارة المخاطرة.	.1
تعتمد على مدخل التباين، والتباين المشترك الذي تعتمد عليه نظرية المحفظة، إلى جانب مدخل مونت كارلو والمحاكاة التاريخية التي تخضع لهذه الأسس.	تعتمد على التباين، والتباين المشترك.	.2
تطبق على مديات مشكلات المخاطرة، وعلى المخاطرة الائتمانية ومخاطرة السيولة ومخاطرة سعر السوق.	تطبق على مخاطرة السوق حصراً.	.3
لا تعطي فلسفة عامة لإدارة المخاطرة فحسب، بل تعطي إجراءات لتقدير المخاطرة الموضوعة في البيئة التنظيمية.	فلسفة خاصة بالمحفظة.	.4
تفسر على أنها أعلى خسارة محتملة وأنها قد تكون مفيدة كثيراً.	تفسر المخاطرة على أنها انحراف معياري للعائد.	.5
تعطي قواعد لتوجيه الاستثمار، وللتحويط وقرارات لإدارة المحفظة.	تعطي قواعد محددة عند توجيه الاستثمار.	.6
تمتاز بالمرونة، واختيار الإجراءات تكون مستندة إلى الضختافة.	قليلة المرونة.	.7
توحد المشكلات الإحصائية بشكل جيد مثل العوائد غير الاعتيادية.	قد لا توحد المشكلات الإحصائية.	.8

المصدر: آل يحيى، أحمد عبدالوهاب داود، 2007،"الاستثمار الاجنبي المحفظي والقيمة المعرضة للمخاطرة: دراسة تطبيقية في الاسواق الناشئة في أوربا"، اطروحة دكتوراه غير منشورة في كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، ص 150.

ويتضح من الجدول (2-2)، أن القيمة المعرضة للمخاطرة تعد امتداداً جذرياً وفلسفياً لنظرية المحفظة الحديثة، كما وتبين أن هناك عدة نماذج تفسر مقياس (VaR) ويمكن حسابه عن طريق المداخل الثلاثة الاتية:

أ. اسلوب التباين – التباين المشترك (Variance – Covariance Approach): وهو من المداخل المعلمية الذي يعتمد على العلاقات الخطية بين التقلبات والتباينات

المشتركة لعوائد الاصول المالية المكونة منها المحفظة الاستثمارية، وهذا يعود بالأساس الى حساب الانحراف المعياري، واثر التقلبات السوقية في قيمة الاصول المالية المكونة للمحفظة، ويتطلب هذا بتحديد الزمن المتوقع لتحقيق الخسارة ومستوى الثقة الذي تحدده احتمالية تحقق تلك الخسارة (ياره، 2016، 45-46).

- ب. مدخل المحاكاة التاريخية (Historical Simulation Approach): هذه الطريقة تركز على فرضية ثبات معطيات الماضي للتنبؤ افضل في المستقبل، اذن هي طريقة تهتم بتقدير توزيع تغيرات الاسعار انطلاقاً من الماضي، وعند التطبيق لهذه المتغيرات على المحفظة الاستثمارية الحالية فيتم تحديد (Var)، ويأخذ مكونات المحفظة ككل في حساب (VaR) وليس كل مكون على حدة، وبالتالي فإن (VaR) للمحفظة الاستثمارية ليست حاصل جمع (VaR) لخطر الأداة المالية فحسب، وانما هي عبارة عن (VaR) للمحفظة الاستثمارية للمحفظة الاستثمارية ككل (Abad, et.al ,2014 ,16-17).
- ت. مدخل محاكاة مونت كارلو (Monte Carlo Simulation Approach): وهي من المداخل غير المعلمية والاكثر استخداماً عندما تكون هناك حاجة لنظام (VaR) المتطور، وفي الوقت نفسه يواجه تحديات مهمة في تنفيذها، ويمكن وصف هذا المدخل بخطوتين، الاول اختيار المتغيرات التصادفية وعلاقات الارتباط والتقلبات، والثاني عن محاكاة السعر لجميع متغيرات السوق، والتي قد تبلغ الالف من المتغيرات الافتراضية ومن ثم تجميعها وبناء التوزيعات الاحتمالية للعوائد وتحديد قيمة (VaR) (ياره، 2016،

وبهذا يتكون هيكل (VaR) من مجموعة من المداخل الرئيسة للأصول المالية المكونة فيها المحفظة الاستثمارية، ويمكن الاعتماد عليها بتقدير العوائد التاريخية من خلال مصفوفة التباين المشترك، او بافتراضها عن طريق استخدام محاكاة مونت كارلو، وهذا ما سيفضيان الى التوزيع الشامل للعوائد المستقبلية، ومن ثم وصولاً الى بناء (VaR).

يخلص من السرد السابق ان نماذج القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) تعد من التقنيات الحديثة، وهي تمتلك المقدرة على معالجة اخطار متغيرات الاقتصاد الكلي المتمثلة بالمخاطر السوقية، لأن تأثير هذه الاخيرة يكون هو السريع والمفاجئ على عوائد الاستثمار ولاسيما الاستثمار المحفظي منها، كما وتعمل نماذج القيمة المعرضة للخطر على تشكيل العلاقة بين القيمة والخطر، والتي تستند إلى مبدأ واقعية التحليل، فضلاً عن اعطائها نظرة اكثر شمولية للآثار المحتملة بعيدة الآجل لأثر الاسعار في العوائد، وهذا يعني بأن نماذج هذا المقياس مفيدة لقياس مخاطر تغيرات الاقتصاد الكلي الناتجة عن تقلبات اسعار النفط على عوائد المحفظة الاستثمارية ويكون تطبيق سياسة التنويع فيها كفيلاً بتحقيق اعلى عوائد ممكنة مع ادنى مستوى

من المخاطر، وبناءً على ذلك، يبقى السؤال المطروح للنقاش هو "هل بالإمكان تطبيق نماذج القيمة المعرضة للمخاطر على عينة مجتمع دراستنا الحالية"؟ فبالعودة الى المناقشة السابقة يمكن الاجابة عن هذا التساؤل، أنه بحسب ما جاء في فقرتنا هذه من حيث التفسيرات والمفاهيم الرئيسة لنماذج (VaR) أنها تستخدم على عوائد المؤسسات المالية اكثر من المؤسسات غير المالية، باعتبار ان المؤسسات المالية تكون اكثر عرضة للمخاطر السوقية، وان العوائد فيها تحتاج الى تنبؤ اكبر بسبب حالة عدم التأكد الى ترافقها، في حين ان مجتمع وعينة الدراسات التي تشمل كافة القطاعات الاقتصادية المختلفة كافة من المؤسسات المالية وغير المالية، يصعب تطبيقها لأنها بحاجة للوصول الى اكثر دقة من حيث النتائج.

## رابعاً: مؤشرات الاسواق المالية اداة لبناء المحافظ الاستثمارية في ظل التقلبات الاقتصادية

اصبحت عولمة الاستثمارات مهمة جداً، ومن ثمّ فمؤشرات الاسواق المالية باتت أكثر اهمية، إذ يوصف المؤشر بأنه عبارة عن محفظة مكونة بعدد من الاسهم ويتوقع ان تكون لها خصائص مشابهه لمجتمعها، او انها تكون ممثلة لمجموعة محددة من الشركات او القطاعات ويفترض ان يتعقب المؤشر اداء تلك الشركات او القطاعات (المنصور، 2018، 46)، الى ذلك ذهب كل من (2015) (2018) ويعتريفهما لمؤشر السوق المالي، انه يمثل رقماً قياسياً يقيس مستوى اسعار الاسهم في السوق المالي، ليعكس ذلك مباشرة على اسعار التعامل سواء بالزيادة أم النقصان، وبالاستتاد إلى عينة من اسهم الشركات التي يتم التداول فيها، عندئذ غالباً ما يتم اختيار العينة بشكل يتيح للمؤشر ان يعكس السوق المالي المراد قياسه (Clare & المشاركين غالباً ما يتم اختيار العينة بشكل يتيح للمؤشر ان يعكس السوق المالي المراد قياسه بشكل في الاسواق المالية فضلاً عن الباحثين، وعادة ما تمثل قيمة رقمية مطلقة يُعبر عنها بشكل الملاحظة، النتبع، والقياس)، كما تسهم في تصوير اداء السوق المالي الكلي او لقطاع اقتصادي محدد، فضلاً عن مساهمتها المهمة في تعريف اتجاه السوق العام، والتي تعكس بشكل غير مباشر اتجاه النشاط الاقتصادي الكلي الدولة (داغر وصدام، 2018).

وتوجد هناك عدة مؤشرات في الاسواق المالية العالمية، تقوم بقياس حالة السوق بصفة عامة، الا ان المؤشرين التاليين يعدان من اهم مؤشرات الاسواق المالية:

1. مؤشر (Dow Jones Industrial Average – DJIA): وتعرف بالمؤشر الصناعي المتوسط، إذ يعد من اقدم المؤشرات المالية في الولايات المتحدة الامريكية، ويحصر فيها (30) سهماً من الشركات الصناعية، وعلى الرغم من اختيار هذه الاسهم لتكون ممثلة لمختلف قطاعات الاقتصاد، الا انها لا تمثل كل اسهم السوق، ومع ذلك لا يزال الاستشهاد بهذا المؤشر على نطاق واسع من قبل المستثمرين في السوق الامريكي

كمؤشر لأداء السوق (Reilly & Brown, 2012,124)، ويتحدد المؤشر بموجب الصيغة التي يتم فيها تقسيم مجموع الاسعار الجارية للاسهم الثلاثين عند الاغلاق على مجموع الاسعار المعدلة بعد التجزئة للاسهم الثلاثين، وبهذا يتم استخرج رقم المؤشر (الداودي، 2014، 66).

2. مؤشر (Standard & Poor – S&P 500): وهو المؤشر الذي يوصف للشركات القيادية في الصناعات القائدة، ويهتم هذا المؤشر بقياس متوسط اسهم (500) للشركات الامريكية، ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الاسعار في سوق رأس المال الامريكي إذ تمثل الشركات الصناعية منها (400) سهم، وشركات المنافع العامة مثل الاتصالات والكهرباء والماء (40) سهماً، وشركات النقل (20) سهماً، وشركات الخدمات المالية والمصارف والتأمين (40) سهماً، وعندها تعد هذا المؤشر من اكثرها شيوعاً عند تقييم الاداء العام لسوق الاوراق المالية في الولايات المتحدة الامريكية (Block&French,2002,18-19).

فضلاً عن مؤشرات الأسواق مالية عالمية اخرى مثل مؤشر (Nikkei) الياباني، الذي يعد من اهم المؤشرات الآسيوية على الاطلاق، وكذلك مؤشر (DAX) الالماني، ومؤشر (Hang Seng) الصيني، ومؤشر (CAC-40) الفرنسي وغيرها بكثير (Bodie,et.al,2018,48-49)، اما بالنسبة للأسواق المالية العربية فيمكن تقسيمها من حيث مؤشرات الأداء الى مستويين رئيسين، يتضمن الاول مستوى الاداء المالي العالي مثل سوق: (الكويت، الاسهم السعودي، الامارات، البحرين، وعُمان المالي)، كونها تعود لبلدان نفطية غنية ذات دخول عالية، في حين تتدرج باقي اسواق المال العربية ضمن مستوى الأداء المنخفض، والجدير بالذكر ان مؤشر سوق العراق للأوراق المالية لم يشهد تطوراً ينسجم مع الثروة النفطية للبلد، ومنذ نشوء سوقها المالي في سنة 1991 والبلد يمر بالظروف الاستثنائية بدءاً من الحصار الاقتصادي، والى الاسباب السياسية والامنية وغيرها (آل طعمة، 2014).

هذا يعني أن الدول ذات الاقتصادات النفطية سواء أكان مستوى اداء اسواقها المالية عالياً أم منخفضة، فتكاد تكون لها دخول عالية من الايرادات النفطية، وبالوقت نفسه فإنها تتأثر بنقلبات الاسعار النفطية، ومن ثمّ تحدث التقلبات لنشاطها الاقتصادي، ومن ثم حتى يعكس ذلك مؤشرات سوقها المالي ايضاً (Oudat, et.al, 2020, 465–470)، ما يعني ذلك ان هناك علاقة قوية بين المتغيرات الخارجية التي تؤثر في النشاط الاقتصادي للدولة وبين مؤشر اسواقها المالية، فإذا كان نشاط الشركات التابعة للقطاعات الاقتصادية المدرجة ضمن الاسواق المالية، وتمثل تداول اوراقها المالية هي الجانب الاكبر من النشاط الاقتصادي، فمن شأن مؤشر سوقها المالي ان تمثل المرآة للحالة الاقتصادية في البلد (Block & French, 2002,18–20).

ويبقى السؤال المطروح: "هل ان مؤشر السوق المالي يعكس حركة الاسهم جميعها بالتساوي"؟ او بعبارة اخرى، "هل ان انخفاض او ارتفاع اي سهم نتيجة تأثرها بالنشاط الاقتصادي فيتأثر بها المؤشر العام للسوق المالي"؟

وقد تباينت وجهات نظر الباحثين حول تبرير استخدام المؤشر العام لأسعار الاسهم، إذ تعتمد وجهة نظر الاولى على النموذج التقليدي لتحديد سعر السهم، بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية، فكلما ارتفعت توقعات الارباح ترتفع اسعار الاسهم، ويحدث العكس في حالة الانخفاض، عندئذٍ من الممكن ان يبعث سوق رأس المال اشارات خاطئة عن مستقبل الوضع الاقتصادي العام، فيما يشير إلى وجهة النظر الثانية حول التأثيرات النفسية لتغيرات اسعار الاسهم، قد تحدث حالة من التفاؤل عندما يشعر الافراد بان الوضع الاقتصادي في حالة الانتعاش، ويحدث التشاؤم عند حالات الركود والكساد، مما تتخفض رغبة المستثمرين في الاستثمار ذات المخاطر العالية كالأسهم (الشكرجي وتاج الدين، 2008، 75-76).

عموماً فإن مؤشرات الاسواق المالية لها اهمية كبيرة في البيئية الاستثمارية والاقتصادية على حدٍ سواء، وانها تحظى باهتمام كبير لدى محللي الاوراق المالية، ومديري المحافظ الاستثمارية، فضلاً عن الاقتصاديين والاحصائيين الذين يستخدمون ذلك في دراسة نمو الاقتصاد، وعند التحليل والتنبؤ بالدورات الاقتصادية، من خلال ربطهم مؤشرات الاسواق المالية بالنشاط الاقتصادي للبلد (العامري، 2013، 154)، ويؤكد ذلك (Hoeing) ان مؤشر السوق المالي يمكن ان يعطي تنبيهاً مسبقاً بحدوث اي انكماش او انتعاش اقتصادي، لأنه قد يتجه نحو التغير بالانخفاض او بالارتفاع، وقبل او بعد حدوث اي تغير يحدث في النشاط الاقتصادي للبلد الذي تعمل فيه السوق المالي (Hoeing,2000,7).

وما يهم من كل هذا هو السعي الى فهم وبعمق اكثر علاقة مؤشرات الاسواق المالية بتقلبات النشاطات الاقتصادية العامة للدولة، وقد اثبتت العديد من الدراسات التطبيقية، أنه بإمكان المؤشرات المالية ان تسهم في التعرف على عوامل متغيرات الاقتصاد الكلي ويؤثر ذلك في عناصر المحفظة الاستثمارية، وهذا ما تمت الاشارة اليها سلفاً، يتمكن المحلل المالي من معرفة طبيعة العلاقة بين هذه المتغيرات والتي قد تطرأ على المؤشرات (التحليل الاساسي)، وهذا ما يمكنه من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه وضع حالة السوق في المستقبل (ياره، 2016، 62) وذلك لان اجراء هذه التحليلات الفنية والتاريخية للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، واذا ما توصل المحلل المالي الى معرفة هذا النمط فيمكنه عندئذٍ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الاسعار في السوق المالي (المعهد العربي للتخطيط، 2004، 7).

وعن استخدامات مؤشرات الاسواق المالية عند تشكيلات عناصر المحفظة الاستثمارية، فإنها تعطي فكرة سريعة عن اداء المحفظة الاستثمارية، إذ ان حركة اسعار مختلف الاسهم المتداولة في السوق تسير بالاتجاه نفسه، وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر السهم لشركة ما، والتغير الذي يطرأ على مؤشرات السوق المالي، بوصفه يعكس محفظة استثمارية جيدة التتويع، ودون الحاجة الى متابعة اداء كل ورقة على حدة (الشكرجي وتاج الدين، 2008، 76)، فضلاً عن تقديرها حول مخاطر المحفظة الاستثمارية، إذ يمكن استخدام مؤشرات السوق المالي لقياس مخاطر المحفظة ايضاً، لأنها تبين العلاقة بين معدل العائد للأصول ذات المخاطرة، ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة ايضاً من الاصول الخطرة (ياره، 2018، 62).

كما ويأتي السبب الأهم وراء استخدام مؤشر السوق المالي عند تشكيل عناصر المحفظة الاستثمارية لتقدير العائد المعدل بالخطر، لأنه من الصعب على معظم مديري المحافظ الاستثمارية التفوق الدائم على مؤشرات الاسواق المالية من ناحية العائد المعدل بالمخاطرة، وفي هذا الاطار قد يستخدم مؤشر السوق المالي الكلي كممثل المحفظة السوق للأصول المالية الخطرة (الاسهم)، وذلك على وفق سياق نظرية المحفظة الاستثمارية، التي تشير ضمناً إلى أن المخاطرة ذات العلاقة بالأصل المالي الفردي هي من ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تمثل العلاقة بين معدلات العائد للأصل المالي الخطر وبين معدلات العوائد لمحافظ السوق للأصول المالية الداة المالية الخطرة (Reilly & Brown, 2012, 124)، وبهذا تعد مؤشرات الاسواق المالية اداة مقارنة مرجعية وتتبع قياسي، يقيم بمقتضاها اداء مديري المحافظ المحترفين وعلى ان يؤخذ بالحسبان التباين بين مخاطر المحفظة الاستثمارية، فضلاً عن استخدامهم لأساليب متقدمة في تنويع المحفظة، ليكون ذلك لازماً عليه ان يحقق عائداً اعلى من متوسط عائد محفظة السوق تنويع المحفظة، ليكون ذلك لازماً عليه ان يحقق عائداً اعلى من متوسط عائد محفظة السوق (Bodie ,et.al , 2018,41-46).

يخلص مما سبق ان مؤشرات الاسواق المالية، فضلاً عن كونها اداة مهمة لمعرفة الاداء الاقتصادي في الدولة او للتنبؤ بما سيكون الوضع عليه في المستقبل، فإنها تستخدم ايضاً من قبل اطراف عديدة من المستثمرين والافراد وغيرهم من يتعامل في اسواق رأس المال، وفي طليعة تلك الاستخدامات انها تعطي فكرة سريعة للعوائد المتولدة عن المحفظة الاستثمارية للمستثمرين، والحكم على مستوى اداء المديرين المحترفين القائمين على ادارة محافظ الاستثمار في المؤسسات المتخصصة بعمليات الاستثمار.

# الفصل الثالث

الإطار التحليلي والعملي للدراسة

## الفصل الثالث التحليلي والعملي للدراسة

تمهید:

في إطار السعي الى تحقيق اهداف الدراسة واختبار فرضياتها، والتوصل الى نتائج تثبت او تدحض تلك الفرضيات، تم تطبيق نماذج عدة بهدف بيان اثر تقلبات اسعار النفط في عوائد قطاعات اسواق عينة الدراسة، وربطها بنتائج مستويات التأثير في عوائد قطاعات المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة، وذلك بعد القيام بإجراءات بناء تلك المحافظ للدراسة، ويأتي ذلك من خلال المباحث الآتية:

### المبحث الاول النظري والوصفى لنماذج ومتغيرات الدراسة

#### اولاً: الاساس النظرى للنماذج القياسية المستخدمة

#### 1. اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية

يعد اختبار الاستقرارية من الاختبارات المهمة و الاستباقية (Pre-test) لمتغيرات السلاسل الزمنية، والذي ينبغي على متغيرات السلاسل الزمنية اجتيازه للتأكد من استقراريتها قبل البدء في تقدير الأنموذج المطلوب تقديره، وذلك من اجل ضمان الحصول على نتائج واقعية صائبة (العكيلي، 2018، 80).

وتعاني معظم الظواهر الاقتصادية من عدم الاستقرار، ولكنها تصبح مستقرة بعد أخذ الفرق مرة واحدة، بمعنى أنها سلاسل متكاملة (Integrated Time Series) من الدرجة 1، وقد يغدو طرح السؤال التالي، لماذا يعد استقرار السلاسل مهم؟ وذلك لأن التعامل مع سلاسل زمنية غير مستقرة يؤدي إلى ظهور ما يسمى بالانحدار الزائف (Spurious Regression) لذا فأنه ينبغي جعل السلاسل مستقرة قبل إجراء التحليل الإحصائي عليها (807 –8004,805).

ويعد احد الاختبارات المستخدمة في تشخيص استقرارية السلسلة الزمنية من عدمها، وعلى الرغم من تعدد اختبارات جذر الوحدة، الا انه سوف يتم استخدام أختبارين فقط للدراسة وهما كالاتى:

أ. اختبار ديكي فوللر الموسع (ADF) : لقد طور كل من ديكي وفوللر أختبار جذر الوحدة لاجتياز مشكلة الارتباط الذاتي للخطأ العشوائي التي تجاهلها أختبار ديكي – فوللر البسيط، وذلك من خلال اضافة عدد مناسب من حدود الفرق المبطأة على المعادلة (1) (العكيلي، 2018، 81)

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \mathfrak{d} Y_{t-1} + u_t \dots (1)$$

لتصبح معادلة أختبار جذر الوحدة كالأتي:

 $\Delta Y_t = \beta_1 + \mathfrak{d} Y_{t\text{-}1} + ai \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t\text{-}i} + u_t \dots (2)$ 

وهذا الإنموذج يسمى باختبار ديكي فوللر الموسع ، إذ تصبح ut غير مرتبطة ذاتيا.

إذ إن:

 $(\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1})$   $Y_t$  الفرق الاول للسلسلة الزمنية :  $\Delta Y_t$ 

ut : حد الخطأ العشوائي

m : طول الفجوات الزمنية

وقد يتم اختبار فرضية العدم بعدم استقرار السلسلة الزمنية (HO: a=0) من خلال مقارنة وقد يتم اختبار فرضية العدم بعدم استقرار السلسلة الزمنية والمحلمة والمحل

ب. أختبار فيلبس بيرون (Philips-Perron (pp): يعتمد اختبار تقديره على اختبار (ADF) إلا انه يختلف عنه بوضعه الأخطاء ذات التباين غير المتجانس بالحسبان، عن طريق تصحيحات غير معلمية لإحصاءات(ADF)، ومن المعلوم أن اختبار (ADF)، قائم على فرضية أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية الانحدار الذاتي(AR)Autoregressive)، في حين اختبار (PP) قائم على افتراض أكثر عمومية وهي إن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية قائم على افتراض أكثر عمومية وهي إن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية (Autoregressive) (صدام، 2018، 78)

2. الانحدار غير الخطي (Non-Linear Regression): في الكثير من الظواهر الاقتصادية قد لا تكون هناك علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ولكن هذا لا يعني بالضبط عدم وجود علاقة نهائياً بين هذه المتغيرات، بل قد يعني وجود علاقة ولكن هذه العلاقة غير خطية، والكلام هنا عن اللاخطية في المتغيرات وليس في اللاخطية في المعلمات، فنموذج الانحدار اللاخطي في المتغيرات يمكن تقدير معلماته بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية بخلاف النموذج اللاخطي في المعلمات. (Gujarati, 2004, 42)

وان العلاقة غير الخطية في المتغيرات قد تكون علاقة تربيعية أو تكعيبية أو رباعية أو خماسية وهكذا، أو تكون لوغاريتمية أو جيبية أو غيرها من الدوال غير الخطية، سنركز هنا على

أكثر النماذج شيوعاً، وكما يأتي (الراوي، 1987، 131–135) و (-25) و (Gujarati, 2011, 25):

- أ. نموذج الانحدار متعدد الحدود (Polynomial Regression): نقصد به متعددة حدود من الدرجة الأولى أو الثانية أو الثالثة أو أكثر، والصيغة العامة لهذا النموذج هي:  $Y_t = \alpha + \beta_1 X_t + \beta_2 X_t^2 + \beta_3 X_t^3 + \ldots + \beta_p X_t^p + u_t$  حيث إن p تمثل درجة المعادلة متعددة الحدود.
- ب. نموذج الانحدار اللوغاريتمي (Logarithmic Regression): بالرغم من تعدد نماذج الانحدار اللوغاريتمية إلا أننا في هذا البحث نحتاج إلى نموذج من النماذج الثلاثة الآتبة:

$$log(Y_t) = \alpha + \beta log(X_t) + \varepsilon_t$$
  

$$log(Y_t) = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t$$
  

$$Y_t = \alpha + \beta log(X_t) + \varepsilon_t$$

وفي حالة وجود قيم سالبة تتم إضافة القيمة الموجبة للقيمة الأكثر سلبية مضافاً لها الواحد إلى المتغير فتصبح جميع القيم موجبة وبذلك يمكن إيجاد اللوغاريتم له.

ت. نموذج الانحدار الجيبي (Sinusoidal Regression): وتعني أن يكون المتغير المستقل أو المتغير المعتمد أو كليهما بدلالة دالة الجيب (Sine Function) وكما يأتى:

$$Sin(Y_t) = \alpha + \beta Sine(X_t) + \varepsilon_t$$
  

$$Sin(Y_t) = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t$$
  

$$Y_t = \alpha + \beta Sin(X_t) + \varepsilon_t$$

- ث. تحليل الانحدار البسيط والمتعدد (مجيد،2015، 10-11)
- 1. تحليل الانحدار البسيط Simple Regression، بتقدير العلاقة بين متغيرين فقط، احدهما مستقل والآخر معتمد، ويكتب على وفق الصيغة الآتية:

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + e$$

2. تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression، فيستخدم لتقدير العلاقة بين متغير معتمد واحد، واكثر من متغير مستقل (توضحي او تفسيري)، وتكتب معادلته بالشكل التالى:

 $Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_m X_m + e$ وهي الطريقة التي (Ordinary Least Square -

ج. طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Square - OLS): وهي الطريقة التي تتمتع بخاصية افضل مقدر خطي غير متحيز Best Linear Unbiased) د تتمتع بخاصية افضل مقدر خطي غير متحيز Estimator - BLUE)

الخط الذي يشمل اكبر عدد ممكن من النقاط او تكون قريبة منه، وتعد هذه الطريقة من الطرائق المهمة في الانحدار، حيث تكون مشكلة تحديد خط مستقيم لعدد من المشاهدات معتمدة على تحديد الخطأ العشوائي ( $\varepsilon_t$ ) ( $\varepsilon_t$ ) (Islam,et.all,2018,20-24)، والذي يدعى في بعض الاحيان بالعنصر الاضرابي (Disturbances Terms)، لان بسببه يكون اضطراب بالعلاقة الخطية بين كل من المتغير المعتمد والمتغيرات المستقلة (السباح وعلى، 2019، 25).

- ح. طريقة اختيار احسن معادلة انحدار (الاختيار المباشر "الامامي" The Forward يورد الله المريقة تبدأ معادلة الانحدار بدون وجود اي متغير توضيحي، ثم تتم اضافة المتغيرات الواحدة تلو الاخرى، وان اول المتغيرات التي تضاف الى المعادلة هو المتغير الذي يمتلك اعلى قيمة F محسوبة، والتي تكون اكبر من قيمة F الجدولية، والمتغير الثاني الذي يدخل على معادلة الانحدار هو المتغير الذي يمتلك F جزئية بوجود المتغير الاول اكبر من بقية المتغيرات واكبر من قيمة الجدولية، وهكذا يتم استمرار اضافة المتغير الذي له اعلى F جزئية واكبر من الجدولية، ويتوقف عند الإضافة عندما تكون F الجزئية اقل من قيمة F الجدولية، ومود، 2011، 364).
- خ. تحليل المسار (Path Analysis): يعد هذا التحليل احد أساليب تحليل الانحدار وأنه يمنح المعلومات التي من الممكن إيجادها من خلال استخدام تحليل الانحدار نفسه فضلا عن كونه وسيلة لتجزئة معامل الارتباط بين المتغيرات إلى مكوناته المباشرة وغير المباشرة (Direct Effect) في الأثر (Effect) ، فضلا عن المباشرة (Direct Effect) للسبب في الأثر من خلال مسارات التأثيرات غير المباشرة (Indirect Effect) للسبب في الأثر من خلال مسارات (Other Causes) عبر مسببات (متغيرات) أخرى (Other Causes) (الراوي, 1987, 524,

كما يقوم هذا التحليل على عدد من الفروض منها أن العلاقة السببية في النموذج هي أحادية الاتجاه فتتعدم العلاقة العكسية، وان المتغيرات مقاسه بوحدات معيارية (قياسية)، وعلى هذا فان نقطة تقاطع منحنى الانحدار مع محور المتغير التابع تساوي صفراً، كما يفترض النموذج انعدام العلاقة بين البواقي (الخطأ العشوائي)، الى ذلك قدم كل من ( B.Mishra الماشر، وذلك من خلال التأثيرات سواء المباشر منها ام غير المباشر، وذلك من خلال الحكم على شدة تلك التأثيرات من خلال وضع حدودٍ لقيم التأثيرات، ومن ثم تصنيف قوة تأثيرها من خلال تلك الحدود (القزاز، 2011، 86).

#### ثانياً: توصيف وترميز المتغيرات المستخدمة في نماذج الدراسة

قبل الخوض في تفاصيل توصيف متغيرات الدراسة، لابد من الاشارة الى البيانات التي اعتمدت في الدراسة، فقد تم اللجوء الى بيانات فصلية للمدة من 2011/12/31 والى 2019/12/31، تضمنت 32 مشاهدة مستخدماً فيها الارقام النسبية لجميع متغيرات الدراسة، وقد تم الاعتماد على البيانات المتوافرة على المواقع الالكترونية للبنك الدولي والبنوك المركزية والاسواق المالية لجميع دول الدراسة، إذ قُسم قياس جانب الدراسة الدولي الى عدة نماذج، تتاول الاول قياس معدلات التغير في اسعار النفط مع متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسة، وكُرّس الثاني لدراسة علاقة تلك المتغيرات مع معدل عائد محفظة السوق، ومن ثم بيان آثارها في مكونات عوائد محفظة السوق ممثلة بقطاعاتها الاقتصادية كل على حدة.

ولغرض توضيح هيكل النموذج القياسي المستخدم للدراسة، فانه تم تحديد المتغيرات التي يتضمنها النموذج لكل دول الدراسة، والتي سيتم ايضاحها ازاء كل متغير من خلال ما يلي:

- أ. المتغير المستقل (Independent Variable): ورمز له بـ (X) وعبر عنه بمعدلات اسعار النفط العالمية ولكل دول الدراسة، وتم الاعتماد على المعدل العالمي لأسعار النفط الثلاثة الرئيسة في العالم، ويأتي تبرير هذا السعر من خلال ما يلي:
- 1. ان الاسعار الخاصة بمؤشر الطاقة، والذي تقوده اسعار النفط يتحرك بصورة مشتركة وتربطه مع المتغيرات علاقة طردية موجبة.
- 2. ان المعدل المستخلص من اسعار النفوط الثلاثة الرئيسة القائدة للمؤشر لا يتباين بشكل كبير عن حركة السعر الواحد.
- 3. كما ان استخدام المعدل يقلل من مشكلة التقلبات التي تحدث مع السعر الواحد، فهو مستخلص عن حركة العرض والطلب وبقية المتغيرات المستقلة الاخرى، فضلاً عن المتغيرات الضابطة والثانوية المؤثرة، وبالنتيجة ستكون بداية التأثير عبر الأنموذج المستخدم واضحة ودقيقة وملاءمة.
- ب. المتغيرات الوسيطة (Intermediate variables): وشملت خمسة متغيرات وكما يلي:
- 1. الناتج المحلي الاجمالي: رمز له بـ  $(Z_1)$  معبراً عنه بالنشاط الاقتصادي الإجمالي للدول وبالأسعار الجارية.
- 2. عرض النقد: رمز له بـ  $(Z_2)$  وتضمن ذلك بالمفهوم الضيق  $(M_1)$  معتمدة على بيانات تم استخراجها من خلال قسمة عرض النقد على الناتج المحلي الاجمالي.
  - 3. سعر الفائدة: رمز له بـ (Z<sub>3</sub>) وتم الاعتماد على اسعار الفائدة لأذونات الخزينة.
- معدل التضخم: رمز له بـ (Z<sub>4</sub>) معبراً عنه بالتغير في الرقم القياسي الأسعار المستهلك.

- 5. سعر الصرف: رمز له بـ  $(Z_5)$  وتم الأخذ بأسعار صرف العملة المحلية لدول عينة الدراسة مقابل الدولار الأمريكي، نظرا لكونه من أهم العملات المطلوبة والمتداولة على نطاق واسع في العراق وفي أغلب الدول الخليجية، فضلا عن ارتباط عملتهم بالدولار أو بالعوائد النفطية المقومة بالدولار، وطبق ذلك على دول عينة الدراسة عدا المملكة العربية السعودية فقد تم استبعادها لان سعر الصرف فيها ثابت طيلة مدة الدراسة.
- ت. المتغير التابع (Dependent Variables): رمز له بـ (Y) وتم تحديد هذا المتغير من خلال المؤشر العام للسوق المالي ممثلة بعائد محفظة السوق والموحد لجميع النماذج لكل دول الدراسة، اما مؤشرات قطاعات هذه الاسواق فأخذت الرموز التالية على التوالي لكل دول (Y<sub>1</sub>, Y<sub>2</sub>, Y<sub>3</sub>, Y<sub>4</sub>,...,N).

وبعد تحديد المتغيرات المستقلة والوسيطة والتابعة المذكورة انفاً، فيمكن صياغة العلاقة الدالية لمتغيرات الأنموذج والتي تأخذ الشكل الآتي:

$$Y_t = \alpha_0 + \beta_1 Z_{1t} + \beta_2 Z_{2t} + \beta_3 Z_{3t} + \beta_4 Z_{4t} + \beta_5 Z_{5t} + \varepsilon_{0t} \dots \dots$$
  
خيث أن:

 $Z_{it}=lpha_i+Y_i\,X_t+arepsilon_{it}$  ; where  $t=1,2\dots,N$  ;  $i=1,2,\dots,5$  ...... إذ أن:

Y: المتغير المعتمد، يمثل محفظة السوق.

X: المتغير المستقل، يمثل اسعار النفط.

 $Z_i$ : المتغير الوسيط i، وهو يمثل كلاً من الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد وسعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف على التوالي.

.  $Z_i$  معامل الانحدار لتأثير المتغير الوسيط  $Z_i$  في المتغير المعتمد  $\beta_i$ 

 $Z_i$  المتغير المتغير المستقل X في المتغير الوسيط  $Y_i$ 

 $arepsilon_i$ : وكذلك  $arepsilon_i$  تمثل اخطاء عشوائية تتبع التوزيع الطبيعي.

N: حجم العينة وهي تساوي 32 مشاهدة للدراسة.

وان النموذج الرياضي لهاتين المعادلتين المذكورتين آنفا يعبر عن اسعار النفط ومحفظة السوق، وهو نموذج خطي، بمعنى ان العلاقة بين المتغيرات هي علاقة خطية، وتعد المتغيرات الوسيطة متغيرات مستقلة في المعادلة الاولى، ومتغيرات معتمدة في المعادلة الثانية.

#### المبحث الثاني

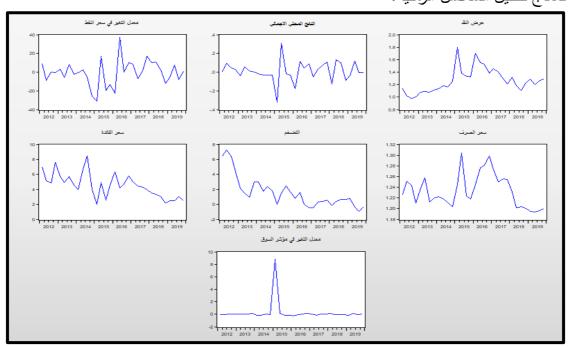
#### قياس وتحليل نتائج دول الدراسة

يعرض هذا المبحث توظيف كل ما تم تناوله من السرد السابق حول فقرات الجانب النظري وادوات التحليل الاحصائي وتطبيقه بواسطة النماذج القياسية المستخدمة في التحليل للوصول الى النتائج لكل دول الدراسة، مع اختبار جزء من فرضيات الدراسة، وذلك من خلال الفقرات الاتية: ولاً: العراق

#### 1- اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية

يشترط تحليل السلاسل الزمنية الى الكشف عن درجة تكاملها بهدف تحديد النموذج القياسي الملائم للتحليل، اعتمادا على الاختبارات القياسية التي تستهدف اختبار فرضيتين ففرضية العدم هي التي تنص على وجود جذر الوحدة، أي عدم استقرارية السلاسل الزمنية والفرضية البديلة هي التي تشير الى خلو السلسلة الزمنية من جذر الوحدة، أي استقراريتها عند مستوى معين، وتجدر الإشارة الى ان قبول فرضية العدم (عندما تكون قيمة t المحسوبة اقل من الجدولية) عند اختبار السلسلة الافتراضية يتطلب اخذ الفرق الأول، الفرق الثاني لحين تحقق إمكانية رفضها، أي قبول الفرضية البديلة (عندما تكون قيمة t المحسوبة اكبر من الجدولية) والتي تتحدد من خلالها درجة تكامل السلسلة الزمنية.

الى ذلك يوضح الشكل (1-3) الاشكال البيانية لمتغيرات الدراسة، ويظهر بوضوح ان حركة المتغيرات خلال مدة الدراسة واجهت تقلبات حادة، مما يجعل احتمالية معاناتها من وجود اتجاه زمني، الامر الذي يتطلب بإجراء اختبارات الاستقرارية للوصول لبيانات صالحة لتطبيق نماذج تحليل السلاسل الزمنية.



#### الشكل (1-3)

#### الاشكال البيانية لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019) (العراق)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

هنا ينبغي اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية أولاً من اجل التحقق من استقرار متغيرات الأنموذج المستخدم من عدمه، وذلك بهدف الحصول على نتائج اكثر واقعية، فضلا عن تحديد درجة التكامل للسلاسل الزمنية، ومن ثم تحديد الأنموذج الاكثر ملاءمة معها ليتم تطبيقه من خلال الانموذج القياسي، ويتم ذلك من خلال استخدام اختبارين هما اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، واختبار فيلبس بيرون (PP)، لذا سيتم اجراء الاختبارات كافة الخاصة بالأنموذج والتي تتدرج من ضمنها في الفقرة الاولى هي تحديد فترة الابطاء المثلى للأنموذج مستندين الى اهم معيار وهو (Schwartz information criterion—SC)، لتحقيق افضل تقدير للأنموذج، ويأتي الغرض الرئيس من هذا الاجراء هو لتمهيد اختبار (ADF) و (PP)

الجدول (1-3) الجدول (2012) العراق) نتائج اختبار فترة الإبطاء لنماذج متغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019) (العراق)

فترة الابطاء	المتغيرات	ت
0	X	.1
0	$Z_1$	.2
1	$Z_2$	.3
1	$\mathbb{Z}_3$	.4
1	$Z_4$	.5
1	$Z_5$	.6
0	Y	.7

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

إذ يلاحظ من نتائج الجدول (1-3) استقرار السلاسل الزمنية لجميع متغيرات الدراسة وإنها متكاملة من الدرجة نفسها وهي الدرجة الاولى (1)، عدا متغير معدلات سعر النفط، والناتج المحلى الاجمالي، فضلاً عن محفظة السوق فإنها متكاملة من الدرجة صفر (0).

وبالإمكان تحديد وتفسير النتائج الخاصة باختبار (ADF) و (PP) من خلال استعمال القيمة الاحتمالية (Prob) وهو من الاساليب الحديثة المستخدمة في البرنامج الإحصائي (Eviews-10) التي يمكن من خلالها التعرف على المعنوية لتحديد القبول او الرفض للفرضيتين (العدم، البديلة) دون الحاجة الى الجداول الاحصائية فاذا كانت قيمة (Prob) اقل من (5%) يشير ذلك الى ان القيمة المحتسبة للاختبار اكبر من القيمة الجدولية، اي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة عند استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج ويحدث

العكس في حال كانت قيمة (Prob) اكثر من (5%)، ويمكن تحديد ذلك من خلال بيانات الجدول (2-2).

الجدول (2-2) نتائج اختبار (ADF) و(PP) لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019) (العراق)

	نبار PP	نتائج اختبار PP		نتائج اختب		
النتيجة	الفروق الأولى	المستوى	الفروق الأولى	المستوى	متغيرات الدراسة	ت
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	X	.1
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Z_1$	.2
I(1)	0.0000	0.1439	0.0000	0.1232	$Z_2$	.3
I(0)	-	0.0040	-	0.0030	$\mathbb{Z}_3$	.4
I(0)	-	0.0020	-	0.0071	$\mathbf{Z}_4$	.5
I(1)	0.0000	0.1314	0.0000	0.1314	$Z_5$	.6
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	Y	.7

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يوضح الجدول (2-3) نتائج اختبار متغيرات الدراسة في حالتها الافتراضية (عند المستوى) على وفق اختباري (ADF) و (PP) مما دفعت النتائج باتجاه قبول فرضية العدم، اذ لم تتحقق صفة الاستقرارية عند المستوى، وإن القيمة المحسوبة للإحصاءات اقل من القيمة الجدولية للمتغيرات في كلا الاختبارين، هذا ما يدفعنا الى اخذ الفرق الأول للسلاسل المدروسة بهدف تفادي مشكلة الانحدار الزائف، وقد تحقق الغرض بعد أن أظهرت النتائج تفوق القيمة المحسوبة لإحصاء t على نظيرتها الجدولية، فاصبح بالإمكان رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي يتحقق فيها سكون البيانات عند درجة تكامل (1) ا.

وبحسب اختبار (ADF) طول فترة الابطاء المناسبة والتي استندت إلى وفق معيار (Schwartz information criterion-SC) بحد اقصى لفترة الابطاء على وفق النتائج التي تم الحصول عليها في الجدول (3-2)، ومع اختبار (PP) الذي استخدم طريقة (kernel Newey-West) كطريقة للتحليل الطيفي واستخدام طريقة تحديد عرض الحزمة (automatic)، تبين أن جميع السلاسل الزمنية مستقرة لمتغيرات الدراسة طوال مدة الدراسة باستثناء كل من متغير عرض النقد وسعر الصرف اى انها بلغت اكثر من (5%).

#### 2- العلاقة بين متغيرات الدراسة

من المعروف أن النموذج الذي يربط المتغير المعتمد (معدل عائد محفظة السوق) بالمتغيرات الوسيطة وهي كل من (الناتج المحلي الاجمالي، عرض النقد، سعر الفائدة، معدل التضخم، وسعر الصرف)، مع النموذج الذي يربط المتغير المستقل (معدل سعر النفط)

بالمتغيرات الوسيطة، هو نموذج انحدار خطي، وهذا يعني أن هناك علاقة خطية بين المتغير المعتمد والمتغيرات المستقلة، بمعنى اخر أن المتغير المستقل يؤثر في كل متغير من المتغيرات الوسيطة وأن المتغيرات الوسيطة بدورها تؤثر في المتغير المعتمد، ولأن الهدف هو دراسة تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد فستتم هنا دراسة هذا التأثير من عدة جوانب وكما موضح في الفقرات الآتية:

أ- العلاقة المباشرة بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد: وهذا يعني أن المتغير المستقل يؤثر بشكل مباشر من دون أية متغيرات وسيطة، أي انحدار خطي بسيط، والجدول (3-3) يشير الى نتائج مقدرات المربعات الصغرى لمعلمات معادلة انحدار Y على X.

الجدول (3-3) تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X على Y) (العراق)

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل	ت
0.4146	0.827241	0.214656	الثابت	.1
0.0298	-2.281481	-0.044544	X	.2

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يتبين من الجدول (3-3) عدم معنوية معلمة المقطع (الثابت) في حين أن معلمة الانحدار هي معنوية، لذا سيتم فقط تقدير معلمة الانحدار في الجدول (3-4) وباستبعاد المقطع الحد (الثابت) وكما يلى:

الجدول (4-3) تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X) (العراق)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
12.8%	12.8%	0.0256	-2.344285	-0.045463	X

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يتبين من نتائج الجدول (4-3)، معنوية معلمة الانحدار عند مستوى معنوية 0.05 وأن المتغير المستقل يفسر حوالي نسبة 13% فقط من المتغير المعتمد، وهذه النسبة قليلة لذا سيتم اللجوء الى نماذج اخرى.

ب- العلاقة المبنية على متغيرات وسيطة: وهذا يعني أن المتغير المستقل يؤثر في متغيرات وسيطة وهذه المتغيرات تؤثر بشكل مباشر في المتغير المعتمد، بمعنى ان هناك علاقة انحدار خطى بسيط بين المتغير المستقل وكل متغير من المتغيرات الوسيطة،

ومعادلة انحدار خطي متعدد تربط بين المتغيرات الوسيطة والمتغير المعتمد والجدول (3-5) يمثل تقدير النموذج الخاص بكل متغير وسيط بالنسبة للمتغير المستقل:

الجدول (5-3) تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات  $(Z_s)$  (العراق)

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير الوسيط (المعتمد)		Ç
0.3292	0.991958	0.014561	α	7	1
0.0001	4.615226	0.005097	β	$Z_1$	.1
0.8821	-0.149669	-0.003331	α	7	2
0.0001	-4.731222	-0.007855	β	$\mathbb{Z}_2$	.2
0.0000	15.81426	4.516786	α	$Z_3$	.3
0.3661	0.917707	0.019722	β	$\mathbf{Z}_3$	.3
0.0002	4.184482	1.546641	α	7	1
0.7987	-0.257342	-0.007157	β	$\mathbb{Z}_4$	.4
0.8963	-0.131497	-0.000645	α	7	5
0.5701	0.574377	0.000210	β	$Z_5$	.5

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

 $Z_2 - Z_1$  عدم معنوية الثوابت في كل من معادلة ( $Z_5 - Z_1 - Z_2 - Z_1$ )، الخاصة بمتغيرات كل من (الناتج المحلي الاجمالي، عرض النقد، وسعر الصرف)، لذا سيتم استخراج الثوابت من هذه المعادلات، في حين ان الثوابت معنوية في كل من ( $Z_4 - Z_3 - Z_4 - Z_4 - Z_5 - Z_4 - Z_5 - Z_$ 

الجدول (3-6) الجدول (3-6) تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات ( $Z_s$ ) بعد استبعاد الثوابت (العراق)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المعتمد	ت
39.6%	39.6%	0.0001	4.567370	0.005035	$Z_1$	.1
43.5%	43.5%	0.0000	-4.813512	-0.007835	$\mathbb{Z}_2$	.2
-	-	0.9952	0.006014	0.000388	$\mathbb{Z}_3$	.3
-	-	0.6913	-0.400813	-0.013777	$\mathbb{Z}_4$	.4
-	-	0.5552	0.596639	0.000214	$Z_5$	.5

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

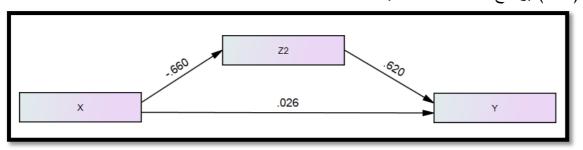
تشير نتائج الجدول (6–3) الى معنوية تأثير معدلات اسعار النفط في كل من الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد، والتي بلغت نسبة (39.6%)، و (43.5%) على التوالي، في حين ان التأثير كان غير معنوي لبقية المتغيرات الوسيطة وهي كل من (سعر الفائدة، معدل التضخم، وسعر الصرف)، ومن خلال نتائج الجدول (7–3) يمكن التأكد منها عبر ما سيعرض في الجدول (7–3)، للوصول الى مدى معنوية تأثير المتغيرات الوسيطة في المتغير المعتمد الى ذلك وسيتم اختيار المتغيرات باستخدام طريقة الاختيار الأمامي.

الجدول (7-3) تقدير معلمات نموذج الانحدار بطريقة الاختيار الامامي بين متغيرات  $(Z \ e \ Y)$  (العراق)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
34.1%	34.1%	0.0003	4.100152	5.958351	$Z_2$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

تبين نتائج الجدول (7-3) ان المتغير الوحيد المعنوي هو عرض النقد  $(Z_2)$ ، ولأن متغير الناتج المحلي الإجمالي لا يؤثر في المتغير المعتمد لذا تم استبعاده من التحليل، وستتم دراسة تأثير معدل التغير في سعر النفط (X) في عرض النقد  $(Z_2)$  ومن ثم تأثير عرض النقد على معدل عائد محفظة السوق (Y) وبناءً عليه ستتم دراسة مقدار تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد عن طريق المتغير الوسيط مستخدمين لذلك تحليل المسار (Path Analysis) والشكل وضح مخطط هذه العملية:



الشكل (2-3)

مخطط يوضح تحليل المسار لأثر (X على Y) بواسطة (Z<sub>2</sub>) لدولة العراق المصدر: المخطط من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج مخرجات الجداول السابقة.

وتظهر نتائج تحليل المسار في الجدول (8-3)، فيما يتعلق بالتأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة وكذلك معامل التحديد بين متغيرات الدراسة:

الجدول (8–3) المجاشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة لدولة العراق

$\mathbb{R}^2$	Coefficient	التأثيرات	ت
14.67%	-0.383	التأثيرات الكلية	.1
0.07%	0.026	التأثيرات المباشرة	.2
14.60%	-0.409	التأثيرات غير المباشرة	.3

وقد وضحت نتائج مخرجات برنامج (Amos-26) أن التأثير المباشر لمعدلات اسعار النفط (X) يفسر فقط حوالي 0.07% من معدل عائد محفظة السوق (Y)، في حين ظهر التأثير غير المباشر من خلال متغير عرض النقد ( $Z_2$ ) والذي فسر حوالي 14.6%، ومجموع ما يفسره المتغير المستقل هو 14.6%، وهي القيمة نفسها التي تم الحصول عليها في انحدار (Y) على (X)، واختلاف قيم معامل التحديد بسبب المعادلة المستخدمة في البرنامج لإيجاد معامل التحديد فمثلاً برنامج (SPSS) يعطينا قيمة معامل التحديد على أنه (14.7%) وليس (12.8%)، كما اظهرت نتائج تحليل المسار أن تأثير (X) على (Y) هو بالفعل تأثير غير مباشر وأن المتغير (12.8%) عرض النقد وهو متغير وسيط بين المتغيرين المستقل والمعتمد، وأن الذي جعل تأثير المتغير (X) معنوياً في انحدار (Y) على (X) هو شدة ارتباط (X) مع (12.8%) بلغ معامل الارتباط بينهما حوالي (12.8%)، وهو الذي يفسر عدم ظهور المتغير كمتغير معنوي عند إضافته مع (12.8%) في النموذج نفسه، وعند محاولة استخدام تحليل الانحدار غير الخطي من خلال نماذجه الثلاثة بغية الحصول إلى قدرة تفسيرية أعلى، سيتم التحليل الاتى:

أ- انحدار متعدد الحدود: اي أن المتغير المستقل ممثل بمعدلات اسعار النفط سيؤثر في المتغير المعتمد ممثلاً بمعدل عائد محفظة السوق بسلوك غير خطي، وقد يكون من الدرجة الأولى أو الثانية أو الثالثة أو درجة أعلى، وفي الجدول (9–3) سيتم استخدام طريقة الاختيار الأمامي لاختيار الدرجة المناسبة.

الجدول (9-3) نتائج نموذج انحدار متعدد الحدود بين متغيرات الدراسة لدولة العراق

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
		0.0010	3.676209	0.066674	$X_1$
70.49/	81.4%	0.0011	-3.628697	-0.004630	$X^2$
79.4%		0.0000	-8.289790	-0.000218	$X^3$
		0.0000	6.197017	0.00000803	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

ويتبين من نتائج التحليل أن درجة متعددة الحدود هي الدرجة الرابعة، وأن معامل التحديد المصحح قد اقترب من (80%)، وهذه نسبة كبيرة جداً مقارنة مع ما تم الحصول عليه في بقية النماذج السابقة.

- الانحدار اللوغاريتمي: في هذا النموذج ستتم دراسة ثلاث حالات مختلفة لمتغيرات الدراسة من المتغير المستقل والمعتمد، وإن الجدول (-0)، يلخص نتائج هذه الحالات من خلال ما تم الحصول عليه.

الجدول (10-3) نتائج نموذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاث بين متغيرات الدراسة لدولة العراق

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المعلمات	المتغير المستقل	المتغير المعتمد	ت
0.9366	0.080203	0.074043	α	Log(V)	Log(V)	1
0.0968	-1.714263	-0.456562	β	Log(X)	Log(Y)	.1
0.0000	-9.893327	-1.492835	α	v	Log(V)	2
0.6679	-0.433345	-0.004920	β	Λ	Log(Y)	.2
0.0001	4.709646	6.487181	α	Log(V)	v	.3
0.0001	-4.585659	-1.822223	β	Log(X)	1	.3

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

تظهر نتائج معلمات الجدول ((3-10))، في الحالة الاولى والثانية انها غير ملائمة بين معدلات اسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، في حين أظهرت نتائج الحالة الثالثة بانها اكثر ملاءمة، لذا سيتم الاعتماد على الاخيرة، والجدول ((11-3)) يوضح ذلك من خلال تمثيل انحدار ((Y)) على (X)

الجدول (11-3) نتائج الانحدار اللوغاريتمي بانحدار (Y) على Log(X) لدولة العراق

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
20.20	41.2%	0.0001	4.709646	6.487181	الثابت
39.2%	41.2%	0.0001	-4.585659	-1.822223	Log(X)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

تشير نتائج الجدول (11-3)، إلى أن معدلات اسعار النفط ومع معدلات عوائد محفظة السوق تفسر بنسبة (41.2) من التغيرات الحاصلة في معدل عوائد محفظة السوق.

ت- الانحدار الجيبي: في هذا النموذج ايضا ستتم دراسة ثلاث حالات ولكن بأشكال مختلفة والجدول (12-3) يلخص هذه الحالات من خلال المحاولات التي تم الحصول عليها.

الجدول (12-3) نتائج نموذج الانحدار الجيبى للحالات الثلاثة بين متغيرات الدراسة لدولة العراق

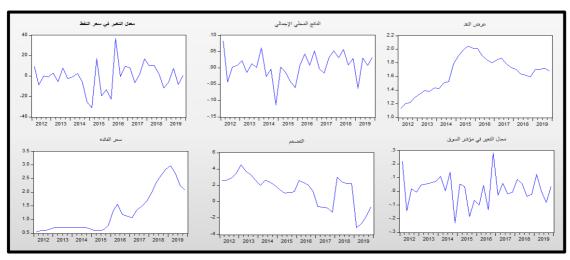
Prob.	t-Statistic	Coefficient	المعلمات	المتغير المستقل	المتغير المعتمد	ت
0.7813	-0.280065	-0.007043	α	C:(V)	Sin(V)	1
0.3936	0.865572	0.031670	β	Sin(X)	Sin(Y)	.1
0.7432	-0.330706	-0.008406	α	X	Sin(Y)	.2
0.7002	-0.388792	-0.000744	β	Λ		.2
0.3624	0.924935	0.256818	α	Sin(X)	V	.3
0.4131	0.829991	0.335305	β	311(A)		.5

إذ يلاحظ انه عند استبعاد معلمات الثوابت من الحالات الثلاثة في الجدول (12-3) فإن النتائج بقيت غير ملائمة لذا لا يمكن بناء نموذج جيبي مناسب بين معدلات اسعار النفط مع معدلات عوائد محفظة السوق.

#### ثانياً: المملكة العربية السعودية

#### 1- اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية

يعرض الشكل (3-3) رسم السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، ويظهر بوضوح ان حركة المتغيرات خلال مدة الدراسة واجهت تقلبات حادة، مما يزيد احتمالية معاناتها من وجود اتجاه زمني، الامر الذي يتطلب إجراء اختبارات الاستقرارية للوصول إلى بيانات صالحة لتطبيق نماذج تحليل السلاسل الزمنية.



الشكل (3-3)

الاشكال البيانية لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019) (السعودية) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبهدف اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ينبغي أولاً تحديد الأنموذج الاكثر ملاءمة ليتم تطبيقه من خلال الانموذج القياسي من خلال استخدام اختبارين هما اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، واختبار فيلبس بيرون (PP)، لذا سيتم اجراء الاختبارات كافة الخاصة بالأنموذج والتي تتدرج من ضمنها في الفقرة الاولى تحديد فترة الابطاء المثلى للأنموذج مستندين الى اهم معيار وهو (Schwartz information criterion—SC)، لتحقيق افضل نقدير للأنموذج، ويأتي الغرض الرئيس من هذا الاجراء لتمهيد اختبار (ADF) و (PP) والجدول (3-13)، يوضح نتائج التطبيق.

الجدول (13-3) نتائج اختبار فترة الإبطاء لنماذج متغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019) (السعودية)

فترة الابطاء	المتغيرات	ت
0	X	.1
1	$Z_1$	.2
1	$Z_2$	.3
2	$\mathbb{Z}_3$	.4
1	$\mathbb{Z}_4$	.5
0	Y	.6

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

إذ يلاحظ من نتائج الجدول (13–3) استقرار السلاسل الزمنية لجميع متغيرات الدراسة وإنها متكاملة من الدرجة نفسها وهي الدرجة الأولى (1) والدرجة الثانية (2)، عدا متغير معدلات سعر النفط، ومحفظة السوق فانهما متكاملان من الدرجة صفر (0).

وبالإمكان تحديد وتفسير النتائج الخاصة باختبار (ADF) و (PP) من خلال استعمال القيمة الاحتمالية (Prob)، التي يمكن من خلالها التعرف على المعنوية لتحديد القبول او الرفض للفرضيتين (العدم – البديلة) بدون الحاجة الى الجداول الاحصائية، فاذا كانت قيمة (Prob) اقل من (5%) فذلك يشير الى ان القيمة المحتسبة للاختبار اكبر من القيمة الجدولية اي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة اي استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج ويحدث العكس في حال كانت قيمة (Prob) اكثر من (5%)، ويمكن تحديد ذلك من خلال بيانات الجدول (14-3).

الجدول (14-3) نتائج اختبار (ADF) و(PP) لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019) (السعودية)

النتيجة	تبار PP	نتائج اخا	ار ADF	نتائج اختب	متغيرات الدراسة	
اسیب	الفروق	المستوى	الفروق	المستوى	منعيرات الدراسة	ت

	الأولى		الأولى			
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	X	.1
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Z_1$	.2
I(1)	0.0011	0.2427	0.0017	0.3055	$Z_2$	.3
I(1)	0.0070	0.9640	0.0057	0.5861	$Z_3$	.4
I(1)	0.0001	0.1748	0.0000	0.0868	$Z_4$	.5
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	Y	.6

يلخص الجدول (14-3) نتائج اختبار متغيرات الدراسة في حالتها الافتراضية (عند المستوى) على وفق اختباري (ADF) و (PP)، وقد دفعت النتائج باتجاه قبول فرضية العدم، اذ لم تتحقق صفة الاستقرارية عند المستوى (22, Z3, Z4)، حيث إن قيمة Prob أكبر من 0.05، هذا ما يدفعنا الى اخذ الفرق الأول للسلاسل غير المستقرة المدروسة بهدف تفادي مشكلة الانحدار الزائف، وقد تحقق الغرض بعد ان أظهرت النتائج تفوق القيمة المحسوبة لإحصاء لعلى نظيرتها الجدولية حسب قيم Prob، فاصبح بالإمكان رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي يتحقق فيها سكون البيانات عند درجة تكامل (1) ا.

#### 2- العلاقة بين متغيرات الدراسة

من المعروف أن النموذج الذي يربط المتغير المعتمد بالمتغيرات الوسيطة، والنموذج الذي يربط المتغير المستقل بالمتغيرات الوسيطة هو نموذج انحدار خطي، وهذا يعني أن هناك علاقة خطية بين المتغير المعتمد والمتغيرات المستقلة، ولأن الهدف الرئيس للدراسة هو دراسة تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد، فسيتم ذلك من خلال دراسة هذا التأثير من عدة جوانب وكما موضح في الفقرات الآتية:

أ- العلاقة المباشرة بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد: وهذا يعني أن المتغير المستقل يؤثر بشكل مباشر من دون أية متغيرات وسيطة، أي انحدار خطي بسيط، وهذا الانحدار هو انحدار Y على X وفيما يأتي مقدرات المربعات الصغرى لمعلمات الانحدار.

الجدول (15-3) تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (Y على X) (السعودية)

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل	ت
0.3448	0.959812	0.016673	الثابت	.1
0.0116	2.688088	0.003513	X	.2

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

تشير نتائج الجدول ((3-15)) إلى عدم معنوية معلمة المقطع، في حين أن معلمة الانحدار هي معنوية، لذا سيتم فقط تقدير معلمة الانحدار في الجدول ((3-15)) بعد استبعاد المقطع الحد (الثابت) وكما يلي:

الجدول (3-16) تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X) (السعودية)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
16.9%	16.9%	0.0128	2.641114	0.003442	X

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يتبين من نتائج الجدول (61-5)، معنوية معلمة الانحدار عند مستوى معنوية 0.05 وأن المتغير المستقل يفسر حوالي 17% فقط من المتغير المعتمد، وهذه النسبة قليلة جداً لذا سيتم دراسة نماذج أخرى غير خطية.

ب- العلاقة المبنية على متغيرات وسيطة: اي ان هناك علاقة انحدار خطي بسيط بين المتغير المستقل وكل متغير من المتغيرات الوسيطة، ومعادلة انحدار خطي متعدد تربط بين المتغيرات الوسيطة والمتغير المعتمد، والجدول (17-3) يمثل تقدير النموذج الخاص بكل متغير وسيط بالنسبة للمتغير المستقل:

الجدول (71-3) الجدول (Y0 و Y0) السعودية)

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير الوسيط (المعتمد)		ت
0.2465	1.181999	0.007103	الثابت	$Z_1$	.1
0.0006	3.813233	0.001724	$Z_1$	$\mathbf{Z}_1$	.1
0.2056	1.294749	0.014499	الثابت	$Z_2$	.2
0.0016	-3.492633	-0.002918	$Z_2$	$\mathbf{L}_2$	.2
0.1945	1.327983	0.050618	الثابت	$Z_3$	.3
0.7841	0.276498	0.000786	$\mathbb{Z}_3$	$\mathbf{Z}_3$	.3
0.7097	-0.375977	-0.098516	الثابت	$Z_4$	.4
0.8477	0.193804	0.003788	$\mathbb{Z}_4$	<b>~</b> 4	.4

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يلاحظ من نتائج الجدول (17-3) عدم معنوية الثوابت في جميع المعادلات، لذا سيتم اللجوء الى استبعاد هذه الثوابت، وفي الجدول (18-3) سيتم تقدير المعلمات بعد استبعاد جميع الثوابت وكما يأتى:

الجدول (3-18) تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات  $(Z \ e^{Y})$  بعد استبعاد الثوابت (السعودية)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المعتمد	Ü
29.5%	29.5%	0.0008	3.728262	0.001694	$Z_1$	.1
25.5%	25.5%	0.0012	-3.567858	-0.003004	$Z_2$	.2
-	ı	0.8672	0.168610	0.000484	$\mathbb{Z}_3$	.3
_	-	0.8213	0.227906	0.004377	$\overline{Z}_4$	.4

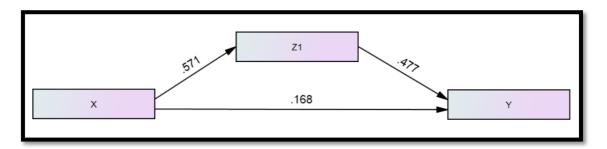
تشير نتائج الجدول (81–3) الى معنوية تأثير معدلات اسعار النفط في كل من الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد، التي بلغت بنسبة (29.5%)، و(25.5%) على التوالي، في حين ان التأثيرات كان غير معنوي لبقية المتغيرات الوسيطة وهي كل من (سعر الفائدة، معدل التضخم)، كما يمكن التأكد منها عبر ما سيعرض في الجدول (91–3)، للوصول الى مدى معنوية تأثير المتغيرات الوسيطة في المتغير المعتمد، الى ذلك سيتم اختيار المتغيرات باستخدام طريقة الاختيار الأمامي.

الجدول (19-3) تقدير معلمات نموذج الانحدار بطريقة الاختيار الامامي بين متغيرات (Z و Y) (السعودية)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
34.8%	37%	0.0004	3.980370	1.598352	$Z_1$
34.6%	31%	0.0350	-2.212014	-0.024123	$Z_4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يظهر من نتائج الجدول ((1-1)) إلى أن هناك تأثير معنوي لمتغيرين من المتغيرات الوسيطة وهي كل من الناتج المحلي الاجمالي ((1-1)) ومعدل التضخم ((1-1))، على المتغير المعتمد ((1-1)) ولان متغير عرض النقد ((1-1)) لا يؤثر في المتغير المعتمد ((1-1)) لذا تم استبعاده من التحليل، كما تم استبعاد متغير معدل التضخم ((1-1)) ايضاً من التحليل لكونه ايضاً لا يتأثر بالمتغير المستقل، وهنا ستتم دراسة تأثير معدل التغير في سعر النفط ((1-1)) في الناتج المحلي الاجمالي ((1-1))، ومن ثم بيان تأثير الناتج المحلي الاجمالي ((1-1)) في معدل عائد محفظة السوق ((1-1))، ومن ثم بيان تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد عن طريق المتغير المعتمد من طريق المتغير الوسيط مستخدمين لذلك تحليل المسار ((1-1))، والشكل ((1-1)) يوضح مخطط هذه العملية:



الشكل (4-3)

#### مخطط يوضح تحليل المسار لأثر (X على Y) بواسطة (Z1) لدولة السعودية

المصدر: المخطط من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج مخرجات الجداول السابقة.

وتظهر نتائج تحليل المسار في الجدول (20-3)، فيما يتعلق بالتأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة وكذلك معامل التحديد بين متغيرات الدراسة:

الجدول (20–3) الجدول المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة لدولة السعودية

$\mathbb{R}^2$	Coefficient	التأثيرات	ت
19.4%	0.441	التأثيرات الكلية	.1
2.8%	0.168	التأثيرات المباشرة	.2
16.6%	0.273	التأثيرات غير المباشرة	.3

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Amos-26.

يتضح من نتائج مخرجات برنامج (Amos-26) أن التأثير المباشر لمعدلات اسعار النفط (X) يفسر فقط حوالي (2.8%) من معدل عائد محفظة السوق (Y)، في حين ظهر التأثير غير المباشر من خلال متغير الناتج المحلي الاجمالي ( $Z_1$ ) يفسر حوالي (16.6%) ومجموع ما يفسره المتغير المستقل هو (19.4%) وهي القيمة نفسها التي حصلنا عليها في انحدار (Y على X)، واختلاف قيم معامل التحديد سببه المعادلة المستخدمة في البرنامج لإيجاد معامل التحديد (كما مر سابقاً)، وكذلك يتضح من تحليل المسار أن تأثير (X في Y) هو بالفعل تأثير غير مباشر وأن المتغير ( $Z_1$ ) وهو متغير وسيط بين المتغيرين (المستقل والمعتمد)، وأن الذي جعل تأثير المتغير (X) معنوياً في انحدار (Y على X) وهو شدة ارتباط (X) مع ( $Z_1$ ) إذ بلغ معامل الارتباط بينهما حوالي ( $Z_1$ )، وهو الذي يفسر عدم ظهور المتغير كمتغير معنوي حين إضافته مع ( $Z_1$ ) في النموذج نفسه.

وعند محاولة استخدام تحليل الانحدار غير الخطي من خلال نماذجه الثلاثة بغية الحصول على نتائج تعطى اكثر تفسيراً لمتغيرات الدراسة، سيتم التحليل الاتى:

- أ- انحدار متعدد حدود: بمعنى ان تقلبات اسعار النفط ستؤثر في معدلات عوائد محفظة السوق بسلوك غير خطي، وقد يكون من الدرجة الأولى أو الثانية أو الثالثة أو درجة أعلى وقد تم استخدام طريقة الاختيار الأمامي لاختيار الدرجة المناسبة، حيث أظهرت النتائج عدم معنوية جميع الدرجات فوق الواحد.
- ب- الانحدار اللوغاريتمي: في هذا النموذج ستتم دراسة ثلاث حالات مختلفة لمتغيرات الدراسة من المتغير المستقل والمعتمد، وإن الجدول (21-3)، يلخص نتائج هذه الحالات من خلال ما تم الحصول عليه.

الجدول (21-3) نتائج نموذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاث بين متغيرات الدراسة لدولة السعودية

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المعلمات	المتغير المستقل	المتغير المعتمد	Ü
0.0000	-5.341132	-3.398918	α	Log(V)	Log(V)	1
0.0044	3.079406	0.565336	β	Log(X)	Log(Y)	.1
0.0000	-14.61020	-1.445556	α	X	Log(V)	2
0.0036	3.160635	0.023530	β	Λ	Log(Y)	.2
0.0309	-2.265458	-0.256277	α	Log(V)	X7.	2
0.0218	2.419064	0.078947	β	Log(X)	1	.3

تظهر نتائج معلمات الجدول (21-3)، في الحالة الاولى والثانية والثالثة انها معنوية لجميع النماذج المستخدمة للعلاقة بين معدلات اسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق والجدول (22-3) يحاول ايجاد معامل التحديد لمعرفة أيهما الأفضل وكما يأتي:

الجدول (22–3) معاملات التحديد لنماذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاث لدولة السعودية

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	المتغير المستقل	المتغير المعتمد	Ü
21.5%	24%	Log(X)	Log(Y)	.1
22.5%	25%	X	Log(Y)	.2
13.5%	16.3%	Log(X)	Y	.3

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يلاحظ أن قيمة معامل التحديد للنموذج الثاني البالغ (25%) هي الأفضل من بقية النماذج، لذا يمكن القول أن النموذج اللوغاريتمي الملائم هو نموذج انحدار (Y) على X بمعامل تحديد مصحح قدره (22.5%).

ت- الانحدار الجيبي: في هذا النموذج ايضا ستتم دراسة ثلاث حالات ولكن بأشكال مختلفة والجدول (23-3) يلخص هذه الحالات من خلال المحاولات التي تم الحصول عليها.

الجدول (23–3) نتائج نموذج الانحدار الجيبي للحالات الثلاثة بين متغيرات الدراسة لدولة السعودية

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المعلمات	المتغير المستقل	المتغير المعتمد	ت
0.4528	0.760625	0.014468	$\alpha$ Sin(Y) Sin(Y)	Sin (W)	Sin(Y)	1
0.4538	0.759018	0.021006	β	Sin(X)		.1
0.3444	0.960567	0.016575	α	X	Cin(V)	2
0.0116	2.687779	0.003490	β	Λ	Sin(Y)	.2
0.4533	0.759837	0.014551	α	Sin(V)	V	2
0.4545	0.757726	0.021112	β	Sin(X)	Y	.3

إذ يلاحظ انه عند استبعاد معلمات الثوابت من الحالات الثلاث في الجدول (23-3) فإن النتائج بقيت غير ملائمة للنموذجين الاول والثالث، في حين هي ملائمة بالنسبة للنموذج الثاني فيمكن بناء نموذج جيبي مناسب بين معدلات اسعار النفط مع معدلات عوائد محفظة السوق بالاستناد الى النموذج الثاني X وكما يلى:

الجدول (24-3) نتائج الانحدار الجيبي للنموذج الثاني بين متغيرات الدراسة لدولة السعودية

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	النموذج
16.9%	16.9%	0.0128	2.640700	0.003419	الثاني

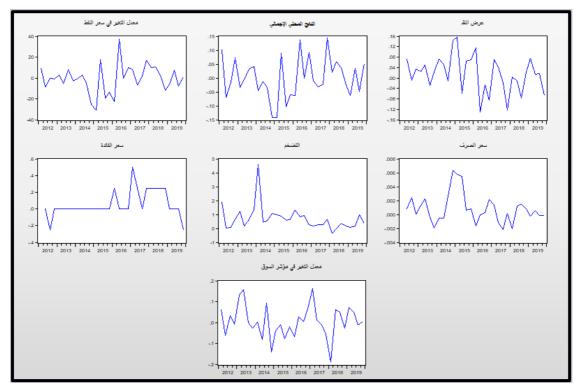
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وهنا يمكن القول إنه توجد علاقة جيبية بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد، ونموذج الانحدار الجيبي المناسب هو انحدار (Sin(Y) على X بمعامل تحديد ومعامل تحديد مصحح قدره (16.9%).

#### ثالثاً: الكويت

#### 1- اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية

يعرض الشكل (5-3) رسم السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، ويظهر بوضوح ان حركة المتغيرات خلال مدة الدراسة واجهت تقلبات مرتفعة، مما يجعل احتمالية معاناتها من وجود اتجاه زمني، الامر الذي يتطلب بإجراء اختبارات الاستقرارية للوصول الى بيانات صالحة لتطبيق نماذج تحليل السلاسل الزمنية.



الشكل (5-3)

#### الاشكال البيانية لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019) (الكويت)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وهنا سيتم اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية أولاً ليتم تحديد الأنموذج الاكثر ملاءمة، وذلك من خلال تطبيق الانموذج القياسي فيتم استخدام اختبارين هما اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، واختبار فيلبس بيرون (PP)، والجدول (25-3) يوضح نتائج التطبيق.

الجدول (25-3) نتائج اختبار فترة الإبطاء لنماذج متغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019) (الكويت)

فترة الابطاء	المتغيرات	ت
0	X	.1
0	$Z_1$	.2
1	$Z_2$	.3
2	$\mathbb{Z}_3$	.4
1	$\mathbb{Z}_4$	.5
2	$Z_5$	.6
0	Y	.7

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبالإمكان تحديد وتفسير النتائج الخاصة باختبار (ADF) و (PP) من خلال استعمال القيمة الاحتمالية (Prob)، وكما في الجدول (26).

الجدول (3-26) نتائج اختبار (ADF) و (PP) لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012) (الكويت)

	تبار PP	نتائج اختبار PP		نتائج اختب		
النتيجة	الفروق الأولى	المستوى	الفروق الأولى	المستوى	متغيرات الدراسة	Ü
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	X	.1
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Z_1$	.2
I(1)	0.0000	0.2680	0.0000	0.2739	$Z_2$	.3
I(1)	0.0060	0.9640	0.0046	0.8612	$\mathbb{Z}_3$	.4
I(0)	-	0.0005	-	0.0005	$\mathbb{Z}_4$	.5
I(1)	0.0084	0.9654	0.0118	0.4043	$Z_5$	.6
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	Y	.7

يتبين من الجدول (26–3) بان جميع السلاسل الزمنية مستقرة لمتغيرات الدراسة طوال فترة الدراسة باستثناء ثلاث من المتغيرات الوسيطة، وهي لكل من (عرض النقد، سعر الفائدة، وسعر الصرف)، فأنها غير مستقرة لأن قيمة (prob) لها أكبر من (5%).

#### 2- العلاقة بين متغيرات الدراسة

من المعروف أن النموذج الذي يربط المتغير المعتمد (معدل عائد محفظة السوق) بالمتغيرات الوسيطة وهي كل من (الناتج المحلي الاجمالي، عرض النقد، سعر الفائدة، معدل التضخم، وسعر الصرف)، والنموذج الذي يربط المتغير المستقل (معدل سعر النفط) بالمتغيرات الوسيطة بأنه نموذج انحدار خطي كما سبق وذكرنا، وهذا يعني أن هناك علاقة خطية بين المتغير المعتمد والمتغيرات المستقلة، بمعنى اخر أن المتغير المستقل يؤثر في كل متغير من المتغيرات الوسيطة وأن المتغيرات الوسيطة بدورها تؤثر في المتغير المعتمد، ولأن الهدف هو دراسة تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد فستتم هنا دراسة هذا التأثير من عدة جوانب وكما موضح في الفقرات الآتية:

أ- العلاقة المباشرة بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد: وهذا يعني أن المتغير المستقل يؤثر بشكل مباشر من دون أية متغيرات وسيطة، أي انحدار خطي بسيط، والجدول (27–3) تشير الى نتائج مقدرات المربعات الصغرى لمعلمات المعادلة.

الجدول (27-3) تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X على X) (الكويت)

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل	ت
0.6453	0.464978	0.006175	الثابت	.1
0.1176	1.611314	0.001610	X	.2

يتبين من الجدول (27-3) عدم معنوية معلمة المقطع، وكذلك معلمة الانحدار والآن سيتم تقدير معلمة الانحدار والتأكد من معنويتها كما موضح في الجدول (28-3) بعد إزالة الثابت.

الجدول (28-3) تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X) (الكويت)

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
0.1180	1.607889	0.001584	X

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يتبين من نتائج الجدول (28–3)، عدم معنوية معلمة الانحدار حتى بعد حذف الثابت لذا سيتم اللجوء الى نماذج اخرى مثل نماذج العلاقة المبنية على متغيرات وسيطة بغية الحصول على نسبة افضل.

ت-العلاقة المبنية على متغيرات وسيطة: بمعنى ان هناك علاقة انحدار خطي بسيط بين المتغير المستقل وكل متغير من المتغيرات الوسيطة، ومعادلة انحدار خطي متعدد تربط بين المتغيرات الوسيطة والمتغير المعتمد، والجدول (29-3) يمثل تقدير النموذج الخاص بكل متغير وسيط بالنسبة للمتغير المستقل:

الجدول (29-3) تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات (Y و Y) (الكويت)

Prob.	t-Statistic	Coefficient	بط (المعتمد)	المتغير الوسي	ت
0.6621	0.441338	0.002772	α	7	1
0.0000	9.848747	0.004654	β	$Z_1$	.1
0.1531	1.467046	0.010793	α	7	2
0.0000	-7.673931	-0.004212	β	$Z_2$	.2
0.0505	2.040603	0.057477	α	7	.3
0.6527	0.454697	0.000955	β	$\mathbb{Z}_3$	.3
0.0001	4.469698	0.686637	α	7	1
0.6771	-0.420589	-0.004861	β	$Z_4$	.4
0.0451	2.093778	0.000781	α	7	5
0.1978	-1.318124	-3.67E-05	β	$Z_5$	.5

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

إذ يلاحظ من نتائج الجدول (29–3) عدم معنوية الثوابت في كل من معادلة ( $Z_1$  –  $Z_2$  –  $Z_3$  –  $Z_2$  )، الخاصة بمتغيرات كل من (الناتج المحلي الاجمالي، عرض النقد، سعر الفائدة، ومعدل التضخم)، لذا سيتم استخرج الثوابت من هذه المعادلات، في حين ان الثوابت معنوية عند ( $Z_5$ )، المعبرة عن متغير (سعر الصرف)، ولكن معاملات الانحدار غير معنوية، لذا سيتم اللجوء الى استخراج هذه الثوابت أيضاً فلا يمكن الاستفادة منها في التحليل في حالة عدم معنوية معاملات الانحدار، وفي الجدول (30–3) سيتم تقدير المعلمات بعد استبعاد جميع الثوابت وكما يأتى:

الجدول (30) الجدول (3-30) الجدول (Z) الكويت (الكويت (الكويت) الأعدار بين متغيرات (Z) الإنحدار بين متغيرات (Z)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المعتمد	ت
76.2%	76.2%	0.0000	9.969911	0.004642	$Z_1$	.1
64.6%	64.6%	0.0000	-7.670535	-0.004276	$Z_2$	.2
-	-	0.7829	0.277995	0.000612	$\mathbb{Z}_3$	.3
-	-	0.5983	-0.532368	-0.007801	$\mathbb{Z}_4$	.4
-	-	0.1680	-1.412952	-0.0000414	$Z_5$	.5

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

تشير نتائج الجدول (30–3) الى معنوية تأثير معدلات اسعار النفط في كل من الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد، والتي بلغت نسبة ((%76.2 و (64.6%) على التوالي، في حين ان التأثير كان غير معنوي لبقية المتغيرات الوسيطة وهي كل من (سعر الفائدة، معدل التضخم، وسعر الصرف)، والآن يمكن التأكد من معنوية تأثير المتغيرات الوسيطة على المتغير المعتمد، حيث تم اختيار المتغيرات باستخدام طريقة الاختيار الأمامي، وقد أظهرت النتائج عدم معنوية تأثير المتغيرات الوسيطة في المتغير المعتمد، مما يؤدي إلى عدم إمكانية تكوين نموذج خطى يربط المتغير المستقل بالمتغير المعتمد عن طريق متغيرات وسيطة.

والآن سيتم محاولة استخدام تحليل الانحدار غير الخطي من خلال نماذجه الثلاثة بغية الحصول على نتائج تعطي اكثر تفسيراً لمتغيرات الدراسة، سيتم التحليل الاتي:

أ. انحدار متعدد حدود: اي أن المتغير المستقل ممثل بمعدلات اسعار النفط سيؤثر في المتغير المعتمد ممثلاً بمعدل عائد محفظة السوق بسلوك غير خطي، وقد يكون من الدرجة الأولى أو الثانية أو الثالثة أو درجة أعلى، وفي الجدول (31-3) سيتم استخدام طريقة الاختيار الأمامي لاختيار الدرجة المناسبة.

الجدول (31–3) نتائج نموذج انحدار متعدد الحدود بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل	ت
		0.0302	2.278823	0.037142	الثابت	.1
18.8%	24%	0.0064	-2.938796	-0.000362	$X^2$	.2
		0.0171	2.529575	0.000000262	$X^4$	.3

وتبين من نتائج التحليل أن الدرجة متعددة الحدود هي الدرجة الرابعة، وأن معامل التحديد المصحح قد اقترب من (19%)، وهذا رقم كبير جداً مقارنة مع ما تم الحصول عليه في بقية النماذج السابقة.

ب. الاتحدار اللوغاريتمي: في هذا النموذج سيتم دراسة ثلاث حالات مختلفة لمتغيرات الدراسة من المتغير المستقل والمعتمد، وإن الجدول (32-3)، يلخص نتائج هذه الحالات من خلال ما تم الحصول عليه.

الجدول (32-3) نتائج نموذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاث بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المعلمات	المتغير المستقل	المتغير المعتمد	Ŀ
0.0000	-5.129068	-2.100209	α	Log(V)	Log(V)	1
0.1043	1.674911	0.197855	β	Log(X)	Log(Y)	.1
0.0000	-21.76926	-1.417907	α	v	Lag(V)	2
0.1966	1.320770	0.006473	β	X	Log(Y)	.2
0.0651	-1.914629	-0.159106	α	Log(V)	V	2
0.0548	1.998824	0.047919	β	Log(X)	Ĭ	.3

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

تظهر نتائج معلمات الجدول (32-3)، انه في الحالة الاولى والثانية والثالثة هي غير معنوية لجميع النماذج المستخدمة للعلاقة بين معدلات اسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، لذا لا يمكن القول بوجود علاقة لوغاريتمية بينهما.

ت. الانحدار الجيبي: في هذا النموذج ايضا ستتم دراسة ثلاث حالات ولكن بأشكال مختلفة والجدول (33-3) يلخص هذه الحالات.

الجدول (33-3) نتائج نموذج الانحدار الجيبي للحالات الثلاث بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت

Prob.	t-Statistic	Coefficient	المعلمات	المتغير المستقل	المتغير المعتمد	ت
0.6421	0.469535	0.005996	α	Cin(V)	Cin(V)	1
0.0338	2.224690	0.041338	β	Sin(X)	Sin(Y)	.1
0.6446	0.465994	0.006167	α	V	Cin(V)	2
0.1167	1.615484	0.001609	β	Λ	Sin(Y)	.2
0.6426	0.468870	0.006007	α	Cin(V)	V	2
0.0337	2.225704	0.041487	β	Sin(X)	1	.3

إذ يلاحظ انه عند استبعاد معلمات الثوابت من الحالات الثلاث في الجدول (33-3) فإن النتائج بقيت غير ملائمة للنموذج الثاني، في حين هي ملائمة بالنسبة للنموذج الاول والثالث فيمكن بناء نموذج جيبي مناسب بين معدلات اسعار النفط مع معدلات عوائد محفظة السوق بالاستتاد الى النموذج الاول والثالث على التوالي (Sin(X) على (Sin(X) و Y على (Sin(X)).

الجدول (34-3) نتائج الانحدار الجيبي للنموذج الاول والثالث بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	النموذج
13.53%	13.53%	0.0326	2.237211	0.041017	الأول
13.54%	13.54%	0.0325	2.238287	0.041166	الثالث

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

بالرغم من قرب قيمة معامل التحديد للنموذج إلا أن النموذج الثالث البالغة نسبته (13.54%) يعد الأفضل من النموذج الأول البالغة نسبته (13.53%)، لكون معامل تحديده أعلى، وبذلك يمكن القول انه توجد علاقة جيبية بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد.

خلاصة القول من تحليل فقرات المبحث الثاني تبين النتائج النهائية لدول الدراسة ما يلي:

حيث في دولة العراق استنتج انه يتأثر متغيران فقط من مجموع خمسة متغيرات وسيطة وهي كل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد بمعدلات تقلب أسعار النفط، وإن العلاقة الموجودة هي علاقة غير مباشرة بين معدلات أسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهو عرض النقد، وبالإمكان بناء نموذج انحدار متعدد الحدود من الدرجة الرابعة ليفسر ما يقارب 80% من التغيرات الحاصلة في معدلات عوائد

محفظة السوق، كما يمكن بناء نموذج انحدار يربط اللوغاريتم الطبيعي لمعدلات أسعار النفط مع معدلات عوائد محفظة السوق ليفسر ما يقارب 40% من التغيرات الحاصلة في معدلات عوائد محفظة السوق ولا يمكن بناء نموذج انحدار جيبي بين تلك المتغيرات.

اما في دولة المملكة العربية السعودية فتبين انه يتأثر كل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد بتقلبات أسعار النفط، وان هناك علاقة مباشرة ضعيفة وغير مباشرة أكثر قوة بين معدلات أسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهو الناتج المحلي الإجمالي، الى ذلك وضحت النتائج انه لا يمكن بناء نموذج انحدار متعدد الحدود بين معدلات اسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، وبالإمكان بناء نموذج انحدار لوغاريتمي بين معدلات التغير في سعر النفط ومعدل التغير في عوائد محفظة السوق وتم التوصل الى ان النموذج الأكثر ملاءمة هو نموذج انحدار (Y) Log(Y) على X بمعامل تحديد مصحح قدره (22.5%)، وكذلك يمكن بناء نموذج انحدار يربط بين معدلات التغير في سعر النفط مع جيب معدل التغير في عوائد محفظة السوق ليفسر ما يقارب (17%) من التغيرات الحاصلة في معدل عائد محفظة السوق.

وبالنسبة لدولة الكويت استنتج انه يتأثر كل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد بمعدل التغير في أسعار النفط، وتبين انه ليس هناك اية علاقة خطية مباشرة ولا غير مباشرة بين تقلبات أسعار النفط ومعدل عوائد محفظة السوق الكويتي، والى ذلك فبالإمكان بناء نموذج انحدار متعدد الحدود من الدرجة الرابعة ليفسر ما يقارب (19%) من التغيرات الحاصلة في معدل عائد محفظة السوق الكويتي، كما تبين انه لا يمكن بناء نموذج انحدار لوغاريتمي بين معدلات اسعار النفط ومعدل عائد محفظة السوق، ولكن يمكن بناء نموذج انحدار يربط بين معدل التقلبات في سعر النفط العالمي مع معدل عائد محفظة السوق الكويتي ليفسر ما يقارب ما نسبته (13.5%) من التغيرات الحاصلة في معدل عائد محفظة السوق الكويتي.

واتساقاً لما سبق يمكن قبول الفرضية الاولى، انه يوجد تأثير لتقلبات اسعار النفط في جميع المتغيرات الاقتصادية الرئيسة وفي عوائد محافظ اسواق عينة الدراسة.

#### المبحث الثالث

#### التحليل الاحصائى للعلاقات الرابطة بين متغيرات الدراسة

في هذا المبحث سيتم ترشيح النماذج الأكثر ملاءمة بناءً على نتائج النماذج المذكورة في المبحث الثاني من هذا الفصل، معتمدين في ذلك على مقدار معامل التحديد المصحح وعلى سهولة العمليات الحسابية، فقد يتم اختيار النموذج الخطي بالرغم من أن معامل تحديده أقل مقارنة مع غيره من النماذج غير الخطية، وخاصة إذا كان هذا الفرق ليس كبيراً، ومن ثم سيتم استخدام ذلك النموذج لمعرفة أثر مستويات عائد محفظة اي القطاعات الاقتصادية اكثر تأثراً بتقلبات أسعار النفط، بعد ما يتم اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية على مستوى القطاعات لكل سوق مالي عينة الدراسة، وذلك من اجل الحصول على نتائج اكثر واقعية وكما يلى:

#### اولاً: العراق

يعرض الجدول (35-3) اسماء تلك القطاعات الستة الداخلة في عينة الدراسة، مع توصيف كل قطاع برمز معين لسهولة احتسابه في العمليات التحليلية.

الجدول (35–3) الجدول القطاعات الاقتصادية لسوق العراق للأوراق المالية

الرمز	القطاعات	ت
$Y_1$	المصرفي	.1
$Y_2$	التأمين	.2
$Y_3$	الخدمات	.3
$Y_4$	الفنادق والسياحة	.4
$Y_5$	الصناعة	.5
$Y_6$	الزراعي	.6

الجدول من إعداد الباحث.

اما الجدول (36–3) يشير الى اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية على مستوى قطاعات السوق، ويتم ذلك من خلال استخدام اختبارين ايضاً وهما اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، واختبار فيلبس بيرون (PP)، لذا سيتم اجراء كافة الاختبارات الخاصة بالأنموذج والتي تتدرج من ضمنها في الفقرة الاولى هي تحديد فترة الابطاء المثلى للأنموذج مستندين الى (Schwartz information criterion–SC)، لتحقيق افضل تقدير للأنموذج.

الجدول (36-3) الجدول على مستوى قطاعات السوق المالي العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

فترة الابطاء	القطاعات	ت
0	القطاع المصرفي $(Y_1)$	.1
0	$(Y_2)$ قطاع التأمين	.2
0	قطاع الخدمات (Y <sub>3</sub> )	.3
0	$(Y_4)$ قطاع الفنادق والسياحة	.4
0	$(Y_5)$ قطاع الصناعة	.5
0	$(Y_6)$ القطاع الزراعي	.6

إذ يلاحظ من نتائج الجدول (36-3) استقرار السلاسل الزمنية لجميع متغيرات قطاعات السوق عينة الدراسة، وإنها متكاملة من نفس الدرجة وهي الدرجة الاولى (0)، ويأتي الغرض الرئيسي من هذا الاجراء هو لتمهيد اختبار (ADF) و (PP) والجدول (37-3)، يوضح نتائج ذلك التطبيق.

الجدول (37-3) الجدول (PP) على مستوى قطاعات السوق المالي العراقي للبيانات الفصلية للمدة (ADF) (ADF) (2012–2012)

النتيجة	نتائج اختبار PP		نتائج اختبار ADF			
	الفروق الأولى	المستوى	الفروق الأولى	المستوى	القطاعات	Ü
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_1$	.1
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_2$	.2
I(0)	-	0.0000	-	0.0001	$Y_3$	.3
I(0)	-	0.0001	-	0.0003	$Y_4$	.4
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_5$	.5
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_6$	.6

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يوضح نتائج الجدول (37-3) بان جميع السلاسل الزمنية لجميع بيانات قطاعات السوق لمتغيرات الدراسة وطوال فترة الدراسة هي مستقرة، وهذا ما يؤهل الى تحليل نماذج متغيرات الدراسة.

ففي العراق كانت النماذج التي بينت مستوى تأثير معدلات اسعار النفط على معدلات عوائد محفظة السوق المالي هي تلك النماذج المعنوية التي تم الحصول عليها كما هي موضحة في الجدول (38-2)، وكما يلي:

الجدول (38-3) ترشيح النموذج الأكثر ملاءمة بين متغيرات الدراسة لدولة العراق

Adjusted R <sup>2</sup> %	النموذج	ت
12.8	النموذج الخطي البسيط	.1
79.4	النموذج متعدد الحدود	.2
39.2	النموذج اللو غاريتمي Y على (Log(X	.3

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج النماذج السابقة لدولة العراق.

من خلال عرض النماذج في الجدول (38-3)، بلغ قيمة معامل التحديد المصحح للنموذج الخطي البسيط نسبة (12.8%)، اما النموذج متعدد الحدود قدرت بنسبة (79.4%) في حين كانت نسبة التحديد المصحح للنموذج اللوغاريتمي Y على (2,00%)، فيبين ان هناك فرقاً ملحوظاً بين النموذج متعدد الحدود مقارنة بالنموذجين الآخرين لذا سيتم استخدامه لأنه سيفسر مدى قوة تأثر عائد محفظة القطاعات الاقتصادية للسوق المالي بتقلبات اسعار النفط، وان صيغته الرياضية بالنسبة للعراق هي:

 $Y_{t} = \beta_{1}X_{t} + \beta_{2}X_{t}^{2} + \beta_{3}X_{t}^{3} + \beta_{4}X_{t}^{4} + \varepsilon_{t}$ 

والان وبعد ترشيح النموذج الاكثر ملاءمة للعراق، فسيتم تطبيقه وبشكل منفصل على جميع القطاعات الاقتصادية، لبيان مدى تأثر عوائد محافظها من تقلبات اسعار النفط العالمية خلال مدة الدراسة وكما يلى:

#### $(Y_1)$ القطاع المصرفى -1

تشير المخرجات المتضمنة في الجدول (39-3) الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين عائد محفظة القطاع المصرفي وتقلبات اسعار النفط، إذ تبين ان جميع القيم الاحتمالية هي معنوية لأنها اقل من (5%)، وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة، كما فسرت نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (84%) من تأثير عائد محفظة القطاع بتقلبات السعر النفطي، وهذا يعني ان هناك بنسبة (16%) قد تعود الى عوامل عشوائية اخرى كأن تكون هناك متغيرات مهمة لم تضمن النموذج، علماً انه جيد التوفيق على وفق قيمة معامل التحديد المصحح.

الجدول (3-39)
تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة القطاع المصرفي العراقي للبيانات الفصلية للمدة
(2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
	85.35%	0.0011	3.651678	0.124835	X
92 790/		0.0000	-6.081049	-0.014625	$X^2$
83.78%		0.0000	-9.487688	-0.000471	$X^3$
		0.0000	8.671028	0.0000212	$X^4$

#### $(Y_2)$ قطاع التأمين –2

الجدول (40–3) يعرض نتائج علاقة الارتباط بين عائد محفظة قطاع التأمين العراقي وتقلبات اسعار النفط، ويشير الى عدم وجود اية علاقة بين هذين المتغيرين، لأن القيم الاحتمالية تبين أن التأثيرات غير معنوية حيث أن جميعها اكبر من (5%) وبنسب عالية، وهذا ما يدعم قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة.

الجدول (3-40)
تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع التأمين العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
	00.00%	0.9546	0.057404	0.003695	X
00.000/		0.3145	-1.024296	-0.004639	$X^2$
00.00%		0.7597	-0.308814	-0.0000289	$X^3$
		0.2449	1.187821	0.00000546	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وهذا يشير إلى أن تقلبات أسعار النفط ليست لها أية علاقة ارتباط قوية مع عوائد محفظة قطاع التأمين العراقي، ولاسيما خلال مدة الدراسة، ما يعني ذلك للمستثمرين انهم يستطيعون تتويع محافظهم الاستثمارية من خلال التشكيل بعوائد قطاعات اقتصادية ذات علاقة تأثير ضعيفة او منعدمة بتقلبات اسعار النفط.

#### $(Y_3)$ قطاع الخدمات -3

من خلال عرض نتائج الجدول (41-3)، تبين ان معامل التحديد المصحح بين متغيرات الدراسة ضعيفً او منعدم، وسبب ذلك يعود إلى عدم معنوية أغلب معاملات الانحدار.

الجدول (41-3) الجدول النفط في عوائد محفظة قطاع الخدمات العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
	00.00%	0.6634	0.439860	0.003695	X
00.000/		0.0401	-2.152501	-0.004639	$X^2$
00.00%		0.3165	-1.019867	-0.0000289	$X^3$
		0.0482	2.065862	0.00000546	$X^4$

ومن خلال تحليل نتائج الجدول (41-8)، يلاحظ معنوية كل من معامل المتغيرين ( $X^2$ ) و ( $X^3$ ) لذا سيتم تكوين النموذج فقط بدلالتهما، وكما هو موضح في مخرجات الجدول (3-42).

الجدول (42-3) الجدول النفط في عوائد محفظة قطاع الخدمات العراقي للبيانات الفصلية للمدة واثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الخدمات العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2012) بعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
00.00%	00.00%	0.0753	-1.842272	-0.002378	$X^2$
		0.0914	1.743719	0.00000208	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية ايضاً بقي معامل التحديد المصحح بين متغيرات البحث منعدمة، ونستنتج من ذلك ان قطاع الخدمات غير متأثر بتقلبات السعر النفطي خلال مدة الدراسة.

#### $(Y_4)$ قطاع الفنادق والسياحة -4

تشير المخرجات المتضمنة في الجدول (43–3) الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين عائد محفظة قطاع الفنادق والسياحة العراقي وتقلبات اسعار النفط، إذ بلغت قيمة معامل التحديد المصحح بنسبة (51.88)، وإن جميع القيم الاحتمالية هي معنوية لأنها اقل من ((58))، عدا المتغير ( $(x^2)$ ) والذي بلغت نسبته ((50.058)).

الجدول (3-43) الجدول البيانات الفصلية تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الفنادق والسياحة العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)

Adjusted R <sup>2</sup>	$R^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
	56.53%	0.0268	2.337294	0.042786	X
51 000/		0.0583	-1.974232	-0.002543	$X^2$
51.88%		0.0001	-4.706472	-0.000125	$X^3$
		0.0023	3.350713	0.00000438	$X^4$

ومن خلال تحليل نتائج الجدول (3-43)، يلاحظ عدم معنوية معامل المتغير ( $X^2$ ) لذا سيتم تكوين نموذج باستبعاده، وكما هو موضح في مخرجات الجدول (44).

الجدول (44-3)

تأثير تقلبات اسعار النفط على عوائد محفظة قطاع الفنادق والسياحة العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019) بعد استبعاد المتغير غير المعنوي

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
		0.0478	2.066687	0.039514	X
47.07%	50.49%	0.0003	-4.075327	-0.000102	$X^3$
		0.0001	4.580955	0.00000192	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبعد استبعاد المتغير المعنوي فسرت نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (47%) من تأثير عائد محفظة قطاع الفنادق والسياحة بتقلبات السعر النفطي، وهذا يعني ان هناك حوالي ما نسبته (53%) من التقلبات يعود الى عوامل عشوائية اخرى كأن تكون هناك متغيرات مهمة لم تضمن النموذج علماً انه جيد التوفيق على وفق قيمة معامل التحديد المصحح.

#### $(Y_5)$ قطاع الصناعة -5

من خلال عرض نتائج تحليل الجدول (45-3) تبين ان جميع القيم الاحتمالية معنوية لأنها اقل من (5%)، إذ فسرت نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (80.20%)، من تأثير عائد محفظة قطاع الصناعة العراقي بتقلبات اسعار النفط العالمية، وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة.

الجدول (45-3) الجدول النفط في عوائد محفظة قطاع الصناعة العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
	82.12%	0.0008	3.773468	0.170438	X
80 200/		0.0004	-4.005735	-0.012729	$X^2$
80.20%		0.0000	-8.514007	-0.000559	$X^3$
		0.0000	6.568100	0.0000212	$X^4$

# $(Y_6)$ القطاع الزراعي -6

اظهرت نتائج تحليل الجدول (46–3) أن القوة التفسيرية لمعامل التحديد المصحح الخاص بالقطاع الزراعي العراقي، كانت نسبتها حوالي (43%) من التغيرات الحاصلة في تقلبات اسعار النفط العالمية خلال مدة الدراسة تؤثر في عوائد محفظة القطاع الزراعي، في حين ما نسبتها (53%) تقريباً من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع المتمثلة بعوائد محفظة القطاع الزراعي ترجع الى متغيرات اخرى مؤثرة غير داخلة في النموذج لصعوبة قياسها والتي تقع ضمن المتغير العشوائي.

الجدول (3-46) الجدول (14-3) تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الزراعة العراقي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
42.88%	48.40%	0.0371	2.189441	0.125838	X
		0.0085	-2.828454	-0.011437	$X^2$
		0.0001	-4.566603	-0.000381	$X^3$
		0.0006	3.837024	1.58E-05	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبعد اجراءات تحليل القوة التفسيرية لنموذج متعدد الحدود على القطاعات الاقتصادية لسوق العراق للأوراق المالية، تبين ان هناك تفاوتاً بمستوى التأثير بين عوائد محفظة القطاعات من حيث تأثرها بتقلبات اسعار النفط العالمية، وكما هو معروض من تلك النتائج في الجدول التالى:

الجدول (47-3)
القطاعات الاقتصادية العراقية حسب تأثرها بتقلبات أسعار النفط للبيانات الفصلية للمدة (2012)
(2019)

Adjusted R <sup>2</sup> %	القطاعات	ت
83.78	المصرفي	.1
80.20	الصناعة	.2
47.07	الفنادق والسياحة	.3
42.88	الزراعي	.4
00.00	الخدمات	.5
00.00	التأمين	.6

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول السابقة.

# ثانياً: المملكة العربية السعودية

يعرض الجدول (48-3) اسماء تلك القطاعات الداخلة في عينة الدراسة والبالغة ثلاثة عشر قطاعاً، ومع توصيف كل قطاع برمز معين وذلك لسهولة احتسابه في العمليات التحليلية.

الجدول (48–3) الجدول السعودي القطاعات الاقتصادية لسوق التداول السعودي

الرمز	القطاعات	Ü
$Y_1$	الطاقة	.1
$Y_2$	المواد الأساسية	.2
$Y_3$	السلع الرأسمالية	.3
$Y_4$	الخدمات الاستهلاكية	.4
$Y_5$	الإعلام	.5
$Y_6$	تجزئة السلع الكمالية	.6
$Y_7$	تجزئة الأغذية	.7
$Y_8$	البنوك	.8
$Y_9$	الاستثمار والتمويل	.9
Y <sub>10</sub>	التأمين	.10
Y <sub>11</sub>	الاتصالات	.11
Y <sub>12</sub>	المرافق العامة	.12
Y <sub>13</sub>	إدارة وتطوير العقارات	.13

الجدول من إعداد الباحث.

اما الجدول (49-3) يشير الى اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية على مستوى قطاعات السوق، ويتم ذلك من خلال استخدام اختبارين ايضاً وهما اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، واختبار فيلبس بيرون (PP)، لذا سيتم اجراء كافة الاختبارات الخاصة بالأنموذج والتي تتدرج من ضمنها في الفقرة الاولى هي تحديد فترة الابطاء المثلى للأنموذج مستندين الى (Schwartz information criterion-SC)، لتحقيق افضل تقدير للأنموذج.

الجدول (49-3) الجدول نتائج اختبار فترة الإبطاء على مستوى قطاعات سوق التداول السعودي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

فترة الابطاء	القطاعات	ت
0	$(Y_1)$ قطاع الطاقة	.1
0	$(Y_2)$ قطاع المواد الأساسية	.2
0	قطاع السلع الرأسمالية $(Y_3)$	.3
0	قطاع الخدمات الاستهلاكية $(Y_4)$	.4
0	$(Y_5)$ قطاع الإعلام	.5
1	قطاع تجزئة السلع الكمالية $(Y_6)$	.6
0	قطاع تجزئة الأغنية $(Y_7)$	.7
0	$(Y_8)$ قطاع البنوك	.8
0	قطاع الاستثمار والتمويل (Y <sub>9</sub> )	.9
0	$(Y_{10})$ قطاع التأمين	.10
0	$(Y_{11})$ قطاع الاتصالات	.11
0	قطاع المرافق العامة $(Y_{12})$	.12
0	قطاع إدارة وتطوير العقارات $(Y_{13})$	.13

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

إذ يلاحظ من نتائج الجدول (49–3) استقرار السلاسل الزمنية لجميع متغيرات قطاعات السوق عينة الدراسة، وإنها متكاملة من نفس الدرجة وهي الدرجة الاولى (0)، عدا قطاع تجزئة السلع الكمالية ( $Y_6$ ) فإنها متكاملة من الدرجة (1)، ويأتي الغرض الرئيسي من هذا الاجراء هو لتمهيد اختبار (ADF) و (PP) والجدول ( $V_6$ ) يوضح نتائج ذلك التطبيق.

الجدول (3-50) الجدول (PP) على مستوى قطاعات السوق التداول السعودي للبيانات الفصلية للمدة (ADF) و(PP) على مستوى قطاعات السوق (2012–2012)

	نبار PP	نتائج اخذ	ار ADF	نتائج اختب		
النتيجة	الفروق الأولى	المستوى	الفروق الأولى	المستوى	القطاعات	ت
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_1$	.1
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_2$	.2
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_3$	.3
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_4$	.4
I(0)	-	0.0001	-	0.0001	$Y_5$	.5
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_6$	.6
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_7$	.7
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_8$	.8
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_9$	.9
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_{10}$	.10
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	Y <sub>11</sub>	.11
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	Y <sub>12</sub>	.12
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	Y <sub>13</sub>	.13

يوضح نتائج الجدول (3-50) بان جميع السلاسل الزمنية لجميع بيانات قطاعات السوق لمتغيرات الدراسة وطوال فترة الدراسة هي مستقرة، وهذا ما يؤهل الى تحليل نماذج متغيرات الدراسة.

ففي المملكة العربية السعودية كانت النماذج التي بينت مستوى تأثير معدلات اسعار النفط في معدلات عوائد محفظة السوق المالي، هي تلك النماذج المعنوية التي تم الحصول عليها كما هي موضحة في الجدول (51-3)، وكما يلي:

الجدول (51-3) ترشيح النموذج الأكثر ملاءمة بين متغيرات الدراسة لدولة المملكة العربية السعودية

Adjusted R <sup>2</sup> %	النموذج	Ü
16.9	النموذج الخطي البسيط	.1
21.5	$\operatorname{Log}(X)$ على النموذج اللوغاريتمي النموذج اللوغاريتمي	.2
22.5	النموذج اللوغاريتمي (Log(Y علىX	.3
13.5	النموذج اللوغاريتمي Y على(Log(X	.4
16.9	النموذج الجيبي Sin(Y) علىX	.5

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج النماذج السابقة لدولة المملكة العربية السعودية.

من خلال عرض النماذج في الجدول (51-3) تتم ملاحظة تفوق النموذج اللوغاريتمي من خلال عرض النماذج والتي بلغ معامل التحديد المصحح بنسبة (22.5%) ولكن النموذج الخطي البسيط لا يبتعد كثيراً عنه والتي قدرت بنسبة (16.9%)، لذا سيتم استخدام النموذج الخطي البسيط بدلاً عنه، وذلك لبساطته مقارنة مع النموذج اللوغاريتمي في حالة كون المتغير المعتمد لوغاريتمياً، وان صيغته الرياضية بالنسبة للمملكة العربية السعودية هي:

 $Y_t = \beta_1 X_t + \varepsilon_t$ 

والان بعد ترشيح النموذج الاكثر ملاءمة لدولة المملكة العربية السعودية، فسيتم تطبيقه على جميع القطاعات الاقتصادية فيه، والان سيتم بيان مدى تأثر عوائد محافظها بتقلبات اسعار النفط العالمية خلال مدة الدراسة وكما يلى:

الجدول (3-52)
تأثير تقلبات اسعار النفط على عوائد محفظة القطاعات السعودية للبيانات الفصلية للمدة (2012–2012)

Adjusted R <sup>2</sup> %	R <sup>2</sup> %	Prob.	t-Statistic	Coefficient	رمز القطاع	ت
14.01	14.01	0.0314	2.254298	0.003167	$Y_1$	.1
17.46	17.46	0.0129	2.637398	0.006182	$Y_2$	.2
11.37	11.37	0.0312	2.257565	0.001144	$\mathbf{Y}_3$	.3
11.80	11.80	0.0487	2.052263	0.008421	$Y_4$	.4
00.00	00.00	0.8960	-0.131729	-0.002086	$Y_5$	.5
00.00	00.00	0.8185	0.231460	0.8185	$Y_6$	.6
10.33	10.33	0.0350	2.204637	0.008067	$Y_7$	.7
15.90	15.90	0.0184	2.489214	0.002348	$Y_8$	.8
14.25	14.25	0.0297	2.278552	0.006948	$Y_9$	.9
14.98	14.98	0.0169	2.523792	0.002933	Y <sub>10</sub>	.10
11.77	11.77	0.0481	2.057334	0.009368	Y <sub>11</sub>	.11
00.00	00.00	0.5655	0.580922	0.007669	Y <sub>12</sub>	.12
14.77	14.77	0.0254	2.347779	0.005020	Y <sub>13</sub>	.13

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

تشير المخرجات المتضمنة في الجدول (52-3) ان القيم الاحتمالية جاءت بمستويات مختلفة، فهناك ما بلغت على الاقل (5%) وهذا ما يؤيد رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، بينما هناك ثلاث قطاعات كانت القيم الاحتمالية تفوق مستوى المعنوية اي اكبر من (5%)، وهي كل من قطاع (المرافق العامة، تجزئة السلع الكمالية، والإعلام)، وان معاملات

التحديد المصحح فيها بلغت بنسب ضعيفة او منعدمة، اي انه لا تأثير لتقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة القطاعات المذكورة انفاً، في حين هناك قطاعات اقتصادية اخرى بلغت معاملات التحديد المصحح بنسب مختلفة، وجاءت بأعلى نسبة لقطاع المواد الاساسية إذ قدرت بنسبة (17.6%)، وفسرت اقل معامل تحديد مصحح تقريبا عند قطاع الإعلام، الى ذلك يلخص الجدول (53-3) تسلسل تحليل القطاعات حسب تأثرها بالمتغير المستقل وكما يلي:

الجدول (53-3) الجدول (2012) القطاعات الاقتصادية السعودية حسب تأثرها بتقلبات أسعار النفط للبيانات الفصلية للمدة (2012)

Adjusted R <sup>2</sup> %	القطاعات	ت
17.46	المواد الأساسية	.1
15.90	البنوك	.2
14.98	التأمين	.3
14.77	إدارة وتطوير العقارات	.4
14.25	الاستثمار والتمويل	.5
14.01	الطاقة	.6
11.80	الخدمات الاستهلاكية	.7
11.77	الاتصالات	.8
11.37	السلع الرأسمالية	.9
10.33	تجزئة الأغذية	.10
00.00	المرافق العامة	.11
00.00	تجزئة السلع الكمالية	.12
00.00	الإعلام	.13

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول السابقة.

### ثالثاً: الكوبت

يعرض الجدول (54-3) اسماء تلك القطاعات الثمانية الداخلة في عينة الدراسة، مع توصيف كل قطاع برمز معين لسهولة احتسابه في العمليات التحليلية.

الجدول (54-3) القطاعات الاقتصادية لسوق الكويت للأوراق المالية

الرمز	القطاعات	ت
$Y_1$	النفط والغاز	.1
$Y_2$	مواد أساسية	.2
$Y_3$	صناعية	.3

$Y_4$	خدمات استهلاكية	.4
$Y_5$	بنوك	.5
$Y_6$	تأمين	.6
$Y_7$	عقار	.7
$Y_8$	خدمات مالية	.8

الجدول من إعداد الباحث.

اما الجدول (55–3) يشير الى اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية على مستوى قطاعات السوق، ويتم ذلك من خلال استخدام اختبارين ايضاً وهما اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، واختبار فيلبس بيرون (PP)، لذا سيتم اجراء كافة الاختبارات الخاصة بالأنموذج والتي تتدرج من ضمنها في الفقرة الاولى هي تحديد فترة الابطاء المثلى للأنموذج مستندين الى (Schwartz information criterion–SC)، لتحقيق افضل تقدير للأنموذج.

الجدول (55-3) الجدول الجدول (3-55) الجدول على مستوى قطاعات السوق المالي الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

فترة الابطاء	القطاعات	ت
0	النفط والغاز (Y1)	.1
1	$(Y_2)$ مواد أساسية	.2
0	$(Y_3)$ صناعية	.3
0	$(Y_4)$ خدمات استهلاکیة	.4
0	بنوك (Y <sub>5</sub> )	.5
0	$(\mathrm{Y}_6)$ تأمين	.6
0	$(\mathrm{Y}_7)$ عقار	.7
0	$(Y_8)$ خدمات مالية	.8

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

إذ يلاحظ من نتائج الجدول (55–3) استقرار السلاسل الزمنية لجميع متغيرات قطاعات السوق عينة الدراسة، وإنها متكاملة من نفس الدرجة وهي الدرجة الاولى (0)، عدا قطاع مواد أساسية ( $Y_2$ ) فإنها متكاملة من الدرجة (1)، ويأتي الغرض الرئيسي من هذا الاجراء هو لتمهيد اختبار (ADF) و (PP) والجدول (56)، يوضح نتائج ذلك التطبيق.

الجدول (56-3) نتائج اختبار (ADF) و(PP) على مستوى قطاعات السوق المالي الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2012)

	نبار PP	نتائج اخن	ار ADF	ADF نتائج اختبار		
النتيجة	الفروق الأولى	المستوى	الفروق الأولى	المستوى	القطاعات	ت
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_1$	.1
I(0)	-	0.0193	-	0.0193	$Y_2$	.2
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_3$	.3
I(0)	-	0.0001	-	0.0001	$Y_4$	.4
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_5$	.5
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_6$	.6
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$\mathbf{Y}_7$	.7
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	$Y_8$	.8

يوضح نتائج الجدول (56-3) بان جميع السلاسل الزمنية لجميع بيانات قطاعات السوق لمتغيرات الدراسة وطوال فترة الدراسة هي مستقرة، وهذا ما يؤهل الى تحليل نماذج متغيرات الدراسة.

ففي الكويت كانت النماذج التي بينت مستوى تأثير معدلات اسعار النفط على معدلات عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية، هي تلك النماذج المعنوية التي تم الحصول عليها كما هو موضح في الجدول (57-3)، وكما يلي:

الجدول (57–3) ترشيح النموذج الأكثر ملاءمة بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت

Adjusted R <sup>2</sup> %	النموذج	ت
18.8	النموذج متعدد الحدود	.1
13.53	Sin(X) على Sin(Y) النموذج الجيبي	.2
13.54	النموذج الجيبي Y على(Sin(X	.3

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج النماذج السابقة لدولة الكويت

ومن خلال عرض النماذج في الجدول (57-3)، إذ بلغت قيمة معامل التحديد المصحح للنموذج متعدد الحدود بنسبة (18.8)، اما النموذج الجيبي (Sin(X) على (Sin(X) فقدرت بنسبة (13.53%)، في حين كان قيمة معامل التحديد المصحح للنموذج الجيبي (13.54%)، فيبين ان هناك فرقاً ملحوظاً بين النموذج متعدد الحدود مقارنة بالنموذجين

الآخرين، لذا سيتم استخدامه في دراسة تأثر عائد محفظة القطاعات الاقتصادية للسوق المالي بتقلبات اسعار النفط، وإن صيغته الرياضية بالنسبة للكويت هي:

$$Y = \beta_0 + \beta_2 X_t^2 + \beta_4 X_t^4 + \varepsilon_t$$

والان بعد ترشيح النموذج الاكثر ملاءمة للكويت، فسيتم تطبيقه وبشكل منفصل على جميع القطاعات الاقتصادية، لبيان مدى تأثر عوائد محافظها من تقلبات اسعار النفط العالمية خلال مدة الدراسة وكما يلى:

#### $(Y_1)$ قطاع النفط والغاز -1

تشير المخرجات المتضمنة في الجدول (58–3) الى وجود دلالة احصائية لتأثر عائد محفظة قطاع النفط والغاز بتقلبات اسعار النفط، إذ تبين ان جميع القيم الاحتمالية تقل عن (5%)، وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة، كما فسرت نسبة معامل التحديد المصحح حوالي (17%) من تأثير عائد محفظة القطاع المصرفي بتقلبات السعر النفطي، وهذا يعني ان هناك ما نسبته (83%) قد يعود الى عوامل عشوائية اخرى كأن تكون هناك متغيرات مهمة لم تضمن النموذج.

الجدول (3-58)
تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع النفط والغاز الكويتي للبيانات الفصلية
للمدة (2012–2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
		0.0406	2.143807	0.025016	الثابت
17.43%	22.75%	0.0082	-2.839401	-0.000250	$X^2$
		0.0206	2.449438	0.000000181	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

#### $(Y_2)$ قطاع المواد الاساسية -2

تظهر نتائج الجدول (59-3)، ان معامل التحديد المصحح بين متغيرات الدراسة ضعيفة او منعدمة، اي ان لتقلبات اسعار النفط ارتباطاً منعدماً بعوائد محفظة قطاع المواد الاساسية خلال مدة الدراسة، وهي مدعومة بقيمة (t) المحسوبة بدرجات سالبة وموجبة متفاوتة، اي بدرجة ثقة اقل من (95%) وهي اكبر من قيمة مستوى المعنوية (5%) وهذا يدعم ايضاً بقبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة.

الجدول (59-3)

تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع المواد الاساسية الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)

_					
Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل

		0.5365	-0.625576	-0.055752	الثابت
00.00%	00.00%	0.3284	-0.994055	-0.000669	$X^2$
		0.3135	1.025740	0.00000058	$X^4$

#### $(Y_3)$ القطاع الصناعى -3

تظهر نتائج تحليل الجدول (60-3) ان جميع القيم الاحتمالية معنوية، لأنها اقل من (5%)، إذ فسرت نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (20%)، من تأثير عائد محفظة قطاع الصناعة الكويتي بتقلبات اسعار النفط العالمية، وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة.

الجدول (3-60)
تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة القطاع الصناعي الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
		0.0148	2.590376	0.050044	الثابت
20.04%	25.20%	0.0054	-3.009162	-0.000439	$X^2$
		0.0160	2.559145	0.000000314	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

#### 4- قطاع الخدمات الاستهلاكية (Y<sub>4</sub>)

اظهرت نتائج تحليل الجدول (61-3) أن القوة التفسيرية لمعامل التحديد المصحح الخاص بقطاع الخدمات الاستهلاكي الكويتي، كانت نسبتها حوالي (14%) من التغيرات الحاصلة في تقلبات اسعار النفط العالمية خلال مدة الدراسة تؤثر في عوائد محفظة القطاع في حين جاءت بنسبة (86%) تقريباً من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، والتي لربما تعود الى متغيرات الخرى مؤثرة غير داخلة في النموذج لصعوبة قياسها والتي تقع ضمن المتغير العشوائي.

الجدول (61-3) الجدول النفط في عوائد محفظة قطاع الخدمات الاستهلاكي الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
		0.0247	2.368494	0.045816	الثابت
13.92%	19.47%	0.0166	-2.543528	-0.000372	$X^2$
		0.0396	2.155452	0.000000265	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

#### $(Y_5)$ قطاع البنوك -5

تشير المخرجات المتضمنة في الجدول (62–3) الى وجود تأثير ذي دلالة احصائية لتقلبات اسعار النفط على عائد محفظة قطاع البنوك، إذ تبين ان جميع القيم الاحتمالية هي اقل من (5%)، وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة، كما وفسرت نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (19%) من تأثير عائد محفظة القطاع بتقلبات السعر النفطي، وهذا يعني ان هناك ما نسبته (81%) قد يعود الى عوامل عشوائية اخرى كأن تكون هناك متغيرات مهمة لم تضمن النموذج.

الجدول (62-3) الجدول الخدول (3-62) تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع البنوك الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$R^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
		0.0263	2.341403	0.083748	الثابت
19.08%	24.30%	0.0061	-2.956426	-0.000799	$X^2$
		0.0167	2.539039	0.000000576	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

# $(Y_6)$ قطاع التأمين -6

نتائج تحليل الجدول (63–3) تظهر ان جميع القيم الاحتمالية تقل عن (5%)، وبذلك فأن التأثير معنوي، كما فسرت نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (18%)، من تأثير عائد محفظة قطاع البنوك الكويتي بتقلبات اسعار النفط العالمية، وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة.

الجدول (3-63)
تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع التأمين الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
		0.0461	2.084120	0.124016	الثابت
17.62%	22.94%	0.0078	-2.857911	-0.001285	$X^2$
		0.0196	2.470700	0.000000933	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

#### $(Y_7)$ قطاع العقار $(Y_7)$

اظهرت نتائج تحليل الجدول (64-3) أن القوة التفسيرية للنموذج بناءً على معامل التحديد المصحح الخاص بقطاع العقار الكويتي، كانت نسبتها حوالي (18%)، أي أن 18% من

التغيرات في عوائد محفظة القطاع تعود إلى تقلبات اسعار النفط العالمية خلال مدة الدراسة، وهذا يعني أن حوالي (82%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع المتمثل بعوائد محفظة القطاع تعود الى متغيرات اخرى مؤثرة غير داخلة في النموذج لصعوبة قياسها والتي تقع ضمن المتغير العشوائي.

الجدول (3-64)
تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع العقار الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
		0.0303	2.277710	0.070542	الثابت
18.80%	24.04%	0.0064	-2.939226	-0.000688	$X^2$
		0.0171	2.530171	0.000000497	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

#### $(Y_8)$ قطاع الخدمات المالية

تُظهر نتائج تحليل الجدول (65–3) ان جميع القيم الاحتمالية أقل من (5%)، وأن نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (19%) يشير إلى أن التغيرات في عائد محفظة قطاع الخدمات المالي الكويتي يتأثر بنسبة 19% بتقلبات اسعار النفط العالمية.

الجدول (55–3) تأثير تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة قطاع الخدمات المالي الكويتي للبيانات الفصلية للمدة (2012–2019)

Adjusted R <sup>2</sup>	$\mathbb{R}^2$	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
		0.0262	2.343754	0.140725	الثابت
19.43%	24.62%	0.0057	-2.984893	-0.001354	$X^2$
		0.0157	2.567343	0.000000978	$X^4$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبعد اجراءات تحليل القوة التفسيرية لنموذج متعدد الحدود على القطاعات الاقتصادية لسوق الكويت للأوراق المالية، تبين ان هناك تفاوتاً بمستوى التأثير بين عوائد محفظة القطاعات من حيث تأثرها بتقلبات اسعار النفط العالمية، وكما هو معروض عن تلك النتائج في الجدول التالي:

الجدول (66-3)
القطاعات الاقتصادية الكويتية حسب تأثرها بتقلبات أسعار النفط للبيانات الفصلية للمدة (2012-2012)

Adjusted R <sup>2</sup> %	القطاعات	ت
20.04	صناعية	.1
19.43	خدمات مالية	.2
19.08	بنوك	.3
18.80	عقار	.4
17.62	تأمين	.5
17.43	النفط والغاز	.6
13.92	خدمات استهلاكية	.7
00.00	مواد أساسية	.8

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول السابقة.

يستخلص من سرد الاستنتاجات السابقة حول فقرات المبحث الثالث الخاص باختبارات آثار تقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية لأسواق مجتمع الدراسة، وبعد اجراء تحليلات القوة التفسيرية لنماذج متعددة، ان تقلبات اسعار النفط تؤثر في عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية وبمستويات متفاوتة، ففي العراق وصلت اعلى نسبة للتأثير إلى (83.78%) للقطاع المصرفي، وهناك قطاعان (الخدمات والتأمين) لم تتأثرا بالسعر النفطي اما بالنسبة لدولة السعودية فقد وصلت اعلى نسبة تأثير إلى (17.46%) لقطاع (المواد الاساسية)، وهناك ثلاثة قطاعات ليست لها علاقة بتقلبات السعر النفطي مثل قطاع (المرافق العامة، تجزئة السلع الكمالية، والإعلام)، وفيما يخص دولة الكويت وصلت اعلى نسبة للتأثير الى (20%) للقطاع الصناعي، وهناك فقط قطاع (المواد الاساسية) لم تتأثر بالسعر النفطي.

واتساقاً مع ما سبق يمكن قبول الفرضية الثانية حيث انه يوجد تأثير لتقلبات اسعار النفط بالمستوى نفسه على جميع عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية لأسواق عينة الدراسة.

### المبحث الرابع

### التحليل المالى لبناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة

يضم المبحث النتائج المستخلصة من المباحث السابقة، وربطها بنتائج مستويات التأثير في عوائد قطاعات المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة، وذلك بعد القيام بإجراءات بناء تلك المحافظ ومن ثم اختبار ما تبقى من فرضيات الدراسة للوصول الى عرض الاستنتاجات والمقترحات النهائية للدراسة.

# اولاً: اجراءات بناء محافظ استثمارية كفوءة لأسواق عينة الدراسة

في محاولة لإجراءات بناء المحافظ الاستثمارية الكفوءة والوصول الى قيم كمية تعكس مكونات تلك المحافظ في أسواق عينة الدراسة، سيتم تقسيم هذا المبحث الى محورين الأول يخصص لعرض خصائص المحافظ الاستثمارية الكفوءة وكيفية بنائها ومن ثم تقييمها، وينصرف الثاني الى تطبيق ما تم عرضه في المحور الأول على أسواق عينة الدراسة، وذلك من خلال ما يلى:

#### المحور الاول

يضم الفقرات الآتية:

#### 1-تحليل الارتباط بين قطاعات المحفظة الاستثمارية لأسواق عينة الدراسة

تشكل مصفوفة الارتباط عنصراً حاسماً في عملية بناء المحافظ الاستثمارية، وهي مقياس الحصائي لمجموعتين من المتغيرات او اكثر، وقد يكون الارتباط موجباً قوياً تتحرك به مجموعة متغيرات بشكل مماثل، او يكون موجباً ضعيفاً عندما تتحرك لكن ليس بشكل مماثل تماماً ويحدث العكس في حالة الارتباط السالب (الزبيدي، 2020، 59)، الى ذلك فقد تم استخدام هذا التحليل للدراسة من خلال معامل ارتباط بيرسون الذي يبين العلاقة المحصورة بين رقمين (+1 و 1 )، وهي من إحدى الطرائق الأكثر شيوعاً لاختبار هذه العلاقة، فقد تم استخدام البرنامج الاحصائي الجاهز (SPSS-19) لجميع اسواق عينة الدراسة.

# 2- تحليل عوائد ومخاطرة قطاعات محفظة اسواق عينة الدراسة

سيتم استخراج اهم المعالم الاساسية لعوائد ومخاطرة محافظ اسواق عينة الدراسة في اثناء مدة الدراسة الفصلية الممتدة من (2012–2019) والبالغة (32) مشاهدة، الى ذلك يتم احتساب متوسط عائد السوق على اساس اعتبار مؤشر السوق وهو البديل عن المحفظة، اذ يتم حساب الفرق بين مؤشر السوق للبيانات الفصلية ومن ثم قسمة الفرق على معدل مؤشر السوق، ومن ثم استخراج معدل العائد الخالي من المخاطرة للبيانات الفصلية لأسواق عينة الدراسة، فضلاً عن احتساب تباين عوائد محفظة السوق.

ولاكتمال بقية معادلات عوائد ومخاطرة محافظ اسواق عينة الدراسة، سيتم اللجوء الى تحليل الانحدار الخطي البسيط (أنموذج المؤشر الواحد)، نموذج تسعير الاصول الرأسمالية (CAPM) وهي من اكثر النماذج استخداماً وليس بعيداً عن منأى الواقع الموصوف للدراسة، إذ يعتمد هذا التحليل لمعدل العوائد ربع السنوية لكل قطاع من قطاعات اسواق عينة الدراسة ممثلة بعلاوة مخاطرة القطاع من خلال طرح اسعار الفائدة الخالية من المخاطرة من معدلات عوائد القطاعات كمتغير معتمد على العوائد الربع سنوية لعائد محفظة السوق ممثلة بعلاوة مخاطرة السوق من خلال طرح اسعار الفائدة الخالية من المخاطرة من معدلات محفظة السوق كمتغير مستقل، وذلك لبيان مدى قدرة المتغير المستقل في تفسير التقلبات في المتغير المعتمد من خلال استعمال الحزمة البرمجية (Eviews-10)، ويمكن تفسير ذلك على النحو الآتى:

 $Y_i = a + \beta_i X_i + u_i$ 

إذ يمثل:  $Y_i$  المتغير المعتمد، a: الحد الثابت،  $\beta_i$ : معلمة الأنموذج،  $X_i$ : المتغير المستقل،  $Y_i$ : حد الخطأ العشوائي.

وهذا التحليل يفيد عند استخراج معامل الالفا ومعامل التحديد لأسواق عينة الدراسة، فضلاً عن معادلات اخرى يتم استخراجها من خلال برنامج (Excel-10)، إذ تمثل رموز هذه المعادلات كما موضحة ازاء كل منها في الآتي:

. معدل العائد  $R_i$ 

. معامل الفا $lpha_{i}$ 

معامل بیتا.  $oldsymbol{eta}_i$ 

المخاطرة الكلية.  $\sigma^2$ 

. المخاطر المنتظمة:  $oldsymbol{eta}^2$  .  $oldsymbol{\sigma}^2$  . Rm

المخاطر غير المنتظمة.  $\sigma^2_{ej}$ 

 $\mathbb{R}^2$  معامل التحديد.

C.V: معامل الاختلاف.

# 3- بناء محافظ استثمارية كفوءة لأسواق عينة الدراسة

في سبيل الوصول الى بناء محافظ استثمارية كفوءة ينبغي الاعتماد على الخصائص الاستثمارية للقطاعات الاستثمارية كما وردت في الفقرة السابقة والتي سيتم تضمينها للمحفظة الكفوءة وباستعمال أنموذج التدرج البسيط لغرض تحديد الوزن الامثل لكل قطاع ضمن المحفظة الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة (الزبيدي، 2020، 73)، وتحسب خصائص كل سوق على وفق الصيغة التالية: (92-40) (Mahmud, 2019, 60)

$$C_{i} = \frac{\sigma^{2}_{Rm} \sum_{\substack{m \\ \sigma^{2} \text{ ej}}}^{(R_{i}-R_{f})\beta}}{1 + \sigma^{2}_{Rm} \sum_{\substack{m \\ \sigma^{2} \text{ ej}}}^{[\beta^{2}]}}$$

إذا أن:  $C_i$  تمثل خصائص القطاع i، و  $R_f$  تمثل معدل العائد عديم المخاطرة، و  $\beta$  تمثل معامل بيتا، و  $\sigma^2$  تمثل تباين عائد السوق، و  $\sigma^2$  و تمثل تباين عائد المرتبط مع عائد السوق "مخاطر غير منتظمة".

ويتم ترشيح جميع قطاعات اسواق عينة الدراسة لبناء محافظ استثمارية كفوءة بالاعتماد على معيار حد القطع وكما موضح في الجدول (67-6) الذي يتكون من مرحلتين وكل مرحلة تتضمن عدة خطوات.

الجدول (67-3) الجدول وخطوات بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة

حلة انية	المر الث				ېلى	المرحلة الاو				احل بناء لمحفظة	مر ا
(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	لوات بناء لمحفظة	<b>خط</b> اا
W <sub>i</sub> %	Zi	C <sub>i</sub> [4]	[6]* $\sigma^2_{m}$ +	$\sum_{i=1}^{n} [5]$	$\frac{\beta 2}{\sigma^2_{ej}}$	[3]*σ <sup>2</sup> <sub>Rm</sub>	$\sum_{i=1}^{n} [2]$	$\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{ej}}$	$\frac{R_i - R_f}{\beta}$	اسم القطاع	ប
										ادراج القطاعات	.1
					( 10 =	$W_i = \frac{z_i}{\sum z_i} \ ) \ .$	(9=	$=\sum zi$ )			

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مصدر:

Mahmud, Imroz; (2019), "Optimal Portfolio Construction: Application of Sharpe's Single-Index Model on Dhaka Stock Exchange", Journal Ilmiah Bidang Akuntansi dan Manajemen, Vol. (16), No. (1), P.64.

إذ تتضمن المرحلة الأولى الخطوات التالية: (الداودي، 2014، 93–94) الخطوة الأولى: يحسب العائد الاضافي من خلال معادلة  $\frac{R_i-R_f}{\beta}$  لكل قطاعات المحفظة، وتدرج تتازلياً وتوضع في العمود (1).

(2). الخطوة الثانية: يتم احتساب  $\frac{(R_i-R_f)\beta}{\sigma^2_{ei}}$  لكل قطاع وتوضع النسب في العمود

الخطوة الثالثة: يتم من خلالها الجمع التراكمي لعمود (2) وتوضع النتائج في العمود (3). الخطوة الرابعة: ضرب النسب الموجودة في العمود (3) لكل قطاع بقيمة تباين محفظة السوق وتوضع النتائج في العمود (4).

الخطوة الخامسة: يتم احتساب  $\frac{\beta 2}{\sigma^2_{ej}}$  لكل قطاع وتوضع النتائج في العمود (5).

الخطوة السادسة: تجمع قيم العمود (5) تراكمياً وتوضع النتائج بالعمود (6) على وفق الصيغة  $\sum \frac{\beta 2}{\sigma^2}$ .

الخطوة السابعة: يتم ضرب قيم العمود (6) بقيمة تباين عوائد المحفظة ثم يضاف واحد صحيح لكل ناتج وتوضع النتائج في العمود (7).

الخطوة الثامنة: تختص هذه الخطوة باحتساب حد القطع (Cut – off Rate) من خلال قسمة قيم العمود (4) على قيم العمود (7) ازاء كل قطاع، وتوضع النتائج في العمود (8) لغرض مقارنتها مع قيم العمود (1)، فإذا كانت قيمة حد القطع (Ci) في العمود (8) لقطاع ما اقل من قيمته في العمود (1) فإن ذلك القطاع سيكون ضمن مكونات المحفظة الكفوءة والعكس صحيح. الخطوة التاسعة من المرحلة الثانية: وهي المرحلة الاخيرة من مراحل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة، حيث انها تختص باستخراج الاوزان النسبية لكل القطاعات المرشحة للمحفظة، إذ يتم الاعتماد على بيانات العمود (8) ويتم احتساب نسبة حد القطع الامثل التي يتم استعمالها في اوزان المحفظة الكفوءة من خلال احتساب قيمة (21) على وفق الصيغة التالية:

$$.Z_i = \frac{\left[\frac{R_i - R_f}{\beta} - C_i\right]\beta}{\sigma^2_{ej}}$$

الخطوة العاشرة من مرحلة الثانية: إذ يتم احتساب الوزن (Wi) او نسبة الاستثمار لكل قطاع ويكون ذلك من خلال جمع قيم (Zi) المرشحة في العمود (9) ثم ايجاد الاهمية النسبية لكل قطاع من خلال قيمته من (Zi) على مجموع قيم (Z) للمحفظة على وفق الصيغة التالية:  $W_i = \frac{Z_i}{\nabla Z_i}$ .

#### 4- تقييم أداء المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة

يعتمد قياس اداء المحفظة الاستثمارية على اخذ عنصري العائد والمخاطرة معاً بنظر الاعتبار، لان في حال الاهتمام فقط بالمهارات الإدارية للمحفظة ليساعد في تقليل مخاطرة المحفظة، ففي هذه الحالة مما ينتج صورة غير حقيقية لأداء المحفظة، لذا من الافضل الاعتماد على العائد والمخاطرة في آن واحد (Jordan, et.al, 2018, 436)، وفي هذا السياق يقدم جدول (68–3) عدداً من المؤشرات المستخدمة لمحافظ عينة الدراسة وفيها تم تقسيم مقاييس المخاطرة الى نوعين الاول يقيس المخاطرة الكلية للمحفظة والثاني يتم الاعتماد فقط على معامل بيتا.

الجدول (68–3) المؤشرات المستخدمة في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية الكفوءة لأسواق عينة الدراسة

معادلة المؤشر	أسم المؤشر	مؤشرات تقييم أداء المحفظة
$M^2 = [R(p^*) + R(1 - P^*)] - R_m$	$RAP(M^2)$	مؤشرات تعتمد على المخاطرة الكلية عند قياس مخاطرة المحفظة
$S_p = (R_p - R_f) / \sigma_p$	Sharpe	عند قياس مخاطرة المحفظة
$\alpha_p = (R_P - R_f) - [\beta_p(R_m - R_f)]$	Jensen's Alpha	مؤشر ات تعتمد على معامل بيتا عند قياس مخاطرة المحفظة
$T_{\rm p} = (R_p - R_f)/\beta_{\rm p}$	Treynor	قياس مخاطرة المحفظة

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على المصادر التالية:

- 1. Bodie, Zvi, & Kane, Alex, & Marcus, Alan J. Marcus, (2018), "Investment", 11<sup>th</sup> Edition, McGraw–Hill Companies, INC.,USA, P. (813-817).
- 2. Jordan, Bradford & Miller, Thomas W, & Dolvin, Steven D.,(2018), "Fundamentals Of Investments: Valuation And Management", 8<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Irwin, P. (437-439).

حيث ان المؤشر ( $M^2$ ) يشبه مؤشر (Sharpe) كونهما يركزان على التقلبات الكلية كمقياس للمخاطرة، وفي الوقت ذاته فإن مؤشر ( $M^2$ ) هو سهل التفسير في تفاوت او اختلاف العائد قياساً الى مؤشر (Sharpe) (Sharpe)، وان الفكرة الاساسية من مؤشر ( $M^2$ ) يؤخذ معدل العائد لمحفظة السوق ( $M^2$ ) ويتم ضربه في ( $M^2$ ) التي تمثل المحفظة المعدلة من قسمة المخاطرة الكلية للسوق على المخاطرة الكلية لعائد المحفظة، ومن ثم يجمع مع معدل العائد للورقة المالية، ومن ثم يتم ضربه في ( $M^2$ ) وبعدئذٍ يطرح من ( $M^2$ ) الذي يمثل معدل العائد لمحفظة السوق، فيما يحسب مؤشر ( $M^2$ ) من خلال معدل العائد الإضافي معدل العائد المحفظة السوق، فيما يحسب مؤشر ( $M^2$ ) من خلال معدل العائد الإضافي ( $M^2$ ).

أما المؤشرات التي تعتمد على معامل  $\beta$  عند قياس مخاطرة المحفظة مثل مؤشر (Jensen) وهي قائمة على ايجاد الفرق بين مقدارين للعائد الأول يمثل الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من المخاطرة (Rp-Rf)، اما المقدار الثاني فيتمثل بحاصل ضرب معامل  $\beta$  في علاوة المخاطرة [ $\beta_p(R_m-R_f)$ ] وإذا كان معامل هذا المؤشر موجباً يعني اداء المحفظة جيداً والعكس صحيح، اما اذا كانت صفراً فذلك دليل على ان اداء المحفظة يماثل اداء محفظة السوق (Jordan,et.al,2018,438)، فضلاً عن ذلك فإن مؤشر (Treynor) يقوم على اساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وهو مشابه لمقياس (Sharpe) الا انه يستخدم معامل  $\beta$  وليس المخاطرة الكلية لأنه يعطى معدل العائد الاضافي لوحدة واحدة من

المخاطرة الكلية، وكلما ارتفعت قيمة المؤشر كان اداء المحفظة افضل، اي يتم الحصول على عائد اكبر لكل وحدة من المخاطرة (Brigham & Daves, 2019, 134).

# 5- مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محافظ السوق والمحافظ الكفوءة لأسواق عينة الدراسة

من اجل الوقوف على مدى ملاءمة المحافظ الكفوءة مقارنة مع محافظ السوق (المرجعية) لأسواق عينة الدراسة، سيتم الركون على الأوزان التي اعتمدتها المحفظتان لبيان حجم عوائدها ومخاطرها، إذ تمثل رموز معادلات قطاعات هاتين المحفظتين كما موضحة ازاء كل منها في الآتى:

Rp: معدل عائد المحفظة.

αρ: معامل الالفا للمحفظة.

β: معامل بيتا للمحفظة.

المخاطرة الكلية للمحفظة.  $\sigma^2$ 

. المخاطر المنتظمة للمحفظة:  $oldsymbol{eta}^2$  .  $oldsymbol{\sigma}^2$  Rm

المخاطر غير المنتظمة للمحفظة.  $\sigma^2$  ep

معامل التحديد للمحفظة.  $R_p^2$ 

معامل الاختلاف للمحفظة.  $C.V_p$ 

#### المحور الثانى

يضم الجانب التطبيقي لأسواق عينة الدراسة ومن ثم اختبار الفرضية الثالثة والرابعة للدراسة وكما يلى:

#### اولاً: دولة العراق

#### 1- تحليل الارتباط بين قطاعات المحفظة الاستثمارية لسوق العراق للأوراق المالية

عند تقدير مصفوفة الارتباط بين قطاعات سوق العراق للأوراق المالية تم التوصل الى النتائج المدرجة في الجدول (69-3)، والتي بينت الغرض من تحليل مصفوفة الارتباط فكانت النتائج كالآتي:

الجدول (69-3) معامل ارتباط بيرسون بين قطاعات سوق العراق للأوراق المالية

اسم القطاع	مصرفي	تامین	خدمات	سياحة	صناعي	زراعي
مصرفي	1					
تامین	0.181	1				
خدمات	0.230	0.885**	1			
سياحة	0.813**	0.175	0.183	1		
صناعي	0.979**	0.134	0.185	0.788**	1	
زراعي	0.832**	0.147	0.183	0.653**	0.857**	1

تشير نتائج تحليل الارتباط بين جميع القطاعات الاقتصادية لسوق العراق للأوراق المالية بعلاقات طردية وبمستويات معنوية مختلفة، إذ جاء قطاع المصرفي مع قطاع التأمين وقطاع الخدمات بدرجة ارتباط طردي ضعيف بلغت (0.181 ، 0.230 على التوالي)، وبعلاقة طردية قوية مع كل من قطاع السياحة وقطاع الصناعة وقطاع الزراعة بدرجات (0.813 ، 0.979 على التوالي).

اما تحليل الارتباط بين قطاع التأمين ومع قطاع الخدمات فجاء بعلاقة طردية قوية وبدرجة (0.855)، في حين كان معامل الارتباط بين قطاع التأمين مع بقية القطاعات بعلاقة طردية ضعيفة.

في حين بلغ تحليل الارتباط بعلاقة طردية قوية بين قطاع السياحة وقطاع الصناعة وقطاع الزراعة وبدرجات ارتباط (0.788 ، 0.653 على التوالي)، وعن معامل الارتباط بين القطاع الصناعي والقطاع الزراعي ايضاً كانت ذات ارتباط طردي قوي بمقدار (0.857).

يتضع من التحليل السابق ان هناك زيادة مستمرة لمعاملات الارتباط بين القطاعات الاقتصادية، وانهم يتأثرون بعلاقات متداخلة ومتقاربة فيما بينهم.

<sup>\*</sup>معنویة عند مستوی (0.05).

<sup>\*\*</sup>معنوية عند مستوى (0.01).

#### 2- تحليل عوائد ومخاطرة قطاعات محفظة سوق العراق للأوراق المالية

كما يبدو في الجدول (70-3) تم استخراج المتوسط للبيانات الفصلية السنوية والبالغة (32 مشاهدة)، لاحتساب عائد محفظة السوق وتباين عائد محفظة السوق، فضلاً عن متوسط سعر الفائدة الخالية من المخاطرة، وذلك بهدف تشكيل قاعدة بيانات يمكن الاعتماد عليها في تحليل عوائد محفظة السوق ومخاطرها الكلية.

الجدول (3-70) متوسط الخصائص الاستثمارية لسوق العراق للأوراق المالية

المتوسط	الخصائص الاستثمارية	Ü
$R_m = 0.2483$	عائد محفظة السوق	.1
$\sigma^2_{Rm} = 2.3628$	تباين عائد محفظة السوق	.2
$R_f = 0.0455$	سعر الفائدة الخالية من المخاطرة	.3

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة.

اتساقاً مع ما سبق فقد بينت نتائج التحليل الذي يظهره الجدول (71-3) أن معدل العوائد للقطاعات قيد الدراسة كانت على التوالي لقطاع (الصناعي، المصرفي، الزراعي، فنادق وسياحة، التأمين، والخدمات)، اي ان قطاع الصناعة قد حقق اعلى معدل عائد إذ بلغ (0.5531) وهو اعلى من معدل عائد محفظة السوق البالغة (0.2483) وكذلك اعلى من معدل العائد الخالي من المخاطرة البالغة (0.0455)، كما انه من اكثر القطاعات مخاطرة إذ بلغ مخاطرها الكلية (3.9029) لكن المخاطرة المنتظمة تمثل حوالي (38%) من مجمل المخاطر الكلية، في حين تشكل المخاطر غير المنتظمة نسبة (62%) من اجمالي تلك المخاطر ومن ثم يمكن ازالتها بأسلوب التنويع، وبالنسبة لمعامل بيتا قطاع الصناعة وهي اعلى معامل بيتا قياساً مع قطاعات محفظة السوق إذ بلغت (2.4254) وهي اكبر من الواحد فهذا يعني ان مخاطر القطاع اكبر من مخاطر السوق، وبخصوص معامل الاختلاف لقطاع الصناعة فقد بلغ (15.7165) مرة إذ الدى الارتفاع في معدل العائد الى ارتفاع قيمة معامل الاختلاف، وهذا يعني ان كل وحدة من العائد تتحمل مخاطر كلية مقدارها (15.7165) مرة، وهذا يشير إلى ان قطاع الصناعة له العائد تتحمل مخاطر كلية مقدارها (15.7165) مرة، وهذا يشير إلى ان قطاع الصناعة له فسرت بنسبة (98%) من التقلبات في عوائد القطاع وما تبقى يعود الى عوامل عامة اخرى لم يتضمنها الانموذج.

كما وأظهرت نتائج الجدول المذكور أن قطاع الخدمات قد حقق ادنى معدل للعائد إذ بلغ (0.0661) وهي اقل من معدل عائد محفظة السوق، وان مخاطرها الكلية بلغت (0.8381) وهي اقل من وسطه الحسابي والذي كان (2.3820)، وان المخاطر المنتظمة فيه تمثل حوالي (4%) من مجمل المخاطر الكلية، في حين تمثل المخاطر غير المنتظمة نسبة (96%) من اجمالي تلك المخاطر، وبالنسبة لمعامل بيتا قطاع الخدمات فهو ايضاً ادنى بيتا قياساً بالقطاعات الاخرى إذ بلغت (1141.0)، وهذا يوضح أن مخاطرة اسهم شركات هذا القطاع وكل مثيلاتها التي تبلغ معامل بيتا فيه اقل من الواحد فهذا يعني ان مخاطرة هذه القطاعات اقل من مخاطرة السوق، وبصدد معامل الاختلاف فقد بلغ (3.3749) مرة وهذا يعني ان قطاع الخدمات له مخاطرة بمقدار (3) اضعاف عائدها، وبالمقابل كانت العوائد والمخاطرة لقطاعات السوق متقلبة بين هذا وذاك وكما يظهره الجدول (71-3).

معدلات عائد ومخاطرة قطاعات المحفظة الاستثمارية لسوق العراق للأوراق المالية للبيانات الفصلية للمدة (2019-2019) الجدول (3-71)

	المتوسط	0.2816	-0.4933	1.4522	2.3820	0.7767	1.6053	0.5650	9.5919
.6	المزراعي	0.3755	-1.1401	1.7357	2.9236	1.3215	1.6021	0.7392	11.7729
;s	الصناعة	0.5531	-0.1492	2.4254	3.9029	1.5068	2.3961	0.9891	15.7165
.4	فنادق وسياحة	0.1504	-0.2111	1.5282	1.0145	0.6593	0.3552	0.6402	4.0854
.3	الخدمات	0.0661	-0.4801	0.1141	0.8381	0.0256	0.8125	0.0362	3.3749
.2	التأمين	0.0808	-0.2691	0.8253	2.3493	0.1199	2.2294	0.0211	9.4603
.1	المصرفي	0.4638	-0.7101	2.0847	3.2635	1.0268	2.2366	0.9641	13.1414
Ç,	اسم القطاع	R <sub>i</sub>	$lpha_{ m i}$	$\beta_{i}$	$\sigma^2_{i}$	$\beta^2 \cdot \sigma^2_{Rm}$	σ² ej	$\mathbb{R}^2$	C.V

# 3-بناء محفظة استثمارية كفوءة لسوق العراق للأوراق المالية

تم ترشيح جميع قطاعات السوق لبناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة حسب أنموذج التدرج البسيط وبالاعتماد على معيار حد القطع، وكما مبين في الجدول (72- $\widehat{\mathcal{G}}$ 

الجدول (3-72) مراحل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق العراق للأوراق المالية للبيانات الفصلية للمدة (2019-2019)

Rmm $\sum_{i=1}^{n} [2]$ $\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{ej}}$ $\frac{R_i - R_f}{\beta}$ $\frac{R_i - R_f}{\beta}$ $\frac{E_i - R_f}{\beta}$ $E$				1	1		3 11	1:	E			
(3)     (2)     (1)     قطوات بناء المحفظة       \$\sum_{i=1}^{\text{n}} [2]\$     \$\frac{(R_i - R_f)\beta}{\text{\text{\$\end{\text{\$\tex{				$=\sum zi$ )	(9=	$(10 = \overline{W_i} = \frac{z_i}{\sum z_i})$	(10 = V)				0.0698	1.00
(3)(2)(1)قطوات بناء المحفظة $\frac{\mathbf{r}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{r}_i}$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}}$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}}$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}}$ $0.5138$ $0.5138$ $0.2093$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}}$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}}$ $0.9037$ $0.5138$ $0.2093$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}}$ $0.9037$ $0.3899$ $0.2007$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}}$ $0.4245$ $0.0346$ $0.1901$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}}$ $0.7396$ $0.7050$ $0.1805$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}}$ $0.7396$ $0.7050$ $0.1805$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}_i}$ $0.7396$ $0.4513$ $0.0686$ $\frac{\mathbf{R}_i - \mathbf{R}_f}{\mathbf{R}_i}$	•	التأمين	0.0428	0.0131	0.4644	1.0972	0.3055	6.8805	17.2569	0.0636		
(3)     (2)     (1)     اسم القطاع المحفظة $\sum_{i=1}^{n} [2]$ $\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{ej}}$ $\frac{R_i - R_f}{\beta}$ ε المصالحة       0.5138     0.5138     0.2093     ಪенный       0.9037     0.3899     0.2007     ಪенный       0.4245     0.0346     0.1901     قدمات       0.7396     0.7050     0.1805     الخدمات	•	فنادق وسياحة	0.0686	0.4513	1.1563	2.7320	6.5749	10.2828	25.2959	0.1080		
(3)     (2)     (1)     قطوات بناء المحفظة $\frac{\mathbf{R_i} - \mathbf{R_f}}{\beta}$ $\frac{\mathbf{R_i} - \mathbf{R_f}}{\beta}$ $\frac{\mathbf{R_i} - \mathbf{R_f}}{\beta}$ $\frac{\mathbf{R_i} - \mathbf{R_f}}{\beta}$ 0.5138     0.5138     0.2093 $\frac{\mathbf{R_i} - \mathbf{R_f}}{\beta}$ 0.9037     0.3899     0.2007 $\frac{\mathbf{R_i} - \mathbf{R_f}}{\beta}$ 0.4245     0.0346     0.1901 $\frac{\mathbf{R_i} - \mathbf{R_f}}{\beta}$	•	الخدمات	0.1805	0.7050	0.7396	1.7474	3.7079	3.8820	10.1724	0.1718	0.0187	0.27
(3)(2)(1)قطوات بناء المحفظة $\sum_{i=1}^{n} [Z]$ $\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{ej}}$ $\frac{R_i - R_f}{\beta}$ $\frac{e^{\frac{1}{2}}}{e^{\frac{1}{2}}}$ 0.51380.51380.2093قدماناعة0.90370.38990.2007	•	المزراعي	0.1901	0.0346	0.4245	1.0029	0.1742	2.1172	6.0026	0.1671	0.0076	0.11
(3)(2)(1)قطوات بناء المحفظة $\sum_{i=1}^{n} [2]$ $\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{ej}}$ $\frac{R_i - R_f}{\beta}$ $\frac{e^{\frac{1}{2}}}{e^{\frac{1}{2}}}$ 0.51380.51380.2093 $\frac{1}{2}$	•	المصرفي	0.2007	0.3899	0.9037	2.1352	1.9431	4.3981	11.3916	0.1874	0.0123	0.18
$(3)$ $(2)$ $(1)$ خطوات بناء المحفظة $\sum_{i=1}^{n} [2]$ $\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{\ ej}}$ $\frac{R_i - R_f}{\beta}$ والمحفظة والمحفظة		الصناعة	0.2093	0.5138	0.5138	1.2140	2.4550	2.4550	6.8006	0.1785	0.0312	0.45
(3) (2) (1)		اسم القطاع	$\frac{R_i-R_f}{\beta}$	$\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{\ ej}}$	$\sum_{i=1}^{n} [2]$	[3]*σ <sup>2</sup> <sub>Rm</sub>	$\frac{\beta 2}{\sigma^2_{ej}}$	$\sum_{i=1}^{n} [5]$	[6]*σ <sup>2</sup> m+1	C <sub>i</sub> [4]	Z <sub>i</sub>	₩ <sub>i</sub>
	خطوا	ات بناء المحفظة	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
مراحل بناء المحفظة	\$	ل بناء المحفظة				المرحلة الاولى	الاونى				المرحلة الثانية	الثانية

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Excel-10

تأسيساً على ما تقدم يوضح الجدول (27-3) من خلال الخطوة الاولى بالمرحلة الاولى ال العائد الاضافي لجميع القطاعات وبحسب معادلة Treynor قد سجلت اعلى معدل عائد القطاع الصناعة إذ بلغ (0.2093)، اما اقل نسبة فكانت لقطاع التأمين إذ وصلت (0.0428) وبعد احتساب جميع اجراءات بناء المحفظة الكفوءة، فقد تبين من خلال معدل القطع (Ci) في الخطوة الثامنة من المرحلة الاولى ان المكونات المرشحة للمحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق العراق وعلى وفق نموذج التدرج البسيط قد شملت القطاعات الاتية: (الصناعي، المصرفي، الزراعي، الخدمات)، وعند الخطوتين التاسعة والعاشرة من المرحلة الثانية يمكن تحديد الوزن للقطاعات المرشحة تنازلياً من خلال معادلة (Zi) فتبين تسلسلهم بالترتيب الاتي: (الصناعة، الخدمات، المصرفي، الزراعي).

#### 4- تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق العراق للأوراق المالية

تشير نتائج الجدول (73-3) الى الأداء الجيد الى حدٍ ما للمحفظة الكفوءة لسوق العراق فالمؤشرات التي تعتمد على المخاطرة الكلية للمحفظة (M²) و (M²) و (sharpe) قد بلغت فالمؤشرات التي تعتمد 0.1163 على التوالي)، وهذه النسب تعد جيدة لأنها تحقق معدل عائد تفوق على معدل العائد الخالي من المخاطرة، فيما تؤكد نتائج الجدول المذكور إن المؤشرات التي تعتمد على معامل بيتا لقياس مخاطر المحفظة مثل مؤشر (Jensen's Alpha) قد بلغت بمقدار سالب (70.003) وهو تعبير عن ضعف اداء المحفظة، اما مؤشر (Treynor) الذي جاء بقيمة (0.2007) وهو اداء قوي للمحفظة عندما يكون عائدها اعلى من معدل العائد الخالي من المخاطرة.

الجدول (73-3) نتائج مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق العراق للأوراق المالية

نتيجة المؤشر	أسم المؤشر	مؤشرات تقييم أداء المحفظة
0.1163	$RAP(M^2)$	مؤشرات تعتمد على المخاطرة الكلية عند قياس
0.1168	Sharpe	مخاطرة المحفظة
-0.0034	Jensen's Alpha	مؤشرات تعتمد على معامل بيتا عند قياس
0.2007	Treynor	مخاطرة المحفظة

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجداول السابقة.

# 5- مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لسوق العراق للأوراق المالية

في إطار المقارنة بين المحفظتين الكفوءة والمرجعية (السوق) للمجموعة نفسها، فيمكن ملاحظة نتائج الجدول (74-3) ان محفظة السوق كانت مكونة من ستة قطاعات اقتصادية، اما

المحفظة الكفوءة التي تم بناؤها من مكونات تلك السوق وانضمت اليها اربعة قطاعات بعد استبعاد قطاعين منها على وفق مخرجات انموذج التدرج البسيط، إذ يبين ان المحفظة الكفوءة قد زادت من فاعلية المبادلة بين العائد والمخاطرة، في حين ارتفع معدل العائد بنسبة (20%)، وبالمقابل ارتفعت المخاطر الكلية بنسبة (12%)، اما معامل بيتا فقد ارتفعت ايضاً بنسبة (8%) ليعبر عن عدم تأثر عوائد المحفظة الكفوءة كثيراً بعوائد محفظة السوق، اما انخفاض عدد القطاعات داخل المحفظة الكفوءة فقد انعكس بشكل واضح على المخاطر غير المنتظمة لترتفع بنسبة (9%) وهو ما يتطابق مع المنطق المالي القائم على اتباع اسلوب سياسة التتويع يؤدي الى انخفاض المخاطر غير المنتظمة، وهذا ما أدى ايضاً الى ارتفاع معامل الاختلاف من مستوى (9.5919) مرة الى (11.0014) مرة.

الجدول (74-3) مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لسوق العراق للأوراق المالية

المحفظة الاستثمارية الكفوءة	المحفظة الاستثمارية للسوق	الخصائص الاستثمارية
0.3646	0.2816	$R_p$
-0.6199	-0.4933	$\alpha_{ m p}$
1.5900	1.4522	$\beta_{\rm p}$
2.7320	2.3820	$\sigma^2_{p}$
0.9702	0.7767	$\beta^2.\sigma^2_{Rm}$
1.7618	1.6053	$\sigma^2_{ep}$
0.6822	0.5650	$R_p^2$
11.0014	9.5919	$C.V_p$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدولين (77-3) و (77-3).

## ثانياً: دولة السعودية

#### 1- تحليل الارتباط بين قطاعات المحفظة الاستثمارية لسوق التداول السعودي

لتحقيق الغرض من تحليل مصفوفة الارتباط كانت النتائج هي كما موضحة في الجدول (3-75):

الجدول (3-75)

معامل ارتباط بيرسون بين قطاعات سوق التداول السعودي

عقارات	مرافق عامة	اتصالات	تامین	استثمار	بنوك	اغدية	تجزئة	اعلام	خدمات	سلع	مواد	طاقة	اسم القطاع
$\boxed{0.991^{**}}$	0.453**	$0.848^{**}$	$0.703^{**}$	$\boldsymbol{1.000}^{**}$	$0.724^{**}$	$\boldsymbol{0.814}^{**}$	0.095	-0.480	$0.640^{**}$	$0.526^{**}$	$\boldsymbol{0.920}^{**}$	1	طاقة
$0.926^{**}$	$0.546^{**}$	$\boldsymbol{0.826}^{**}$	$0.926^{**}$	$0.926^{**}$	$\boldsymbol{0.917}^{**}$	$0.873^{**}$	0.116	0.052	$0.786^{**}$	$\boldsymbol{0.818}^{**}$	1		مواد
$0.554^{**}$	0.547**	$0.548^{**}$	$\boldsymbol{0.975}^{**}$	$0.540^{**}$	$0.926^{**}$	$\boldsymbol{0.697}^{**}$	0.115	0.184	$0.765^{**}$	1			سلع
$0.656^{**}$	0.481**	$0.586^{**}$	$\boldsymbol{0.807}^{**}$	$0.648^{**}$	$0.785^{**}$	$0.683^{**}$	0.116	-0.054	1				خدمات
0.048-	0.274	0.009-	0.141	0.044-	0.150	0.014-	0.101	1					اعلام
0.088	0.026	0.164	0.119	0.097	0.104	0.114	1						تجزئة
$\boldsymbol{0.815}^{**}$	$0.436^*$	0.164 0.723**	$oxed{0.119} oxed{0.797}^{**}$	$0.097 \mid 0.819^{**}$	$0.669^{**}$	1							اعدية
0.744**	0.026 0.436* 0.574**	0.674**	$0.965^{**}$	$0.734^{**}$	1								بنوك
$\boldsymbol{0.991}^{**}$	$0.458^{**}$	$0.850^{**}$	$0.714^{**}$	1									استثمار
$0.723^{**}$	0.554** 0.215	$0.680^{**}$	1										تامین
$0.847^{**}$	0.215	1											اتصالات
$\boldsymbol{0.436}^*$	1												مرافق عامة
1													عقارات

\*معنوية عند مستوى (0.05).

\*\*معنویة عند مستوی \*\*

تشير نتائج الجدول (75-3)، الى تحليل علاقات الارتباط وبمستويات مختلفة بين مختلف القطاعات الاقتصادية، إذ تبين وجود علاقة ارتباط قوية بين قطاع الطاقة ومع جميع القطاعات الاخرى، عدا قطاع التجزئة وقطاع المرافق العامة، إذ جاءت بعلاقة طردية ضعيفة بدرجات (0.095 ، 0.453 على التوالي)، وبعلاقة ارتباط عكسية ضعيفة مع قطاع الإعلام بمقدار (0.480-).

وبالمستويات نفسها تقريباً وصلت معامل الارتباط بين قطاع المواد الاساسية مع جميع القطاعات الاخرى بعلاقة طردية قوية عدا قطاع الإعلام وقطاع تجزئة الأغذية كانت بعلاقة طردية ضعيفة بدرجات (0.052 ، 0.116 على التوالي)، وايضاً بالاتجاه نفسه من العلاقة جاءت معاملات الارتباط بين قطاع تجزئة السلع الكمالية مع قطاع الإعلام وقطاع تجزئة الأغذية بعلاقة طردية ضعيفة بدرجات (0.184 ، 0.115 على التوالي)، وبعلاقة طردية قوية بين قطاع تجزئة السلع الكمالية مع بقية القطاعات الاخرى.

أما قطاع الخدمات الاستهلاكية وعلاقة ارتباطها مع القطاعات الاخرى فقد جاءت بمستويات تحليل ضعيفة مقارنة مع سابقتها، إذ كانت بعلاقة ارتباط طردية قوية بينها وبين جميع القطاعات الاخرى تقريباً، عدا قطاع تجزئة الأغذية وقطاع المرافق العامة إذ بلغت بدرجات (0.116 ، 0.481 على التوالي)، ومع قطاع الإعلام فقط جاءت بعلاقة عكسية ضعيفة بمقدار (-0.054).

#### 2- تحليل عوائد ومخاطرة قطاعات محفظة سوق التداول السعودي

من اجل تمهيد الوصول الى بيان الخصائص الاستثمارية للسوق، إذ يظهر الجدول (37-3) متوسطات البيانات الفصلية السنوية البالغة (32 مشاهدة)، باحتسابها لعائد محفظة السوق وتباين عائد محفظة السوق، فضلاً عن متوسط سعر الفائدة الخالية من المخاطرة وعلى النحو الآتى:

الجدول (76–3) متوسط الخصائص الاستثمارية لسوق التداول السعودي

المتوسط	الخصائص الاستثمارية	ث
$R_m = 0.0140$	عائد محفظة السوق	.1
$\sigma^2_{Rm} = 0.0112$	تباين عائد محفظة السوق	.2
$R_f = 0.0133$	سعر فائدة خالية من المخاطرة	.3

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة.

استكمالاً لما سبق فقد وضحت نتائج التحليل الذي يعرضه الجدول (77-3) بأن معدل العوائد لقطاعات محفظة السوق وبحسب انموذج (CAPM) كان بالشكل التالي على التوالي (الاتصالات، الخدمات الاستهلاكية، تجزئة الاغذية، الاستثمار والتمويل، المواد الاساسية، ادارة وتطوير العقارات، الطاقة، تجزئة السلع الكمالية، التأمين، البنوك، السلع الرأسمالية، الإعلام، والمرافق العامة)، وكما يبين بأن قطاع الاتصالات قد حققت اعلى معدل عائد إذ بلغ معدل العائد الخالي من معدل عائد محفظة السوق البالغة (0.0140)، وكذلك اعلى من معدل العائد الخالي من المخاطرة البالغة (0.0133)، ومن بين اكثر القطاعات مخاطرة كلية كانت لقطاع الإعلام إذ بلغت (0.876) لكن مخاطرها المنتظمة مثلت بحوالي (57%) من مجمل المخاطر الكلية، بينما تشكل المخاطر غير المنتظمة بنسبة (48%) من اجمالي تلك المخاطر، وفي الوقت ذاته فقد بلغ معدل العائد لقطاع الإعلام (0.013) وهي اقل من معدل عائد محفظة السوق وكذلك اقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة، فيما بلغت مخاطرها الكلية (0.1714) مناجمالي المخاطر في حين بلغت المخاطر غير المنتظمة فيها بنسبة (88%) من اجمالي تلك المخاطر في حين بلغت المخاطر غير المنتظمة فيها بنسبة (88%) من اجمالي تلك المخاطر.

وبخصوص اعلى قيمة لمعامل بيتا فقد سجلت ايضاً عند قطاع الاتصالات إذ بلغت (2.6056) وهي اعلى من قيمة متوسطه الحسابي البالغة (1.5001)، وبصدد معامل بيتا فقد كانت ادنى قيمة لها امام قطاع البنوك إذ بلغت (0.6895) وكما تشير الادبيات المالية اذا كان معامل بيتا اقل من الواحد فهذا يعني ان مخاطر اسهم شركات تلك القطاع اقل من مخاطر السوق، وعند ملاحظة نسبة معامل التحديد ايضاً كانت متقلبة بين قطاع وقطاع فقد تراوحت بين نسبة (9% – 96%) فقد يفسر انه ما بين هذه النسب تتقلب عوائد قطاعات محفظة السوق وما تبقى تعود الى عوامل اخرى لم يتضمنها الانموذج.

وفيما يتعلق بنتائج معامل الاختلاف فقد بلغ اعلى مؤشر لقطاع الإعلام إذ ان ارتفاع مستوى المخاطرة وانخفاض معدل العائد ادى الى ارتفاع قيمة معامل الاختلاف (62.5040) مرة، وهو مؤشر عن الاداء غير الجيد للقطاع، وبلغت قيمة معامل الاختلاف امام قطاع السلع الرأسمالية (2.8414) مرة معبراً عن الاداء الجيد للقطاع.

معدلات عائد ومخاطرة قطاعات المحفظة الاستثمارية لسوق التداول السعودي للبيانات الفصلية للمدة (2019-2012) الجدول (3-77)

	المتوسط	0.0142	-0.2108	1.5001	0.2863	0.1013	0.1850	0.6219	20.3804
.13	ادارة وتطوير العقارات	0.0143	-0.0037	1.8633	0.1714	0.0208	0.1506	0.7085	12.2267
.12	المرافق العامة	0.0125	-0.9812	0.9014	0.1701	0.0091	0.1610	0.3144	12.1350
.11	וציבשוצי	0.0156	-0.0343	2.6056	0.3587	0.0760	0.2827	0.5906	25.5932
.10	التأمين	0.0138	0.0008	0.8644	0.0933	0.0084	0.0849	0.962	6.6533
.9	الاستثمار والتمويل	0.0149	-0.0068	1.9276	0.2437	0.0416	0.2021	0.7006	17.3846
<b>.</b>	البنوك	0.0137	-0.0064	0.6895	0.0761	0.0053	0.0708	0.9191	5.4296
.7	تجزئة الأغنية	0.0153	0.0398	2.3008	0.2859	0.0593	0.2267	0.7249	20.3996
.6	تجزئة السلع الكمالية	0.0138	-0.9143	0.8842	0.7808	0.4766	0.3042	0.0143	55.7075
ંડ	الإعلام	0.013	-0.7927	0.9919	0.8761	0.5059	0.3702	0.0096	62.5040
.4	الخدمات الاستهلاكية	0.0155	-0.0292	2.4803	0.3233	0.0689	0.2544	0.6589	23.0667
.3	السلع الرأسمالية	0.0136	-0.0062	1.3434	0.0398	0.0013	0.0385	0.8326	2.8414
.2	المواد الاساسية	0.0148	0.0048	1.7711	0.1909	0.0351	0.1558	0.9636	13.6200
.1	الطاقة	0.0138	-0.0105	0.8772	0.1121	0.0086	0.1035	0.6855	7.3837
[;	اسم القطاع	R <sub>i</sub>	$\alpha_{\mathbf{i}}$	$\beta_{i}$	$\sigma^2$	$\beta^2 \cdot \sigma^2_{Rm}$	σ²ej	$\mathbb{R}^2$	C.V

#### 1-بناء محفظة استثمارية كفوءة لسوق التداول السعودي

تم ترشيح جميع قطاعات السوق لبناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة حسب أنموذج التدرج البسيط وبالاعتماد على معيار حد القطع، فيوضح الجدول (78–3) من خلال الخطوة الاولى بالمرحلة الاولى ان العائد الاضافي لجميع القطاعات وبحسب معادلة Treynor قد سجلت اعلى معدل عائد بالمستوى نفسه (0.0009) لكل من قطاعات (الخدمات الاستهلاكية، الاتصالات، وتجزئة الاغذية)، اما اقل نسبة فكانت لقطاع المرافق العامة إذ وصلت (0.0009)، وبعد احتساب جميع اجراءات بناء المحفظة الكفوءة، فقد تبين من خلال معدل القطع (Ci) في الخطوة الثامنة من المرحلة الاولى ان المكونات المرشحة للمحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق التداول السعودي قد شملت جميع القطاعات عدا قطاعي (الإعلام، والمرافق العامة)، وعند الخطوتين التاسعة والعاشرة من المرحلة الثانية تم تحديد الوزن للقطاعات المرشحة تنازلياً من خلال معادلة الاتصالات، الاستثمار والتمويل، ادارة وتطوير العقارات، الطاقة، البنوك، السلع الرأسمالية، التأمين، وتجزئة السلع الكمالية).

الجدول (3-78) مراحل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق التداول السعودي للبيانات الفصلية للمدة (2019-2012)

المرحلة الثانية	المرحل				الاونى	المرحلة الاولى				مراحل بناء المحفظة	8
(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	خطوات بناء المحفظة	b:
W <sub>i</sub>	$\mathbf{z}_{i}$	C <sub>i</sub> [4]	[6]*σ <sup>2</sup> m+1	$\sum_{i=1}^{n} [5]$	$\frac{\beta 2}{\sigma^2_{ej}}$	[3]*σ <sup>2</sup> <sub>Rm</sub>	$\sum_{i=1}^{n} [2]$	$\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{\ ej}}$	$\frac{R_i-R_f}{\beta}$	اسم القطاع	Ŀ
0.14	0.0068	0.0002	1.2707	24.1777	24.1777	0.0002	0.0214	0.0214	0.0009	الخدمات الاستهلاكية	.1
0.11	0.0053	0.0003	1.5396	48.1912	24.0135	0.0005	0.0426	0.0212	0.0009	ועיבשועי	.2
0.12	0.0057	0.0003	1.5304	47.3693	23.3558	0.0005	0.0415	0.0203	0.0009	تجزئة الأغنية	ဃ
0.13	0.0064	0.0003	1.4870	43.4911	20.1353	0.0004	0.0374	0.0171	0.0008	المواد الاساسية	.4
0.11	0.0055	0.0003	1.4313	38.5228	18.3875	0.0004	0.0323	0.0153	0.0008	الاستثمار والتمويل	ંડ
0.08	0.0040	0.0002	1.2811	25.1045	6.7170	0.0002	0.0192	0.0039	0.0006	البنوك	.6
0.03	0.0016	0.0001	1.1048	9.3600	2.6430	0.0001	0.0054	0.0015	0.0006	التأمين	.7
0.09	0.0043	0.0001	1.1128	10.0785	7.4355	0.0001	0.0058	0.0042	0.0006	الطاقة	· <b>&amp;</b>
											L

			$=\sum zi$ )	(9	$(10 = W_i = \frac{Z_i}{\sum Z_i})$	(10=				0.0491	1.00
.13	المرافق العامة	-0.0009	-0.0045	-0.0053	-0.0001	5.0466	7.7040	1.0863	-0.0001		
.12	الإعلام	-0.0003	-0.0008	0.0097	0.0001	2.6574	49.5297	1.5546	0.0001		
.11	السلع الرأسمالية	0.0002	0.0105	0.0228	0.0003	46.8724	69.9320	1.7830	0.0001	0.0028	0.06
.10	ادارة وتطوير العقارات	0.0005	0.0124	0.0138	0.0002	25.6297 23.0596	25.6297	1.2870	0.0001	0.0052	0.10
.9	تجزئة السلع الكمالية	0.0006	0.0015	0.0057	0.0001	2.5701	10.0056	1.1120	0.0001	0.0015 0.0001	0.03

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Excel-10.

#### 2- تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق التداول السعودي

تشير نتائج الجدول (79–3) الى الأداء غير الجيد للمحفظة الكفوءة لسوق التداول السعودي، فالمؤشرات التي تعتمد على المخاطرة الكلية للمحفظة (M²) و (M²) و د بلغت على التوالي)، وهذه النسب تعد غير جيدة لأنها تحقق معدل عائد يقل عن معدل العائد الخالي من المخاطرة، وكذلك تؤكد نتائج الجدول المذكور ايضاً بالأداء غير الجيد عن المؤشرات التي تعتمد على معامل بيتا لقياس مخاطر المحفظة مثل مؤشر (Jensen's Alpha) و (Treynor) فإنها بلغت بالمقدار الصفري والآخر بالضعيف (0.0000 ملى التوالي) وهو تعبير عن ضعف اداء المحفظة بشكل عام، لان جميع قيم هذه النسب نقل عن معدل العائد الخالي من المخاطرة.

الجدول (79-3) نتائج مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق التداول السعودي

نتيجة المؤشر	أسم المؤشر	مؤشرات تقييم أداء المحفظة
0.0004	$RAP(M^2)$	مؤشرات تعتمد على المخاطرة الكلية عند قياس
0.0048	Sharpe	مخاطرة المحفظة
0.0000	Jensen's Alpha	مؤشرات تعتمد على معامل بيتا عند قياس
0.0007	Treynor	مخاطرة المحفظة

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجداول السابقة.

## 3- مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لسوق التداول السعودي

توضح نتائج الجدول (80-3) اهم الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق (المرجعية) المكونة من ثلاثة عشر قطاعاً، ومقارنتها بالخصائص الاستثمارية للمحفظة الكفوءة المكونة من أحد عشر قطاعاً بعد استبعاد ثلاثة قطاعات، وأظهر التحليل بارتفاع نسبة قليلة من معدل العائد للمحفظة الكفوءة، وبما ان عدد القطاعات لم تقل كثيراً عن مكونات المحفظة المرجعية لذا فقد انخفضت المخاطر غير المنتظمة بنسبة ضئيلة عند تشكيل المحفظة الكفوءة، اما معامل بيتا فقد ارتفع ايضاً بنسبة قليلة ليعبر ذلك عن عدم تأثر عوائد المحفظة الكفوءة كثيراً بعائد محفظة السوق، فيما اظهر واضحاً تخفيض معامل الاختلاف من (20.3804) مرة الى (17.3006) مرة كما هو مبين في الجدول (80-3) الذي يعرض ملخص نتائج بناء المحفظةين.

الجدول (3-80) مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لسوق التداول السعودي

المحفظة الاستثمارية الكفؤة	المحفظة الاستثمارية للسوق	الخصانص الاستثمارية
0.0145	0.0142	$R_p$
-0.0878	-0.2108	$\alpha_{ m p}$
1.6007	1.5001	$\beta_{\mathrm{p}}$
0.2433	0.2863	$\sigma^2_{p}$
0.0729	0.1013	$\beta^2$ . $\sigma^2_{Rm}$
0.1704	0.1850	$\sigma^2_{ep}$
0.7055	0.6219	$R_p^2$
17.3006	20.3804	$C.V_p$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدولين (77-3) و (78-3).

#### ثالثاً: دولة الكويت

#### 1- تحليل الارتباط بين قطاعات المحفظة الاستثمارية لسوق الكويت للأوراق المالية

ولتحقيق الغرض من تحليل مصفوفة الارتباط كانت النتائج كما موضحة في الجدول (81-3):

الجدول (3-81)

معامل ارتباط بيرسون بين قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية

	$0.999^{**}$	$\boldsymbol{0.993}^{**}$	$\boldsymbol{0.998}^{**}$	$\boldsymbol{0.948}^{**}$	$\boldsymbol{0.960}^{**}$	$\boldsymbol{0.382}^*$	$\boldsymbol{0.915}^{**}$	خدمات مالية
	1	0.994**	0.998**	0.949**	$\boldsymbol{0.961}^{**}$	$0.380^*$	$\boldsymbol{0.914}^{**}$	عقار
		1	0.992**	0.950**	0.955**	0.384*	0.906**	تامین
			1	0.947**	0.959**	0.384*	$0.913^{**}$	بنوك
				1	0.914**	$0.390^*$	$0.881^{**}$	خدمات
					1	0.412*	$0.956^{**}$	صناعية
						1	$\boldsymbol{0.405}^*$	مواد
							1	نفط
بي:	عقار	تامین	بنوك	خدمات	صناعية	مواد	نفط	اسم القطاع
2 11	;; ;	. 1:	47	* 1	L\$ )			7-2-2-

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج SPSS-19.

\*معنویة عند مستوی (0.05).
\*\*معنویة عند مستوی (0.01).

تبين نتائج جدول (81-3)، نتائج تحليل معاملات الارتباط بين جميع القطاعات الاقتصادية لسوق الكويت للأوراق المالية بوجود علاقات ذات ارتباطات طردية وبمستويات معنوية مختلفة، إذ جاء قطاع النفط والغاز مع جميع قطاعات السوق بعلاقة طردية قوية عدا قطاع المواد الاساسية بعلاقة طردية ضعيفة بدرجة (0.405)، وايضاً جاءت بالاتجاه ذاته من مستوى تحليل الارتباط بعلاقة طردية ضعيفة بين قطاع المواد الاساسية مع جميع القطاعات الاقتصادية الاخرى للسوق، في حين بلغ معامل الارتباط بين كل من قطاع (الصناعي، الخدمات الاستهلاكية، بنوك، التأمين، العقار، والخدمات المالية)، علاقتها مع القطاعات الاقتصادية الاخرى بعلاقات طردية قوية، وهذا ما يشير إلى أن تحليل معاملات الارتباط كانت متقاربة ومتداخلة بين اغلب القطاعات الاقتصادية لهذا السوق.

#### 1- تحليل عوائد ومخاطرة قطاعات محفظة سوق الكويت للأوراق المالية

كما يبدو في الجدول (82-3) تم استخراج المتوسط للبيانات الفصلية السنوية البالغة (32 مشاهدة)، لاحتساب عائد محفظة السوق وتباين عائد محفظة السوق، فضلاً عن متوسط سعر الفائدة الخالية من المخاطرة، من اجل تشكيل قاعدة بيانات يمكن الاعتماد عليها في تحليل عوائد محفظة السوق ومخاطرتها الكلية.

الجدول (82–3) متوسط الخصائص الاستثمارية لسوق الكويت للأوراق المالية

المتوسط	الخصائص الاستثمارية	Ü
$R_m = 0.0050$	عائد محفظة السوق	.1
$\sigma^2_{Rm} = 0.0057$	تباين عائد محفظة السوق	.2
$R_f = 0.0177$	سعر فائدة خالية من المخاطرة	.3

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة.

اتساقاً مع نتائج الجدول (82–3) فقد تبينت نتائج التحليل الذي يظهره الجدول (83–3) بأن معدل العوائد لقطاعات محفظة السوق كان بالشكل التالي على التوالي (النفط والغاز، بنوك، صناعة، عقار، خدمات استهلاكية، مواد اساسية، تأمين، وخدمات مالية)، اي ان قطاع النفط والغاز سجل اعلى معدل عائد إذ بلغ (0.0991) وهو اعلى من معدل عائد محفظة السوق البالغة (0.0050) وكذلك اعلى من معدل العائد الخالي من المخاطرة البالغ (0.0057) وان مخاطرتها الكلية بلغت (0.0537) وهي تمثل نسبة متوسطة مقارنة مع مثيلاتها من القطاعات.

كما وتشكل مخاطرها المنتظمة بنسبة (4%) من مجمل المخاطر الكلية، في حين تمثل المخاطر غير المنتظمة بنسبة (96%) من اجمالي تلك المخاطر ومن ثمّ يمكن ازالتها عن طريق اتباع سياسة التتويع، اما بالنسبة لقيمة معامل بيتا للقطاع المذكور فقد بلغت (0.6490) وهي تمثل اقل قيمة لمعامل بيتا بين جميع القطاعات، وحين تبلغ قيمة معامل بيتا اقل من الواحد فهذا يعني ان مخاطر أسهم شركات هذا القطاع أقل من مخاطر السوق، اما بالنسبة لتحقيق اقل معدل عائد لقطاعات محفظة السوق فقد كان لقطاعي التأمين والخدمات المالية والتي بلغت نسبتها (0.0563) و (0.02756) على التوالي، فضلاً عن قطاع المواد الاساسية التي بلغت معدل عائد معدل عائد بالنسبة لباقي قطاعات المحفظة الاستثمارية وادنى من والمطابق لمعدل عائد القطاع، مما يعني ان هذه القطاعات تعاني من صعوبات تتعلق بطبيعة نشاطها، وكان معامل بيتا لقطاعي (التأمين والخدمات المالية) بلغت قيمته (3.6015 ، مخاطرة اسهم شركات هذين القطاعين اكبر من مخاطر السوق، وهذا يعني ان مخاطرة اسهم شركات هذين القطاعين اكبر من مخاطر السوق.

وبخصوص نسبة معامل التحديد فإن اغلبها كانت عالية ومتقلبة تراوحت بين (4% - 99%) وقد تفسر هذه النسب بالتقلب لعوائد قطاعات محفظة السوق وما تبقى قد تعود لعوامل عامة اخرى، وبصدد معامل الاختلاف فقد بلغ اعلى مؤشر لقطاع المواد الاساسية حيث سجل (74.0850) مرة ومن ثم لقطاعين اخرين هما التأمين والخدمات المالية إذ شكلا (55.3478 ، 55.4960 على التوالي)، إذ أدى ارتفاع مستوى المخاطر وانخفاض معدلات العوائد السالبة الى ارتفاع قيمة معامل الاختلاف وهو مؤشر عن الاداء غير الجيد للقطاع، فيما سجلت لقطاع النفط والغاز اقل قيمة لمعامل الاختلاف إذ بلغت (10.8406) مرة وهي اقل من متوسطه الحسابي البالغ (36.8957) مرة وبما إنها هي القطاع الاول في تحقيق اعلى معدل عائد مقارنة مع مثيلاتها فهذا يعنى ان اداء القطاع يعبر بنشاط جيد.

معدلات عائد ومخاطرة قطاعات المحفظة الاستثمارية لسوق الكويت للأوراق المالية للبيانات الفصلية للمدة (2019-2019) الجدول (3-83)

	المتوسط	0.0153	0.0040	2.0159	0.1829	0.0296	0.1533	0.8479	36.8957
.8	خدمات مائية	-0.0275	0.0477	3.6957	0.2799	0.0783	0.2017	0.9986	56.4690
.7	عقار	0.0058	0.0152	1.9002	0.1438	0.0207	0.1231	0.9989	29.0145
6.	تأمين	-0.0263	0.0366	3.6015	0.2744	0.0743	0.2001	0.9871	55.3478
.5	بنوك	0.0394	0.0212	2.1952	0.1664	0.0276	0.1388	0.9971	33.5685
.4	خدمات استهلاكية	0.0038	0.0081	1.0939	0.0873	0.0069	0.0804	0.9002	17.6014
.3	صناعية	0.0331	0.0072	1.1474	0.0904	0.0075	0.0829	0.9221	18.2389
.2	مواد اساسية	-0.0052	-0.0981	1.8443	0.3673	0.0195	0.3478	0.1441	74.0850
.1	النفط والغاز	0.0991	-0.0061	0.6490	0.0537	0.0024	0.0513	0.8351	10.8406
[;	اسم القطاع	R <sub>i</sub>	$\alpha_{\rm i}$	$eta_{ m i}$	$\sigma^2$	$\beta^2 \cdot \sigma^2_{Rm}$	σ² ej	$\mathbb{R}^2$	C.V

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامجي Eviews-10، وExcel-10.

# ابناء محفظة استثمارية كفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية -1

تم ترشيح جميع قطاعات السوق لبناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة حسب أنموذج التدرج البسيط وبالاعتماد على معبار حد القطع، وكما مبين في الجدول (84-:(3

الجدول (84–3) مراحل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية للبيانات الفصلية للمدة (2019–2019)

			( $9 = \sum zi$ )	(9=	$(10 = W_i = \frac{z_i}{\sum z_i})$	(10 = 1)				1.7245	1.00
<b>∞</b>	خدمات استهلاکیة	-0.0127	-0.1891	-0.3106	-0.0018	14.8829	14.8829	1.0853	-0.0016		
.7	مواد اساسية	-0.0124	-0.1214	-0.9497	-0.0054	9.7805	9.7805	1.0560	-0.0052		
.6	خدمات مالية	-0.0122	-0.8283	-1.6204	-0.0093	67.7242	67.7242	1.3880	-0.0067		
:5	تأمين	-0.0122	-0.7921	-0.9757	-0.0056	64.8354	64.8354	1.3715	-0.0041		
.4	عقار	-0.0063	-0.1836	0.1596	0.0009	29.3220	29.3220	1.1680	0.0008		
.3	بنوك	0.0099	0.3432	0.5564	0.0032	34.7192	34.7192	1.1989	0.0027	0.1143	0.07
.2	صناعية	0.0134	0.2132	1.2426	0.0071	15.8863	15.8863	1.0910	0.0065	0.0955	0.06
.1	النفط والغاز	0.1254	1.0293	1.0293	0.0059	8.2073	8.2073	1.0470	0.0056	1.5147	0.88
[;	اسم القطاع	$\frac{R_i-R_f}{\beta}$	$\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{n} [2]$	[3]*σ <sup>2</sup> Rm	$\frac{\beta 2}{\sigma^2_{ej}}$	$\sum_{i=1}^{n} [5]$	[6]* $\sigma^2$ m+1	C <sub>i</sub> [4]	$\mathbf{z}_{\mathbf{i}}$	w <sub>i</sub>
<b>B</b> .	خطوات بناء المحفظة	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
8	مراحل بناء المحفظة				المرحلة الاولى	الاولى				المرحلة الثانية	، الثانية

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Excel-10.

تأسيساً على ما تقدم يوضح الجدول (84-3) من خلال الخطوة الاولى بالمرحلة الاولى ان العائد الاضافي لجميع القطاعات وبحسب معادلة Treynor قد سجل اعلى معدل عائد لقطاع النفط والغاز حيث بلغت (0.1254)، اما اقل نسبة فكانت لقطاع الخدمات الاستهلاكية إذ وصلت (70127)، وبعد احتساب جميع اجراءات بناء المحفظة الكفوءة، فقد تبين من خلال معدل القطع (Ci) في الخطوة الثامنة من المرحلة الاولى ان المكونات المرشحة للمحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق الكويت وعلى وفق نموذج التدرج البسيط فانضمت فقط ثلاثة من مجموع ثمانية قطاعات وقد شملت كل من قطاع: (النفط والغاز، صناعية، بنوك)، وعند الخطوتين التاسعة والعاشرة من المرحلة الثانية يمكن تحديد الوزن للقطاعات المرشحة تنازلياً من خلال معادلة (Zi) فتبين تسلسلهم بالترتيب الاتي: (النفط والغاز، بنوك، صناعية).

#### 2-تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية

تشير نتائج الجدول (85-3) الى الأداء الجيد للمحفظة الكفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية، فالمؤشرات التي تعتمد على المخاطرة الكلية للمحفظة (M²) و (M²) و (Sharpe) قد بلغت (0.0522 ، 0.3816 على التوالي)، وهذه النسب تعد جيدة لأنها تحقق معدل عائد تفوق على معدل العائد الخالي من المخاطرة، وكذلك تؤكد نتائج الجدول المذكور ايضاً بالأداء الجيد حول المؤشرات التي تعتمد على معامل بيتا لقياس مخاطر المحفظة مثل مؤشر (Treynor) فإنها بلغت (0.00565 ، 0.0297 على التوالي) وهو تعبير عن قوة اداء المحفظة بشكل عام، لأن جميع قيم هذه النسب تفوق معدل العائد الخالي من المخاطرة.

الجدول (85-3) نتائج مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية

نتيجة المؤشر	أسم المؤشر	مؤشرات تقييم أداء المحفظة
0.0522	$RAP(M^2)$	مؤشرات تعتمد على المخاطرة الكلية عند قياس مخاطرة المحفظة
0.3816	Sharpe	موسرات تعد في المعادرة العيد في يوس معادرة المعتدد
0.0565	Jensen's Alpha	مؤشرات تعتمد على معامل بيتا عند قياس مخاطرة المحفظة
0.0297	Treynor	الوسرات تعدد هی معاش بیت حد چین محاصر است

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجداول السابقة.

### 3- مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية

ففي اطار المقارنة بين المحفظتين الكفوءة والمرجعية (السوق) للمجموعة نفسها، فقد لخصت نتائج الجدول (86-3) ان محفظة السوق كانت مكونة من ثمانية قطاعات القتصادية، اما المحفظة الكفوءة التي تم بناؤها من مكونات تلك السوق وانضمت اليها فقط ثلاثة قطاعات بعد استبعاد خمسة قطاعات منها على وفق مخرجات انموذج التدرج البسيط، الى ذلك فقد تبينت ان المحفظة الكفؤة قد زادت من فاعلية المبادلة بين العائد والمخاطرة، في حين ارتفع معدل العائد بنسبة (73%) وبالمقابل خفضت المخاطرة الكلية بنسبة (76%) وبالنسبة لمعامل بيتا ايضاً انخفضت من مستوى (20159) الى (1.3306) ليعبر عن ضعف الاثر العكسي لعوائد محفظة السوق على عوائد المحفظة الكفوءة، وعند ملاحظة انخفاض المخاطر غير المنتظمة يمكن النظر الى معامل التحديد فقد زادت بنسبة (8%) لمكونات المحفظة اي انها عند هذه الحالة تتأثر أكثر بعوامل السوق، وانعكس ذلك واضحاً ايضاً على انخفاض معامل الاختلاف للمحفظة من مستوى (36.8957) مرة الى

الجدول (86-3) مقارنة الخصائص الاستثمارية بين محفظة السوق والمحفظة الكفوءة لسوق الكويت للأوراق المالية

3332 - <del>33</del> 37 - G37 - 179 - 1		<u> </u>
المحفظة الاستثمارية الكفوءة	المحفظة الاستثمارية للسوق	الخصائص الاستثمارية
0.0572	0.0153	R <sub>p</sub>
0.0074	0.0040	$\alpha_{\mathrm{p}}$
1.3306	2.0159	$\beta_{p}$
0.1035	0.1829	$\sigma^2_{p}$
0.0125	0.0296	$\beta^2 . \sigma^2_{Rm}$
0.0910	0.1533	$\sigma^2_{ep}$
0.9181	0.8479	$R_p^2$
20.8826	36.8957	$C.V_p$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدولين (83-3) و (84-3).

خلاصة القول من سرد التحليلات السابقة الخاصة بفقرات المحور الثاني للمبحث الثاني واهمها عند قياس مؤشرات تقييم اداء المحافظ الاستثمارية الكفوءة، ومن ثم عن مقارنة

الخصائص الاستثمارية بين محافظ السوق المرجعية والكفوءة لأسواق عينة الدراسة، يمكن تشخيص ما يلي:

فيما يتعلق بنتائج مؤشرات تقييم اداء المحافظ الكفوءة تبين ان هناك تبايناً من سوق لآخر من اسواق مجتمع الدراسة، إذ وصفت مؤشرات السوق العراقي بالجيدة والضعيفة لان اغلب نتائجها تفوقت عن معدل العائد الخالي من المخاطرة، وهناك مؤشرات ظهرت بنتيجة سلبية، اما في السوق السعودي فكانت نتائج مؤشراتها تقل عن معدل العائد الخالي من المخاطرة، لذلك وصفت بأنها ضعيفة، وبالنسبة لنتائج مقاييس اداء المحفظة الكفوءة للسوق الكويتي إذ ظهرت جميع نسبها فوق معدل العائد من المخاطرة ووصفت بأنها جيدة.

بناءً على النتائج السابقة يمكن قبول الفرضية الثالثة بوجود تباين بين نتائج مؤشرات تقييم اداء المحافظ الاستثمارية الكفوءة من سوق لآخر من اسواق عينة الدراسة.

وبصدد مقارنة الخصائص الاستثمارية بين المحفظة المرجعية والكفوءة تبين أن المحفظة الكفوءة للسوق العراقي وبعد ما استبعدت قطاعين حققت زيادة في المعدل العائد مقارنة مع محفظة السوق المرجعية، وارتفعت درجات المخاطر غير المنتظمة فيه ايضاً، اما المحفظة الكفوءة للسوق السعودي وبعد ما استبعدت قطاعين فقد حققت زيادة طفيفة في معدل العائد ولم تتخفض كثيراً المخاطر غير المنتظمة عند المقارنة مع المحفظة المرجعية، وفيما يخص السوق الكويتي فقد ازداد معدل عائد محفظتها الكفوءة وانخفضت مستويات المخاطر غير المنتظمة بعد ما استبعدت خمسة قطاعات مقارنة مع محفظة السوق المرجعية.

اتساقاً مع ما سبق يمكن قبول الفرضية الرابعة، إذ تتباين الخصائص الاستثمارية بين محافظ السوق المرجعية وبين المحافظ الكفوءة لأسواق عينة الدراسة.

## تانياً: اختبار العلاقة بين مستويات تقلبات اسعار النفط وعوائد المحافظ الكفوءة لأسواق عينة الدراسة

للوصول الى مواقف قطاعات السوق في تحقيق العوائد للمحافظ الاستثمارية الكفوءة، ومن ثم بيان أثر مستويات العلاقة بينهما لكل سوق من اسواق دول عينة الدراسة، يمكن اتباع ما يلى:

#### 1. العراق

يعرض الجدول (87-3) موقف قطاعات السوق في تحقيق معدلات العوائد وعن مدى تأثرها بمعدلات اسعار النفط، إذ يتبين انه من مجموع ستة قطاعات اقتصادية فقط تتأثر اربعة قطاعات بتقلبات اسعار النفط، وبعد استخراج معدلات العوائد المتوقعة بحسب نموذج (CAPM) قطاعات العوائد الاضافية على وفق مؤشر (Treynor) فضلاً عن معدل حد القطع للعوائد، وظهر بأن هناك ايضاً أربعة قطاعات من مجموع ستة قطاعات تحقق العوائد، ولكن ليس جميعها تتأثر بتقلبات السعر النفطي وتسهم بالانضمام للمحفظة الكفوءة حتى تكون كفيلة بتحقيق العوائد، ومن بين القطاعات التي تحتل بنسبة كبيرة من تكوين المحفظة الكفوءة على الرغم من تأثرها بتقلبات سعر النفط وهي كل من قطاع: (الصناعي، المصرفي، الزراعي)، وقد يعود سبب ذلك الى نشاطات هذه القطاعات.

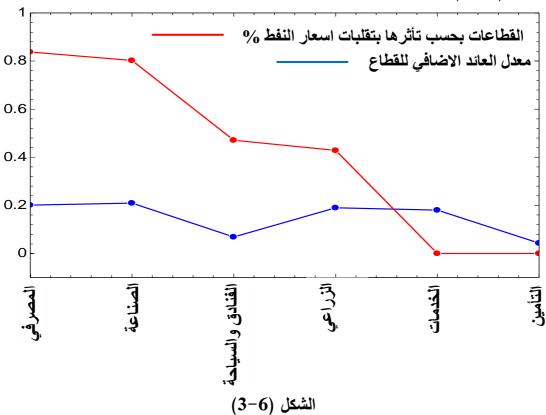
وبحسب منشورات هيأة الأوراق المالية العراقية بإصداراتها المتفرقة أن القطاعين المصرفي والصناعي في السوق يأتيان بالمرتبة الاولى من حيث حجم التداول فيها وتبلغ بنسبة (43.9% و 16.9% على التوالي)، كذلك في عدد اسهمهما المتداولة في السوق ايضاً قد تصل الى نسبة (87.4% و 6.5% على التوالي) (هيأة الأوراق المالية العراقية، 2020، 7-8).

الجدول (87-3) موقف قطاعات السوق العراقي في تحقيق العوائد ومدى تأثرها بتقلبات أسعار النفط

نسبة وزن استثمار القطاع المنضم للمحفظة الكفوءة (Wi) (%)	معدل حد القطع للقطاع (Ci)	معدل العائد الإضافي للقطاع (T)	معدل العاند المتوقع للقطاع (Ri)	موقف القطاعات بحسب تأثرها بتقلبات اسعار النفط ( % )	اسم القطاع	ß
0.18	0.1874	0.2007	0.4638	83.78	المصرفي	.1
0.45	0.1785	0.2093	0.5531	80.20	الصناعة	.2
	0.1080	0.0686	0.1504	47.07	الفنادق والسياحة	.3
0.11	0.1671	0.1901	0.3755	42.88	الزراعي	.4
0.27	0.1718	0.1805	0.0661	00.00	الخدمات	.5
	0.0636	0.0428	0.0808	00.00	التأمين	.6

المصدر: من إعداد الباحث وبالاعتماد على مخرجات الجداول (47-3) و (71-3) و (77-3).

يظهر هناك تباين بين نتائج قطاعات السوق من حيث تأثرها بتقلبات السعر النفطي وتحقيق العوائد، ويوضح الشكل (3-6) مسار هذه العلاقة بيانياً من خلال الاعتماد على نتائج الجدول (87-8):



العلاقة بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات السوق العراقي الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على محتويات الجدول (87-3) ومخرجات برنامج (EES-Pro-1.3).

واتساقاً مع ما سبق فقد يلخص الجدول (88-3) بأن هناك تأثيراً إيجابياً بالنسبة لكل من القطاعات الآتية: (المصرفي، الصناعي، الزراعي) وان تأثرها بأسعار النفط قد بلغت على التوالي نسبة (83.78% و 80.20% و 42.88%) الا إنها أسهمت بالانضمام في تكوين المحفظة الكفوءة بالنسب الاتية: (18% و 45% و 11% على التوالي)، اما قطاع الفنادق والسياحة فعلى الرغم من تأثرها بالسعر النفطي بنسبة (47.07%) لكنها لا تحقق معدل عائد تقوقها لتنضم للمحفظة الكفوءة لذا ظهرت بمستوى تأثير ضعيف او معدوم، اما بالنسبة لبقية القطاعات فقد لا يظهر لها اثر او انها سلبية، واذا ما تم القاء نظرة بعمق اكثر حول محتويات الجدول الآتي يلاحظ أن شركات القطاعات التي ظهرت بالتأثير الايجابي قد تشكل نسبة الجدول الآتي معموع شركات قطاعات السوق.

الجدول (88–3) طبيعة التأثير بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات المحفظة الكفوءة للسوق العراقي

				سعار النفط في ا ات المحفظة الكا			
طبيعة التأثير	نسبة عدد شركات القطاع %	عدد شركات القطاع	نسبة انضمام القطاعات للمحفظة الكفوءة %	نسبة تأثير اسعار النفط %	اسم القطاع	موقف القطاعات عند تقلبات اسعار النفط وانضمامها للمحفظة الكفوءة	IJ
	0.33	15	0.18	83.78	المصرفي	قطاعات تأثرت	
ايجابي	0.24	11	0.45	80.20	الصناعي	بأسعار النفط وانضمت للمحفظة	.1
	0.13	6	0.11	42.88	الزراعي	الكفوءة	
ضعيف	0.17	8	0.00	47.07	الفنادق والسياحة	قطاعات تأثرت بأسعار النفط ولم تنضم للمحفظة الكفوءة	.2
لا يوجد تأثير	0.09	4	0.27	00.00	الخدمات	قطاعات لم تتأثر بأسعار النفط وانضمت للمحفظة الكفوءة	.3
سلبي	0.04	2	0.00	00.00	التأمين	قطاعات لم تتأثر بأسعار النقط ولم تنضم للمحفظة الكفوءة	.4
	1.00	46	1.00		6	المجموع	

المصدر: من إعداد الباحث وبالاعتماد على مخرجات الجداول (1-1) و (47-3) و (72-3).

وعلى وفق ما تقدم فإن قطاعات سوق العراق للأوراق المالية تتأثر بمستوى متوسط او اقل في تقلبات اسعار النفط العالمية، وبالوقت ذاته تحقق عوائد مقبولة حتى تساهم بالانضمام للمحفظة الاستثمارية الكفوءة، وهنا ينبغي على المستثمرين المتعاملين مع السوق المذكور الانتباه عند تشكيل محافظهم الاستثمارية بهدف تحقيق معدلات عوائد تفوق مستويات المخاطرة المتوقعة ولاسيما في الاوقات التي تشهد التقلبات المستمرة للسعر النفطي.

#### 2. السعودية

يتضمن الجدول (89-3) نتائج موقف قطاعات سوق التداول السعودي في تحقيق معدلات العوائد وعلاقتها بتقلبات السعر النفطي، إذ يتبين انه من مجموع ثلاثة عشر قطاعاً فقط القطاعات (تجزئة السلع الكمالية والإعلام) لم يتعرضا لأي آثار عن تقلبات اسعار النفط، وعند استخراج معدلات العوائد المتوقعة والاضافية بحسب مؤشرات (Treynor - CAPM)، فضلاً عن معدل حد القطع، فقد ظهرت ايضاً لأحد عشر قطاعاً ولكن بفارق بسيط ليس جميعها تتأثر

بتقلبات السعر النفطي وتنضم للمحفظة الكفوءة، ولربما يعود ذلك السبب الى حجم او نوعية نشاطات هذه القطاعات.

علاوة على ذلك فقد أشار عدد من التقارير الرسمية الصادرة من سوق التداول السعودي وبإصداراتها المتفرقة حول قيم وعدد الاسهم المتداولة للسوق التي حصلت على المراتب الاولى هي تقريباً بهوية تلك القطاعات نفسها التي انضمت للمحفظة الكفوءة، وبالنظر الى مؤشرات هذه القطاعات يلاحظ ان التي احتلت على المراتب المتقدمة بالنسبة لقيم تداول اسهمها تمثلت بالقطاعات الاتية: (المواد الاساسية، البنوك، التأمين، انتاج الاغذية، الطاقة، الخدمات الاستهلاكية، السلع الرأسمالية، والاتصالات)، وبلغت على التوالي بالنسب الأتية: (29.32% – الاستهلاكية، السلع الرأسمالية، والاتصالات)، وبلغت على التوالي بالنسب الأتية: (29.30% – 11.8% – 8.8% – 8.70% – 6.6% – 4.75% – 8.8%)، اما بالنسبة لعدد الاسهم المتداولة للقطاعات ذاتها فقد بلغت على التوالي بالنسب التالية: (33.40% – 33.1%) ويلخص الجدول التالي موقف (التقرير الاحصائي السنوي للسوق السعودي، 2020% – 15.5%)، ويلخص الجدول التالي موقف قطاعات السوق من اثار تقلبات اسعار النفط وانضمامها للمحفظة الكفوءة.

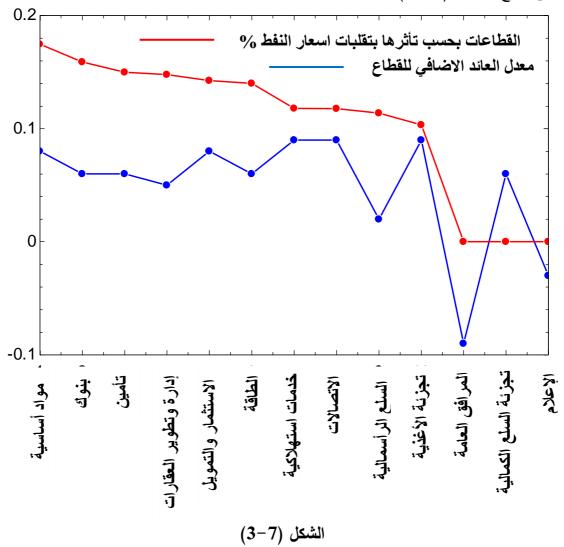
الجدول (89-3) موقف قطاعات السوق السعودي في تحقيق العوائد ومدى تأثرها بتقلبات أسعار النفط

نسبة وزن استثمار القطاع المنضم للمحفظة الكفوءة الكفوءة (Wi) (%)	معدل حد القطع للقطاع (Ci)	معدل العائد الإضافي للقطاع (T)	معدل العائد المتوقع القطاع (Ri)	موقف القطاعات بحسب تأثرها لتقلبات اسعار النفط ( % )	اسم القطاع	ű
0.13	0.0003	0.0008	0.0148	17.46	المواد الأساسية	.1
0.08	0.0002	0.0006	0.0137	15.90	البنوك	.2
0.03	0.0001	0.0006	0.0138	14.98	التأمين	.3
0.10	0.0001	0.0005	0.0143	14.77	إدارة وتطوير العقارات	.4
0.11	0.0003	0.0008	0.0149	14.25	الاستثمار والتمويل	.5
0.09	0.0001	0.0006	0.0138	14.01	الطاقة	.6
0.14	0.0002	0.0009	0.0155	11.80	الخدمات الاستهلاكية	.7
0.11	0.0003	0.0009	0.0156	11.77	الإتصالات	.8
0.06	0.0001	0.0002	0.0136	11.37	السلع الرأسمالية	.9
0.12	0.0003	0.0009	0.0153	10.33	تجزئة الأغذية	.10
	-0.0001	-0.0009	0.0125	00.00	المرافق العامة	.11

0.03	0.0001	0.0006	0.0138	00.00	تجزئة السلع الكمالية	.12
	0.0001	-0.0003	0.013	00.00	الإعلام	.13

المصدر: من إعداد الباحث وبالاعتماد على مخرجات الجداول (53-3) و(77-3) و(78-3).

يظهر أن هناك فارق بسيط بين نتائج هوية القطاعات التي تتأثر بتقلبات أسعار النفط وتحقيقها للعوائد الاضافية، ويوضح الشكل (7-3) مسار هذه العلاقة بيانياً من خلال الاعتماد على نتائج الجدول (89-3)



العلاقة بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات السوق السعودى

الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على محتويات الجدول (89-3) ومخرجات برنامج (EES-Pro-1.3).

تأسيساً على ما تقدم فإن مخرجات الجدول (90-3) تعرض المستويات المختلفة للقطاعات، وقد يغدو العدد الاكبر من القطاعات بالانضمام للمحفظة الكفوءة وبأوزانها المختلفة على الرغم من تأثرها بأسعار النفط الا ان مستوى التأثير يبدو ايجابياً، وبهذا الاتجاه فقد انضمت كل من القطاعات الاتية: (المواد الاساسية، البنوك، التأمين، ادارة وتطوير العقارات، الاستثمار

والتمويل، الطاقة، الخدمات الاستهلاكية، الاتصالات، السلع الرأسمالية، تجزئة الاغذية)، ولا توجد مواقف تذكر للقطاعات التي تتأثر بأسعار النفط ولم تنضم للمحفظة الكفوءة اما بالنسبة لقطاع تجزئة السلع الكمالية فقد ظهرت بعدم وجود مستوى للتأثير لأنها بحسب اجراءات المحفظة الكفوءة تحقق نسبة من العوائد الا انها ليست لها علاقة بتقلبات السعر النفطي وبالنسبة لموقف القطاعين (المرافق العامة والإعلام) ظهر مستوى التأثير لهما بعلاقة سلبية لانهما لم يتأثرا بأسعار النفط ولم ينضما مع شروط المحفظة الكفوءة، وعند النظر الى عدد شركات هذين القطاعين فإنهما لا يمثلان الا بنسبة قليلة بلغت (4%)، عكس القطاعات ذات التأثيرات الايجابية فقد مثلت عدد شركات قطاعاتهم بنسبة (95%) من مجموع قطاعات السوق.

الجدول (3-90) طبيعة التأثير بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات المحفظة الكفوءة للسوق السعودي

طبيعة التأثير	كات شركات		أثير اسعار النفط على معدل عوائد قطاعات المحفظة الكفوءة			موقف	
		عدد شركات القطاع	نسبة انضمام القطاعات للمحفظة الكفوءة %	نسبة تأثير اسعار النفط %	اسم القطاع	القطاعات عند تقلبات اسعار النفط وانضمامها للمحفظة الكفوءة	ៗ
	0.30	33	0.13	17.46	المواد الأساسية		
	0.09	10	0.08	15.90	البنوك	1	
	0.25	27	0.03	14.98	التأمين		
ايجابي	0.08	9	0.10	14.77	إدارة وتطوير العقارات	قطاعات تأثرت بأسعار النفط وانضمت للمحفظة الكفوءة	.1
	0.04	4	0.11	14.25	الاستثمار والتمويل		
	0.04	4	0.09	14.01	الطاقة		
	0.03	3	0.14	11.80	الخدمات الاستهلاكية		
	0.04	4	0.11	11.77	الاتصالات		
	0.04	4	0.06	11.37	السلع الرأسمالية		
	0.03	3	0.12	10.33	تجزئة الأغذية		
						قطاعات تأثرت بأسعار النفط ولم تنضم للمحفظة الكفوءة	.2
لا يوجد تأثير	0.04	4	0.03	00.00	تجزئة السلع الكمالية	قطاعات لم تتأثر بأسعار النفط وانضمت للمحفظة الكفوءة	.3
سلبي	0.02	2		00.00	المرافق العامة	قطاعات لم تتأثر بأسعار	.4

0.02	2		00.00	الإعلام	النفط ولم تنضم للمحفظة الكفوءة	
 1.00	109	1.00		13	المجموع	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الجداول (2-1) و (53-3) و (7-8).

وخلاصة القول حول التحليل السابق يستنتج أن العدد الاكبر من قطاعات سوق التداول السعودي يتأثر بتقلبات اسعار النفط العالمية وبالوقت ذاته تحقق معدلات عوائد تقع ضمن شروط المحفظة الاستثمارية الكفوءة وهذا يشير بالتأثير الايجابي للسوق المذكور، الى ذلك يمكن للمستثمرين الحرية باختيار القطاعات التي تحقق معدلات عالية من العوائد مع مستويات مقبولة من مخاطر تقلبات السعر النفطى عند تشكيل محافظهم الاستثمارية.

#### 3. الكويت

يظهر الجدول (91-3) نتائج موقف قطاعات السوق الكويتي من خلال عرضه لتأثيرات تقلبات اسعار النفط وتحقيقها لمعدلات العوائد، ومن خلال ثمانية قطاعات اقتصادية تبين انه فقط قطاع (المواد الاساسية) لا يتأثر بتقلبات السعر النفطي، وعند تطبيق أنموذج (CAPM) ومؤشر (Treynor) الخاص باستخراج العوائد المتوقعة والاضافية، فضلاً عن تنفيذ معادلة حد القطع على القطاعات ذاتها ومثلما يتم عرضها بحسب الجدول الآتي فإن هناك ثلاثة قطاعات فقط تتأثر بتقلبات السعر النفطي وتحقق العوائد المطلوبة لتنضم الى المحفظة الكفوءة وهي تشمل كل من القطاعات الاتية: (الصناعية، البنوك، والنفط والغاز) التي بلغت نسبة وزن انضمامها للمحفظة الكفوءة على التوالي بالنسب التالية: (6% - 7% - 88%)، اما النسبة الأكبر من قطاعات السوق فلا تربطها علاقة بين تقلبات سعر النفط وتحقيق العوائد بحسب شروط المحفظة الكفوءة.

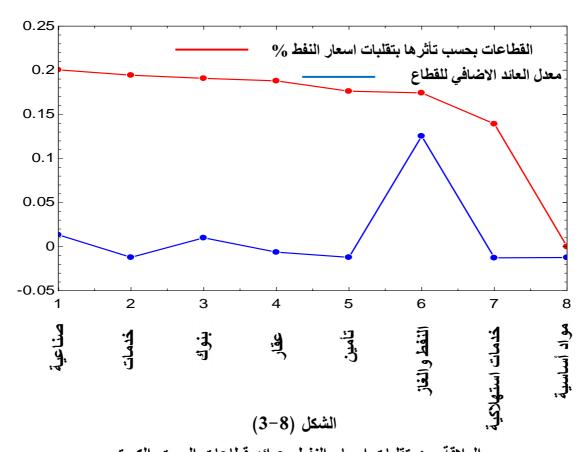
وعند التعرف عن قرب على نشاطات القطاعات الاقتصادية للسوق ذاته فيلاحظ ان هناك عدداً كبيراً من القطاعات ترتفع فيها نسب الاداء من حيث القيمة السوقية وحجم تداول الاسهم، وتشير المنشورات الرسمية لسنة 2019 الصادرة من بورصة الكويت إلى أن هناك زيادة في نسبة نمو اداء هذه القطاعات، إذ تحتل بالمراتب الأولى كل من قطاعات (البنوك، الخدمات المالية، الصناعة، الخدمات الاستهلاكية، والنفط والغاز)، وتبلغ نسبة قيمة التداول لها على التوالي بحسب النسب الاتية: (61.410% – 81.16% – 9.135% – 9.135%) منشورات بورصة الكويت، 2019% – 34.20%)، ويعرض الجدول التالي تفاصيل موقف قطاعات السوق جراء آثار التقلب بالسعر النفطى وتحقيق العوائد بحسب اجراءات المحفظة الكفوءة.

الجدول (3-91) موقف قطاعات السوق الكويتي في تحقيق العوائد ومدى تأثرها بتقلبات أسعار النفط

نسبة وزن استثمار القطاع المنضم للمحفظة الكفوءة الكفوءة (Wi) (%)	معدل حد القطع للقطاع (Ci)	معدل العائد الإضاف <i>ي</i> للقطاع (T)	معدل العائد المتوقع للقطاع (Ri)	موقف القطاعات بحسب تأثرها لتقلبات اسعار النفط ( % )	اسم القطاع	ប
0.06	0.0065	0.0134	0.0331	20.04	صناعية	.1
	-0.0067	-0.0122	-0.0275	19.43	خدمات مالية	.2
0.07	0.0027	0.0099	0.0394	19.08	بنوك	.3
	0.0008	-0.0063	0.0058	18.80	عقار	.4
	-0.0041	-0.0122	-0.0263	17.62	تأمين	.5
0.88	0.0056	0.1254	0.0991	17.43	النفط والغاز	.6
	-0.0016	-0.0127	0.0038	13.92	خدمات استهلاكية	.7
	-0.0052	-0.0124	-0.0052	00.00	مواد أساسية	.8

المصدر: من إعداد الباحث وبالاعتماد على نتائج الجداول (66-3) و (83-3) و (88-3).

يظهر هناك تباين بين اغلب نتائج قطاعات السوق من حيث تأثرها بتقلبات السعر النفطي وتحقيق العوائد، ويوضح الشكل (8-3) مسار هذه العلاقة بيانياً من خلال الاعتماد على نتائج الجدول (91):



العلاقة بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات السوق الكويتي الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على محتويات الجدول (91-3) ومخرجات برنامج (EES-Pro-1.3).

اتساقاً مع ما ذكر آنفاً يخرج الجدول (92–3) بنتائج حول النسبة الاكبر التي تحتل القطاعات ضمن مستوى التأثير الضعيف والتي تنص حول القطاعات التي تتأثر بأسعار النفط ولم تنضم للمحفظة الكفوءة وهي كل من قطاعات (الخدمات المالية، العقار، التأمين، الخدمات الاستهلاكية) وتشكل عدد شركات هذه القطاعات نسبة (62%) لتفوق المستوى المتوسط لقطاعات السوق، اما موقف تلك القطاعات التي تتأثر بالسعر النفطي وتحقق معدلات عوائد لتسهم بالانضمام للمحفظة الكفوءة وتظهر بمستوى ايجابي فكانت فقط ثلاث قطاعات هي (الصناعة، البنوك، والنفط والغاز)، ويشكل عدد شركات هذه القطاعات نسبة (34%) وهي اقل من مستوى المتوسط، مع ظهور مستوى علاقة تأثير سلبية لقطاع المواد الاساسية وهي لا تتأثر بالسعر النفطي ولا تحقق العوائد بحسب شروط المحفظة الكفوءة.

الجدول (92-3) طبيعة التأثير بين تقلبات اسعار النفط وعوائد قطاعات المحفظة الكفوءة للسوق الكويتي

طبيعة التأثير				معار النفط على ات المحفظة الكف			
	نسبة عدد شركات القطاع %	عدد شركات القطاع	نسبة انضمام القطاعات للمحفظة الكفوءة %	نسبة تأثير اسعار النفط %	اسم القطاع	موقف القطاعات عند تقلبات اسعار النفط وانضمامها للمحفظة الكفوءة	រ្យ
	0.20	20	0.06	20.04	صناعية	قطاعات تأثرت	
ادماد	0.11	11	0.07	19.08	بنوك	بأسعار النقط	.1
ايجابي	0.03	3	0.88	17.43	النفط والغاز	وانضمت للمحفظة الكفوءة	.1
	0.23	23		19.43	خدمات مالية	قطاعات تأثرت بأسعار النفط ولم تنضم للمحفظة الكفوءة	
	0.25	25		18.80	عقار		.2
ضعیف	0.05	5		17.62	تأمين		
	0.09	9		13.92	خدمات استهلاکیة		
						قطاعات لم تتأثر بأسعار النفط وانضمت للمحفظة الكفوءة	.3
سلبي	0.03	3		00.00	مواد أساسىية	قطاعات لم تتأثر بأسعار النقط ولم تنضم للمحفظة الكفوءة	.4
	1.00	99	1.00		8	المجموع	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الجداول (3-1) و(66-3) و(84-3).

هذا يعني أن العدد الاكبر من قطاعات السوق الكويتي على الرغم من تعرضها لمخاطر تقلبات السعر النفطي الا انها لا تحقق الشروط المطلوبة لعوائد المحفظة الكفوءة، وهنا ينبغي على المستثمرين المتعاملين مع السوق الكويتي الحذر في الاوقات التي يشهد السعر النفطي تقلبات على اغلب القطاعات الاقتصادية لان ليس جميعها تحقق بمعدلات العوائد نفسها في المحفظة الكفوءة.

ويتضح من خلال السرد السابق لمخرجات نتائج الاسواق الثلاثة مجتمع الدراسة بأنه عندما تؤثر تقلبات اسعار النفط في عوائد القطاعات، فإن عوائد هذه القطاعات تمثل الاساس عند بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة وبهذا التأثير فهي تأخذ اتجاهين: الاول حول عوائد القطاعات التي تتأثر بأسعار النفط وتنقسم الى فرعين الاول منها يركز على عوائد القطاعات التى تتأثر بأسعار

النفط وتدخل في تكوين المحفظة الكفوءة فهذا يعني أن هذا التأثير يكون بمستوى ايجابي بحيث يسبب الارتفاع في عوائدها، اما الفرع الثاني فهو يحلل على وفق عوائد القطاعات التي تأثرت بأسعار النفط ولم تنضم للمحفظة الكفوءة ويدل ذلك على أن مستوى التأثير قد تكون ضعيفاً او معدوماً او سلبياً بحيث يسبب الارتفاع البسيط او المنخفض في عوائدها ومن ثمّ لم تسهم بالانضمام للمحفظة الكفوءة.

اما الاتجاه الثاني فيتمحور حول القطاعات التي لا تتأثر بأسعار النفط وهي أيضاً تأخذ بشقين الاول منها حول عوائد القطاعات التي لا تتأثر بأسعار النفط وتسهم بالانضمام للمحفظة الكفوءة وهذا يشير إلى أن هذه القطاعات قد حققت ارتفاعاً في عوائدها بسبب عوامل ليس لها علاقة بأسعار النفط، ومن ثم يعكس انعدام التأثير أسعار النفط في تكوين المحفظة الكفوءة، اما الشق الثاني من تحليل الاتجاه الثاني حول عوائد القطاعات التي لا تتأثر بأسعار النفط ولم تحقق تتضم للمحفظة الكفوءة، فهذا يعني بأن هذه القطاعات بعيدة عن التأثير بأسعار النفط ولم تحقق عوائد مرتفعة او مجزية بحيث تحفزها للانضمام للمحفظة الكفوءة، وبهذه الحالة تظهر بتأثير ضعيف اقل من القطاعات الاخرى بحيث منعها من الدخول الى المحفظة الكفوءة، وعلى وفق الاستتاجات السابقة يظهر أن السوق السعودي يحرز بالمرتبة الاولى من حيث التأثير بالمستوى الايجابي بين الاسواق، ومن ثم يأتي بعده السوق العراقي واخيراً السوق الكويتي.

بناءً على الاستنتاجات السابقة يمكن قبول الفرضية الخامسة، إذ أنه تؤثر تقلبات اسعار النفط في عوائد ومخاطرة جميع قطاعات المحافظ الكفوءة وبمستويات متفاوتة لأسواق عينة الدراسة.

## الاستناجات والمقترحات

#### الاستنتاجات والمقترجات

في ضوء المناقشات النظرية والتحليلات الاحصائية والعملية للدراسة، يمكن عرض أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة والتي عن طريقها ستحدد المقترحات المناسبة لها، ويتم ذلك من خلال الفقرتين الآتيتين:

#### أولاً: الاستنتاجات

خلصت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات النظرية والتطبيقية وعلى النحو الاتى:

#### أ. الاستنتاجات النظرية

- 1. إن نجاح المحفظة الاستثمارية الكفوءة يتوقف على الأسلوب العلمي في إدارتها، من خلال الأسس والسياسات التي يتبعها المستثمر من اجل الوصول لاتخاذ قرارات الاستثمار التي تعبر عن جودة المحفظة الاستثمارية .
- 2. على الرغم من تعدد الاساليب والنماذج المساعدة على تقييم المحافظ الاستثمارية، الا ان ذلك لا ينبغي الاكتفاء بأسلوب واحد، وانما يمكن استخدام معظم تلك المؤشرات في ادارة المحافظ الاستثمارية إذ لا يظهر اي تعارض عند استخدامها معاً.
- 3. لا يمكن الركون الى الارقام المجردة لأسعار اسهم شركات القطاعات للأسواق المالية او لعوائدها، بل ينبغي الاعتماد على وفق المعطيات النظرية العلمية الحديثة مثل بناء المحافظ الاستثمارية بحيث يساعد المستثمرين بشكل اكبر على تحقيق اهدافهم مقارنة ببنائها على شكل اعتباطى وعشوائى.

#### ب. الاستنتاجات التطبيقية

- 1. أظهرت نتائج الاختبارات الإحصائية للدراسة عن عدم وجود مشكله ارتباط ذاتي بين قيم السلاسل الزمنية، ما يعني توافر إمكانية القدرة على التوقع لمعدلات عوائد قطاعات اسواق عينة الدراسة.
- 2. اسفرت نتائج الدراسة عند قياس آثار تقلبات اسعار النفط على جميع المتغيرات الاقتصادية الرئيسة وعلى عوائد محافظ السوق لكل دول الدراسة بالآتى:
- أ. العراق: استنتج انه يتأثر متغيران فقط من مجموع خمسة متغيرات وسيطة وهي كل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد بمعدلات تقلب أسعار النفط، وان هناك علاقة غير مباشرة بين معدلات أسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهو عرض النقد.

- ب. المملكة العربية السعودية: تبين انه يتأثر كل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد بتقلبات أسعار النفط، وان هناك علاقة مباشرة ضعيفة وغير مباشرة أكثر قوة بين معدلات أسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهو الناتج المحلى الإجمالي.
- ت. دولة الكويت: لقد استنتج انه يتأثر كل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد بمعدل النقلب في أسعار النفط، كما وتبين انه ليست هناك اية علاقة خطية مباشرة او غير مباشرة بين تقلبات أسعار النفط ومعدل عوائد محفظة السوق الكويتي.
- 3. اظهرت نتائج الدراسة أن تقلبات اسعار النفط تؤثر في عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية وبمستويات متفاوتة لجميع اسواق عينة الدراسة، ففي سوق العراق وصلت اعلى نسبة تأثير إلى (83.78%) للقطاع المصرفي، وهناك قطاعان (الخدمات والتأمين) لم يتأثرا بالسعر النفطي، اما بالنسبة للسوق السعودي فقد وصلت اعلى نسبة تأثير إلى (17.46%) لقطاع (المواد الاساسية)، وهناك ثلاثة قطاعات ليست لها علاقة بتقلبات السعر النفطي مثل قطاع (المرافق العامة، تجزئة السلع الكمالية، والإعلام)، وفيما يخص سوق الكويت وصلت اعلى نسبة تأثير الى (20%) للقطاع الصناعي، وهناك فقط قطاع (المواد الاساسية) لم يتأثر بالسعر النفطي.
- 4. تباينت نتائج تقييم اداء المحافظ الكفوءة من سوق الى آخر لأسواق عينة الدراسة، بالنسبة للسوق العراقي فإن مؤشرات نسب ادائها كانت بين جيدة وشبه ضعيفة لان اغلب نتائجها تفوقت على معدل العائد الخالي من المخاطرة باستثناء مؤشر ظهر بنتيجة سالبة، اما السوق السعودي فقد اشارت نسب مؤشرات اداء محفظتها الكفوءة بأنها ليست بالمستوى الجيد لأن نتائجها تقل عن معدل العائد الخالي من المخاطرة، في حين ان اداء المحفظة الكفوءة للسوق الكويتي مثلت بالمستوى الجيد على الرغم من ان القطاعات المرشحة للمحفظة الكفوءة انضمت فقط ثلاثة من مجموع ثمانية قطاعات وان جميع نتائج نسب اداء مؤشراتها تقوق معدل العائد الخالي من المخاطرة.
- 5. عند مقارنة الخصائص الاستثمارية لقطاعات اسواق عينة الدراسة تبينت ان المحفظة الكفوءة للسوق العراقي والتي استبعدت قطاعين، قد حققت زيادة في معدل العائد بنسبة (22%) ومع انخفاض عدد القطاعات ادى ذلك الى ارتفاع المخاطرة غير المنتظمة بنسبة (9%) ليتطابق ذلك مع المنطق المالي على اتباع التتويع يعمل على تخفيض المخاطر غير المنتظمة، اما المحفظة الكفوءة للسوق السعودي والتي استبعدت فقط قطاعين من مجموع ثلاثة عشر قطاعاً حققت زيادة في معدل العائد بنسبة قليلة، وبما ان عدد القطاعات لم تقل كثيراً فإن المخاطر غير المنتظمة ايضاً لم يقل بنسبة كبيرة،

وفيما يخص معدل العائد للمحفظة الكفوءة في السوق الكويتي فقد ازدادت بنسبة (73%) بعد استبعاد خمسة قطاعات من مجموع ثمانية قطاعات، اما المخاطرة الكلية فقد انخفضت بمقدار (76%) عن المخاطر الكلية للمحفظة المرجعية، وهذا يدل على ان المحفظة الاستثمارية الكفوءة للسوق الكويتي هي الافضل من حيث معدل العائد ومستوى المخاطرة، وذلك لان المحفظة الكفوءة للسوق السعودي تكاد تكون متوازنة بين العائد والمخاطرة، اما المحفظة الكفوءة للسوق العراقي فهي الافضل فقط من حيث معدل العائد المتوقع اما من حيث مستويات المخاطرة فتبدو مرتفعة الى حد ما.

6. حول موقف عوائد القطاعات التي تتأثر بنقلبات اسعار النفط والانضمام للمحفظة الكفوءة فحصل السوق السعودي بالمرتبة الاولى بين اسواق عينة الدراسة لمستوى التأثير الايجابي، إذ انضمت عشرة من اصل ثلاثة عشر قطاعاً والتي تشكل النسبة الاكبر لأن عدد شركات هذه القطاعات تمثل بنسبة (94%) من اجمالي شركات قطاعات السوق، وتأتي من بعدها عوائد قطاعات السوق العراقي التي ضمت ثلاثة قطاعات رئيسة والتي تمثل عدد شركات هذه القطاعات بنسبة (70%) من مجموع عدد شركات قطاعات السوق والتي انضمت لشروط عوائد المحفظة الكفوءة، أما السوق الكويتي فقد شكات اقل نسبة انضمام لعدد قطاعاتها الى المحفظة الكفوءة وتشكل نسبة عدد شركات القطاعات المرشحة بمقدار (34%) من مجموع عدد شركات قطاعات السوق، على الرغم من تأثر المرشحة بمقدار (34%) من مجموع عدد شركات قطاعات السوق، على الرغم من تأثر اغلب قطاعاتها بتقلبات السعر النفطي.

#### ثانياً: المقترحات

استنادا الى ما توصلت إليه الدراسة من الاستنتاجات فإن الضرورة البحثية والعلمية للدراسة تقتضى أن تستكمل تلك الاستنتاجات بجملة من المقترحات التي يمكن إيضاحها بالآتي:

- 1. على المستثمر دراسة كل الجوانب المتعلقة بمستويات العائد والمخاطرة للقطاعات المتتوعة للوصول إلى محفظة استثمارية كفوءة تجنبه مخاطر التقلبات الاقتصادية ولاسيما في الدول ذات الاقتصادات الربعية مثل العراق.
- 2. استخدام الأساليب العلمية والإحصائية من قبل المستثمرين في قياس مستويات العائد والمخاطرة للمحافظ الاستثمارية، وعدم التتويع بشكل عشوائي ذلك يستدعي عدم ضمان تحقق مزايا المحفظة من استثمار في اقل مخاطرة ممكنة.
- 3. ضرورة مراعاة درجة الارتباط الضعيف أو السالب بين عوائد مكونات المحفظة الكفوءة عند اعتماد سياسة التتويع، فالعبرة هي ليست بحجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار الفردي بل بأثر هذا التتويع على المخاطرة الكلية للمحفظة.

- 4. الاستفادة من هذه الدراسة لما تقدمه من صورة شاملة لأغلب قطاعات اسواق مجتمع الدراسة، من خلال عرض جميع النتائج الحقيقية الدقيقة لقطاعات اسواق مجتمع الدراسة، و هذا ما يساعد المستثمر والمسؤول الحكومي والخبير الاقتصادي على حد سواء لدراسة الواقع الاقتصادي العراقي ومقارنتها مع الدول الخليجية من اجل سبل تطويره ومكامن القوة والضعف في قطاعات اسواقه.
- 5. ضرورة توجه المستثمرين المتعاملين مع اسواق المال العربية ولاسيما في سوق العراق للأوراق المالية إلى النموذج الاوسع استخداماً في تبسيط بناء المحافظ الاستثمارية الكفوءة، الا وهو نموذج السوق ذو المؤشر الواحد باستخدام معدل القطع واتباع افضل الاساليب في تقدير وتعديل معلماته.
- 6. محاولة توسيع الدراسة الحالية على مستوى الدول العربية والاجنبية، وعلى الرغم من اساس النظريات هو واحد الا ان بيئة التطبيق لها دور مهم في اظهار التفاوت بين الدول المصدرة للنفط والمستوردة منه.
- 7. ضرورة تتشيط الثقافة المالية للمستثمرين عبر اشكال وسائل الإعلام المختلفة حول المفاهيم الحديثة في الإدارة المالية وفي مجال تكوين المحافظ الاستثمارية الكفوءة في اثناء الصدمات النفطية.

#### قائمة المراجع

#### اولاً: المراجع باللغة العربية

#### أ. الكتب

- 1. آل الشيخ، حمد بن محمد، 2007، "اقتصاديات الموارد الطبيعية والبيئية"، ط1، مكتبة العبيكان للنشر، رياض، المملكة العربية السعودية.
- 2. إل روس، مايكل، 2014، "نقمة النفط كيف تؤثر الثروة النفطية على نمو الامم"، ط1، منتدى العلاقات العربية والدولية، الدوحة، قطر.
- 3. الجميل، سرمد كوكب، 2016، "العراق اخطار وأزمات وكوارث دراسة في التداعيات الاقتصادية والاجتماعية لأزمات العراق ونكبة الموصل"، مؤسسة نور للنشر، الشارقة، الامارات العربية المتحدة.
- 4. الخطيب، محمد محمود، 2010، "الاداء المالي وأثره على عوائد اسهم الشركات المساهمة"، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
- 5. الراوي، خاشع محمود، 1987، "المدخل الى تحليل الانحدار"، مديرية دار الكتب للطباعة والنشر، جامعة الموصل، العراق.
- 6. العامري، محمد علي إبراهيم، 2013، "الإدارة المالية الحديثة"، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 7. العامري، محمد علي ابراهيم، 2013، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
- 8. عبد الرضا ، نبيل جعفر ، 2011، "اقتصاد النفط"، ط1، دار احياء التراث العربي للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان.
- 9. الهيتي، احمد حسين، 2011، "مقدمة في اقتصاد النفط"، ط1، الدار النموذجية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان.

#### ب. الدوريات

- 1. أحمد، محمد فيصل حسن محمد، 2019، "تأثير تقلبات اسعار النفط على اداء السوق المالية السعودية (2003–2016)"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 3، العدد 8، المركز القومي للبحوث، غزة، فلسطين.
- 2. الاسدي، يوسف علي عبد، وحسن، يحيى حمود، 2009، "دور سياسات النفط السعودية في استقرار سوق النفط الدولية"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 6، العدد 24، جامعة البصرة، العراق.

- 3. بدوي، اشرف لطفي السيد، والجبالي، عصام الدين محمد، 2016، "العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الاسهم دراسة اختبارية لفرض كفاءة السوق ونظرية التسعير بالمراجحة على سوق الاسهم المصري"، مجلة الادارة العامة، المجلد 57، العدد 1، معهد الادارة العامة، المملكة العربية السعودية.
- 4. الجميل، سرمد كوكب، وحسن، صبحي حسن، 2008، "تقدير القيمة المعرضة للمخاطر لأسواق الاوراق المالية العربية باستخدام الشبكات العصبية الاصطناعية"، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 89، جامعة الموصل، العراق.
- 5. الجنابي، سعد مجيد، 2019، "اثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المنابي، سعد مجيد، 2019، اثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية"، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 9، العدد 1، جامعة المثنى، العراق.
- 6. الحمدوني، الياس خضير، 2011، "تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي"، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 4، العدد 7، جامعة الانبار، العراق.
- 7. داغر، محمود محمد، وصدام، عباس كريم، 2018، "قياس وتحليل العلاقة بين تقلبات مؤشرات اسواق المال الامريكية وتقلبات اسعار النفط الخام"، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 24، العدد 104، جامعة بغداد، العراق.
- 8. درج، علي أحمد، ووسام، حسين علي، 2012، "قياس أثر تغيرات اسعار النفط الخام على بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للأقطار العربية الخليجية الأعضاء في منظمة (أويك) للمدة (1990–2007)"، مجلة مركز المستنصرية للدراسات العربية والدولية، المجلد بدون رقم، العدد 39، جامعة بغداد، العراق.
- 9. الرسول، احمد ابو البزيد، والشناوي، عبدالله محمد، وعبدالجواد، راضي السيد، 2013، "التقلبات في استهلاك الطاقة واسعار وانتاج النفط وعلاقتها بمعدل النمو الاقتصادي بالمملكة العربية السعودية"، مجلة البحوث التجارية، المجلد 35، العدد1، جامعة الزقازيق، مصر.
- 10. زيارة، رحيم حسوني، وعباس، محمد حازم، 2016، "آليات تسعير نوعيات النفط العراقي وانعكاساتها على التصدير للمدة 2003- 2013"، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 23، العدد 97، جامعة بغداد، العراق.
- 11. السباح، شروق عبد الرضا سعيد، وعلي، سيف حسين، 2019، "مقارنة بين طريقتين العربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) وطريقة (M) الحصينة

- (Biweight في تقدير معالم انموذج الانحدار الخطي المتعدد مع تطبيق عملي"، مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد 17، العدد 2، جامعة كربلاء العارق.
- 12. الشكرجي، بشار ذنون محمد، وتاج الدين، ميادة صلاح الدين، 2008، "علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 89، جامعة الموصل، العراق.
- 13. عبدالحميد، عبدالعزيز شويش، وعبدالحميد، مظهر خالد، والرفاعي، فاتن سعد، 2010، "دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 4، جامعة الانبار، العراق.
- 14. عطية، محمود صالح، 2012، "تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الاوراق المالية مع الاشارة الى سوق العراق"، مجلة ديالي للبحوث الانسانية، المجلد بدون رقم، العدد 54، جامعة ديالي، العراق.
- 15. العلي، احمد حسن، 2018، "دراسة سلوك المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية دراسة ميدانية"، مجلة جامعة البعث، المجلد 40، العدد 26، جامعة البعث، حمص، سوريا.
- 16. علي، عدي سالم، 2017، الملحق الإحصائي لجمهورية العراق، المجلة الاقتصادية العربية، العددان 76–77، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان.
- 17. كاظم، حسين جواد، والسعيدي، حسين كريم، 2016، "استخدام نظريتي الخيارات المالية والمحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر الاستثمارية دراسة تطبيقية على بيانات سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الاقتصاد الخليجي، المجلد 32، العدد 29، جامعة البصرة، العراق.
- 18. الكبيسي، محمد صالح سلمان، واللامي، عبدالحميد عبدالهادي، 2018،" دراسة تحليلية لصدمات اسعار النفط الخام في السوق العالمية الاسباب والنتائج"، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 24، العدد 104، جامعة بغداد، العراق.
- 19. محمود، غزوان هاني، 2011، "طريقة مقترحة لاختيار افضل معادلة انحدار بالاعتماد على معامل الارتباط الجزئي"، المجلة العراقية للعلوم الاحصائية، المجلد 11، العدد 20، جامعة الموصل، العراق.
- 20. المزيني، عماد الدين محمد، 2013، "العوامل التي أثرت على تقلبات أسعار النفط العالمية"، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 1، جامعة الازهر غزة، فلسطين.

- 21. المصبح، عماد الدين احمد، والعجلوني، احمد طه، 2019، "العلاقة بين اسعار النفط واسعار السوق المالية في بعض الدول العربية ادلة تجريبية لاختبار فرضية العلاقة غير التناظرية"، مجلة تتمية الرافدين، المجلد 38، العدد 122، جامعة الموصل، العراق.
- 22. نعمة، نغم حسين، ومحمد، ايسر اسماعيل، 2020، "بناء محفظة استثمارية كفؤة باستخدام مؤشر وليام دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية لبحوث السوق وحماية المستهلك، المجلد 12، العدد 1، جامعة بغداد، العراق.
- 23. الهيتي، احمد حسين علي، ومحمد، بختيار صابر، 2011، "اثر تقلبات الايرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وإداء اسواق الاوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 4، العدد 7، جامعة الانبار، العراق.
- 24. ياره، سمير عبد الصاحب، 2018، "اثر تقلبات اسعار صرف العملة في قيمة مؤشر السوق المالية"، المجلة العراقية العراقية العلوم الاقتصادية، السنة 16، العدد 58، الجامعة المستنصرية، العراق.

#### ت. الرسائل والاطاريح الجامعية

- 1. آل يحيى، أحمد عبدالوهاب داود، 2007، "الاستثمار الاجنبي المحفظي والقيمة المعرضة للمخاطرة: دراسة تطبيقية في الاسواق الناشئة في أوربا"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.
- 2. الأعظمي، براء محي الدين إبراهيم، 2010،"المحفظة الاستثمارية الحديثة وإمكانية تطبيقها دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.
- 3. البو علي، يحيى حمود حسن، 2010، "سوق النفط العالمية وانعكاساتها على السياسة النفطية العراقية"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق.
- 4. الجبوري، هدير خيون عاشور، 2017، "تحليل المخاطرة والعائد واثرهما في اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية للمصرف: دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق.

- 5. الحمد، منشد مازن،2017، "العلاقة بين اسعار النفط وإسواق الاسهم دول مختارة من الشرق الاوسط"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين.
- 6. الداودي، آسو بهاء الدين قادر عمر، 2014، "أثر استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية على عوائدها ومخاطرها دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العراق.
- 7. الزبيدي، اياد احمد ياسين جاسم، 2020، "تقييم اداء المحفظة الاستثمارية لصناديق التقاعد دراسة تحليلية لصندوقي التقاعد القطري والسعودي مع اشارة خاصة للعراق"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
- 8. الصائغ، نمير أمير جاسم، 2008، "العلاقة بين مخاطر أسعار النفط وقرارات الموازنة العامة للدولة في عينة من الدول العربية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
- 9. صدام، عباس كريم، 2018، "العلاقة بين تقلبات مؤشرات أسواق المال وتقلبات أسعار النفط الخام العالمية مع إشارة خاصة للعراق"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.
- 10. العبادي، عبدالرزاق خضر حسن محمد، 2012، "استخدام نظرية الخيارات الحقيقية في تقييم المشروعات الاستثمارية دراسة تطبيقية في الصناعة النفطية العراقية"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
- 11. العباس، حسن صبحي حسن، 2006، "استخدام القيمة المعرضة للخطر في بناء محافظ الاوراق المالية في عدد من الاسواق المالية العربية والشركات العراقية"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
- 12. العكَيلي، مرتضى هادي جندي ناجي، 2018، "تأثير تقلبات أسعار النفط الخام العالمية على التضخم والناتج المحلي الإجمالي في العراق للمدة ( 1988–2015)"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.
- 13. علوان، حسين حسب الله، 2014، "تحليل وقياس العلاقة بين اسعار النفط واسعار الصرف في دول مختارة مع اشارة خاصة للعراق"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.

- 14. القزاز، اشرف بدر الدين محمد شريف، 2011، "الاستثمار الحكومي وأثره على عدد من متغيرات الاقتصاد الكلي لعينة مختارة من الدول العربية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
- 15. الكندي، حسين هادي عباس، 2019، "استخدام عقود الخيارات في تخفيض المخاطر دراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق.
- 16. اللامي، عبد الحميد عبد الهادي حميد، 2017، " تأثير صدمات اسعار النفط في بعض المتغيرات النقدية في العراق رؤية استشرافية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.
- 17. مجيد، محمد فوزي محمد، 2015، "استخدام نوعية العوائد مدخلاً لتفسير هيكل رأس المال دراسة لعينة عمدية من الشركات المساهمة المدرجة في سوقي العراق وعمان للأوراق المالية للمدة من 2011 الى 2014"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
- 18. محمد، بختيار صابر، 2008، "أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
- 19. المنصور، هبة الله مصطفى السيد علي، 2018، "جدوى التنويع الدولي في ظل الازمة المالية دراسة تحليلية لعينة من اسواق الاسهم الدولية"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق.
- 20. الهميله، تحسين عاصبي جاسم، 2011، "إدارة المخاطرة في أسواق النفط العالمية دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق.
- 21. ياره، سمير عبد الصاحب، 2016، "اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى- انموذج مقترح دراسة تطبيقية"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق.

#### ث. النشرات والتقارير الرسمية

- 1. آل طعمة، حيدر حسن، 2014، "الاسواق المالية: النشأة، المفهوم، الادوات"، منشورات سلسلة كراسات استراتيجية، من مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق.
  - 2. الإدارة المركزية للإحصاء في الكويت، المجموعة الإحصائية السنوية، اعداد اصدارات مختلفة https://www.csb.gov.kw/Default.
    - 3. بنك الكويت المركزي ، النشرة الاحصائية، اعداد اصدارات مختلفة .https://www.cbk.gov.kw/en
    - 4. البنك المركزي السعودي، الإحصاءات السنوية https://www.sama.gov.sa
- 6. البنك المركزي العراقي، النشرات الإحصائية السنوية، اعداد اصدارات مختلفة https://www.cbi.iq
- 7. التقارير الاحصائية السنوية لسوق التداول السعودي، اصدارات السنوات 2011-2020.
  - 8. التقارير السنوية لبورصة الكويت، اصدارات السنوات 2011-2019.
  - 9. تقرير الأمين العام السنوي لمنظمة OAPEC، العدد 45، الكويت.
- 10. الجهاز المركزي للإحصاء العراقي، اعداد اصدارات مختلفة http://cosit.gov.iq/ar.
  - 11. الجهاز المركزي العراقي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات http://cosit.gov.iq/ar/.
    - 12. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، اعداد إصدارات مختلفة www.isxiq.net.
  - 13. المعهد العربي للتخطيط، 2004، "تحليل الاسواق المالية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الاقطار العربية، الكويت، السنة 3، العدد 27.
- 14. هيأة الأوراق المالية العراقية، التقرير السنوي عن حركة التداول في سوق العراق للأوراق المالية، اصدار دائرة التخطيط والدراسات، اصدارات السنوات 2011–2020.

#### A-Books

- 1. Bade, Robin; & Parkin, Michael; 2009,"Foundations of Macroeconomics",4<sup>th</sup> edition, Pearson Education, Inc. USA.
- 2. Bodi, Zvi; Kane, Marcus; Alan, J., 2011, "Investment and Portfolio Management", 9<sup>th</sup> Edition, mcgraw-Hill, USA.
- 3. Bodie, Zvi, & Kane, Alex, & Marcus, Alan J. Marcus, 2018, "Investment", 11<sup>th</sup> Edition, McGraw–Hill Companies, INC.,USA.
- 4. Bodie, Zvi, & Kane, Alex, & Marcus, Alan J., 2008, "Essentials of Investment", 7<sup>th</sup> Edition, McGraw–Hill Companies, INC., USA.
- 5. Bodie, Zvi; & Marton, Robert c., & Cleeton, David L., 2009, "Financial Economic", 2<sup>th</sup> Edition, N.J, Prentic Hall.
- 6. Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R., 2019, "Intermediate Financial Management", 13<sup>th</sup> Edition, Thomson, USA.
- 7. Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R.,2007, "Intermediate Financial Management", 9<sup>th</sup> Edition, Thomson, USA.
- 8. Brigham, Eugene F. & Houston ,Joel F., 2019, "Fundamentals of financial management", Southwestern cengage learning 15<sup>th</sup> Edition, Printed in the USA.
- 9. Brigham, Eugene F., & Ehrhardt, Michael, C., 2017, "Financial Management-Theory and Practice", 15<sup>th</sup> Edition, UAS, Southwestern.
- 10.Brigham, Eugene, F.; & Houston ,Joel, F.; 2020, "Fundamentals of financial management", Concise Edition, 10<sup>th</sup> Edition, Printed in the USA.
- 11.Brown, K, & Reilly, F,2012, "Analysis of investments and managements and management of portfolios", 10<sup>th</sup> Edition, south—western.
- 12.Elton, Edwin J.; & Gruber, Martin J.; & Brown, Stephen J.; & Goetzmann, WilliamI N.; 2014, "Modern Portfolio Theory And Investment Analysis",9th Edition, JohnWiley & Sons, Inc.
- 13. Figlewski, Stephen., 2004, "Forecasting Volatility", New York University Stern School of Business: New York City.
- 14.Gangadhar ,V., & Ramesh babu , G., 2006, "Investment Management", Animal Publications PVT . LTD.

- 15. Gitman L., Lawrence, 2000, "principles of management finance", 4<sup>th</sup> Edition, printed In U.S.A.
- 16.Gujarati, D., 2011, "**Econometrics by example".** Macmillan. Palgrave Macmillan. London. UK.
- 17. Gujarati, D. N., 2004,. **Basic econometrics**. 4<sup>th</sup> Edition. The McGraw-Hill Companies. USA.
- 18. Hiriyappa, B., 2008, "investment management", copyright new age international (p) ltd, publishers.
- 19.Horne, James C. Van; & Wachowicz, John M., 2008,"Fundamentals of Financial Management",13<sup>Th</sup> Edition, Prentice Hall imprint, England.
- 20.James, C. Van, Horne; & John, M. Wachowicz, Jr., 2009, "Fundamentals of Financial Management", 13<sup>th</sup> Edition, Prentice-Hall, Inc.
- 21. Jones, Charles P., 2013, "Investments Analysis and Management", 12<sup>th</sup> Edition, John Wiley and Sons, Inc, Printed in the USA. New York.
- 22.Jordan, Bradford & Miller, Thomas W, & Dolvin, Steven D., 2018, "Fundamentals Of Investments: Valuation And Management", 8<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Irwin.
- 23.Jordan, Bradford D.; & Miller, Thomas W., 2009, "Fundamentals Of Investments: Valuation And Management", ,5<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill, USA.
- 24.Lasher .R. William, 2011,"Practical Financial Management", 6<sup>th</sup> Edition, Thomson Higher Education, USA.
- 25. Pompian, Michael M., 2012, "Behavioral finance and investor types: managing behavior to make better investment", decisions. Hoboken, John Wiley & Sons, Inc., Printed in the USA.
- 26.Reilly, Frank, F.; & Brown, Keith, C.; 2012, "Investment Analysis and portfolio management",8<sup>th</sup> Edition, Thomson South-Western, USA.
- 27.Ross,S, & Randolph, W, & Randolph, Jaffe, J,2008, "Modern financial Management", 8<sup>th</sup> Edition, N.Y, McGraw Hill, Irwin.
- 28.Sharpe, William F., & Alexander, Gordon J., & Bailey, Jeffery V., 1999, "Investments", 6<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall, Inc & Schuster Company, USA.

- 29. Sharpe, William F., & Alexander, Gordon J., 1990, "Investment", 4<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall. Inc.
- 30.Stewart, Scott D., & Piros, Christopher D., & Heisler, Jeffrey C., 2019,"Portfolio Management: Theory and Practice", Second Edition, Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- 31.Tennent, John, 2008,"Guide to financial management", published by profile books Ltd, London.

#### **B- Journals**

- 1. Alshomaly, Ibrahim & Masadeh, Raed, 2018, "The Capital Assets Pricing Model & Arbitrage Pricing Theory: Properties and Applications in Jordan", Modern Applied Science; Vol. (12), No. (11).
- 2. Arize, Augustine, C.; & Guo, Tao; & Malindretos, John; & Ndu, Ikechukwu; & Verzani, Lawrence, 2019, "Financial Advice and Portfolio Diversification", Accounting and Finance Research, Vol. (8), No. (4).
- 3. Awadh, S. M.; & Al-Mimar, H. S.; 2015, "Statistical Analysis Of The Relations Between API Specific Gravity And Sulfur Content In The Universal Crude Oil", Vol. (4), I. (5), International Journal Of Science And Research.
- 4. Barsky,R., Kilian,L., 2004," **Oil And The Macro economy Since The1970s"**,Journal Of Economic Perspectives, Vo. (18), No.(4).
- 5. Basher, S. A.; Sadorsky, P.; 2006, 'Oil price risk and emerging stock markets', Global Finance Journal, Vol. (17), No. (2).
- 6. Baumeister, C.; & Kilian, L., 2015," Forecasting The Real Price Of Oil In A Changing World: A Forecast Combination Approach", Journal Of Business & Economic Statistics, Vol. 33, No. (3).
- 7. Block, Stanly; & French, Danw; 2002, "The Effect of Portfoio Weighting on investment performance Evaluation: The case Actively Managed Mutual Funds", the Journal of finance and Economic, Vol. (26), No. (1).
- 8. Bouchaour, C.; & Al-Zeaud, H. A.; 2012,"Oil Price Distortion And Their Impact On Algerian Macroeconomic", International Journal Of Business And Management; Vol. (7), No. (18).

- 9. Buchner, Axel; & Mohamed, Abdulkadir; & Schwienbacher, Armin; 2017, "Diversification, Risk, And Returns In Venture Capital", Journal of Business Venturing, Vol. (32), No. (5).
- 10. Campbell, R.; & Huisman, R.; & Koedijk, K.; 2001, "Optimal Portfolio Selection in a Value at Risk Framework", Journal of Banking & Finance, Vol. (25).
- 11. Elabed, Asma Graja; & Baccar, Amel, 2012, "Estimation risk modeling in portfolio selection:Implicit approach implementation", Journal of Finance and Investment Analysis, vol.(1), No. (3).
- 12. Elgiziry, Khairy Ali Mostafa; & Awad, Mai Mostafa, 2017, "Test of the Arbitrage Pricing Theory in the Egyptian Stock Exchange", Journal of Behavioral Economics, Finance, Entrepreneurship, Accounting and Transport, Vol. (5), No. (1).
- 13.Igbinovia, I.; & Igbinovia, E.; 2019,"Oil Price Volatility And Stock Market Returns In An Emerging Economy: Evidence From Nigeria", Sriwijaya International Journal Of Dynamic Economics And Business, Sijdeb, Vol. (3), No. (3).
- 14.Islam, Masudul, & Akhtar, Afroza, & Munira, Sirajum,& Khan, Md. Salauddin & Murshed, Md Monzur, 2018, "Optimized Dickey -Fuller Test Refines Sign and Boundary Problems Compare to Traditional Dickey -Fuller Test", International Journal of Statistics and Probability; Vol. 7, No. 5.
- 15.Issahaku, H.; & Ustarz,Y., & Domanban,P., 2013, "Macroeconomic Variables and Stock Market returns in Ghana: Any Casual link", Asian Economic and Financial Review, Vol. (3), No. (8).
- 16.Juniar, A.; & Rahmi, Z.; & Rahmawati, R.; & Fadah, I., 2020, "Value at Risk in the Formation of Optimal Portfolio on Sharia-Based Stocks", International Journal of Recent Technology and Engineering (IJRTE), Vol. (8), Is. (5).
- 17. Kaul, Gautman; 1987, "Stock returns and Inflation the Role of the Monetary Sector", Journal of Financial Economics, Vol. (18).
- 18. Kelikume, I.; & Muritala, O.; 2019; "The Impact Of Changes In Oil Price On Stock Market: Evidence From Africa", <a href="International Journal Of Management">International Journal Of Management</a>, Economics And Social Sciences, Vol. (8), No.(3).

- 19. Kuwornu, J.; & Victor, O., 2011, "Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Full Information Maximum Likelihood Estimation", Research Journal of Finance and Accounting, Vol. (2), No. (4).
- 20.Lala, Naran, 2014, "A Study On Usage Of Sharpe's Single Index Model In Portfolio Construction With Reference To Cnx Nifty", Global Journal For Research Analysis, Vol. (3), Is. (10).
- 21.Lalude, G., 2015, "Importance Of Oil To The Global Community", Vol.(15), No.(1), Global Journal Of Human-Social Science: F Political Science, USA.
- 22.Lee, Ming & Su, Li, 2014, "Capital market line based on efficient frontier of Portfolio with borrowing and lending rate", Universal Journal of Accounting and Finance, Vol. (2), No. (4).
- 23.Maghyerch .A; 2004; "Oil Price Shocks And Emerging Stock Markets A Generalized VAR Approach" ,International Journal Of Econometrics And Quantitative Studies ,Vol.(1).
- 24. Mahmud, Imroz; 2019, "Optimal Portfolio Construction: Application of Sharpe's Single-Index Model on Dhaka Stock Exchange", Journal Ilmiah Bidang Akuntansi dan Manajemen, Vol. (16), No. (1).
- 25.Mangram, Myles E., 2013, "A Simplified Perspective Of The Markowitz Portfolio Theory", Global Journal Of Business Research, Vol. (7), No.(1).
- 26.Markowitz, Harry, 1952, "Portfolio Selection", The Journal of Finance, Vol. (7), No. (1).
- 27. Maysami, Ramin, Cooper; & Howe, Lee, Chuin; & Hamza Mohamed, Atkin; 2004, "Relationship between Macroeconomic variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore All-S Sector Indices", Journal Pengurusan, Vol. (24).
- 28. Mustafa, K.; & Ahmed, R.; & Siddiqui, A., 2013, "Money Supply and Equity Price Movements in Pakistan", European Journal of Business and Management, Vol. (5), No. (5).
- 29. Nandan, T.; & Srivastava, N.; 2017," Construction of Optimal Portfolio Using Sharpe's Single Index Model: An Empirical

- Study on Nifty 50 Stocks", Journal of Management Research and Analysis, Vol. (4), No. (2).
- 30.Neetu Kaushik, R. N., 2014, "Oil Price And Real Exchange Rate: The Case Of India", International Business & Economics Research Journal, Vol. (13), No. (4).
- 31. Nyangarika, A., M.; & Mikhaylov, A., Y.; & Tang, B.; 2018"

  Correlation Of Oil Prices And Gross Domestic Product In Oil

  Producing Countries", International Journal Of Energy

  Economics And Policy, Vol.(8), No. (5).
- 32.Pradhan, R. P.; & Arvin, M. B.; & Bahmani, S.; 2015, "Causal Nexus between Economic Growth, Inflation, and Stock Market Development: The Case of OECD Countries", Global Finance Journal, Vol. (27).
- 33.Rogachev, A.; 2007, "Value at Risk concept by Swiss private banks", Journal of Risk Finance, Vol. (8), No. (1). https://doi.org/10.1108/15265940710721091
- 34.Rotemberg, Julio J.; & Woodford, Michael; 1996,"Imperfect Competition And The Effects Of Energy Price Increases On Economic Activity", Journal Of Money, Credit, And Banking, Vol. (28), No. (4), Part 1.
- 35. Sotiropoulos, Dimitris P.; & Rutterford, Janette; 2018, "Individual Investors and Portfolio Diversification in Late Victorian Britain: How Diversified Were Victorian Financial Portfolios?", The Journal of Economic History, Vol. (78), No. (2).
- 36. Wan, Jok-Tong; & Lau, E.; & Brahmana, R. K.; 2016," Contagious Effects Of Oil Prices On Asian Stock Markets' Behaviour", Journal Of Indonesian Economy And Business, Vol. (31), No. (2).
- 37. Wasserfallen, Walter; 1989, "Macroeconomics News and Stock Market", Journal of Banking and Finance, Vol. (13), No. (4).

#### **C- Researches**

- 1. Abad,P, Benito, S; & Lopez, C; 2014, "A comprehensive review of Value at Risk methodologies", The Spanish Review of Financial Economics, Vol. (12).
- 2. Albulescu, Claudiu Tiberiu, 2020, "Coronavirus and oil price crash", SSRN Electronic Journal, See discussions, stats, and

- author profiles for this publication at: https://www.researchgate.net/publication/339946321 (www.who.int).
- 3. Allen, Mark; 2005,"Oil Market Developments and issue", Prepared by the Policy Development and Review Department, International Monetary Fund.
- 4. Anandan, M.; & Ramaswamy, S., 2015, "Global Oil Market: Macro Economic Scenario", Vol. (4), Is. (9), No. (2277-8160).
- 5. Antony, Anu; 2019, "Behavioral finance and portfolio management: Review of theory and literature", Journal of Public Affairs, profiles for this publication at: https://www.researchgate.net/publication/334765342.
- 6. Arouri, M. E. H.,; & Lahiani, A., & Nguyen, D. K., 2011, "Return and volatility transmission between world oil prices and stock markets of the GCC countries", Economic Modelling, 28(4).
- 7. Arouri, M. El.; & Nguyen, D. K.; 2010,"Oil Prices, Stock Markets and Portfolio Investment: Evidence from Sector Analysis in Europe over the Last Decade", Energy Policy, Vol. (38), No. (8).
- 8. Aziza,S.; & Cihan,T.; & Symbat,N.; & Almaz,A., 2019,"The effects of changes in oil prices on the Russian economy", Revista: espacios, Vol. (40), No. (14).
- 9. Bastianin, Andrea; & Conti, Francesca; & Manera, Matteo; 2016, "The impacts of oil price shocks on stock market volatility: Evidence from the G7 countries", Energy Policy (98).
- 10.Benakovic, Dubravca; & Posedel, Petra; 2010, "Do Macro Economic Factors Matter for Stock Returns? Evidence from Estimating a Multifactor Model on the Croatian Market", University of Zagreb, Faculty of Economics, Working Paper, No. (10-12).
- 11.Bera, & Anil Kumar; & Uyarb, Umut; & Kangalli, Sinem Guler, 2019, "Analysis of the five-factor asset pricing model with wavelet multiscaling approach", The Quarterly Review of Economics and Finance, Article In Press, journal homepage: <a href="https://www.elsevier.com/locate/qref,pp.1-10">www.elsevier.com/locate/qref,pp.1-10</a>.
- 12.Brown, Stephen P.; & Yücel, Mine K.; 1999, "Oil Prices and U.S Aggregate Economic Activity : A question of Neutrality",

- Economic and Financial Review, Federal Reserve Bank of Dallas , Second Quarter.
- 13. Caporale, G. M.; & Hunter, J.; & Ali F. M.; 2014, "On the Linkages between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from the Banking Crisis of 2007–2010", International Review of Financial Analysis.
- 14.Cetin, Ciner, 2001, "Energy Shocks and Financial Markets: Non Liner Linkages", Studies in Non Linear Dynamics and Econometrics, vol. (5), Is. (3).
- 15.Damodaran, Aswath, 2006, "Valuation Approaches and Metrics:

  A Survey of the Theory and Evidence", Stern School of Business.
- 16.Davig, Troy; & Melek, Nida Çakır; & Nie, Jun; & Smith, A. Lee; & Tüzemen, Didem; 2015, "Evaluating an year of oil prices Volatility", Federal reserve bank of Kansas city, Economic review.
- 17. Degiannakis 'Stavros; & Filis, George; & Arora, Vipin, 2017, "Oil Prices and Stock Markets", U.S., Energy Information Administration, working paper.
- 18.Dunn, S.; & Holloway, J. 2012, "The Pricing Of Crude Oil", Reserve Bank Of Austuralia Bulletin, September Quarter.
- 19.el hedi ,A. M.; & Julien, F., 2009; "On the short-term influence of oil price changes on stock markets in gcc countries: linear and nonlinear analyses", Economics Bulletin, Vol. (29), No. (2).
- 20.Fama ,Eugene F.& French, Kenneth R., 2020, "The Value Premium", Fama-Miller Center for Research in Finance", Chicago Booth Paper No.(20-01).
- 21.Fattouh, Bassam; 2007,"The Derivers of oil prices: The usefulness limitations of non-strucural models, The Demandsupply framenwork and informal Apporoaches", Oxford institute for Energy studies, WPM (32).
- 22.Gause, Gregory; 2015, "Sultans of wing the Geopolitics of fall Oil Prices", Washington, Copyright Brookings Institution.
- 23. Hasan, A.; & Nasir, Z. M.; 2008, "Macroeconomic Factors and Equity Prices: An Empirical Investigation by Using ARDL Approach", The Pakistan Development Review, Vol.(47), No. (4) Part II.

- 24. Hoeing ,Thomas, M.; 2000, "Monetary Policy in Changing", World Economic Review, Vol. (2), No. (2).
- 25.Hou, Zhenbo; & Keane, Jodie; & Kennan, Jane; & Velde, Dirk Willem Te; 2015; "The Oil Price Shock Of 2014: Drivers, Impacts And Policy Implications", Working Paper: Overseas Development Institute, Vol. (415). http://www.tandfonline.com/loi/hbhf20
- 26.Ito,Katsuya, 2008, "Oil price and macro economy in Russia", Economics Bulletin, Vol. (17), No. (17).www.ideas.repec.org.
- 27. Kilian ,Lutz; 2010, "Oil Price Volatility: Origins and Effects", Background Paper Prepared for the WTO's World Trade Report.
- 28.Lardica, Sandrine; & Mignona, Valérie; 2008, "Oil prices and economic activity: An asymmetric cointegration approach", Energy Economics, V. (30), Available online at www.sciencedirect.com.
- 29.Matar, Walid; & Al-Fattah, Saud M.; Atallah, Tarek; & Pierru, Axel; 2013, "An introduction to oil market volatility analysis", OPEC Energy Review, Vol. (37), No. (3).
- 30.Meier, Chris, 2018, "Aggregate Investor Confidence in the Stock Market", Journal of Behavioral Finance,
- 31.Mohammed, M.; & Sulub, S.;2014, "The Role of Diversification in Reducing Risks of Investment Portfolio at Khartoum Stock Exchange Market", Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2384358.
- 32.Mohsin, Mohammed; & Mallick, Sushanta, K, 2016, "Macroeconomic Effects of Inflationary Shocks with Durable and Non-Durable Consumption", This article is published with open access at Springerlink.com, Open Econ Rev 27:895–921.
- 33. Nandha, Mohan; & Hammoudeh, Shawkat, 2007, "Systematic risk, and oil price and exchange rate sensitivities in Asia-Pacific stock markets", Research in International Business and Finance (21).
- 34.Norsiman, N. N.; & Yakob, N. A.; & McGowan, C. B.; 2019,"The Effect of Portfolio Diversification for the Bursa Malaysia", Accounting and Finance Research, Vol. (8), No. (4).
- 35.Oudat, M. S.; & Hasan, H.; & Alsmadi, A. A.; 2020, "Macroeconomic variables and portfolio investment in Bahrain

- using an ARDL bound testing approach", Contents lists available at Growing Science Accounting, Canada, Vol. (6), No. (4).
- 36.Piccoli, Pedro; & Costa, Newton, C.; & Silva, Wesley; & Cruz, June A., 2018, "Investor sentiment and the risk-return tradeoff in the Brazilian market", Accounting & Finance.
- 37.Regnier, Eva; 2007, "Oil and energy price volatility", Energy Economics, Vol. (29), Is. (3).
- 38.Rentschler ,Jun E. , 2013, "Oil price v olatility , Economic growth and the hedging role of renewable energy", The world bank, Sustainable development network ,Office of the chief economist.
- 39.Starck, Markus, O.; 2008,"**Delegated investment and optimal Risk Budgets**", Verlag DR .Kovacin Hamburg.
- 40.Strom, Samya B.; & Pescatori, Andrea, 2014; "Oil Price Volatility and the Role of Speculation", International Monetary Fund, working paper.
- 41. Tasi, Kao-Tai; 2004, "Risk Management Via Value At Risk", A ventis pharmaceuticals bridgewater, New Jersey, USA.
- 42. Tiwari, Aviral K.; & Trabelsi, Nader; & Alqahtani, Faisal; & Bachmeier, Lance, 2019," Modeling systemic risk and dependence structure between the prices of crude oil and exchange rates in BRICS economies: Evidence using quintile coherency and NGCoVaR approaches", Energy Economics, (81).

#### **D- Dissertations & Thesis**

- 1. Liem, Nguyen Thanh, 2015, "Portfolio Risk Management And Capital Asset Pricing Model Case: The Comparison Among Portfolios In The Same And Different Regions", Lapland University of Applied Sciences, Degree Program in Innovative Business Services.
- 2. Ozbay ,Emrah, 2009, "The Relationship between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence from Turkey", A thesies submitted to the <u>University of Exeter</u> towards the degree of Master of Economics, Turkey.

#### **E- Official Publication**

- 1. Clare, A.; & Thomas, S.; 2015, "Financial Market Indices: Facilitating Innovation Monitoring Markets", Centre For Asset Management Research, Cass Business School, London.
- 2. World Bank Group, 2020,"How Transparency Can Help the Middle East and North Africa", World Bank Middle East And North Africa Region Mena Economic Update April.

### F- Annual Reports

- 1. Ondra, M., & Hilscher, C., 2020, "A probabilistically constrained extension of the integrated portfolio investment model", Energy Reports (6).
- 2. World Bank, Various Issues ,Data on web site: (http://publication.worldbank.org./WDI/indicators).

#### **G-Official Documents**

- 1. Maneejuk, P.; & Yamaka, W.; & Sriboonchitta, S.; 2018, "Mixed-Copulas Approach in Examining the Relationship Between Oil Prices and ASEAN's Stock Markets", In International Econometric Conference of Vietnam.
- 2. Michalikova, K.; & Spuchlakova, E.; & Misankova, M.; 2015, "Portfolio Optimization", 4<sup>th</sup> World Conference on Business, Economics and Management, WCBEM, Procedia Economics and Finance 26.
- 3. Sek,S.; Teo,X; & Wonga,Y.; 2015," A Comparative Study on the Effects of Oil Price Changes on Inflation", 4th World Conference on Business, Economics and Management, WCBEM, Procedia Economics and Finance.(26).

#### **Abstract**

The Issue Of The Investment Portfolio And Attention To Its Returns Has Become One Of The Leading Financial Issues In Today's World, Which Operates In A Changing Political And Economic Environment. Perhaps The Most Prominent Of These Is The Continuous Fluctuations In International Oil Prices, Which Cast A Shadow Over All Investment Fields In Countries With Rentier Oil Economies, And This Is What Necessitated The Investors Wishing To Investment Studying All The Special Economic Conditions And Variables In Their Surrounding Environment So That They Can Know Which Investments Achieve Their Goals By Maximizing The Returns Of Their Portfolios And Minimizing Their Risks At The Same Time.

The Problem Of The Study Is Embodied In The Difficulty Of Building Efficient Investment Portfolios In Light Of Fluctuations In Oil Prices In Countries With Rentier Economies Whose Oil Revenues Are Subject To Situations Of Instability. The Mechanism Of This Effect, Which Is Linked To A Number Of Macroeconomic Variables Represented By Rates Of Exchange, Interest, Inflation, Money Supply, As Well As The Gross Domestic Product. Return And Risk, And The Study Assumed That There Is An Effect Of Oil Price Fluctuations In All Economic Variables And They Affect The Same Level In The Returns Of The Market Portfolio Sectors, Nor In The Returns Of The Efficient Portfolio Sectors.

The Study Sample Included Three Countries And All The Joint Stock Companies Listed In The Economic Sectors Of The Iraq Stock Exchange, The Saudi Stock Exchange, And The Kuwait Stock Exchange For The Period (2012-2019) Based On The Quarterly Data To Form 32 Views, And A Set Of Analysis Models Were Applied The Various Standardizations For Framing And Modeling The Relationship Between The Variables Of The Study, As Well As The Use Of A Number Of Performance Evaluation Indicators For Efficient Investment Portfolios.

The Study Concluded A Set Of Conclusions And Proposals, The Most Prominent Of Which Was The Presence Of Discrepancies Between The Study Countries With Regard To Measuring The Effects Of Oil Price Fluctuations In Economic Variables And Market Portfolio Returns.

Among The Most Prominent Proposals Is The Necessity Of Studying The Aspects Related To The Levels Of Returns And Risks For The Various Economic Sectors To Reach An Efficient Investment Portfolio And To Avoid The Risks Of Economic Fluctuations, Especially In Countries With Rentier Economies.



# The Republic of Iraq Ministry of Higher Education and Scientific Research University of Basrah - College of Administration and Economics



## **Department of Financial and Banking Sciences**

Fluctuations In International Oil Prices And Their Impact On Building An Investment Portfolio - An Analytical Study In A Sample Of Stock Markets For The Period 2012-2019

## A Dissertation Submitted By

# Ashti Abdulsattar Abdulghani AL-Mizori

To

The Council of the College of Administration and Economic University of Basrah In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Ph.D. Philosophy In Finance & Banking Sciences

Supervised By Prof.

Dr. Ahmed Jassem Mohammad Alabbas

1443 A.H. 2021 A.D.