وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 8 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر

فرع علوم مالية

تخصص مالية المؤسسات

الموضوع:

دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية –حالة صناديق الاستثمار للسعودية خلال الفترة (فيفري 2014– فيفري 2015) –

من إعداد الطلبة:
– مريم عجابي
– نور الهدى ربروب

تحت إشراف الأستاذة:
د/عديلة مريمت

السنة الجامعية: 2014–2015

تشكرات

الحمد لله عز و جل أولا نشكره على عظيم نعمته و الصلاة و السلام على سيدنا محمد و على آله و صحبه و سلم.

لابد لنا ونحن نخطو خطواتنا الأخيرة في الحياة الجامعية من وقفة نعود إلى أعوام قضيناها في رحاب الجامعة مع أساتذتنا الكرام الذين قدموا لنا الكثير باذلين بذلك جهودا كبيرة في بناء جيل الغد لتبعث الأمة من جديد...

وقبل أن نمضي نقدم أسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة.

إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة.....إلى جميع أساتذتنا الأفاضل .

"كن عالما... فإن لم تستطع فكن متعلما ، فإن لم تستطع فأحب العلماء ، فإن لم تستطع فلا تبغضهم"

ونخص بالجزيل الشكر والعرفان إلى كل من أشعل شمعة في دروب عملنا و

وإلى من وقف على المنابر وأعطى من حصيلة فكره لينير دربنا

إلى الأساتذة الكرام في كلية علوم التسيير والاقتصاد وعلوم التجارية ونتوجه بالشكر الجزيل إلى الدكتورة التي تفضلت بالإشراف على هذا البحث والتي لم تبخل علينا بنصائحها وتوجيهاتها فجزاها الله عنا كل خير فلها منا كل التقدير والاحترام.

الدكتورة (مريمت عديلة) .

وكذلك نشكر كل من ساعدنا على إتمام هذا البحث وقدم لنا العون ومد لنا يد المساعدة وزودنا بالمعلومات اللازمة لإتمام هذا البحث.

الذين كانوا عونا لنا في بحثنا هذا ونورا يضيء الظلمة التي كانت تقف أحيانا في طريقنا

إلى من زرعوا التفاؤل في دربنا وقدموا لنا المساعدات والتسهيلات والأفكار والمعلومات، فلهم منا كل الشكر والتقدير والإحرام.

نور الهدى مريم

إلاهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلى بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك ..
ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك

الله جل جلاله

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين ..

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار .إلى من جرع الكأس فارغاً ليسقيني قطرة حب

إلى من كلّت أنامله ليقدم لنا لحظة سعادة إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم

إلى من علمني العطاء بدون انتظار.. إلى من أحمل أسمه بكل افتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك

لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد..

إلى القلب الكبير (والدي العزيز).

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني..

إلى بسمة الحياة وسر الوجود إلى من أرضعتني الحب والحنان... إلى رمز الحب وبلسم الشفاء..

إلى القلب الناصع بالبياض إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب

أمي الحبيبة

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة إلى رياحين حياتي (إخوتي: زكرياء، أسامة، إكرام)

إلى براعم العائلة... إلى الوجوه المفعمة بالبراءة(يوسف ضياء الدين، صهيب)

إلى رفيقة دربي .. إلى صاحبة القلب الطيب والنوايا الصادقة

إلى من رافقتني خطوة بخطوة وما تزال ترافقني حتى الآن

(نور الهدى)

إلى الأخوات اللواتي لم تلدهن أمي .. إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء إلى من معهم سعدت،

وبرفقتهم في دروب الحياة الحلوة والحزينة

صديقاتي (إيمان، زلفة، وفاء، ياسمين، سارة، صبرينة).

مريم

إهداء

الحمد لله الذي أشاع النور في دربي وأرشدني إلى الطريق المستقيم أهدي كل سطر وكل حرف ، من هذا العمل المتواضع إلى من قال فيهما أعز قائل

* ولا تقل لهما أف ، ولا تنهرهما وقل لهما قولا كريما *

إلى منبع الرقة والأمان وقدوتي في الحياة ... إلى من علمتني الحروف ....إلى من يهتز فؤادي لنطق اسمها ..... إلى من سهرت الليالي من أجل أن ترى فلذة كبدها، نجمة مضيئة في هذه الحياة أهدي كي نجاحي، أهدي كي الشيء القليل من الشيء الكثير لطالما أهديتني إياه، اهدي كي نجاحا من نجاحات تمنيتها لي، أهدي كي شرف الكلمات(أحبك، أفتقدك)، وتمنيت لو شاركتني فرحة النجاح،

و أتمنى من الله أن يرحمها ويدخلها فسيح جنانه *أمي الحنونة *

إلى من كدح كي أرتاح إلى من وطأ الأشواك حافيا كي يوصلني إلى هذا الدرب إلى من شقي وسعى لأنعم بالراحة والهناء إلى من كلت أنامله ليقدم لنا لحظة سعادة إلى الذي علمني أن أرتقي سلم الحياة بحكمة وصبر إلى من لا أستطيع رد فضله طول حياتي ، مرشدي و سندي في هذه الحياة، والدي حفظه الله و أطال عمره، *أبي الغالي *

إلى الوجه المفعم بالبراءة أختي العزيزة على قلبي * بثينة * إلى من أرى التفاؤل بعينيهم والسعادة في ضحكتهم إلى تاج رأسي إخوتي *حمزة ، ياسين ، أيمن *

إلى رفيقتي في الدرب الجامعي وزميلتي في المذكرة* مريم * وإلى أخواتي التي لم تلد هنا أمي إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء وخاصة (وفاء زلفى، ياسمين، إيمان ، وهيبة، صبرينة)

إلى من جمعتني بهم الأقدار ،إلى كل من سعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي إلى كل من

تعرفت عليهم في حياتي.

نور الهدى

الفهرس

الفهرس العام

الفهرس	I
قائمة الأشكال والجداول.....	VI
المقدمة العامة.....	أ
الفصل الأول: الإطار النظري للمحفظة الاستثمارية.....	1
تمهيد.....	2
المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المحفظة الاستثمارية.....	3
المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية.....	3
أولا نشأة المحفظة الاستثمارية.....	3
ثانيا:تعريف المحفظة الاستثمارية.....	3
ثالثا: أهداف المحفظة الاستثمارية.....	4
المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية وأساسيات كوينها.....	4
أولا : أنواع المحافظ الاستثمارية	4
ثانيا : أساسيات تكوين المحافظ الاستثمارية.....	5
ثالثا: وظائف المحفظة الاستثمارية.....	6
المطلب الثالث: المحفظة الاستثمارية المثلى.....	6
أولا : مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى.....	6
ثانيا : بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.....	6
المبحث الثاني: خطوات واستراتيجيات تسيير المحفظة الاستثمارية.....	8
المطلب الأول: عائد وخطر المحفظة الاستثمارية.....	8
أولا: عائد المحفظة الاستثمارية.....	8
ثانيا: خطر المحفظة الاستثمارية.....	9
المطلب الثاني: أسس إدارة المحفظة الاستثمارية.....	11
أولا: التخطيط.....	11
ثانيا: التوقيت.....	11
ثالثا: التحفظ والتعقل.....	11
رابعا: الإشراف والمتابعة.....	11
المطلب الثالث: استراتيجيات وسياسات تسيير المحفظة الاستثمارية.....	12

أولا: استراتيجيات تسيير المحفظة الاستثمارية.....	12
ثانيا: السياسات المتبعة في إدارة المحفظة الاستثمارية.....	13
ثالثا: تسيير المحافظ الاستثمارية الدولية.....	14
المبحث الثالث: نماذج تسيير المحفظة الاستثمارية ومقاييس أدائها.....	16
المطلب الأول: نماذج تسيير المحفظة الاستثمارية.....	16
أولا: نموذج ماركويتز.....	16
ثانيا: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.....	19
ثالثا: نموذج التسعير بالمراجحة.....	23
رابعا: نماذج متعددة العوامل لفاما وفرانش.....	25
المطلب الثاني: مقاييس أداء المحفظة الاستثمارية.....	26
أولا: أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية.....	26
ثانيا: الطرق التقليدية لقياس أداء المحفظة الاستثمارية.....	27
ثالثا: الطرق الحديثة لقياس أداء المحفظة الاستثمارية.....	28
المطلب الثالث: مقارنة بين مقاييس أداء المحفظة الاستثمارية.....	29
أولا: أوجه التشابه بين مقاييس أداء المحفظة الاستثمارية.....	29
ثانيا: أوجه الاختلاف بين مقاييس أداء المحفظة الاستثمارية.....	30
خلاصة الفصل الأول.....	31
الفصل الثاني: خطر سعر الصرف وأثره على المحفظة الاستثمارية.....	32
تمهيد.....	33
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسعر الصرف.....	34
المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف ووظائفه.....	34
أولا: مفهوم سعر الصرف.....	34
ثانيا: وظائف سعر الصرف.....	34
المطلب الثاني: أنواع سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه.....	35
أولا: أنواع سعر الصرف.....	35
ثانيا: العوامل المؤثرة في سعر الصرف.....	37
المطلب الثالث: أنظمة سعر الصرف ونظرياته.....	38
أولا: أنظمة سعر الصرف.....	38
ثانيا: نظريات تحديد سعر الصرف.....	41

ثالثا: طرق تحديد سعر الصرف.....	46
المبحث الثاني: خطر سعر الصرف.....	47
المطلب الأول: مفهوم خطر الصرف وأنواعه.....	47
أولا: مفهوم خطر سعر الصرف.....	47
ثانيا: أنواع خطر سعر الصرف	48
المطلب الثاني: مجالات خطر الصرف وقياسه.....	49
أولا: مجالات خطر الصرف.....	49
ثانيا: قياس خطر الصرف.....	50
المطلب الثالث: سياسات تغطية خطر الصرف.....	51
أولا : التقنيات الداخلية لتغطية خطر الصرف.....	51
ثانيا : التقنيات الخارجية لتغطية خطر الصرف.....	52
المبحث الثالث: أثر الخطر الناجم عن تقلبات أسعار الصرف على أداء المحفظة الاستثمارية..	54
المطلب الأول: خطر سعر الصرف في المحفظة الاستثمارية..... ..	54
أولا: خطر سعر الصرف ونظريات تسيير المحفظة الاستثمارية.....	54
ثانيا: خطر سعر الصرف والمحفظة المنوعة دوليا.....	55
ثالثا: معامل الارتباط بين الأسواق المالية.....	55
المطلب الثاني : أثر التنويع الدولي على المحفظة الاستثمارية..... ..	56
أولا: أساليب التنويع الدولي للاستثمارات المالية.....	56
ثانيا: أثر التنويع الدولي على تشكيلة المحفظة الاستثمارية.....	57
المطلب الثالث: تسيير خطر الصرف في المحفظة الاستثمارية..... .	59
أولا: مناهج تسيير خطر سعر الصرف في المحفظة الاستثمارية.....	59
ثانيا: أثار تسيير خطر الصرف في المحفظة الاستثمارية.....	62
ثالثا: استراتيجيات تدنية خطر سعر الصرف في المحفظة الاستثمارية.....	62
خلاصة الفصل الثاني.....	64
الفصل الثالث: دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي.....	65
تمهيد..... ..	66
المبحث الأول: الإطار العام للسوق المالي السعودي.....	67

المطلب الأول: الإجراءات المنهجية لدراسة حالة.....	67
أولا: مبررات اختيار عينة وفترة الدراسة.....	68
ثانيا: هيكل دراسة حالة.....	70
ثالثا: أدوات دراسة حالة.....	70
رابعا: مصادر المعلومات.....	70
المطلب الثاني: الوضعية العامة للاقتصاد السعودي.....	70
أولا: النظام المالي.....	70
ثانيا: سياسة سعر الصرف.....	71
المطلب الثالث: الإطار التنظيمي والواقع العملي للسوق المالي السعودي.....	71
أولا: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي.....	72
ثانيا: الواقع العملي للسوق المالي السعودي.....	74
المبحث الثاني: تشكيل وتحليل محافظ استثمارية منوعة دوليا.....	74
المطلب الأول: تشكيل وتحليل محافظ استثمارية منوعة محليا.....	74
أولا: تأثير عدد الأصول على عائد المحفظة.....	75
ثانيا: تأثير عدد الأصول على المخاطر النظامية للمحفظة الاستثمارية.....	76
ثالثا: تأثير عدد الأصول على المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية.....	
المطلب الثاني: تشكيل محافظ استثمارية منوعة دوليا.....	76
أولا: تشكيل محفظة منوعة دوليا عن طريق شراء أسهم لمؤسسات دولية مسجلة في السوق المالي السعودي.....	76
ثانيا: تشكيل محفظة استثمارية منوعة دوليا بشراء أسهم أجنبية مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.....	78
ثالثا: أثر معامل الارتباط والأوزان النسبية على عائد/خطر المحفظة الدولية..	80
المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج.....	85
أولا: تأثير مكونات المحفظة على عائد / خطر المحفظة المحلية.....	86
ثانيا: أثر شراء أسهم المؤسسات المسعرة في السوق المالي السعودي عائد/خطر المحفظة الدولية.....	86
ثالثا: أثر شراء أسهم المؤسسات الدولية الأجنبية المدرجة في السوق المالي السعودي عائد/خطر المحفظة الدولية	87
رابعا: أثر معامل الارتباط والأوزان النسبية على عائد وخطر المحفظة الدولية.	88
	90

المبحث الثالث: تقدير واختبار نموذج الدراسة.....	90
المطلب الأول: دراسة تطور متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة.....	90
أولا: دراسة تطور سعر الصرف خلال فترة الدراسة	90
ثانيا: دراسة تطور أداء صناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة.....	91
المطلب الثاني: أثر سعر الصرف على أداء صناديق الاستثمار.....	94
أولا: تأثير سعر صرف الريال/ اليورو على أداء كل صندوق استثمار.....	94
ثانيا: تأثير سعر صرف الريال/ اليورو على أداء مجاميع صناديق الاستثمار المحلية والدولية.....	113
المطلب الثالث: تحليل وتفسير نتائج.....	116
أولا: تأثير سعر صرف الريال/ اليورو لكل صندوق استثمار على حدى....	116
ثانيا: تأثير سعر الصرف الريال/ اليورو على أداء مجاميع صناديق الاستثمار... المحلية والدولية.....	122
خلاصة الفصل الثالث.....	123
الخاتمة العامة.....	124
قائمة المراجع	
الملاحق	
الملخص	

المقدمة العامة

المقدمة العامة

تحتل السوق المالية مكانة بارزة كأحد أطراف النظام المالي، لما لها من دور فعال في المجال التمويلي. إذ تعتبر المرآة العاكسة للاقتصاد من خلال التخصيص الكفء لمدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة ذات فعالية ومردود عالي. حيث يعد الاستثمار في الأصول المالية والعينية بمثابة خط الدفاع الأول بالنسبة للشركات والبنوك والأفراد ضد مخاطر التعثر ونقص السيولة وعدم القدرة على مواجهة الالتزامات الطارئة. وتمثل المحافظ الاستثمارية أداة هامة وفعالة للمستثمرين، حيث تعبر على ما يملكه الفرد من أصول مالية بهدف تنمية المنفعة وتحقيق التوظيف الأمثل، ولذلك تعددت النماذج المفسرة لها والمنصبة جميعها في بوتقة تعظيم العائد وتقليل الخطر.

يعد الاستثمار في الأوراق المالية عملية صعبة محفوفة بالعديد من المخاطر الناتجة عن التغيرات الاقتصادية والتي يكون لها أثر كبير على نجاح أو فشل عمليات الاستثمار، وقد ترجع هذه المخاطر إلى عوامل مرتبطة بالسوق عامة أو مخاطر متعلقة بالأصل أو الشركة، ومن بين المخاطر الأولى المرتبطة بالسوق نجد خطر سعر الصرف الذي يمثل الخسائر الناتجة عن تقلبات أسعار الصرف الحادة للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية، هذه الأخيرة لا يمكن السيطرة عليها، لكن يمكن تدنيتها أو التقليل منها عن طريق اللجوء إلى إستراتيجية التنويع الدولي بحيث لا يقتصر الاستثمار على الأسواق المالية المحلية وإنما يتعداه إلى الأسواق الدولية، بالإضافة إلى أساليب التغطية سواء الداخلية أو الخارجية.

أهمية الدراسة

يمكن إيجاز أهمية موضوع الدراسة في النقاط التالية :

- تعتبر المحفظة الاستثمارية من أهم الوسائل الحديثة للاستثمار المالي التي تشهدها الأسواق المالية اليوم.
- تعتبر أسعار الصرف متغير اقتصادي كلي، يمكن استخدامه كسياسة ذات أهداف وأدوات وينقسم إلى أنظمة ويفسر بنظريات مختلفة.
- تأثير تقلبات أسعار الصرف على مختلف نواحي الاقتصاد بما في ذلك الأسواق المالية عامة والمحافظ الاستثمارية خاصة.
- أهمية القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة الاستثمارية في تسييرها، وخاصة قرار التنويع الدولي لأصول المحفظة لتدنية المخاطر النظامية ومخاطر سعر الصرف.

إشكالية الدراسة

تعتبر المحافظ الاستثمارية أداة هامة وفعالة في الأسواق المالية للمستثمرين أفرادا أو مؤسسات، فقياس أداء المحافظ الاستثمارية والمتابعة المستمرة للتطورات الحاصلة في السوق يعطي المستثمر فكرة عن العوائد المجزية التي يمكن أن يحصل عليها نتيجة تحمله درجات من الخطر، وبما أن أسعار الصرف تؤثر بشكل واضح وبارز على الاقتصاد وذلك من خلال التذبذبات الحادة في أسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، فإن أداء

الأسواق المالية وأداء المحافظ الاستثمارية سوف يتأثر تبعا لذلك بكل تلك التذبذبات الحاصلة في أسعار الصرف. من هنا جاءت فكرة دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية من أجل التحوط منها وتحقيق عوائد مرتفعة. وعليه تم طرح الإشكالية التالية:

"ما مدى تأثير تقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي خلال الفترة (فيفري2014– فيفري2015) ؟".

وعلى ضوء الإشكال الرئيسي تم طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- فيما تتمثل المحافظ الاستثمارية ؟ وما هي طرق قياس أدائها ؟
- كيف تتم عملية تغطية خطر سعر الصرف؟
- هل هناك تأثير لتقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية؟
- هل يمكن اللجوء إلى التنويع الدولي للتقليل من خطر سعر الصرف في المحافظ الاستثمارية للسوق المالي السعودي؟
- هل توجد علاقة بين سعر صرف الريال/اليورو وأداء صناديق الاستثمار المحلية والدولية في السوق المالي السعودي؟

فرضيات الدراسة:

على أساس الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية، تم وضع الفرضيات التالية:

- المحافظ الاستثمارية هي توليفة من الأصول المالية ويتم قياس أدائها بمؤشرات مختلفة.
- تتم عملية التغطية من خطر سعر الصرف عن طريق الخيارات والمشتقات المالية.
- يوجد تأثير لتقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية.
- يعتبر التنويع الدولي في المحافظ الاستثمارية السعودية وسيلة أو تقنية للتقليل من خطر سعر الصرف.
- لا توجد علاقة بين سعر صرف الريال/اليورو وأداء صناديق الاستثمار المحلية، في حين هناك علاقة بين سعر صرف الريال/اليورو وصناديق الاستثمار الدولية.

أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- معرفة أهم العناصر المتعلقة بالمحافظ الاستثمارية، سعر الصرف والخطر الناجم عن تقلباته.
- تحليل وتقييم العوائد والمخاطر (النظامية والكلية) للأصول المالية على إنفراد ثم على المحافظ الاستثمارية.
- تكوين محافظ استثمارية منوعة محليا ودوليا ومعرفة خصائص كل محفظة.
- معرفة أهمية التنويع الدولي في التقليل من المخاطر النظامية للمحفظة الاستثمارية والتي تضم خطر سعر الصرف.
- معرفة تأثير سعر صرف الريال/اليورو على صناديق الاستثمار المحلية (عملتها الريال) وصناديق الاستثمار الدولية (عملتها الدولار الأمريكي).

المنهج المتبع:

قصد الإحاطة والإلمام بجوانب موضوع الدراسة والتمكن منه تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات وتنظيمها بشكل تسلسلي، وذلك من خلال عرض معظم المفاهيم المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية من مفهوم، مكونات، أنواع، مخاطر، وكذا المفاهيم المتعلقة بسعر الصرف والمخاطر الناتجة عن تقلباته.

وتم الاعتماد على المنهج الإحصائي الرياضي في الفصل التطبيقي والذي يتضمن تشكيل محافظ استثمارية وحساب عوائدها ومخاطرها بواسطة المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، بالإضافة إلى بناء وتقدير نموذج إحصائي واختباره.

أدوات الدراسة

اعتمدنا في هذا البحث على معلومات التقارير الشهرية للسوق المالي السعودي لفترة (فيفري 2014- فيفري 2015) وتم معالجتها ببرنامج EViews8 وبهدف اختبار مدى صلاحية النموذج استخدمنا جملة من الاختبارات الإحصائية إضافة إلى جدول t- student وجدول فيشر لاستخراج القيم الجدولية، ولحساب عوائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية تم اللجوء إلى مجموعة من المعادلات الإحصائية الرياضية كالمتوسط الحسابي البسيط والانحراف المعياري. وتم استخدام برنامج Excel 7لرسم مختلف المنحنيات المتعلقة بالدراسة التطبيقية.

الدراسات السابقة:

1- **دراسة السعيد عناني،(2006)**: قامت هذه الدراسة بتحليل الإجراءات المعمول بها في الصفقات الدولية وكإحاطة بالموضوع تم الإدراج حالة مؤسسة الملح بسكرة، وهذا بالتركيز على المعاملات التي تتمحور حول الجوانب الحقيقية لحركة السلع والخدمات وإهمال التأثيرات التي تحدثها مختلف العقبات الأخرى كالضرائب، الرسوم الجمركية، ...الخ. حيث توصل إلى توضيح كيفية مواجهة هذه الوحدات لمخاطره وتغطية الخسائر المترتبة عن الصرف. وكذا ذكر أهم الإجراءات المحاسبية التي تعتمد في تنظيم عمليات الجرد المحاسبي وما يستتبعها من إعداد وترجمة للقوائم المالية وكيفية التعامل مع سعر الصرف الجاري والتاريخي.

2 - **دراسة حمدي فيصل،(2006)**: حيث اهتمت الدراسة بإجراءات تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في بورصتي دار البيضاء والجزائر، وأثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة، حيث كون الباحث عينة دراسته من ثلاث أسهم مسعرة في بورصة الجزائر، وأربعة أسهم في بورصة الدار البيضاء، فشكل محافظ منوعة وطنيا وأخرى منوعة دوليا. ومن ثم درس خصائص هذه المحافظ فتوصل إلى أن التنويع الوطني أدى إلى ارتفاع مردودية المحافظ وتخفيض المخاطرة، وأن التنويع الدولي أدى إلى تدنية مخاطرة المحفظة لكن لم يكون له أثر على عائدها، وأن مردودية المحفظة الدولية في حالة عدم تغطية خطر الصرف أعلى من حالة تغطية خطر الصرف، أما المخاطرة فكانت منخفضة بشكل طفيف.

3- **دراسة شوقي طارق،(2009)**: حيث تطرقت الدراسة إلى القيام بحالتين تطبيقيتين إحداهما لمؤسسة أجنبية تطبق معايير المحاسبة الدولية وهي البنك العربي، وذلك من خلال دراسة كيفية تأثير تغيرات أسعار الصرف سواء على بنود قائمة المركز المالي أو قائمة الدخل وحتى لكيفية ترجمة بنود كلا القائمتين. أما الحالة الثانية فهي توضح الممارسة المحاسبية الجزائرية وحتى لو لم تتطرق لعملية ترجمة القوائم المالية إلا أنها تطرقت لأثار تغيرات أسعار الصرف على التعاملات بالعملات الأجنبية، حيث تم الإسقاط على مؤسسة البلاستيك والمطاط التي تقوم باستيراد المواد الأولية من فرنسا بالدولار الأمريكي حيث تعمل على التغطية من خطر سعر الصرف عن طريق اللجوء إلى تكوين مؤونات في حالة ارتفاع سعر الصرف.

4- **دراسة محمد مكاوي،(2013)**:حيث اهتمت دراسته بقياس تأثير تقلبات أسعار الصرف على قيمة أسهم سوق عمان- الأردن ممثلة بالمؤشر، وذلك باعتماده على نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، واختبار السببية بنماذج VAR وهذا بعد دراسته لاستقرارية السلاسل الزمنية. وخلصت دراسته لوجود علاقة عكسية بين مؤشر سوق عمان-الأردن للأوراق المالية والتضخم، في حين أستبعد كل من سلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي، وسلسلة مستويات عرض النقود لانعدام علاقة السببية في الاتجاهين بينهما وبين مؤشر سوق عمان- الأردن للأوراق المالية.

التوثيق العلمي:

للإلمام بالموضوع بمختلف جوانبه تم جمع المعلومات من مختلف المصادر كالكتب، الرسائل الجامعية، المجلات، وبعض الملتقيات المتخصصة في هذا المجال، بالإضافة إلى مواقع الانترنت.

شرح المصطلحات الأساسية:

- **المحفظة الاستثمارية**:عبارة عن تشكيلة متنوعة من الأصول الحقيقية التي لها قيمة اقتصادية ملموسة وأصول مالية كالأسهم والسندات والتي تهدف إلى تحقيق الأرباح وتفادي المخاطر.

- **سعر الصرف**: هو العملية التي يتم بمقتضاها استبدال عدد من الوحدات من العملة المحلية بوحدة واحدة من العملة الأجنبية.

- **خطر سعر الصرف**: هي المخاطر الناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف والتطور غير المتوقع له، ويظهر من خلال المبادلات والصفقات على السلع والعملات الأجنبية وما يقابلها من العملة المحلية.

- **المخاطر المنتظمة**: هي الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على كافة أسعار الأوراق المالية، والتي مصدرها ظروف اقتصادية عامة.

- **التنويع الدولي**:تقوم هذه الإستراتيجية على تنويع الاستثمار بالأوراق المالية دوليا: مثل الأسهم والسندات الأجنبية، والذي يؤدي إلى تقليل المخاطر.

محتويات الدراسة:

سعيا لتحقيق الأهداف المسطرة وقصد الإحاطة بالقدر الكافي من الاهتمام والتركيز بموضوع الدراسة وللإجابة على الإشكالية، تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول مستهلة بتمهيد ومنتهية بخلاصة، حيث خصص الفصل الأول والثاني الجانب النظري، أما الفصل الثالث فيمثل الجانب التطبيقي من الدراسة، ويمكن استعراض محتويات البحث كما يلي:

- الفصل الأول: "الإطار النظري للمحفظة الاستثمارية" تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، فخصص المبحث الأول لمفاهيم أساسية حول المحفظة الاستثمارية، أما المبحث الثاني فكان حول خطوات واستراتيجيات تسيير المحفظة الاستثمارية، في حين تناول المبحث الثالث نماذج تسيير محفظة استثمارية ومقاييس أدائها.

- الفصل الثاني: "خطر سعر الصرف وأثره على المحفظة الاستثمارية" تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، فخصص المبحث الأول للإطار المفاهيمي لسعر الصرف، أما المبحث الثاني فكان حول خطر سعر الصرف، في حين تناول المبحث الثالث أثر الخطر الناجم عن تقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية.

- الفصل الثالث: "دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي " حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، فخصص المبحث الأول للإطار العام للسوق المالي السعودي، أما المبحث الثاني فكان حول تشكيل وتحليل محافظ استثمارية منوعة دوليا، في حين تناول المبحث الثالث تقدير واختبار نموذج الدراسة.

صعوبات الدراسة:

قد واجهتنا العديد من الصعوبات عند إنجازنا هذا البحث سواء في جانبه النظري أو العملي فعلى المستوى الجانب النظري، ونظرا لحداثة الموضوع فإن المراجع التي تتناول هذا الموضوع نادرة نسبيا .

أما على مستوى الجانب العملي فقد وجدنا بعض النقص في المعلومات والإحصائيات التي كانت ستثري البحث مثل تعذر الحصول على عائد صناديق الاستثمار، بالإضافة إلى ضيق الوقت للحصول على مختلف المعلومات الشهرية والتي تخدم موضوعنا .

الفصل الأول:
الإطار النظري للمحافظ الاستثمارية

تمهيد

إن تحول نمط التمويل من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر يبين مدى أهمية الأسواق المالية كأحد أطراف النظام المالي، حيث أصبحت الأسواق المالية المكان الذي يجمع بين الوحدات ذات العجز والوحدات ذات الفائض، كما أصبحت تمثل المصدر الرئيسي لتمويل كافة القطاعات، وهذا ما أدى إلى تنوع الأدوات المالية والاستثمارية، وأدى كذلك بالأطراف المتدخلة فيها العمل على الاستفادة من فرصة تنويع استثماراتهم من هذه الأدوات وهذا من خلال تكوين محفظة استثمارية، يسعى المستثمر من خلال تكوينها للحصول على العوائد المرجوة أو المرغوب فيها من خلال التنويع الذي يضمن له التخفيض من المخاطر، ويجب مراعاة عدة عوامل كالعائد، الخطر والتنويع من أجل الحصول على المحفظة المثلى.

ثم بعد مرحلة التكوين تأتي مرحلة الإدارة والتسيير والتي تتطلب معرفة علمية وخبرة كبيرة، كما أن إستراتيجياتها تتغير بتغير الأهداف المرجوة منها.

وعليه سوف نتطرق من خلال هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المحفظة الاستثمارية

المبحث الثاني: خطوات وإستراتيجيات تسيير محفظة استثمارية

المبحث الثالث: نماذج تسيير محفظة استثمارية ومقاييس أدائها

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المحفظة الاستثمارية

تعد المحافظ الاستثمارية من المواضيع الجديدة في عالم الاستثمار، وتأتي أهميتها من خلال الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة من خلال توظيفها في أدوات ومجالات مختلفة في أفضل استثمارات ممكنة لتلبية رغبات المستثمر.

المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى نشأة المحافظ الاستثمارية، تعريفها وأهدافها.

أولا: نشأة المحافظ الاستثمارية

يعد عام 1952 بداية ظهور المحفظة عندما وضع المحلل الأمريكي ماركويتز المبادئ الأساسية لنظرية المحفظة الاستثمارية. وقد قدم أول فكرة عن المحفظة وبين كيفية بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق عائد متوقع أعلى مع مستوى محدد من المخاطرة، وقد طور شارب نظرية المحفظة عام 1962، ثم قدم شارب ولنتر عام 1966 نموذج عرف بنموذج خط تسعير الأصول الرأسمالية، وأصبح معيار لكفاءة المحفظة الاستثمارية، بعدها طور روس عام 1976 النموذج وأصبح نموذج الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية بالمقارنة بين العائد والمخاطرة، فعندما تتساوى العوائد يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخاطرة وهكذا، وتوالت الإضافات لنظرية المحفظة بعد فترة السبعينات من القرن العشرين وخاصة بعد التطورات الاقتصادية وارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير وتم إنشاء شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو المحافظ بهدف الاستغلال الأفضل للأموال[1].

ثانيا: تعريف المحفظة الاستثمارية

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها: " توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم، السندات، المشتقات، الودائع، والأوراق وحسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية: كالعقارات والمعادن النفيسة والإنتاجيات الفنية، وكل ما لا يوجه للانتفاع الترفيهي أو للاستهلاك المظهري، بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح[2]".

وفي تعريف آخر للمحفظة الاستثمارية : "أداة مركبة من أدوات الاستثمار لأنها تحتوي على أصلين أو أكثر يتم استثمار الأموال بهما، وتختلف أصول المحفظة في النوع كما تختلف في الجودة فمن حيث النوع فإنها يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية مثل العقارات والذهب والفضة، وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، إما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد ومخاطر، وأخرى مرتفعة العوائد والمخاطر[3]".

---

[1] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة، الأردن، 2010، ص.ص.14-15.

[2] محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشيفات، **الاستثمار في البورصة – أسهم–سندات–أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص.21.

[3] زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل للنشر، الأردن، ط4، 2007، ص.75.

ومن خلال ما سبق ذكره يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها: تشكيلة متنوعة من الأصول الحقيقية التي لها قيمة اقتصادية ملموسة وعلى أصول مالية كالأسهم والسندات والتي تهدف إلى تحقيق الأرباح وتفادي المخاطر.

ثالثا : أهداف المحافظ الاستثمارية

هناك عدة أهداف تسعى لها إدارة المحفظة الاستثمارية ويمكن تقسيمها إلى أهداف أساسية وأخرى فرعية.

1- الأهداف الأساسية: تتمثل الأهداف الأساسية للمحفظة الاستثمارية في[1]:

- تحقيق أقصى حد من العائد.
- تحقيق السيولة اللازمة للمؤسسة خوفا من وقوعها في خطر الإفلاس والعسر المالي.

2- الأهداف الفرعية: وتتمثل في:

- المحافظة على رأس المال الأصلي[2].
- استقرار تدفق النقد[3].
- تنويع أصول المحفظة بما يحافظ على عملية التنويع المتوازن من أجل الحصول على أكبر العوائد وبأقل خطر.
- القابلية للسيولة والتسويق بأقصى سرعة وبدون تحمل خسائر[4].

المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية وأساسيات تكوينها

تتعدد أنواع المحافظ الاستثمارية وذلك باختلاف مكوناتها وهذا ما سيتم التطرق إليه من خلال أنواع المحافظ الاستثمارية، مكوناتها ووظائفها.

أولا : أنواع المحافظ الاستثمارية

تنقسم المحافظ الاستثمارية لعدة أنواع أبرزها :

1- محافظ العائد: يتأتى الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، أي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر[5] .

2- محافظ النمو: إن مفهوم النمو يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي يحققها السوق بشكل عام. الأسهم التي تلائم هذه المحافظ هي أسهم الشركات التي تعتبر قيادية في قطاعها، وفي القطاعات التي تكون مؤهلة أكثر من غيرها للاستفادة من النمو والتطور في الاقتصاد.

---

[1] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج، الأردن، ط2، 2003، ص.20.

[2] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص.17 .

[3] غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره،ص.20.

[4] حسني علي خريوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار زهران، الأردن، 2010، ص.21.

[5] حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية– البورصة –**، دار أسامة، الأردن، 2009، ص.205.

3- المحافظ المتنوعة: هي تلك المحافظ التي تجمع أسهما مختلفة يتميز البعض منها بتحقيق العائد ويتميز البعض الآخر بتحقيق النمو، ويناسب هذا النوع من المحافظ المستثمرين متوسطي العمر[1].

4- المحافظ المتخصصة: وهي التخصص في أداة معينة وتعتبر حالة نادرة. والذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم مع مبدأ التنويع وتظهر لأسباب أهمها: عدم توفر المعلومات الكافية حول الفرص الاستثمارية المتاحة، قلة الإمكانيات المالية المتاحة لدى المستثمر. ومن صورها المحفظة النقدية التي تهتم بالعملات الأجنبية[2].

5- المحافظ الدولية: ما يميز هذا النوع من المحافظ هي ميزة التنويع التي توفر صفة الأمان النسبي، ذلك لأن المحفظة الدولية تكون منوعة بطريقة جيدة وذلك بالتركيز على: تنويع الأصول، تنويع جغرافي، وتنويع العملات.

ومن مبادئ التنويع للمحافظ الدولية [3]: مراعاة المزج الأمثل لأدوات الاستثمار، اختيار أدوات من أسواق لا يوجد بها ترابط بين أدواتها لكي تعطي الفائدة المرجوة منها.

ثانيا: أساسيات تكوين المحافظ الاستثمارية:

وذلك من خلال مكونات المحافظ الاستثمارية وضوابط تكوينها.

1- مكونات المحفظة الاستثمارية: إن المحفظة الاستثمارية تتكون من جميع الأصول الاستثمارية التي تتاح في الأسواق العالمية والمحلية سواء أصول مادية أو مالية وهي[4]:

أ- أصول مادية : هي أصول حقيقية ملموسة مثل الاستثمار في العقارات والمشاريع الصناعية أو المتاجرة بالمعادن النفيسة كالذهب والفضة، ويمكن أن تكون الإيرادات الناجمة عنها عبارة عن إيرادات جارية مثل الاستثمار في المشاريع الصناعية، أو إيرادات رأسمالية كعوائد الاستثمار في الذهب ومن أهم خصائصها انخفاض درجة سيولتها.

ب- أصول مالية: عبارة عن أوراق مالية تمنح شهادة بملكية هذه الأوراق تبين حقوق حاملها وتخوله حق المطالبة بقيمة الأصل الحقيقي الصادرة عنه شهادة الملكية والأرباح الرأسمالية والجارية الناجمة عنها كالأسهم والسندات. وتتميز بارتفاع مخاطرها وبسرعة تسييلها، لكنها تتحمل كلفة عمولة البيع والشراء المدفوعة إلى الوسطاء الماليين.

2- ضوابط تكوين محفظة استثمارية: يعني التقيد بالحد الأدنى من وسائل الأمان في تكوين المحفظة الاستثمارية [5]:

الاستثمارية [5]:

- على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل المحفظة، ويحدد استثمار قصير الأجل أو طويل الأجل.
- يجب أن تحتوي المحفظة على أسهم الشركات منخفضة المخاطر، وأن تحتوي على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعا وهذا وفقا لقدرة المستثمر لتحمل مثل هذه المخاطر.

[1] محمد صالح جابر، **الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل، الأردن، ط3، 2005، ص.ص.276-278.

[2] هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء، الأردن، 2009، ص.228.

[3] وليد صافي وانس البكري، **الأسواق المالية والدولية**،دار المستقبل، الأردن، 2008، ص.ص.218-219.

[4] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره،ص.ص.30-31.

[5] حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص.ص.209-210.

– أن يقوم المستثمر بالتغيير في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر.

– تحقيق مستوى ملائم من التنويع بين قطاعات الصناعة، فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة انخفضت المخاطر.

ثالثا : وظائف المحفظة الاستثمارية

تعمل وظائف المحفظة الاستثمارية على إنجاز مهمات عديدة وأهمها[1]:

– تحديد أنواع الأصول الاستثمارية على بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية.

– تعزيز قيم موجودات المحفظة الاستثمارية والحفاظ على ربحية هذه الموجودات وانتقاء البدائل ذات ربحية أكثر.

– إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة.

– تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية والإيجابية للقرارات الاستثمارية.

– توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة لمواجهة الظروف المتغيرة في السوق، والتداول الحر للأدوات الاستثمارية.

المطلب الثالث : المحفظة الاستثمارية المثلى

سيتم التطرق إلى مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى ثم إلى كيفية بنائها.

أولا : مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى

قبل التطرق إلى المحفظة الاستثمارية المثلى يجب توضيح المحفظة الكفؤة:

1 – المحفظة الكفؤة: هي تلك المحفظة التي تعطي أعلى عائد عند درجة محددة من المخاطر، أو تلك التي تحتوي على أعلى درجة من المخاطر عند معدل عائد محدد[2]. حيث تقع المحافظ الكفؤة على خط يعرف بالحد الكفء والذي يعرف بأنه أفضل مجموعة محافظ متاحة للمستثمرين تعطي للمستثمر عائدا أعلى لمقدار معين من المخاطر، بينما أية محفظة أخرى تقدم عائدا أقل لنفس مستوى المخاطرة فإنها تعتبر محفظة غير كفؤة[3].

2 – مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى: تعرف على أنها: تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأدوات الاستثمارية وبطريقة تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها[4].

ثانيا : بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد*على ثلاثة مبادئ أساسية هي[5] :

---

[1] سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية–دراسة قياسية للأسهم المسعرة في بورصة تونس–**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص.25.

[2] محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011، ص.410.

[3] مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، دار إثراء، الأردن، ص.ص.226–227.

[4] سامي الحطاب، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2008، ص.13.

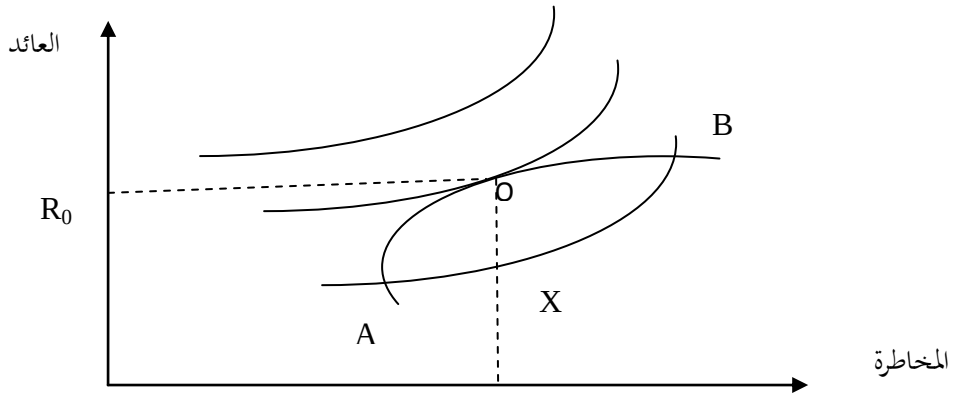
* المستثمر الرشيد هو المستثمر الذي يسعى إلى تخفيض الخطر عند مستوى محدد من العائد، أو تعظيم العائد عند مستوى محدد من الخطر.

[5] المرجع نفسه، ص.14.

– إذا خير المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان له نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منها. فإنه سيختار المحفظة ذات المخاطر الأقل، في حين إذا خير بين محفظتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما فإنه سيختار المحفظة ذات العائد الأعلى، أما إذا خير بين محفظتين استثماريتين وكانت الأولى أعلى عائد وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

إن المحفظة المثلى يتم التوصل إليها من خلال نقطة التماس بين الحدود الكفؤة من ناحية ومنحنى السواء من ناحية أخرى[1]. حيث كل منحنى سواء يمثل مستوى مختلف لرغبة المستثمر لمجموعة العائد والمخاطرة. وتمثل نقطة التماس أعلى مستوى لرضا المستثمر. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1): تصميم المحفظة الاستثمارية المثلى



المصدر: مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص.229.

يظهر الشكل السابق أن المجموعة المثالية للعائد والمخاطرة ممثلة بالمحفظة(O). فإذا اختار المستثمر أية محفظة أخرى على الحد الكفء ولنأخذ مثلا المحفظة (A)سوف لا تكون الخيار الأفضل، على الرغم من كونها محفظة كفؤة وبالتالي فهي لا تعتبر المحفظة المثلى للمستثمر، من ناحية أخرى يلاحظ أن المحفظة تقدم عائد أعلى بنفس مقدار المخاطرة من المحفظة وعليه فان المحفظة هي التي يجب أن تفضل لكونها تمثل المحفظة المثلى للمستثمر[2].

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمار في الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص.223.

[2] مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص.ص.223-229.

المبحث الثاني : خطوات واستراتيجيات تسيير محفظة استثمارية

إن تكوين محفظة استثمارية يعتمد على عناصر أساسية منها العائد، الخطر، التنويع وكذلك الاستراتيجيات المتبعة لتسيير المحفظة الاستثمارية تختلف باختلاف أهداف المستثمر وهذا ما سنتطرق له في هذا المبحث.

المطلب الأول: عائد وخطر محفظة استثمارية

يجب على المستثمر أو مسير المحفظة الاستثمارية الاهتمام بالثنائية عائد خطر، حيث يعتبر عائد المحفظة الاستثمارية ثمن المخاطرة.

أولا: عائد المحفظة الاستثمارية

سيتم التطرق إلى مفهوم العائد أنواعه، أشكاله، وكيفية قياسه.

1 – مفهوم العائد : هو عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة[1].

2– أشكال العوائد : تأخذ عوائد الأوراق المالية عدة أشكال من بينها[2]:

– توزيعات الأرباح: في حالة إذا كانت الورقة المالية تمثل ملكية في الشركة كالسهم.

– الفوائد: إذا كانت الورقة المالية تمثل دنيا بالنسبة للشركة كالسندات فحاملها يتحصل على الفائدة المتفق عليها.

– الأرباح الرأسمالية: وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية، فالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل ربح.

3– أنواع العوائد: نميز بين ثلاث عوائد تتمثل في[3]:

– العوائد الفعلية: أي التي حققها المستثمر فعلا بين شرائه وبيعه للأوراق المالية، وتكون عوائد إرادية أو رأسمالية.

– العوائد المتوقعة: صعبة التحديد لأنها تعتمد على المستقبل فهي متعلقة بحالة عدم التأكد، لذا يمكن أن يضع المستثمر إطار للتوزيع الاحتمالي، أي يقدر الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظله.

– العوائد المطلوبة: وعادة ما تكون متناسبة مع مستوى الخطر الذي سيتعرض له.

4– قياس عائد المحفظة: لقياس العائد المتوقع لمحفظة استثمارية يقتضي توفر معلومات عن متغيرين رئيسين[4]:

– نسبة مساهمة كل أصل من أصول تلك المحفظة في القيمة الكلية للمحفظة.

---

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره،ص.61.

[2] بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري– دراسة حالة بنكBNP PARIBAS –**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص.31.

[3] نفس المرجع، ص.ص.201.202.

[4] مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص.ص.201.202.

– عائد كل أصل يدخل في تكوين المحفظة ويتم قياسه على أساس توقعات تحقق ذلك العائد وفقا للتوزيع الاحتمالي وفي ظل الحالة الاقتصادية أو ظروف السوق.

ونميز نوعين من العوائد تتمثل في:

أ– العائد التاريخي: هو التغير في قيمة الأصل الناتج إما عن عائد التوزيعات أو ناتج عن الأرباح الرأسمالية يمكن أن يكون بسبب التغير في سعر الأصل، لذا سيتم قياس معدل العائد التاريخي لفترة معينة (سنة واحدة) من المعادلة التالية[1]:

$$R = \frac{P_2 - P_1 + D}{P_1}$$

حيث أن: R: العائد لفترة الانتقاء. P_2:سعر البيع. P_1: سعر الشراء. D :التوزيعات النقدية.

ب– العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية: سيكون نتيجة العوائد الاستثمارية الفردية ووزن كل واحد منها في القيمة الكلية للمحفظة، بعبارة أخرى هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الاستثمارات الفردية، ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية[2]:

$$R_P = \sum_{i=1}^{n} w_i \, . \, R_i$$

حيث: R_P: معدل العائد المتوقع للمحفظة. w_i : الوزن النسبي للأصل.

R_i : العائد المتوقع للكل أصل. n :عدد الأصول المكونة للمحفظة.

ثانيا : خطر المحفظة الاستثمارية

سيتم التطرق له من خلال تعريف خطر المحفظة الاستثمارية، أنواعه وقياسه.

1 – تعريف خطر المحفظة الاستثمارية: يعني عدم انتظام العوائد ودرجة عدم التأكد والخوف من وقوع خسائر في الاستثمار وذبذبة العوائد، حيث تكون المخاطر مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة[3].

2 – أنواع خطر المحفظة الاستثمارية: وتنقسم إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة:

أ– المخاطر المنتظمة: تعرف بأنها الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على كافة أسعار الأوراق المالية، فهي تتجاوز إطار المحفظة لتصل إلى إطار السوق لذا تسمى بمخاطر السوق غير القابلة للتنويع ومصدرها ظروف اقتصادية عامة، مما يصعب على المستثمر التخلص منها ويمكن التقليل منها عن طريق التنويع الدولي[4].ومن أمثلة المخاطر المنتظمة [5]:

– مخاطر السوق: وهي التقلبات والتذبذبات التي تطرأ على العوائد نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالحروب أو الركود الاقتصادي.

---

[1] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية، – مؤسسات، أوراق ، بورصات –**، دار الشرق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص.204.

[2] نور الدين جنابة، **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية، لبنان، 1997، ص.424.

[3] خروبي يوسف، **تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار باستخدام نموذج توازن الأصول المالية**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص.54.

[4] محمود عزت اللحام وآخرون، **الإدارة المالية المعاصرة**، دار الإعصار العلمي ومجمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن،ط1، 2014، ص.471.

[5] خروبي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص.ص.57-58.

– مخاطر سعر الصرف: هي المخاطر الناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف والتطور غير المتوقع، إذ تبرز من خلال المبادلات والصفقات على السلع والعملات الأجنبية وما يقابلها من العملة المحلية.

ب– المخاطر غير المنتظمة: وتسمى المخاطر الخاصة وهي جزء من المخاطر الكلية التي تكون خاصة بشركة أو قطاع معين. مثل سوء تسيير الإدارة، خطر الصناعة، ويمكن التخلص منها بتنويع مكونات المحفظة الاستثمارية[1].

3– قياس خطر المحفظة الاستثمارية: يمكن قياس مخاطر المحفظة من خلال الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل بيتا.

– التباين والانحراف المعياري: لمحفظة مكونة من أصلين ومحفظة مكونة من Nأصل.

–محفظة مكونة من أصلين: يتم قياس خطر محفظة مكونة من أصلين من خلال التباين بالعلاقة التالية[2]: $\sigma^2_{R_P}=a^2\sigma^2_{X_1} + +(1-a)^2\sigma^2_{X_2} +2a(1-a)COV(X_1.X_2)$

حيث :a :تمثل نسبة الأصل X_1.في المحفظة. $\mathrm{COV(X_1.X_2)}$: التباين المشترك.

$\sigma^2_{\mathrm{X_1}}$:خطر الأصل $\mathrm{X_1}$. $\sigma^2_{\mathrm{X_2}}$: خطر الأصل $\mathrm{X_2}$.

ويتم الحصول على قيمة الانحراف عن طريق جذر التباين كما يلي: $\sigma_{R_P}=\sqrt{\sigma^2_{Rp}}$

حيث: σ_{R_P}:خطر المحفظة الاستثمارية. .

ولتبسيط الحسابات نلجأ لقانون ثاني لحساب التباين المشترك حيث[3]: $\mathrm{P_{X_1.X_2}}=\frac{\mathrm{cov(X1.X2)}}{\sigma_A.\sigma_B}$

حيث: $P_{X_1.X_2}$ يمثل معامل الارتباط بين عوائد الأصلين

لما $\mathrm{P=(+1)}$ عوائد الأصلين مرتبطان ارتباط موجب وتام.

$\mathrm{P=(-1)}$ عوائد الأصلين مرتبطان ارتباط سالب وتام.

$\mathrm{P=(0)}$ عوائد الأصلين مستقلين تماما.

– محفظة مكونة من N أصل:يتم قياس خطر محفظة مكونة من عدد Nمن الأصول عن طريق العلاقة التالية للتباين[4]: $\sigma^2_{R_P}=\sum_{i=1}^{n}X_i^2.\sigma^2_{R_i}+\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n}X_i.X_jCOV(R_i.R_j)$

ب– معامل الاختلاف: يمكن قياس مخاطر المحفظة عن طريق معامل الاختلاف وذلك بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة، ويستخدم كمقياس للتشتت النسبي، فكلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت المخاطرة والعكس صحيح حيث نستخرج المخاطر بالعلاقة التالية[5]: $CV(R_P)=\frac{\sigma_{R_P}}{E(R_P)}$

[1] محمود عزت، مرجع سبق ذكره، ص.ص.472-473.

[2] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص.95.

[3] Jacques Hamon, **Bourse et Gestion de Portefeuille**, Economica, France, 2 édition, 2005, P.154.

[4] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص.95.

[5] نفس المرجع، ص.ص.95-96.

ج- معامل بيتا: يعد من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية فهو يقيس حساسية الورقة نتيجة التغيرات الموجودة في السوق ولحساب معامل بيتا يجب توفر معلومات عن معدلات العائد لأسهم شركة معينة أو محفظة معينة لفترات تاريخية سابقة، وكذلك معلومات عن معدلات العائد لأسهم السوق عن الفترة نفسها ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة الآتية: $\beta_i = \frac{cov(R_i.R_m)}{\sigma_m^2}$

حيث : $cov(R_i.R_m)$ التباين المشترك بين معدل العائد على السهم ومعدل عائد المحفظة.

σ_m^2 : التباين في العوائد على محفظة السوق[1].

أما بيتا المحفظة نحصل عليها بالعلاقة التالية[2]: $\beta_{R_P} = a_1B_1 + a_2B_2 + \cdots + a_nB_n = \sum_{i=1}^{n} a_iB_i$

حيث: a :هي نسب أصول المحفظة. x:هي معاملات بيتا للأصول. B: هي معاملات بيتا للأصول.

$\beta = 1$:مخاطر المحفظة مساوية من مخاطر السوق. $\beta < 1$:مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق.

$\beta > 1$:مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق.

المطلب الثاني: أسس إدارة المحفظة الاستثمارية

يختار المستثمر محفظته بما ينسجم واحتياجاته في إطار التركيز على العائد الأفضل عند مستوى معين من المخاطرة، أو تجنب المخاطرة وتخفيضها عند أدنى مستوى، ولتحقيق هذا فان للمحفظة أسس لإدارتها تتمثل في[3]:

أولا: التخطيط:

يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من الخاطرة المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك أثارها على رأس المال المستثمر.

ثانيا: التوقيت:

تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي للبلد المعني، فتقلب الأسعار تجعل من الصعب على المستثمر أن يشتري باستمرار بأدنى الأسعار والبيع بالسعر الأعلى لذا فإن دراسة السوق واحتمالات نشاطه يساعد المستثمر بتوقيت دخوله إلى السوق أو الخروج منه.

ثالثا: التحفظ والتعقل:

يجب أن يكون سلوك استثماري متزن عند بناء المحفظة طبقا إلى مبدأ المنفعة، فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستوى المرغوب من المخاطر المحتملة تجنبا للأحداث غير المتوقعة التي تؤثر برأس مال المحفظة.

رابعا: الإشراف والمتابعة:

---

[1] خروبي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص.61.

[2] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص.96.

[3] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص.ص194-195.

إن تحركات الأسعار السوقية وعدم استقرارها، تدعو مدير المحفظة بمراجعة دورية وإشراف مباشر لمكونات محفظته، لأن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر.

وكحوصلة لأهم مراحل تسيير المحافظ الاستثمارية هناك خمسة مراحل أساسية في عملية الاستثمار في المحافظ يجب أولا تحديد طبيعة المستثمر إذا كان مضارب (محب للخطر) أو متحفظ (متجنب للخطر) أو عقلاني ثم تأتي مرحلة تحديد الهدف من الاستثمار والذي يكون متعلق بطبيعة المستثمر إما تحقيق عائد محدد عند أقل خطر أو تحقيق أعلى عائد ممكن عند خطر محدد، بعدها يقوم المستثمر بعملية اختيار الأصول المالية والتي تعتمد على كفاءته وعلى اتخاذ القرارات الصحيحة في الوقت المناسب، وتكون عبر القيام بالتحليل الأساسي لتحديد القيمة الأصلية الحقيقية، والتحليل الفني الذي يعتمد على حركة أسعار الشركات المسجلة في السوق من خلال دراسة حركة الأسعار التاريخية، ثم مرحلة تكوين المحفظة المثلى تتناسب مع الهدف المرجو من الاستثمار وطبيعة المستثمر، وأخيرا يتم قياس أداء المحافظ باستعمال عدة مؤشرات، لتقييم نمط تسيير أداء المحفظة والمسير.

المطلب الثالث:استراتيجيات وسياسات تسيير المحافظ الاستثمارية

تتعدد استراتيجيات وسياسات تسيير المحافظ الاستثمارية حيث تؤثر على تشكيلة الأصول المكونة للمحافظ الاستثمارية.

أولا: إستراتيجيات تسيير المحافظ الاستثمارية

يتبع المستثمر العديد من الاستراتيجيات الاستثمارية لتحقيق أهدافه، وذلك وفقا لقناعته بمدى تناسب العائد مع المخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار. ولذلك قسمت الإستراتيجيات إلى ثلاثة أنواع وهي:

1- الإستراتيجية السالبة (الخاملة):تقوم هذه الإستراتيجية على أساس أن السوق كفؤ، أسعار الأسهم تعكس قيمتها الحقيقية، العائد المتحقق يتناسب مع درجة المخاطرة المصاحبة له. لا توجد فرصة لتحقيق أرباح غير عادية إلا عن طريق الصدفة، حتى أن تعديل مكونات المحفظة لن يحقق عائد غير عادي يأخذ بالحسبان المخاطرة. ومن أبرز الإستراتيجيات السلبية نجد[1]:

أ- إستراتيجية الشراء والاحتفاظ: حيث تفيد بأن على المستثمر وبمجرد توفر الأموال المخصصة، أن يسارع في الشراء دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها.كما أن عليه أن يقوم ببيعها حينما يشاء دون انتظار.

ب- أسلوب المحاكاة التامة: في هذا الأسلوب المستثمر يشكل محفظة مشابهة تماما لمؤشر الأسعار، أي يتم شراء نفس المكونات للمؤشر بنفس النسب التي يعتمدها، ويتطلب إعادة استثمار الأرباح الموزعة على الاستثمار بنفس مكونات المحفظة، ويتطلب منه متابعة أي تغيير في مكونات المؤشر وهذا التغيير ينعكس على مكونات المحفظة.

[1] ريمة العمري بلفيطح وآخرون، **اختيار عملي لأداء إستراتيجية dan 10 للاستثمار في بورصة عمان**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد8، العدد3، الأردن، 2012،ص438.

ج- أسلوب المعاينة: يعتمد هذا الأسلوب على المبادئ الإحصائية حيث يقوم المستثمر باختيار عينة من الأسهم الممثلة في المؤشر، فإن المستثمر في هذه الحالة لا يتوقع أن تكون عوائد محفظته مطابقة تماما لعائد المؤشر[1].

2- الإستراتيجية النشطة (الموجبة): تقوم هذه الإستراتيجية على فرضية انخفاض كفاءة سوق الأوراق المالية وأن أسعار الأسهم لا تعكس القيمة الحقيقية لها، وبالتالي فإنه بإمكان المستثمر من خلال مهاراته التحليلية أو معلومات تتاح له دون الآخرين، التنبؤ بحركة السوق في المستقبل وتغيير مكونات محفظته تبعا لها، محققا في ذلك أرباحا غير عادية. ويندرج ضمن هذه الإستراتيجية الأنواع التالية :

أ- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية: التي تفيد القيام بالتحليل الأساسي والفني واستخدام أساليب تقييم الأسهم، بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية، ثم اتخاذ القرار بتضمينها لمكونات المحفظة أو استبعادها منها[2].

ب- إستراتيجية توقيت السوق: وهو أسلوب يعتمد على التنبؤ بحالة السوق في الفترة التالية واتخاذ قرارات الاستثمار بناءا على هذا التوقع، ففي ظل التنبؤ بتحسين حالة السوق يقوم مدير المحفظة بتغيير مكونات المحفظة لتتضمن أسهما ذات قيمة، وفي ظل التنبؤ بتدهور السوق يقوم مدير المحفظة بتغيير مكونات المحفظة الاستثمارية[3].

ج- إستراتيجية إعادة توزيع قيم الاستثمار بالمحفظة بين القطاعات المختلفة: تقوم هذه الإستراتيجية على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين، على حساب أسهم الشركات التي تنتمي للقطاعات الأخرى، حيث يقوم المستثمر بإعادة توزيع الأسهم في محفظته وفقا للحالة الاقتصادية العامة ودرجة المخاطرة التي يستعد لتحملها[4].

3- الإستراتيجية البديلة: gestion alternative هو التسيير الذي تنتهجه صناديق التحوط ويعرف على أنه التسيير الذي لا يرتبط بالمؤشرات العامة للأسواق المالية، من خلال انتهاج طرق واستراتيجيات مختلفة (كالبيع على المكشوف، والمشتقات المالية) لتحقيق عائد أو أداء مستمر ومطلق مهما كانت حالة تطور الأسواق المالية[5].

ثانيا: السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية:

مما لا شك فيه أن نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في إدارة محفظته ستؤثر حتما على تشكيلة أصولها، والسياسات المتعارف عليها في مجال إدارة المحافظ ثلاث وهي:

---

[1] سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية-دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص.41.

[2] ريمة العمري بلفيطح وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص438.

[3] تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، جامعة القاهرة، ص12، من الموقع:
http://iespedia.com/orab/wp-content/uploads/2012/05/portfolioManagement-PEPS-3rd-FE-2012-pdf. consulte le 05/12/2014.

[4] ريمة العمري بلفيطح، مرجع سبق ذكره، ص438.

[5] Erwan Le SAOUT, **Introduction aux Marches financiers**, Ed Economica, 2e Edition, 2008, France, P.243.

1- السياسة المخاطرة أو الهجومية: ويتبناها مديرو المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد عن عنصر الأمان، فيركزون أهدافهم على جني الأرباح الرأسمالية، يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة، والنموذج الشائع لهذه السياسة هي المحفظة التي يكون هدف مديرها جني عائد ليس عن طريق توزيعات الأرباح وإنما عن طريق النمو الحادث في قيم الأصول[1].

2- السياسة المتحفظة أو الدفاعية: وهي سياسة يتبناها المدراء المتحفظون جدا اتجاه عنصر المخاطرة، وبذلك يعطون أولوية لعنصر الأمان على حساب العائد فيركزون اهتمامهم على أدوات الاستثمارات ذات الدخل الثابت. ويطلق عليها محفظة الدخل وتتكون أساسا من السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل، الأسهم الممتازة والعقارات. والتي توفر للمستثمر دخلا ثابتا وهامشا مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر.

3- السياسة المتوازنة: تعتبر هذه السياسة وسيطا بين النمطين السابقين، ويتبناها غالبية مديرو المحافظ الذين يرغبون في تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من الخطر، وبذلك يوزعون رأسمال المحفظة على أدوات استثمارية منوعة بكيفية تحقق للمحفظة حد أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة لجني أرباح رأسمالية. ويطلق على المحفظة الملائمة لهذه السياسة المحفظة المتوازنة[2].

ثالثا: تسيير المحافظ الاستثمارية الدولية

تسيير المحافظ الدولية يتم من خلال تقييم مردودية المحفظة، ثم التحقق ما إذا كان خطر المحفظة مغطى أو معوض عليه بما فيه الكفاية وذلك كما يلي[3]:

1- عائد المحفظة: يقاس عائد المحفظة من خلال العلاقة التالية: $R_p = \frac{V_F \pm f - V_I}{V_I}$

حيث: (R_p): عائد المحفظة. (V_F): قيمة المحفظة في نهاية الفترة.

(f): التدفقات الصادرة والواردة خلال الفترة (نفقات العمليات، أرباح الأسهم الموزعة، المبيعات والمشتريات).

(V_I): قيمة المحفظة في بداية الفترة.

يتضح أن عائد المحفظة قد يتدنى، كلما كانت نفقات العمليات أكثر ارتفاعا، وهذه الصيغة لا تأخذ بالاعتبار عامل الوقت، ذلك لأن معدل العائد المحتسب خلال طيلة فترتها. هذا الإغفال لعامل الوقت يثير العديد من المصاعب إذا كان المطلوب هو مقارنة المعدل (R_p) مع عوائد محفظات أخرى، محتسبة على فترات مختلفة. لتدارك هذه العقبة بالإمكان احتساب كافة التدفقات بقيمتها الحالية، وإذا كان المطلوب معرفة ما تجلبه وحدة مستثمرة، خلال الفترة المأخوذة بالاعتبار، يتوجب عندها معرفة قيمة المحفظة بعد كل تبدل في أسعار أوراقها.

[1] محمد مطر وفايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005، ص183.

[2] المرجع السابق، ص184.

[3] ملاك وسام، **البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني**، دار المنهل اللبناني، لبنان، ط1، 2003، ص.ص.258-265.

أ- تجزئة العائد في إطار دولي: تتوجب تجزئة عائد المحفظة من أجل إيضاح العوامل المؤثرة فيها على الصعيد الدولي. يشار إلى تطور أسعار العملات وتطور أسعار الأصول بعملة البلد الذي يجري فيه الاستثمار.

حيث عائد المحفظة (p) بالعملة المرجع (o) يمكن أن تتوزع دائما إلى جزأين: جزء يعزى فقط إلى تغيرات أسعار الأصول بعملتها الأساسية، وجزء يعزى إلى تقلبات أسعار العملات.

بذلك فإن (R_{po}) تصبح مساوية للتالي: $R_{po} = R_p + M_p$

حيث: (R_p) عائد المحفظة (p) بمعزل عن تقلبات أسعار العملات، حيث يقتضي احتساب عائد المحفظة (p) على أساس معدلات صرف ثابتة خلال الفترة المأخوذة بالاعتبار.

(M_p) عائد المحفظة (p) الناشئة فقط عن تقلبات أسعار العملات.

هذا التوزيع يتعلق بكل بلد على حدة، أو بكل فئة من فئات الأصول على مستوى كل بلد بمفرده، إن درجة دقة التجزئة ترتبط بحجم المحفظة وبالجهاز الذي يقوم بإدارتها، وكذلك بالمعطيات المتوفرة. فإذا كانت (l) تمثل عدد فئات الأصول في مجموع البلدان التي يجري فيها الاستثمار، و(P_l) تمثل وزن الفئة(l) من الأصول في المحفظة، فإن عائد المحفظة يصاغ على الشكل التالي: $\mathrm{R_{po}} = \sum_{l=1}^{L} \mathrm{p_l}.\mathrm{r_l} + \sum_{l=1}^{L} \mathrm{p_l m_l}$

حيث: ($\mathrm{r_l}$): عائد الاستثمار في الفئة(l) من الأصول المنفصلة عن تقلبات أسعار العملات.

($\mathrm{m_l}$): تأثير تغيرات سعر عملة بلد فئة الأصول (l): على عائد الاستثمار الحاصل في الفئة (l) من الأصول، والذي يعرف بمركب الصرف.

ب- القياس النسبي: بعد احتساب عائد المحفظة، يقتضي تقييم كفاءة المسئولين عن إدارتها، بالإضافة إلى توصيات لجنة الاستثمار. من أجل ذلك، يجب أن تكون هناك محفظة مرجع (وهي في هذه الحالة المحفظة الموصى بها في إطار إستراتيجية سلبية، أي محفظة السوق العالمي المحمية من خطر الصرف). و عائد هذه المحفظة($R_{m\prime}$) تحتسب على الشكل التالي: $R_{m\prime} = \sum_{l=1}^{L} {P^*}_l . I_l - CC$

حيث: (I_l): مردودية محفظة السوق العالمي الممثلة للفئة (l) من الأصول.

(${P^*}_l$): وزن فئة الأصول (l) في محفظة السوق العالمي. (CC): كلفة الحماية من خطر الصرف.

2- خطر المحفظة الدولية:إن المحفظة المرجع (P^*)،هي المحفظة المكونة بتوزيع للاستثمار الإجمالي بنسبة ($1 - \beta_p$) في الأصول البعيدة عن الخطر، وبنسبة (β_p) في محفظة السوق المحمية من خطر الصرف وبذلك فإن: $R^*{}_p = R_f + \beta_p(R_{m\prime} - R_f)$

لقياس أثر توزيع مختلف بين الأسواق، يتوجب تقييم خطر المحفظة التي كانت ستتكون بتوزيع للرأسمال المتوجب استثماره بين مختلف الأسواق، على نفس الشكل الذي تتوزع فيه المحفظة (p)، ومع الاحتفاظ في كل بلد بالأصول في إطار إستراتيجية سلبية. فإذا كان معامل الخطر في هذه المحفظة هو ($\beta_{zm\prime}$) فإن مردوديتها ستساوي: $R_f + \beta_{zm\prime}(R_{m\prime} - R_f)$

المبحث الثالث: نماذج تسيير محفظة استثمارية ومقاييس أدائها:

تعددت نماذج تسيير المحافظ الاستثمارية وكذلك تعددت مقاييس أدائها فهناك التقليدية والحديثة.

المطلب الأول: نماذج تسيير المحافظ الاستثمارية

هناك العديد من الباحثين الذين وجهوا اهتمامهم إلى موضوع تسيير المحافظ الاستثمارية، وعلى رأسهم ماركويتز صاحب النظرية المالية الحديثة، وعلى إثره ظهرت نماذج أخرى لتفسير العائد مقارنة بمخاطره.

أولا: نموذج ماركويتز

قام ماركويتز بتطوير طريقة لحل مشكلة المحفظة الاستثمارية عبر مقاربة (معدل- تباين) وبالإضافة إلى الاعتماد على مبدأ التنويع وقدم نموذج يفسر ذلك.

1- التعريف بالنموذج وافتراضاته: تنسب نظرية المحفظة الاستثمارية إلى هاري ماركويتز في مقالته الرائدة (sélection porte folio) في اختيار المحفظة عام 1952، فهو من الرواد الأوائل للنظرية المالية الحديثة والذي حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1990 بمشاركة وليام شارب وميرنن ميلز. ويعتبر نموذج ماركويتز المرجع الأساسي للعديد من الباحثين حيث ساهمت النظرية في إمكانية قياس مخاطر الاستثمار كميا وبالتالي لم يعتمد المستثمر على العائد المتوقع فقط كأساس لاختيار الاستثمارات بل أضيف إليه عامل المخاطرة. وبرهن ماركويتز، أن المحفظة يجب أن تخضع للعائد والمخاطرة، وقدم إطار للقياس الكمي لكليهما و العلاقة بين عائد الأوراق المالية ومخاطرها عند بناء المحفظة[1]. ويقوم نموذج ماركويتز على عدة فرضيات أساسية وهي[2]:

- يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات المتوقعة.
- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة.
- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة علما بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة.
- يتسم المستثمرون بالرشد والسلوك العقلاني.
- لا وجود للضرائب ولا تكاليف المعاملات.
- مجانية الإعلام وقابلية التوضيفات للتجزئة.

2- مبادئ التنويع: إن الميزة الرئيسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنويع أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطرة. ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها هذا التنويع وهي كالتالي:

---

[1] خروبي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص78.

[2] العديد من المراجع أهمها:

*هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص240.

*خروبي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص78.

أ- التنويع بناءا على جهة الإصدار: ويقصد بذلك توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة، ويدخل تحت هذا المبدأ أسلوبان للتنويع وهما التنويع الساذج (البسيط) وأسلوب ماركويتز[1].

- التنويع الساذج (البسيط): يقصد بالتنويع الساذج الاختيار العشوائي للأصول المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية، دون دراسة وتحليل، ويعني أنه كلما زاد عدد الأصول المالية بالمحفظة الاستثمارية، ينخفض حجم المخاطر الكلية لها. فمع كل أصل مالي إضافي تتقلص المخاطر غير المنتظمة إلى أن تقترب من الصفر، بينما تبقى المخاطر المنتظمة والتي يتم تعويض المستثمر عن تحمله لها[2]. وإضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها عدد من السلبيات وأهمها: صعوبة إدارة المحفظة، ارتفاع تكاليف المعاملات، واتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة[3].

- تنويع ماركويتز: (التنويع الكفء أو المثالي) يقصد به اختيار الأصول المالية للمحفظة الاستثمارية بناءا على دراسة وتحليل معامل الارتباط بين العوائد المختلفة لهذه الأصول. فإذا كانت العلاقة طردية بين عوائد الأصول، ارتفعت درجة المخاطر، وكلما انخفضت قيمة معامل الارتباط انخفضت مخاطر هذه المحفظة، والعكس صحيح[4].

ب- تنويع تواريخ الاستحقاق: تؤثر تقلبات أسعار الفائدة على القيمة السوقية للأوراق المالية، أي أن درجة استجابة القيمة السوقية للأوراق المالية، تزداد كلما زادت فترة الاستحقاق، أي أن خسارة المستثمر نتيجة ارتفاع سعر الفائدة تزداد في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، وتوجد ثلاث أساليب لتنويع تواريخ الاستحقاق وهي:

- الأسلوب الهجومي: تقوم فكرة هذا الأسلوب على توقعات حركة سعر الفائدة، فإذا توقع مدير المحفظة ارتفاع سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل واستبدالها بأوراق مالية قصيرة الأجل، أما إذا توقع انخفاض سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.

- تدرج تواريخ الاستحقاق: حسب هذه الإستراتيجية فإن المستثمر يقوم بتوزيع استثماراته داخل المحفظة بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متتالية[5].

- توزيع استثمارات بين أوراق مالية قصيرة وطويلة الأجل: ويقوم هذا المبدأ على توزيع الاستثمارات بالتساوي على الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل، لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة، في حين الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر استقرار العائد، كما تحقق له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية[6].

---

[1] المرجع السابق، ص81.

[2] مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، 2011، ص6، من الموقع:
http://www.olc.bu.edu.eg/ole/images/8th-11%20%281%29.pdf.p6, consulte le 19/10/2014.

[3] المرجع السابق، ص7.

[4] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص.ص.172-173.

[5] خروبي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص81.

[6] مفتاح صالح ومعارفي فريدة، **إدارة محافظ الأوراق المالية في البنوك التجارية**، مداخلة في الملتقى الدولي الثالث، حول إستراتيجية إدارة المخاطر الواقع والآفاق، جامعة الشلف، 2008، ص.5.

ج- التنويع الدولي: يعتبر أداة للقضاء على المخاطر المنتظمة للمحفظة، وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية مثل: السندات والأسهم الأجنبية. والذي يؤدي إلى تقليل المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية المحلية والعائد على الأوراق المالية الأجنبية صفرا أو سالبا أو موجبا غير تام[1].

3- نموذج السوق: يعتبر نموذج السوق من أشهر نماذج تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار في الأوراق المالية، تم تصوره من قبل ماركويتز، ويرتكز على فكرة ارتباط التغيرات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية بتأثرات السوق من جهة وبأساليب خاصة لكل أصل مالي، إذ يقسم نموذج السوق التغير الإيجابي لسعر سهم إلى قسمين[2]:

- جزء ينتج عن تأثير السوق وهو ما يدعي بالخطر النظامي.
- جزء ناتج عن الخصائص المتعلقة بالسهم، والتي تتمثل في التغيرات الطارئة على السعر.

لذلك يربط نموذج السوق عائد الورقة المالية وعائد محفظة السوق بعلاقة خطية، أي يفترض أن عائد الورقة هو دالة لعائد السوق فقط. يأخذ هذا النموذج الصيغة الرياضية التالية[3]: $R_{it} = \propto_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_i$

حيث: R_{it}: معدل العائد على السهم أو عائد السهم (i) في الفترة(t).

R_{mt} :معدل العائد للسوق أو عائد محفظة السوق(m) في الفترة(t).

$\propto_i$:مقدار ثابت يتوقف على خصائص السهم ويمثل عائده إذا ما كان عائد السوق معدوما. هندسيا هو نقطة تقاطع مستقيم الانحدار مع المحور العمودي، ويمكن ل($\propto_i$) أن يكون موجبا أو سالبا أو معدوما.

ε_i :الحد العشوائي لخط الانحدار، وهو يمثل المخاطر غير المنتظمة التي لا يمكن القضاء عليها بالتنويع.

β_i: معامل يعكس العلاقة بين عائد الورقة المالية وعائد السوق، فهو معامل التذبذب، هندسيا هو ميل المستقيم.

$\beta_i R_{mt}$:(حاصل ضرب β_i في R_{mt}) هو عائد السوق في الفترة(t).

4- الانتقادات الموجهة لإسقاط فروض ماركويتز:

إن الفرضية الأولى لماركويتز تنص على أن المحفظة المثلى التي يعتمد المستثمر فيه توجيه موارده المالية إليها لا تشمل على أصول خالية من المخاطرة، بل تشتمل فقط على أصول استثمارية خطرة. أما الفرض الأخير فيقضي أن المستثمر يعتمد بالكامل على موارده المالية في تمويل المحفظة المثلى دون أن يلجأ إلى الاقتراض لتدعيم تلك الموارد[4].

[1] محمد مطر فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص.181.

[2] B, jaquillat et B, solink, **les marches financiers et gestion portefeuille**, DUNOD, France, p.88.

[3] جبار محفوظ، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل الأدوات واستراتيجيات**، الجزء1، دار الهدى، الجزائر، ط1، 2012، ص125.

[4] إدارة وتكوين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار، جامعة القاهرة، ص17، من الموقع:
http://iespedia.com./orab/wp-content/uploads/2012/05/portfolioManagement_peps_3rd_FE_2012_pdf. Consulte le 7-11-2014.

ثانيا: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

يبنى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عدة افتراضات ويعمل على حصر المخاطر التي تؤثر على العائد في المعامل(β_i).

1- مدخل حول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: ظهر في خمسينات القرن الماضي، حيث اعتبرت مساهمات هاري ماركويتز بمثابة البداية لتطويره. بعد ذلك، أكمل كل من ويليام شارب، جاك ترينور وجون لينتر، إلى أن أصبح نموذجا متكاملا ومستعملا بكثرة في الأوساط المالية والاستثمارية ويعرف باختصار(CAPM)، حيث يهتم النموذج بالمخاطر المنتظمة فقط دون المخاطر غير المنتظمة لأنه بإمكان المستثمر التقليل منها بالتنويع، وبذلك فإن النموذج يربط بين العائد المطلوب على الأصول المختلفة وبين المخاطر المنتظمة. حيث يقوم المستثمر بتشكيل محفظة تتكون من الأصل الخال من الخطر المتمثل في أذونات الخزينة ومجموعة من الأصول الخطرة الأخرى[1]. وبذلك يستعمل هذا النموذج في تقييم أو تسعير المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات سواء بصورة فردية أو للمحفظة ككل. ويعتمد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على مجموعة من الافتراضات، وهي:

- أن المستثمر يجري تقييمه للمحافظ الاستثمارية البديلة على أساس متغيرين هما العائد والمخاطرة؛
- إن تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد فقط لفترة واحدة؛
- إن المستثمر يسعى دائما للمزيد من العائد ويبغض المخاطر؛
- إن الأصول المالية قابلة للتجزئة أي أن المستثمر يمكنه شراء أي كمية يرغبها في ورقة معينة[2].
- إن المستثمر يمكنه أن يقرض ويقترض على أساس معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة؛
- لا توجد ضرائب ولا تكلفة للصفقات والمعاملات؛
- إن المعلومات تصل إلى المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة؛
- جميع المستثمرون عقلانيون ويستثمرون بالمحافظ الكفؤة؛
- يملك جميع المستثمرون نفس التوقعات ويحللون الأوراق المالية بنفس الطريقة[3].

إن المحفظة التي يتم اختيارها لتحقيق الافتراضات السابقة يطلق عليها بالمحفظة السوقية، وهي المحفظة التي تضم كافة الأوراق المتداولة في سوق رأس المال والتي تلبي احتياجات كافة المستثمرين. وأن نسبة الاستثمارات في كل ورقة سيساوي ما تمثله قيمتها النسبية.

2- الصيغة الرياضية لنموذج (CAPM) وشرح مكوناته:

أ- الصيغة الرياضية: يعبر عن العلاقة بين العائد والمخاطر باستعمال الانحراف المعياري والمعامل بيتا كمقياس للمخاطرة، كما يعطينا النموذج معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الخطرة، سواء كانت ورقة مالية أو محفظة

[1] جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.ص.127-129.

[2] حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق، الأردن، ط1، 2004، ص.159.

[3] مؤيد عبد الرحمن الدوري و حسين محمد سلامه، **أساسيات الإدارة المالية**، دار الراية للنشر والتوزيع، ط1، 2013، ص.213.

من الأوراق، انطلاقا من العائد على الاستثمار الخالي من الخطر وعلاوة الخطر يأخذ النموذج الصيغة الرياضية التالية[1]:

$$R_p = R_f + \frac{R_m - R_f}{\delta_m} . \delta_p$$

(R_p): معدل العائد المطلوب على المحفظة ذات الكفاءة.

(R_f): معدل العائد على الاستثمار الخال من المخاطر، ويمثل التخلي عن السيولة مقابل هذا العائد.

(R_m): معدل العائد المطلوب على الاستثمار في محفظة السوق.

(δ_p): الانحراف المعياري لعوائد المحفظة(p) أي حجم مخاطرها. (δ_m):الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق.

($R_m - R_f$): يمثل الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطر ويتمثل بعدم الاكتفاء بالاستثمار في الأصول الخالية من المخاطر فقط، وإنما قبول مستوى معين من المخاطرة مقداره(δ_m) وبتوظيف جزء من مصادره في أصول إضافية خطرة فهو علاوة المخاطر، لهذا يعرف النموذج بعملية تسعير المخاطر، كما يمثل مقدار الزيادة في العائد المطلوب من قبل المستثمر، مقابل إقدامه على الاستثمار في محفظة السوق.

($\frac{R_m - R_f}{\delta_m}$) هو ميل الدالة(R_p) ويمثل سعر أو علاوة وحدة المخاطر، كما يعكس أيضا الموقف الكلي للمستثمرين اتجاه المخاطر.

ب- شرح مكونات النموذج:

- معامل بيتا(β): يعتبر جوهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، هو ميل دالة الانحدار الخطي البسيط ومقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، ويقيس بيتا حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد المحفظة في السوق. ويعتمد في حسابه على البيانات التاريخية لعوائد السهم وعوائد محفظة السوق المالية[2]. وإحصائيا تمثل التباين المشترك بين عائد الورقة المالية والسوق وعلى تباين عوائد السوق وفق الصيغة التالية: $\beta = \frac{cov(R_s * R_m)}{\delta r_m^2}$

$cov(R_s . R_m)$:التباين المشترك بين عائد الورقة المالية(R_s) وعائد السوق(R_m) وهو حاصل ضرب معامل الارتباط (r) بين العائدين بكل الانحراف المعياري لعائد الورقة(δr_s^2) والانحراف المعياري لعائد السوق(δr_m^2) [3].

وتختلف الأسهم في مخاطرتها وفي قيمة معامل بيتا لكل منها فالأسهم التي تمتلك معامل ($\beta > 1$) تسمى بالأسهم المجازفة ويكون تقلب عوائد هذه الأسهم أكبر من التقلب في عوائد محفظة السوق، أما الأسهم التي لها معامل بيتا ($\beta < 1$) تسمى بالأسهم الدفاعية ويكون تقلب عوائدها أقل من التقلب في عوائد محفظة السوق، والأسهم التي لها معامل ($\beta = 1$) هي الأسهم الحيادية وتقلب عوائد هذه الأسهم بنفس درجة تقلب عوائد محفظة السوق[4].

[1] جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.130.

[2] محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار**، دار إثراء، الأردن، ط1، 2013، ص.80.

[3] حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق، الأردن، ط1، 2004مرجع سبق ذكره، ص.163.

[4] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص.81.

– معدل العائد على الاستثمار الخال من المخاطرة: إن المستثمر يطلب عند استثمار أمواله عائدا لتعويضه عن الحرمان بسبب تأخير الحصول على المنفعة، ويتحدد العائد بمقدار ما يمكن أن يحققه فيما لو استثمر أمواله في مجال أخر لا يتعرض إلى أي مخاطرة، وهذا العائد يتمثل في عائد الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل مثل السندات الحكومية، وذلك لأن سعر الفائدة عليها منخفض جدا قياسا بأسعار الفائدة الأخرى.

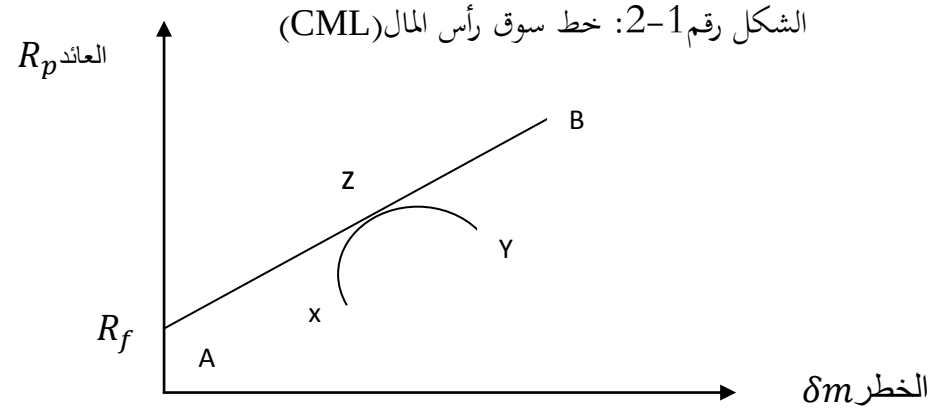
– علاوة المخاطرة: يعبر عن مقدار العائد الذي يطلبه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التشغيلية والمالية التي تتعرض لها أمواله نتيجة استثمارها في منشآت أخرى، ونظرا لأن علاوة المخاطرة تعتمد على درجة تفادي المستثمر للمخاطر وعليه فإن[1]: علاوة المخاطر السوقية= معدل العائد المتوقع في السوق– معدل العائد الخال من الخطر

3– خط سوق الأوراق المالية(SML) وخط سوق رأس المال(CML):

أ– خط سوق الأوراق المالية: يعبر خط سوق رأس المال(SML) عن العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية للسهم[2]، ويعتمد منطق معادلة خط سوق الاستثمار على أن معدل العائد المتوقع على الاستثمار لأي سهم عادي يتكون من عائد خال من المخاطر مضافا إليه عامل المخاطرة المعدل المتأتي من حاصل ضرب علاوة المخاطرة المطلوبة لعائد السوق في مخاطرة السهم(βi). وعندما تزداد المخاطرة فإن معدل العائد المتوقع سيزداد أي أن العلاقة بين معدل العائد المتوقع والمخاطرة النظامية علاقة طردية موجبة. وقد حددت طريقة احتساب (SML) إحصائيا حسب الصيغة التالية: $R_p = R_f + (R_m - R_f)\beta_j$

ب– خط سوق رأس المال (CML): إن المدخل الواسع لنموذج(CMPC) هو تطوير خط رأس المال، فالشكل التالي يبدأ أولا مع كل المحافظ الكفؤة المتاحة والمكونة من الأوراق المالية الخطرة، ثم يضيف الخط(AB) الذي يبدأ مع (R_f) على المحور العمودي ويلامس الحد الكفؤ[3]. إن الخط(AB) هو خط سوق رأس المال، وكل نقطة على هذا الخط تمثل مجموعة من الأوراق المالية عديمة المخاطرة، ومحفظة تضم أوراق مالية خطرة.

الشكل رقم1–2: خط سوق رأس المال(CML)



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص.161.

[1] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص.ص.161–162.

[2] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص82.

[3] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص.160.

إن النقطة(Z) هي نقطة تماس تبين محفظة تتكون من أوراق مالية خطرة فقط وإلى يمين النقطة(Z) سيكون أي مستثمر يستخدم الهامش لزيادة عوائده، وعليه الخط(AZB) يصبح الحد الكفء. إن المجموعات المؤلفة من العائد والمخاطرة على هذا الخط تمثل أفضل محافظ ممكن الحصول عليها، وهذه المجموعات تتراوح بين المحافظ عديمة المخاطرة والمحافظ التي فيها الأوراق المالية التي يتم شراؤها بالهامش. وعليه فإن معادلة خط سوق رأس المال(CML) هي: $R_p = R_f + \frac{R_f - R_m}{\delta m}$

توجد اختلافات بين خط سوق الأوراق المالية وخط سوق رأس المال برغم من أن كليهما خطين يقيسان العلاقة بين المخاطرة والعائد، وهذه الاختلافات هي[1]:

- يقيس خط (SML) العلاقة بين المخاطرة والعائد للاستثمار الفردي أو السهم العادي الواحد، بينما يقيس خط (CML) العلاقة بين المخاطرة والعائد للمحفظة.

- تقع المحافظ الكفؤة على الخطين (CML) و(SML) بينما المحافظ غير الكفؤة تقع على خط سوق الأوراق المالية(SML) فقط، وتمثل النسبة المعدة للاستثمار أوزان تلك العوائد حيث أن جميع الاستثمارات تقع على خط (SML) لذلك فإن جميع المحافظ المكونة لتلك الاستثمارات تقع على الخط نفسه.

- تقاس مخاطرة الاستثمارات الفردية أو الأسهم العادية بالتباين المشترك بدلا من الانحراف المعياري في (SML) بينما يستخدم الانحراف المعياري للمحفظة في (CML).

- يظهر سعر المخاطرة وهي الفرق بين العائد المتوقع لمحفظة السوق والعائد الخال من الخطر $(Rm - Rf)$ في (SML) كعائد سوق إضافي بالتباين لعوائد السوق في مقام الكسر بدلا من الانحراف المعياري. فتظهر معادلة (CML) كما يلي: $R_p = R_f + \frac{R_m - R_f}{\delta_m}\delta_p$

أما معادلة (SML) فتظهر وفق الصيغة التالية: $R_p = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$

4- الانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية: هناك عدة انتقادات، ونذكر منها ما يلي:

- إسقاط فرضية تساوي معدل الإقراض والاقتراض: إن قيام المستثمر بالإقراض والاقتراض بمعدل فائدة متساوي أمر غير منطقي، فافتراض الإقراض بمعدل مساوي لمعدل العائد الخال من المخاطرة يبدو أمرا واقعيا، أما الاقتراض بهذا المعدل فيبدو أمرا غير منطقيا، بل يكون العائد على الاقتراض أكبر[2].

- إسقاط فرضية الإقراض والاقتراض بمعدل فائدة خال من الخطر: أكد بلاك في 1972 أن أذونات الخزينة ليست أوراق مالية خالية من المخاطر لأنها تتعرض لخطر التضخم، وبالتالي يمكن استبداله بالاستثمار ذو معامل بيتا مساوي للصفر.

[1] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص.ص.86-87.

[2] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص.310.

– هناك عوامل أخرى تؤثر في العائد المتوقع وهذا مغاير لما توصل إليه النموذج الذي أقر بأن العائد يتغير بتأثير من معامل بيتا فقط.

– انتقاد رول: قدم ريتشارد رول سنة 1977 أن وجود محفظة السوق على حدود المجموعة الكفؤة هو الأمر الذي أدى إلى وجود علاقة خطية بين العائد المتوقع ومعامل بيتا، إلا أنه من الممكن أن نطبق هذه العلاقة على أي محفظة توجد على الحد الكفء، مما يجعل إمكانية اختيار النموذج أو استعماله بطريقة علمية يلزم علينا أولا أن نتأكد من أن هذه المحفظة هي فعلا كفؤة وهي محفظة السوق[1].

ثالثا: نموذج التسعير بالمراجحة:

إن نموذج التسعير بالمراجحة، طور أساسا عن طريق العالم ستيفن روز عام 1976 في منتصف السبعينات من القرن الماضي، من خلال سعيه إلى إضافة عوامل أخرى في تفسيره لعوائد السهم، فهي تعبر عن نموذج متعدد العوامل. فالمراجحة بمفهومها البسيط هي عملية لزيادة العوائد بدون تكاليف بواسطة الاستفادة من فرصة عدم كفاءة التسعير، للحصول على ربح ببناء محفظة استثمارية صفرية. والمقصود بالاستثمار الصفري أن المستثمر سوف لا يحتاج إلى أي مبلغ من أمواله الخاصة إذ يستطيع أن يقوم بالبيع على المكشوف لأصل أو أكثر واستخدام حصيلة بيع ذلك الأصل بشراء طويل لأصل أو أكثر[2]. وهو نموذج للتوازن يحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية والعوامل المؤثرة في ذلك العائد، ويقوم النموذج على الافتراضات التالية[3]:

– تتميز أسواق رؤوس الأموال بالمنافسة الكاملة وإمكانية البيع على المكشوف.

– يسعى المستثمرون لتعظيم ثرواتهم في ظروف التأكد.

– يتأثر عائد الورقة المالية بمجموعة من العوامل، الأمر الذي يحتم تمثيل تلك العلاقة بنموذج متعدد العوامل.

وقد أضاف هارينجتن، التون وجريبر ثلاث فروض أخرى وهي[4]:

– تجانس توقعات المستثمرين بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة في عائد الورقة المالية.

– لا توجد مخاطر تحيط بفرص المراجحة، وتساوي بين معدل الإقراض ومعدل الاقتراض.

1– الصيغة الرياضية لنموذج التسعير بالمراجحة: إن نموذج المراجحة يفرض أن عائد أصل (i) هو علاقة خطية (m) عوامل، ويمكن التعبير عن العلاقة بين العائد والعوامل على الشكل التالي[5]:

$$R_{it} = a_{0t} + b_{i1}F_{1t} + b_{2i}F_{2t} + \cdots + b_{im}\overline{F_m} + \overline{e_i}$$

$$\text{avec i=1.....n} \quad = a_{ot} + \sum b_{ik}\overline{F_{kt}} + \overline{e_{it}}$$

حيث: (b_{ik}) يمثل حساسية عوائد الأوراق المالية(i) عند مستوى العامل (K).

[1] بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص.75.

[2] مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص.ص.273-274.

[3] جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.153.

[4] بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص.84 .

[5] جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.158.

(F_{kt}): تمثل العوامل، أو الأحداث في فترة زمنية واحدة، والتي تؤثر على كافة الأوراق المالية أو مجموعة منها.

($a_{ot} = R_p$): يمثل العائد المتوقع على جميع الأوراق المالية عندما تكون قيمة جميع العوائد تساوي الصفر.

($\overline{e_{it}}$) :يمثل العائد الذي يخص فقط الورقة المالية(i) في الفترة(t) وهو الخطر المنوع للأصل وله عائد وتباين معدوم وذلك مهما كانت العوامل(K).

نفترض أن عدد العوامل الخطرة هي ضعيفة مقارنة بعدد الأصول المكونة للمحفظة. ويمكن كتابة حساسية (b_{pk}) لمختلف العوامل للمحفظة(p) مهما كانت موصوفة بأوزان (h_i) والتي تساوي[1]:

$$b_{pk} = \sum_{i=1}^{n} h_i b_{ik} \qquad k=1....n \qquad et \quad \sum_{i=1}^{n} h_i = 1$$

2- التوازن في نموذج(APT): حسب نموذج تسعير المراجحة فإن الأوراق المالية التي تتعرض لنفس العوامل تحقق نفس العائد. وهو ما يسمى بقانون السعر الواحد، وعند عدم حدوث هذا القانون تبدأ عملية المراجحة، حيث يقوم المراجحون بالاندفاع لشراء الورقة ذات العائد المتوقع أن يرتفع ويبيع الورقة ذات العائد المتوقع أن ينخفض، والنتيجة هي ارتفاع سعر الورقة المالية ومنه ارتفاع عائدها، وتستمر العملية إلى أن يتساوى عائد الورقتين، أي تختفي أرباح المراجحة، ويصبح عائد الورقة المالية عبارة عن عائد يعوض عن المخاطر المصاحبة للعوامل بالإضافة إلى عائد مقابل الزمن أي على استثمار خال من المخاطر وعليه فالنظرية هي نظرية توازن.حيث يقوم المراجح ببيع محفظة لا يملكها أي يقوم بتمويل شراء المحفظة البديلة للمحفظة الأولى، مما يجعله يتفادى كليا المخاطر ويحقق عائد خال من المخاطرة ناجم عن الفرق بين عائدي المحفظتين ويطلق عليه بالمحفظة ذات المعامل بيتا المعدوم[2].

3-الانتقادات الموجهة لنموذج(APT): يؤخذ عليه بعض النقائص نلخصها فيما يلي[3]:

- صعوبة في تطبيق نموذج(APT)فيما يتعلق بتحديد العدد الحقيقي للعوامل التي تميز عملية توليد العوائد.
- عند تطبيق النموذج على محافظ مختلفة فإن عدد العوامل قد يتغير.
- صعوبة تتمثل في إمكانية تأثر(APT) بالاختلاف في متوسط العوائد بين الشركات الصغيرة والكبيرة.

4- مقارنة بين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج التسعير بالمراجحة: يعتبر كلا النموذجان نماذج بديلة للعائد والخطر، ويمكن إيجاز أهم الاختلافات فيما يلي[4]:

- نموذج (CAPM) ينتقل عبر مناقشة المجموعات الكفؤة، حيث يبدأ بعرض حالة وجود أصلين يحملان درجة من الخطر، ثم ينتقل إلى حالة وجود العديد من الأصول الخطرة، وأخيرا يعرض حالة إضافة أصل خال من الخطر إلى تلك الأصول الخطرة. هذا النوع من العرض يصعب تحقيقه مع APT ومن ناحية أخرى يقوم هذا النموذج بإضافة عوامل حتى يصبح المخاطر الخاصة لأي ورقة غير مرتبط بالمخاطر الخاصة لأي ورقة أخرى.

[1] Erwan LE Saout, op.cit. p.p.230-231.

[2] منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص.516.

[3] مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص.289.

[4] محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006، ص.369.

- نموذج(APT)يستطيع التعامل مع عوامل متعددة بينما يتجاهل(CAPM) تلك العوامل.

رابعا: نماذج متعددة العوامل لفاما وفرانش:

ارتكز الباحثان الأمريكيان فاما وفرانش في تطوير النموذج على الجوانب التطبيقية العلمية من جهة، وعلى خصائص الشركة أو الورقة المعنية من جهة ثانية. فحاولا الوصول إلى العائد انطلاقا من خصوصيات الشركة أو الورقة المعنية وليس من العوامل أو المؤشرات الاقتصادية العامة، كما هو الحال في نموذج(APT)، وبذلك فقد اعتبر أن مصادر المخاطر المنتظمة هي تلك الخصوصيات، بالإضافة إلى عامل السوق. حصر نموذج فاما وفرانش تلك الخصوصيات من خلال الملاحظة العينية في[1]:

- حجم الشركة، مقاسا بقيمتها السوقية.
- نسبة القيمة الدفترية لرأس المال الخاص إلى القيمة السوقية لرأس المال (book-to-value ratio).

ولقد تم اختيار هذين العاملين لقدرتهما التوقعية لعوائد الأوراق المالية وبالتالي مخاطرها وكذا علاوات المخاطر المتعلقة بها. ويعبر عن نموذج فاما وفرانش بالصيغة الرياضية التالية:

$$R_i = \alpha_i + B_{IM}R_{MT} + B_{iSMB}SMB_t + B_{iHML}HML_t + e_{it}$$

حيث (α_i): قيمة ثابتة. (R_i): معدل العائد على الورقة(i) في الفترة(t).

(B_{IM}):حساسية الوقة تجاه التغيرات في معدل لمحفظة السوق.

(R_{MT}): معدل العائد المطلوب على الاستثمار في محفظة السوق.

(SMB_t):Small Minus Big الفرق بين عائد المحفظة المكونة من أسهم صغيرة وعائد الأسهم الكبيرة.

(HML_t):High Minus Low الفرق بين عائد المحفظة تمتاز بنسبة عالية من القيمة الدفترية لرأس المال الخاص إلى القيمة السوقية لرأس المال الخاص، وعائد محفظة تمتاز بنسبة منخفضة منها.

(B_{iSMB}): حساسية الورقة للفرق الأول (i) ، أي استجابتها للحجم.

(B_{iHML}): حساسية الورقة(i) للفرق الثاني، أي استجابتها لنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لرأس المال.

(e_{it}): الحد العشوائي في النموذج.

بعض الكتاب يفضل إعطاء نموذج فاما وفرانش بالشكل التالي:

$$R_i - R_f = \alpha_i + B_i(R_m - R_f) + B_{i2}(R_{Small} - R_{Big}) + B_{i3}(R_{High} - R_{Low})$$

حيث يمثل ($R_m - R_f$): علاوة مخاطر السوق.

($R_{Small} - R_{Big}$): علاوة مخاطر الحجم، على أساس الأوراق التابعة للشركات الصغيرة أعلى حساسية للتغيرات في الظروف من أوراق الشركات الكبيرة، أي الشركات الصغيرة أعلى مخاطرة وبالتالي عائد مطلوب أعلى لتعويض تلك المخاطرة.

($R_{High} - R_{Low}$): علاوة المخاطر عن أثر نسبة القيمة الدفترية لرأس المال إلى القيمة السوقية لرأس الخاص،

[1] جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.163.

حيث كلما كانت هذه النسبة أعلى كلما كانت مخاطر الاستثمار في الورقة المالية المعنية أعلى وبالتالي عائد مطلوب (R_i) أعلى. إذا كانت القيمة الدفترية لرأس المال الخاص/القيمة السوقية لرأس المال الخاص أكبر من القيمة الدفترية، وهو أمر ايجابي والشركة واعدة والعكس بالعكس. وبذلك يمكن القول أن علاوة المخاطر المنتظمة طبقا لنموذج فاما وفرانش تتكون من علاوة مخاطر السوق وعلاوة الحجم وعلاوة نسبة القيمة الدفترية لرأس المال الخاص إلى القيمة السوقية له مرجحة بحساسيتها للعوامل الثلاثة بالإضافة إلى قيمة ثابتة، يشترك نموذج فاما وفرانش في تحديد العائد المطلوب للورقة المالية مع نموذج (CAPM) في عامل السوق ويحصر بقية عوامل المخاطرة في العوامل المشتركة والتي جاء بها نموذج التسعير بالمراجحة في عاملين أساسين هما عامل الحجم وعامل نسبة رأس المال الخاص إلى القيمة السوقية. وهو من النماذج متعدد العوامل[1].

المطلب الثاني: مقاييس أداء المحافظ الاستثمارية

تعتبر عملية تقييم أداء المحافظ الاستثمارية من الأساليب الرقابية التي تؤدي إلى تحسين أداء المحفظة ولقد تعددت طرق قياس أداء المحافظ.

أولا: أسس قياس أداء مدير المحافظ الاستثمارية

عملية تقييم أداء المحافظ الاستثمارية ترتكز في الأساس على مدير المحفظة والعمل على تقييم أداءه للحكم على مدى فعاليته.

1- مبادئ تقييم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية: يخضع تقييم أداء المحافظ الاستثمارية إلى عدة مبادئ منها[2]:

- إن قياس قيمة صافي أصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية أو القيمة العادلة للأصول.
- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات بعد اخذ حساسية أصول المحفظة.
- يجب أن يكون العائد على الاستثمار المعتمد أساسا لتقييم أداء إدارة المحفظة هو عائدها الإجمالي.
- يجب احتساب العائد على الاستثمار بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات.
- يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار مراعاة عنصري العائد والمخاطرة معا.
- من المفيد أن تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاسا بأحد المؤشرات المالية.

2- خطوات قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية: يتم قياس أداء مدير المحفظة عبر الخطوات الرئيسية التالية:

أ- تحديد قيمة أداء مدير المحفظة: يحدد هذا المؤشر من خلال تحديد العلاقة بين ثلاثة متغيرات هي[3]:

معدل العائد المرجح للمحفظة، معدل العائد للأصل عديم المخاطرة، المخاطرة المرجحة للمحفظة، ويعطى هذا المؤشر وفقا للعلاقة التالية : $R = \frac{R_P - R_f}{\sigma_p}$

[1] جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.166.

[2] محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص.185.

[3] المرجع السابق، ص.186.

ب- تصنيف أداء مدير المحفظة[1]: يمكن تصنيف أداء مدير المحفظة على النحو التالي:

-أداء جيد: يكون أداء المدير جيد عندما يكون عائد أعلى من خط السوق.

-أداء مقبول: يكون أداء المدير مقبول عندما يكون عائد المحفظة على خط السوق.

-أداء غير مقبول: يكون أداء مدير المحفظة مرفوض عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق.

ثانيا: الطرق التقليدية لقياس أداء المحافظ الاستثمارية

تعتمد الطرق التقليدية لقياس أداء المحافظ الاستثمارية على أسلوبين البسيط والعلمي الذي يعتمد على ثلاث مؤشرات رئيسية.

1 - الأسلوب البسيط: يعتمد الأسلوب البسيط في قياس أداء المحفظة على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة (يوم، أسبوع، شهر)، عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة، نسبة إلى كلفة الاستثمار. ويتم حساب معدل العائد على المبلغ المستثمر عن طريق المعادلة التالية[2]: $R = \frac{(P_1 - P_0) + D + D_c}{P_0}$

حيث: P_0 :قيمة الأصل في بداية الفترة (سعر الشراء). P_1 :قيمة الأصل في نهاية الفترة (سعر البيع).

D :توزيعات الأرباح (الإيرادات). D_c : توزيعات الأرباح الرأسمالية.

R :معدل العائد على الاستثمار $(P_1 - P_0)$: الأرباح الرأسمالية.

وإنطلاقا من هذا المعدل تتم المفاضلة وتحديد أداء المحفظة ومقارنتها بمحفظة أخرى، غير أن النقطة السلبية بالنسبة لهذا المعيار هي أنه لم يأخذ بعين الاعتبار كل من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

2- الأسلوب العلمي: نلاحظ أن الأسلوب البسيط غير كاف، لأنه اعتمد فقط على معدل العائد على المبلغ المستثمر. لهذا ظهر أسلوب يعتمد على معدل العائد للمحفظة، وهناك أكثر من مقياس، نذكر منها:

أ- مقياس شارب Sharpe 1966: هو احد مقاييس الأداء ويحسب بقسمة معدل العائد الإضافي للمحفظة لمدة معينة على الانحراف المعياري للعائد في تلك المدة. إن البسط هو عائد المحفظة التراكمي مقارنة مع بدائل الاستثمار في الموجودات الخالية من المخاطرة، والمقام هو التراكم في تقلبات المحفظة مقارنة مع بدائل خالية من الخطر. ومعادلة المقياس هي[3]: $S_t = \frac{ER_{pt} - ER_f}{\sigma_{R_{pt}}}$

حيث: S_t: مؤشر شارب. $\sigma_{R_{pt}}$:الانحراف المعياري (المخاطرة).

ER_{pt} :معدل العائد المتوقع للمحفظة.

يتضح من خلال الصيغة السابقة أن نسبة شارب تقيس مستوى كفاءة أداء المحفظة بمدى قدرتها في تحقيق عائد إضافي عن معدل العائد الخالي من المخاطرة.وكلما كانت نتيجة النسبة عالية فإن ذلك يعني أن أداء

[1] غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص.ص.223-224.

[2] المرجع السابق، ص.204.

[3] سعدي احمد حميد الموسوي، **تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياس Mودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفؤة**، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، العدد24، بدون سنة نشر، ص.70.

المحفظة جيد إن العوائد السلبية سوف تولد نسبة شارب سلبية وعادة ما يصعب تفسير نسبة شارب إذا كانت سلبية[1].

ب- مقياس Treynor 1965: يستند هذا المؤشر على ملاحظة علاوة المخاطرة المتحققة للمحفظة لكل وحدة من المخاطرة. وقد ميز بموجبه بين المخاطرة الكلية والمخاطرة النظامية لعوائد الأوراق المالية، ويحسب هذا المقياس بقسمة معدل العائد الإضافي والمساوي إلى (معدل العائد المتوقع للمحفظة – معدل العائد الخالي من المخاطرة) على بيتا المحفظة، حيث كلما زادت النسبة كان أداء المحفظة أفضل لهذا تدرج المحافظ من حيث الأفضلية من الأعلى إلى الأدنى ويقاس أداء المحفظة وفق المعادلة التالية[2]: $T = \frac{ER_P - ER_f}{B_P}$

حيث: ER_P : معدل عائد المحفظة. B_P:بيتا المحفظة. ER_f :معدل العائد الخالي من المخاطرة.

ج- مقياس Jensen 1968: قدم جنسن نموذجا لقياس أداء المحفظة عرف بمعامل ألفا وتقوم على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد[3]. فالمقدار الأول يعبر عن مقدار العائد الإضافي، والمقدار الثاني يعبر عن علاوة خطر السوق، ويقاس أداء المحفظة وفق المعادلة التالية[4]: $J_P = (ER_P - R_f) - (ER_m - R_f)\beta_P$

ويشار إلى مقياس Jensenبالرمز α_P

حيث: J_P:مقياس Jensen

ER_m:معدل العائد على محفظة السوق. β_P :معامل بيتا للمخاطرة النظامية للمحفظة.

يفترض Jensen توازن السوق المالية مما يؤدي إلى أن ألفا المحفظة ستكون صفرا وذلك دليل على أن أداء المحفظة يماثل أداء محفظة السوق، أما إذا كانت ألفا سالبة. فان ذلك دليل على الأداء الضعيف للمحفظة. وكلما زادت قيمة ألفا كان أداء المحفظة في تحقيق عائد يفوق عائد السوق[5].

ثالثا : الطرق الحديثة لقياس أداء المحافظ الاستثمارية

نتيجة الانتقادات التي وجهت إلى الطرق التقليدية ظهرت مقاييس جديدة لقياس الأداء.

1-طريقة كورنال 1979: اعتمد على مبدأ رئيسي يرتبط بالمدير صاحب الأداء الجيد، وهذا النوع من المدراء هو الذي يختار أصول مالية تكون محفظته المالية وتحقق عائد اكبر من العائد المعتاد، فالطريقة تعتمد على قياس العائد غير العادي، وبالتالي يكفي دراسة مكونات محفظته المالية حتى يتم الحكم على هذا المدير[6].

---

[1] إلياس خضير الحمدوني، **تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد4، العدد7، الأردن، 2011، ص.319.

[2] محمد علي إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص.437.

[3] ريمة العمري بلفيطح وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.14.

[4] محمد علي إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص.441.

[5] سعدي احمد محمد الموسوي، مرجع سبق ذكره،ص.8.

[6] Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille-analyse quantitative de la rentabilité et des risque**, Pearson , France , 2004 , P .271.

2- قياس قرينيلاط وتيتمان 1989 : لقد اقترح كلا من قرينيلاط وتيتمان مقياسا يعتبر كتطوير لمؤشر جونس، حيث يحسب بالمتوسط المرجح بالأوزان للفرق بين عائد المحفظة الواقعة على الحد الكفء والعائد الخالي من المخاطرة، حيث مجموع الأوزان مساوي للواحد

والفرق بين العائدين مساوي للصفر و يكون المؤشر كما يلي[1]: $GB = \sum_{t=1}^{T} W_t \left(R_{P_t} - R_{f_t}\right)$

حيث: W_t :الوزن في نسبة مخصصات المحفظة في الفترةt. R_{P_t} :عائد المحفظة في الفترة t

R_{f_t} :العائد الخالي من الخطر خلال الفترة

3- قياس أداء المحفظة انطلاقا من نموذج التسعير بالمراجحة: هذا القياس شبيه بطريقة جونسن فيما يخص المبدأ، وتنص هذه الطريقة على أن الفرق بين عائد المحفظة والعائد على الأصل الخالي من المخاطرة هو عبارة عن توليفة مرتبطة ب k عوامل عامة وعامل خاص بالمحفظة، وقد تم عرض النموذج

بالصيغة التالية[2]: $R_{P_t} - R_{f_t} = \alpha_P + \beta_{P_1} F_1 + \cdots + \beta_{P_k} F_k$

حيث: R_{p_t}: عائد المحفظة p. (F_k) :العائد المرتبط بالعامل k.

β_{P_1} : معامل حساسية المحفظة pللعامل k. α_P :العائد غير المفسر بالنموذج .

المطلب الثالث: مقارنة بين مقاييس أداء المحافظ الاستثمارية

تشترك المقاييس التقليدية لأداء المحافظ الاستثمارية في نقاط وتختلف فيما بينها في نقاط عدة.

أولا :أوجه التشابه بين مقاييس أداء المحافظ ا لاستثمارية

تتميز الطرق الثلاثة التقليدية لقياس أداء المحفظة (شارب، جونسن، ترينور) بدرجة كبيرة من التشابه وسنوضح ذلك من خلال النقاط التالية[3]:

- اعتمد نموذج شارب وترينور على نفس المقياس، معدل المردودية التاريخية الصافي من المعدل بدون خطر.
- يعتمد شارب وترينور على توزيع الأصول بالنسبة للمستثمرين حيث إذا كانت معظم الثروة مستثمرة في نفس المحفظة، سيقع الاختيار على مؤشر شارب لأنه يولي الاهتمام الأكبر للخطر الكلي للمحفظة، وبالمقابل إذا مثلت المحفظة جزء فقط من ثروة المستثمر هذا يعني استخدام التقلب ومنه الاعتماد على مؤشر ترينور يعتبر الأنسب.
- يرتبط مؤشر شارب وترينور على معامل مضاعف، كما أنهما يتقاربان كذلك مع مؤشر جونسن.

[1] بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص.104.

[2] Pascal Grandi, **Mesure de Performance des Fonds-Méthode résultats**, Économica, France, 1998, P.P.55-56.

[3] سارة عبدلي، مرجع سبق ذكره، ص.48.

ثانيا: أوجه الاختلاف بين مقاييس أداء المحافظ الاستثمارية

لو قمنا بالمقارنة بين الطرق الثلاثة التقليدية فانه يتضح لنا ما يلي[1]:

- يختلف مقياس شارب عن مقياس ترينور في قياس المخاطر، إذ يعتمد شارب على الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر، أما ترينور فيعتمد على معامل بيتا.

- يعتمد نموذج جنسن مباشرة على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتطوير او تكوين تقدير الأداء، فهو لا يشبه إلى حد ما مقياس ترينور من صلة قياس الأداء. فإذا كانت الاستثمارات المقيمة قد تم تنويعها بصورة كاملة فان مؤشر ترينور يساوي مؤشر شارب.

[1] خروبي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص.96.

خلاصة الفصل الأول

تعد المحافظ الاستثمارية من المواضيع التي لاقت رواجا في عالم الاستثمار، فتكوينها يعتبر بمثابة سياسة استثمارية حديثة، وهو عملية صعبة ومحفوفة بالعديد من المخاطر الناتجة عن التغيرات البيئية والتي يكون لها اثر كبير على نجاح آو فشل عمليات الاستثمار. ورغم تعدد أنواع المحافظ الاستثمارية إلا أن جميعها تهدف إلى تحقيق عوائد كبيرة وذلك من خلال العمل على المزج بين الأصول الاستثمارية المكونة لها، مما يجعل عملية تكوين المحافظ الاستثمارية عملية معقدة تتحكم فيها مجموعة من القيود والمحددات.

يسعى أي مستثمر إلى تكوين محفظة استثمارية مثلى تتوافق مع رغباته وتفضيلاته اتجاه العائد والخطر. حيث تلعب سياسات تسيير المحافظ الاستثمارية دورا في تحديد سلوك المستثمر اتجاه الخطر وتؤثر على تشكيلة أصولها. وتبعا لذلك ظهرت عدة نماذج علمية كان لها اثر كبير في تغيير الطريقة التي يتم فيها اتخاذ القرار الاستثماري، وكان على رأسها نظرية ماركويتز التي تعتبر كنقطة انطلاق ثم ظهرت نماذج أخرى عنيت كلها بالعوامل المؤثرة على عائد المحفظة وعلاقتها بخطرها.

بعد تسيير المحافظ الاستثمارية تأتي عملية تقييم أداء المحافظ للحكم على مدى كفاءتها، حيث تم تقسيمها إلى طرق تقليدية والتي سرعان ما احدث تعديل عليها أدى إلى ظهور طرق حديثة.

الفصل الثاني:
خطر سعر الصرف وأثره على المحفظة الإستثمارية

تمهيد

إن لأسعار الصرف دورا أساسيا في الحياة الاقتصادية وليس هناك مجتمع يعيش بمنأى عن التأثر بالتغيرات الطارئة في سوق صرف العملات، والشيء الذي يزيد من أهمية سعر الصرف هو طابع العالمية الذي تتسم به أسواق الصرف، وعلى هذا الأساس أصبح المجتمع الاقتصادي يعيش تحولات في الأنظمة النقدية هامة حيث انتقل من سعر الصرف الثابت إلى نظام استقرار أسعار الصرف ثم نظام تعويم أسعار الصرف. ويمكن تحديد أو تفسير سعر الصرف بنظريات مختلفة خاصة وان أسعار الصرف لا يمكن توقعها لشدة تغيرها مما يؤدي إلى ظهور أخطار كبيرة وكثيرة.

إن موضوع تقلبات أسعار الصرف له أهمية كبيرة توليها الدراسات الاقتصادية والمالية، وتأتي أهمية ذلك من خلال الآثار التي يحدثها التغير في سعر الصرف على المؤشرات الاقتصادية الكلية بشكل عام وعلى المؤشرات الاقتصادية الجزئية بشكل خاص.

وسيتم التطرق من خلال هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي حول سعر الصرف

المبحث الثاني: خطر سعر الصرف

المبحث الثالث: أثر الخطر الناجم عن تقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية.

المبحث الأول: عموميات حول سعر الصرف

يقود الحديث عن سعر الصرف إلى إعطاء مفهوم شامل لسعر الصرف ومختلف أنواعه وكذا معرفة أهم أنظمته ونظريات تحديده.

المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف ووظائفه

سيتم التعرض إلى تعريف سعر الصرف، أهميته ووظائفه.

أولا: مفهوم سعر الصرف

1- تعريف سعر الصرف: "يعرف سعر الصرف على أنه سعر عملة بعملة أخرى، أو هو نسبة مبادلة عملتين. فهو عبارة عن عدد الوحدات التي يجب دفعها من عملة معينة للحصول على وحدة من عملة أخرى[1]".

ويعرف أيضا على أنه :" ثمن العملة المحلية بالنسبة لعملات مختلفة لدول أخرى وفي حالة التبادل التجاري بين الدول فإن سعر الصرف المحدد للعملة اتجاه بقية العملات يصبح المقياس الذي يتم على أساسه حساب دائنية أو مديونية الدولة[2]".

ومما سبق يمكن تعريف سعر الصرف على أنه العملية التي بمقتضاها يتم استبدال عدد من الوحدات من العملة المحلية بوحدة واحدة من العملة الأجنبية.

2- أهمية سعر الصرف: هناك مجموعة من العوامل تجعل من أسعار الصرف موضوعا ذا أهمية وتتمثل فيما يلي[3]:

- الانفتاح الذي يشهده العالم والنمو المتسارع للتكنولوجيا والاتصالات وعلاقتها بانتقال الأموال، فمن يمتلك أرصدة بالعملات الأجنبية يتأثر من ارتفاع وانخفاض أسعار صرف هذه العملات.

- تذبذب أسعار الصرف تجعله غير قابل للتوقع والذي يمكن أن يحول الربح إلى خسارة والعكس ويؤثر على قرارات المستثمرين وأعمالهم.

- تدويل الأعمال الحديثة، وتقلبات أسواق العملات الرئيسية نتيجة للمضاربات، واتجاه سياسات أسعار الصرف نحو التعويم، زادت أهمية أسعار الصرف في كيفية إدارته واختيار نظام سعر الصرف المناسب.

ثانيا : وظائف سعر الصرف

يقوم سعر الصرف بوظائف عدة، سيتم إيجازها في الأتي[4]:

1- وظيفة قياسية: حيث يعتمد المنتجون المحليون على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية لسلعة معينة مع أسعار السوق العالمية.

---

[1] مجدي محمود شهاب، **الاقتصاد الدولي**، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1996، ص.242.

[2] حمدي عبد العظيم ، **اقتصاديات التجارة الدولية**، مكتبة الزهراء الشرق، مصر، 1996، ص.115.

[3] بو عبد الله علي، **أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية**، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014، ص.68.

[4] عرفان تقي الدين، **التمويل الدولي**، دار مجدلاوي، الأردن، ط1، 1999، ص.ص.149-150.

2- وظيفة تطويرية: أي يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات معينة إلى مناطق معينة من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات. ومن جانب آخر، يمكن أن يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة بالاستيرادات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية في حين يمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع واردات معينة، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي الجغرافي للتجارة الخارجية للأقطار.

3- وظيفة توزيعية: وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية، حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل القومي والثروات الوطنية بين بلدان العالم.

المطلب الثاني: أنواع سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه

يتأثر سعر الصرف كعملة من العملات بتلاقي عرضها مع الطلب عليها إضافة إلى عوامل أخرى وعادة ما يتم التمييز بين عدة أنواع من سعر الصرف.

أولا : أنواع سعر الصرف

يتخذ سعر الصرف عدة أنواع نوجزها في الآتي :

1- سعر الصرف الاسمي TCN: هو مقياس لقيمة عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر، ويتم تحديده لعملة ما وفقا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف وفي لحظة زمنية. وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي أي المعمول به في المبادلات الجارية الرسمية، وسعر صرف موازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية[1].وتتحدد اتجاهات تقلبات هذا السعر من خلال الرقم القياسي لسعر الصرف الاسمي*.

2- سعر الصرف الحقيقيTCR[2]: يعبر عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يقيس القدرة على التنافسية وكلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي كلما زادت القدرة التنافسية للدولة. لو كان الهدف من استخدام TCRقياس التنافسية الدولية لدولة ما مقابل شركائها التجاريون، فإن التعريف المناسب له هو: سعر السلع القابلة للاتجار مقسوما على سعر السلع غير قابلة للاتجار معبرا عن السعرين بعملة مشتركة. ويتم حساب هذا المعدل: $TCR = \frac{P^t}{P^n} TCN$

حيث: (TCR) : سعر الصرف الحقيقي. (P^t): أسعار السلع القابلة للاتجار.

(TCN) :سعر الصرف الأجنبي الاسمي. (P^n) :أسعار السلع الغير القابلة للاتجار.

إن استخدام TCRكمؤشر لانطباق القدرة الشرائية، فإن المقياس المناسب هو مستوى الأسعار الأجنبية مقومة بالعملة الأجنبية مضروبا في معدل الصرف الاسمي والقسمة على الأسعار المحلية مقومة بالعملة المحلية.

[1] قدي عبد المجيد، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص.ص.103-104.

* مؤشر سعر الصرف الاسمي الذي يقوم بدور المقياس الذي يعكس متوسط حصيلة التقلبات في قيم العملات الأخرى.

[2] السيد متولي عبد القادر، **الاقتصاد الدولي-النظرية والسياسات-**، دار الفكر، الأردن، ط1، 2011، ص.116.

3- أسعار الصرف الفعلية: يعبر سعر الصرف الفعلي لعملة ما عن مؤشر يمكن صياغته بعدة توليفات لأسعار الصرف الثنائية، وتنقسم أسعار الصرف الفعلية إلى اسمية وحقيقية.

أ- سعر الصرف الاسمي الفعلي: يعرف على أنه متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي فسعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف اسمية ثنائية، وبصفة عامة لقياسه نتبع المراحل التالية[1]:

- اختيار سلة العملات للشركاء التجاريين بحيث تعطى معامل الترجيح لكل عملة؛

- حساب مؤشرات أسعار الصرف الثنائية الاسمية بالنسبة لسنة مع افتراض الاقتصاد الوطني في حالة توازن في سنة الأساس؛ واستخدام مؤشر لاسبيرز للأرقام القياسية.

ب- سعر الصرف الفعلي الحقيقي: عبارة عن سعر اسمي لأنه يمثل متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، ويكون ذا دلالة على ثنائية البلد اتجاه الخارج إذا خضع، المعدل الاسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية.مع الأخذ في الاعتبار الاختلاف بين معدل التضخم لدولة ما والمتوسط المرجح لمعدلات التضخم الأجنبية[2].

4- سعر الصرف التوازني: هو سعر الصرف الذي يتناسق مع التوازن الاقتصادي الكلي أي يمثل توازن مستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي. ويعتمد تحديده على معرفة كيفية تغير سعر الصرف الحر مع تغيرات الوضع الاقتصادي[3].

5- السعر الفوري والسعر الآجل للصرف: حيث يمكن تعريف كل منها كما يلي[4]:

أ- سعر الصرف العاجل: يعرف على أنه الأساس لكل المعاملات المالية الخاصة بتحديد الصرف الأجنبي، وتتم الصفقات باستخدام تاريخ التسوية الفورية، وهذا يعني أن العملية سيتم تسويتها بعد مضي يومين من إبرام الصفقة. ويشترط ألا يتزامن تاريخ تسوية الصفقة يوم عطلة بنوك في أي من بلدي العملتين.

ب- سعر الصرف الآجل: هو السعر الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام عقد الصفقة، ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومسك العملتين موضوع التعامل في التاريخ نفسه لإبرام عقد الصفقة. ومنه يمكن احتساب سعر الصرف الآجل بالاستناد إلى ثلاثة عناصر:

- سعر الصرف العاجل السائد في السوق في تاريخ إبرام عقد الصفقة.

- سعر الفائدة الذي يدفعه العميل إذا ما افترض العملة المباعة التي سيتم السداد بها.

---

[1] سحنون فاروق، **قياس أثر بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر-دراسة حالة الجزائر-**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص التقنيات الكمية المطبقة في التسيير،كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010، ص.ص.102-103.

[2] قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص.106.

[3] عيسى محمد الغزالي، **سياسات أسعار الصرف**، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد23 ، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، نوفمبر 2003، ص.7.

[4] السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص.ص.118-119.

- سعر الفائدة الذي يحصل عليه العميل إذا ما أودع قيمة العملة المشترية في وديعة ثابتة لفترة العقد الآجل، والفرق بين السعر الآجل والعاجل يسمى بهامش السعر الآجل أو سعر المبادلة*.

ثانيا : العوامل المؤثرة في سعر الصرف

يتأثر سعر الصرف لأي دولة بعدة متغيرات اقتصادية ومتغيرات غير اقتصادية وهذا ما سيتم التعرض له.

1- العوامل الاقتصادية المؤثرة على سعر الصرف وتتمثل في:

أ- كمية النقود: إن الإفراط في الإصدار النقدي يؤدي إلى ارتفاع مستوى الأسعار وبالتالي جعل سلع الدولة المعنية أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى مما يتسبب في زيادة الاستيراد وانخفاض الصادرات ويقابله زيادة في الطلب على عملات تلك الدول وانخفاض الطلب على العملة المحلية وينتج عنها ارتفاع في أسعار صرف العملات الأجنبية[1].

ب- التغير في معدلات التضخم: يعرف التضخم على أنه زيادة كمية النقد المتداولة أكبر من المعروض السلعي ما يؤدي ذلك إلى ارتفاع الأسعار، وعرف على أنه زيادة الإنفاق القومي دون أن يوافق ذلك زيادة في الإنتاج[2].

ج- التغير في معدلات الفائدة: إن الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية المحلية سوف تجذب رأس المال الأجنبي مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة في سوق الصرف الأجنبي، وهكذا فإن ارتفاع أسعار الفائدة في الخارج ستعمل على زيادة الطلب على العملات الأجنبية والعكس صحيح.

د- التغير في قيمة الصادرات والواردات: حينما ترتفع قيمة الصادرات نسبة إلى الواردات ستتجه قيمة العملة للارتفاع نتيجة لتزايد طلب الأجانب على هذه العملة،وسيعمل ذلك على تشجيع الاستيراد من الخارج مما يؤدي إلى عودة حالة التوازن إلى سعر الصرف[3].

هـ- الدخل: يعد الدخل من المؤشرات المهمة في سعر الصرف ويأتي أثره فيه باتجاهين هما[4]:

- إن أي تغير في الناتج المحلي الإجمالي يدفع إلى تغير مشابه في الحساب الجاري فعند الزيادة سينتعش الحساب الجاري دافعا طلب على العملة المحلية نحو الأمام والذي يؤدي إلى خفض سعر الصرف الأجنبي والعكس صحيح.

- إن زيادة التدفق الرأسمالي تؤدي إلى زيادة الدخول النقدية في الدولة المستقبلة له مما يدعو إلى تنشيط طلبها على الاستيراد، ويحدث العكس في البلد المصدر له، وكنتيجة للحالتين أي زيادة الطلب على صادرات البلد المعني

---

*هو الفرق بين سعر الشراء العاجل وسعر البيع الآجل، وهو ليس بسعر صرف، إنما هو فرق سعر الصرف، ويعتبر في سوق الصرف مقابلا لفرق أسعار الفائدة في السوق النقدي.

[1] عبد الحسن جليل عبد الحسن الغالبي، **سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية نظرية وتطبيقات**، دار صفاء، الأردن، 2011، ص.ص.61-63.

[2] محمود حسين الوادي وكاظم جاسم العيداوي، **الاقتصاد الكلي**، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص.153.

[3] عرفان تقي الدين، مرجع سبق ذكره، ص.ص.158-159.

[4] عبد الحسن جليل عبد الحسن الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص.75.

وانخفاض وارداته يتحقق فائض في الحساب الجاري يعوض العجز في حساب رأس المال طويل الأجل الناجم عن التدفق الرأسمالي الخارجي مؤديا إلى رفع قيمة العملة المحلية وخفض سعر الصرف الأجنبي تجاهها.

و- عجز الموازنة الحكومية والسياسة المالية: إذا اتخذت الحكومة سياسة مالية أكثر تقييدا لتحقيق فائض في الموازنة أو لتقليل العجز القائم فإنها ستعمل على تخفيض الطلب الكلي وانخفاض النشاط الاقتصادي مما ينجم عن ذلك انخفاض في الواردات وزيادة الصادرات ويتجه الحساب الجاري إلى تحقيق فائض برفع قيمة عملتها في أسواق الصرف وتخفيض سعر الصرف الأجنبي[1].

2- العوامل غير الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف: هناك عوامل أخرى غير اقتصادية تؤثر في أسعار الصرف يمكن إجمالها بالآتي:

أ- ظروف السوق : يتأثر السوق بما يجري فهو شديد الحساسية من أحداث ونقل الأخبار والتقارير ويؤثر على أسعار العملات ومدى تجاوبه لما يجري من أحداث، فالتقارير والإشاعات نفسها تؤثر على الأسعار ولكن بدرجات مختلفة معتمدة في ذلك على درجة قوة تجاوبها أحيانا ودرجة ضعفها.

ب- خبرة المتعاملين وأوضاعهم: تلعب مهارة وخبرة المتعاملين في سوق العملات الأجنبية بأحوال السوق دورا كبيرا بتحديد اتجاه أسعار العملات وعلى ضوء دقة هذا الاتجاه، يقومون باتجاه القرارات اللازمة بشان الأسعار تعديلها أو إبقائها على ما هي عليه وبالتالي تتأثر الأسعار بخبرة ومهارة هؤلاء المتعاملين[2].

ج- الاضطرابات والحروب : تؤثر على أوضاع الاقتصاد ككل التي من شانها أن تغير الطلب على الصرف الأجنبي ومنه تغير سعر الصرف فيزداد الإنفاق على المجالات العسكرية والأمنية وتنخفض كفاءة الوحدات الاستثمارية بسبب التدمير وكذلك انخفاض في الصادرات وغيرها من التأثيرات التي تؤدي إلى فقدان الثقة بعملة البلد المعني[3].

المطلب الثالث: أنظمة سعر الصرف ونظرياته

سيتم في هذا المطلب الأنظمة المختلفة لسعر الصرف وكذا مختلف نظريات تحديد وتفسير سعر الصرف.

أولا: أنظمة سعر الصرف

عرف نظام الصرف عدة تطورات بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم إلى النظام العائم. كان نظام بريتون وودز يقوم على أساس الدولار الأمريكي المرتبط بالذهب وكانت الدول ترتبط عملاتها بسعر ثابت مع الدولار. إلا أن الأمر تغير بعد إعلان الرئيس نيكسون في 1974 منع تحويل الدولار إلى الذهب ومثل هذا الإعلان انهيار نظام بريتون وودز[4]. ومنذ ذلك الوقت يعرف نظام الصرف بأنه الإطار القانوني الذي يتحدد فيه

[1] المرجع نفسه، ص.ص.75-76.

[2] توفيق عبد الرحيم يوسف حسن، **الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية**، دار صفاء، الأردن، 2010، ص.77.

[3] عبد الحسن جليل عبد الحسن الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص.ص.81-82.

[4] مراد عبد القادر، **دراسة أثر المتغيرات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1974-2003**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نمذجة اقتصادية، كلية علوم اقتصادية تجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011،ص.14.

سعر الصرف. والآلية التي تنظم المبادلات بين مختلف العملات، وتحديد نظام سعر الصرف يكون باعتماد الحكومة على معياريين هما: المرونة في سعر الصرف والقيود على استخدامها[1]. وتتمثل أهم الأنظمة المتبعة في :

1- نظام سعر الصرف الثابت: وتشتمل على أربعة أنواع وهي كالتالي:

أ- ترتيبات أسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة: تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر (الدولرة الرسمية)، وأن يكون البلد عضوا في اتحاد نقدي. باعتماد هذا النوع من النظم تتخلى السلطات النقدية عن كل حق في السيطرة المستقلة على السياسة النقدية المحلية[2].

ب- مجلس العملة: يعهد إلى لجنة قانونية مهمة تحديد سعر صرف العملة المحلية أي أن تثبيت سعر الصرف ليس بالفعل النظام فقط وإنما بقوة القانون، وتكون العملة المصدرة مغطاة بالكامل بعملة أجنبية، ويتم الاعتماد على الاحتياطي من النقد الأجنبي في التأثير على كمية النقود، والزيادة في الاحتياطات تؤدي إلى توسع نقدي مقابل تلك الاحتياطات. وعلى ذلك فإن النظام يحتوي في داخله على آلية نقدية تؤدي إلى الحفاظ على سعر الصرف[3].

ج- الاتحادات النقدية: أن تكون الدولة عضوا في اتحاد نقدي، والعملة التي يتم تداولها في دولة معينة يمكن تداولها في واحد أو أكثر من الجيران أو الشركاء الرئيسيين، مثل الاتحاد النقدي لدول أوروبا، وفي ظل هذا النظام لا توجد سياسة نقدية مستقلة للدولة العضو.

د- ترتيبات تقليدية أخرى من نوع الربط الثابت: تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية رسميا أو بحكم الواقع على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر أو بسلة تضم عملات أهم شركائه، مع إعطائها أوزانا ترجيحية تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو التدفقات الرأسمالية، ويسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود تقل عن1% حول سعر الصرف المركزي. وتتدخل السلطة النقدية حسب الاقتضاء للحفاظ على سعر التعادل الثابت[4].

ولم يسلم هذا النظام من الانتقادات التي انصبت على عيوبه، ودون تجاهل لمزاياه التي حققها، والتي تتمثل في[5]:

- توفير إطار مستقر للمبادلات التجارية الدولية وتشجيعها، وبالتالي استقرار نسبي للمعاملات الاقتصادية؛
- إمكانية التحكم في كمية النقود؛ مما يجعل العملة قابلة للتحويل واستقرار سعر تعادلها مما يزيد الثقة فيها؛

في حين تمثلت أهم العيوب فيما يلي:

- سياسة إعادة التوازن لميزان المدفوعات تركز على سياسة انكماشية أو تضخمية، لأن الدولة تسعى إلى تحقيق توازن خارجي على حساب التوازن الداخلي، وبالتالي التعارض مع السياسة الاقتصادية الداخلية؛

---

[1] حنان لعروق، **سياسة سعر الصرف والتوازن الخارجي-دراسة حالة الجزائر-**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص بنوك وتقنيات، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005،ص67.

[2] مراد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص.ص.14-15.

[3] عماد عمر محمود علي الهنداوي، **علاقة أنظمة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري**، مذكرة لنيل شهادة دكتورا، تخصص الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2011،ص.11.

[4] مراد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 15- 16.

[5] حنان لعروق، مرجع سبق ذكره، ص.ص.68-70.

- بما أن سعر الصرف يكون مربوط بعملة أو سلة من العملات هذا يعني تمركز القوة الاقتصادية في صالح البلد المهيمن ذو العملة القوية، وتبعية الاقتصاديات الأخرى لها.

2- نظام استقرار أسعار الصرف: أتى اتفاق بريتون وودز بنظام نقدي دولي جديد هو نظام استقرار الصرف، ويتلخص في جعل أسعار الصرف مستقرة عند أسعار التعادل للعملات خلال فترة غير محددة من الزمن مع إمكان تعديل هذه الأسعار لعلاج الاختلال في ميزان المدفوعات، وتلتزم الدول الأعضاء في الصندوق بالمحافظة على التطبيق الفعلي لسعر التعادل* الذي حددته لعملتها وهذا خاص بالمعاملات الجارية[1].

3- نظام الرقابة على الصرف: في هذا النظام تلجأ السلطات النقدية إلى التدخل الإداري المباشر حيث يمكن أن يكون تعدد في أسعار الصرف، فإذا ما رغبت الدولة مثلا في تشجيع بعض أنواع الواردات التي تعتبر أساسية فإنها تقوم في هذه الحالة ببيع العملات الأجنبية اللازمة للحصول على هذه الواردات إلى المستوردين المحليين بثمن منخفض بالعملة الوطنية، وقد ترغب الدولة في تشجيع بعض أنواع الصادرات لأهميتها الاقتصاد القومي، عندئذ فإنها تدفع لمصدري هذه السلع ثمنا مرتفعا من العملة الوطنية مقابل النقد الأجنبي الذي يحصلون عليه من التصدير في حين أنها تدفع ثمنا أقل لشراء العملات المتحصلة من شراء سلع أخرى[2].

ويهدف نظام الرقابة على الصرف[3]: معالجة الخلل في ميزان المدفوعات الدولية والمحافظة على القيمة الخارجية للعملة بأعلى من قيمتها الحقيقية والسيطرة على هجرة رؤوس الأموال إلى الخارج وتنمية الاحتياطي النقدي من الذهب والعملات الأجنبية.

ولنظام الرقابة على الصرف عيوب تتمثل في: تعدد أسعار الصرف في ظل هذا النظام يتضمن وجود أكثر من سوق للصرف، فبتقييد حرية التعامل في النقد الأجنبي والكمية الممكن أن يحصل عليها أي شخص، يؤدي إلى ظهور السوق السوداء والتي يكون فيها سعر الصرف أعلى من السعر التوازني.

4- نظام أسعار الصرف المعومة: إن المرونة التي يتمتع بها نظام سعر الصرف الحالي سمح للدول الرئيسية تحمل بعض الاضطرابات الاقتصادية، ومنذ عام 1973 قامت الدول الرئيسية بتحديد سعر صرف العملة الوطنية من خلال قوى السوق،[4] وفقا لقوى العرض والطلب عليها، ومن التجربة العملية لنظام تعويم العملات فإنه لم يحدث إبطاء لحركة التبادل الاقتصادي الدولي ولا تشجيع نشاط المضاربين على العملات[5].

---

* يعرف سعر التعادل بأنه قيمة الوحدة الواحدة من العملة الوطنية للدولة معبرا عنها في شكل وزن معين من الذهب أو في شكل مقدار معين من الدولارات الأمريكية ذات الوزن المحدد من الذهب، وهكذا يكون الذهب وحدة القياس التي تعرف وفقا لها هذه العملات.

[1] عادل أحمد حشيش، **أساسيات الاقتصاد الدولي**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002، ص.ص.147.148.

[2] عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس، **اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية**، الدار الجامعية، مصر، 1996، ص.186.

[3] سامي عفيفي حاتم، **دراسات في الاقتصاد الدولي**، الدار المصرية اللبنانية، مصر، ط2، 2000، ص.ص.203-204.

[4] جوزيف دانيالز، دفيد فانهووز، ترجمة : محمود حسن حسيني، **اقتصاديات النقود والتمويل الدولي**، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2010،ص.119.

[5] عادل أحمد حشيش، **العلاقات الاقتصادية الدولية**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2000، ص.ص.149-150.

وللتعويم نوعان تتمثل في[1]:

- التعويم النظيف الحر: هو التعويم الذي لا يوجد أي تدخل من طرف السلطات النقدية، ويكون العرض والطلب على العملات هي العامل المتحكم.

- التعويم المدار: هو تعويم يتميز بإمكانية تدخل السلطات النقدية لتغيير اتجاه العرض والطلب على العملات الأجنبية إذا ما لاحظت أن سعر صرف عملتها تتجه في غير اتجاه المرغوب، وذلك بشراء أو بيع العملات.

ثانيا : نظريات سعر الصرف

تعددت نظريات تفسير أسعار الصرف وهذا ما سيتم التطرق إليه:

1- نظرية تكافؤ أسعار الفائدة: تقوم النظرية على وجود علاقة بين مستوى الأسعار المحلية وسعر صرف العملة بحيث أن حركة سعر الصرف تعبر عن ما يحدث من تغير في الأسعار المحلية بالنسبة للأسعار العالمية[2]. حيث يعتبر سعر الصرف الفعلي وهو السعر النسبي بين عملتين، والذي يجب أن يتحدد في حالة التوازن على أساس القوة الشرائية النسبية لهاتين العملتين. ويكون تعادل القوة الشرائية كما يلي[3]: $S_A = \frac{P_D}{P_F}$

(S_A): تعادل القوة الشرائية المطلق في الفترة الراهنة عدد وحدات من العملة المحلية بكل وحدة من العملة الأجنبية.

(P_D) :مستوى السعر المطلق بالبلد الأصلي. (P_F) :مستوى السعر المطلق بالبلد الأجنبي.

ومن الممكن وضع رقم قياسي للسعر النسبي والذي هو عبارة عن سعر الصرف الفعلي، ولكن بعد تعديله لاستخدامه في الحكم على التقييم المنخفض أو المفرط لعملة بالقياس إلى فترة الأساس

وتأخذ الشكل: $SPI = \frac{P_f}{P_d} . \frac{S}{S_{t-1}}$

حيث: (P_d): الرقم القياسي للسعر بالبلد الأصلي في الفترة الراهنة فترة أساس=صفر.

(S): تعادل القوة الشرائية النسبي في الفترة الراهنة عدد وحدات العملة المحلية بكل وحدة من العملة الأجنبية.

(P_f) : الرقم القياسي للسعر ببلد أجنبي في الفترة الراهنة فترة أساس= صفر.

(S_{t-1}) : سعر الصرف في فترة الأساس عدد وحدات العملة المحلية بكل وحدة من العملة الأجنبية.

إنحراف هذا المقياس عن الواحد الصحيح يعني أن السعر الفعلي انحرف عن تعادل القوة الشرائية، فإذا كانت:

$SPI < 1$ يعني أن العملة المحلية مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية.

$SPI > 1$ يعني أن العملة المحلية مقومة بأكثر من قيمتها الحقيقية.

ولقد واجهت هذه النظرية عدة انتقادات منها[4]:

[1] حنان لعروق، مرجع سبق ذكره، ص.71.

[2] هجير عدنان زكي أمين، **الاقتصاد الدولي-النظرية والتطبيقات**-، دار إثراء، الأردن، 2010، ص.278.

[3] بسام الحجار، **نظام النقد العالمي وأسعار الصرف**، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009، ص.ص.122.

[4] بو عبد الله علي، مرجع سبق ذكره، ص.71.

– لا تعطي هذه النظرية أهمية لتحويلات الفوائد والأرباح وانتقال رؤوس الأموال في أضيق الحدود.

– تفترض النظرية أن التغير في سعر الصرف يكون ناجما فقط عن التغير في القوة الشرائية للنقود، أما التغيير في أذواق المستهلكين وظهور سلع بديلة ليس له اعتبار في تحديد سعر الصرف وتتعلق فقط بميزان العمليات الجارية.

2– نظرية تكافؤ أسعار الفائدة: إن تحرك أسعار الفائدة في السوق الدولية يمكن أن يساعد على فهم تطور أسعار الصرف في المدى القصير، توضح هذه النظرية أنه في وضعية التوازن يتساوى فارق الفائدة على العملتين مع فارق الصرف بين سعر الصرف الفوري لوحدة من النقد الأجنبي مقابل النقد الوطني، وسعر الصرف لآجل المحتسب بالنسبة لسعر الصرف الفوري بين العملتين. وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات وهي[1]:

– تعتبر الأصول المالية المحلية والأجنبية متكافئة في المخاطرة وأجل الاستحقاق.

– لا توجد رقابة على حركة رؤوس الأموال أو تكاليف المعاملات.

– إن سعر الصرف الأجل هو الذي يتغير نتيجة تدفق رؤوس الأموال وليس السعر الحالي.

– معدل زيادة عوائد أسعار الفائدة المحلية عن عوائد الاستثمار الأجنبي، لا تشمل على مكاسب أو خسائر رأسمالية ناتجة عن عملية التبادل التجاري، ويطلق على هذا المعدل هامش تغطية المراجحة.

يتضح تأثير أسعار الفائدة على سعر الصرف من خلال علاقتين لتعادل أسعار الفائدة كما يلي[2]:

أ– تعادل أسعار الفائدة المغطاة: تشير إلى معدل العلاوة والخصم في عملة ما أي الفرق بين سعر الصرف الأجل وسعر الصرف الفوري منسوب إلى سعر الصرف الفوري يساوي إلى الفروق أسعار الفائدة في البلدين المأخوذين بعين الاعتبار، تأخذ معادلة أسعار الفائدة المغطاة الشكل التالي: $\frac{F}{S} = \frac{1+I}{1+I^*}$

بحيث: I^* I تمثل سعر الفائدة المحلي والأجنبي على الترتيب.

تحقيق هذه العلاقة يتوقف على توفر مجموعة من الفرضيات أهمها غياب التكاليف، غياب الرقابة على حركة رؤوس الأموال. وهذا يقودنا إلى قبول فكرة أن الأسواق المالية تعمل في إطار المنافسة التامة وهذا لا ينطبق على الواقع.

ب– تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة: تشير هذه النظرية إلى أن معدل المردودية المخصومة على الأصول المحررة بالعملات المختلفة يجب أن تكون متساوية، ويكون المستثمرون غير مباليين بالاحتفاظ بالأصول بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية. هذه العلاقة تشترط أن معدلات التغير المتوقعة في سعر الصرف تكون مساوية لفروق أسعار الفائدة بين البلد المحلي والبلد الأجنبي، وتأخذ الشكل التالي: $S' = \frac{S_a - S}{S}$ و $S' = I - I^*$

حيث: S' :معدل التغير المتوقع في سعر الصرف.

S_a :سعر الصرف الفوري المتوقع خلال سنة بعد توظيف المبلغ المستثمر وتحويله.

[1] لحلو موسى بوخاري، **سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية**، مكتبة حسن العصرية، لبنان، ط1، 2010، ص.174.

[2] جبوري محمد، **تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي–دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل–**، مذكرة لنيل شهادة دكتورا، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص.39.

3- نظرية ميزان المدفوعات في تحديد سعر الصرف: ملخص هذه النظرية هو أن سعر الصرف جزء من نظرية الأسعار، ومن ثم فإن سعر الصرف يتحدد في ضوء قاعدة العرض والطلب ويدعى ذلك بسعر الصرف التوازني ففي حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات فإن ذلك يعني زيادة في الطلب على العملة الوطنية، ومن ثم ارتفاع في قيمتها الخارجية بينما يحدث العكس في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات[1].

4- النماذج النقدية: ظهرت هذه النماذج من طرف Fränkel et Mandel وينصب اهتمامهم إلى دراسة العلاقة الوثيقة بين أسعار الصرف الحقيقية وأسعار الصرف الاسمية، فقد وجد أنه معظم الدول خلال فترة تعويم أسعار الصرف بلغ معامل الارتباط الواحد الصحيح فيمكن تفسيرها: مع جمود الأسعار في الأجل القصير، نجد أن سعر الصرف الاسمي يتحدد عند مستوى مرتفع وهو ما يعني حتمية حدوث تحرك في أسعار الصرف الحقيقية والاسمية على أساس خطوة بخطوة، والتفسير الثاني في اختلاف النماذج النقدية[2].

- النموذج النقدي بالسعر المرن: يعتبر امتداد لنظرية تعادل القوة الشرائية، من أجل تفسير سعر الصرف[3].ويفسر سعر الصرف من: الطلب على النقود، وعلاقة فيشر تفسره من العلاقة الموجبة بين سعر الصرف وسعر الفائدة.

- النموذج النقدي بالسعر الجامد: يفترض أن التغير المتوقع في سعر الصرف يعادل مقدار ثابت، وهو الفرق بين سعر الصرف التوازني في المدى الطويل وسعر الصرف الحالي[4].

5- نموذج توازن المحفظة المالية: يفترض النموذج أن القيمة التبادلية لسعر صرف عملة الدولة تتحدد عن طريق كميات النقود الوطنية والكميات المطلوبة والمعروضة من الأوراق المالية المحلية والأجنبية في أسواق هذه الأدوات[5]. وتم إدخال محدد أخر لسعر الصرف ناتج عن الإحلال الغير التام بين الأصول المحلية والأجنبية وأن تغير سعر الصرف له أثر على ثروة مالكي الأصول، ويشتمل النموذج على المعادلات التالية:

قيد الموازنة $M+B+E.F=W$

- معادلة التوازن في السوق النقدية الوطنية $M = f(i, i^*, y.p)w$

- معادلة التوازن في سوق أوراق المال المحلية $B = b(i, i^*, y.p)$

- معادلة التوازن في سوق أوراق المال الأجنبية $F = h(i, i^*, y.p)w$

حيث: W: الثروة. i :سعر الفائدة المحلي. i^* :سعر الفائدة الأجنبي. Y: الدخل. P: مستوى الأسعار.

---

[1] سمير فخري نعمة، **العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات**، دار اليازوري، الأردن، 2011، ص.ص.25-26.

[2] سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، **ترجمة محمود حسن حسني**، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ، السعودية، 2007، ص.327.

[3] علي عدنان عباس، **المنهج النقدي في القوة المتحكمة في سعر الصرف الأجنبي**، مجلة العلوم الاجتماعية، العدد4، 1999، ص.65.

[4] Maurice bye, **Relation économique international**, collection Dolez, France, 5eme édition, 1987, P.P.229-230.

[5] جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز، مرجع سبق ذكره، ص.395.

وتفترض بأن الزيادة في عرض النقود في الدولة المحلية تؤدي لانخفاض سعر الفائدة المحلي، والذي ينقل الطلب من السندات المحلية إلى السندات الأجنبية، ومنه ينخفض سعر الصرف الوطني مما يحفز صادرات الدولة المحلية ويخفض وارداتها، وبالتالي حدوث فائض في الميزان التجاري وارتفاع في قيمة العملة المحلية[1].

6- نموذج ماندل فليمنج: عبارة عن نموذج لاقتصاد صغير مفتوح، يواجه سعر فائدة عالميا، وعرض من الواردات يتسم بالمرونة الكاملة عند سعر معين مقوم بالعملة الأجنبية. ومن المفترض وجود أربعة أنواع من الأصول، السندات المحلية والأجنبية، النقود المحلية والأجنبية[2]. يفترض ثبات مستوى أسعار الفائدة والذي يعتبره متغيرا خارجيا، وأن صافي الصادرات سوف يزداد في المدى القصير كاستجابة لانخفاض مستوى قيمة العملة المحلية، وأن تدفقات رأس المال تعتبر ذات حساسية للتغيرات في الفرق بين أسعار الفائدة المحلية والخارجية، وأن التوازن الكامل لابد من الاستجابة لشروط توازن سوق السلع، وتوازن سوق النقود بالإضافة إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات[3].

6- نظريات أخرى: هناك نظريات أخرى منها:

أ- نظرية فيشر: تنص النظرية على أن الفرق في سعر الفائدة بين البلد المحلي والبلد الأجنبي يؤدي إلى تغيير سعر صرف هذين البلدين بنفس المقدار وتقوم هذه النظرية بدراسة العلاقة بين أسعار الفائدة والتضخم. ويمكن تمييز نظرية فيشر في ظل اقتصاد مغلق ومفتوح، ويكون ذلك كما يلي[4]:

- نظرية فيشر في اقتصاد مغلق: حسب فيشر فإن سعر الفائدة الاسمي يعبر عن العلاقة بين قيمة النقود الممتلكة اليوم وتلك التي يتم امتلاكها مستقبلا، ومجموع هذين المركبتين يعطي لنا سعر الفائدة الحقيقي المتوقع، وهو يمثل قيمة السلع والخدمات بالسعر الجاري محولة إلى سلع وخدمات مستقبلية، بالإضافة إلى علاوة التضخم وهي متعلقة بسعر الصرف المتوقع: $i = r + n$

حيث: i :سعر الفائدة الاسمي. r: سعر الفائدة الحقيقي. n: معدل التضخم المتوقع.

تقوم هذه العلاقة بشرح سعر الفائدة الاسمي بواسطة سعر الفائدة الحقيقي والتضخم المتوقع. إذ يجب أن تنعكس التوقعات التضخمية على أسعار الفائدة الاسمية فقط.

- نظرية فيشر في اقتصاد مفتوح: بوجود عدة عملات وبافتراض أن العلاقة محققة في بلدين مختلفين، فيمكن كتابتها بالشكل التالي: $i_b = r_b + n_b$

[1] زاهر عبد الحليم خضر، **تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني 1994-2010**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، فلسطين، 2012،ص.ص.41.42.

[2] سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، مرجع سبق ذكره، ص.191.

[3] بربري محمد أمين، **الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية-دراسة حالة الجزائر-**، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص نقود ومالية، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر،2011،ص.91.

[4] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره،ص.ص.171-173.

ب- نظرية الأرصدة: ترى أن سعر صرف العملة يتحدد على أساس رصيد الدولة في ميزان مدفوعاتها، فإذا كان رصيدها موجبا فمعناه زيادة الطلب على العملة المحلية، وارتفاع قيمتها الخارجية أي ارتفاع سعر صرفها.

وإذا كان سالبا فهذا يدل على زيادة عرض العملة المحلية وانخفاض قيمتها الخارجية، أي انخفاض سعر صرفها.

ج- نظرية سعر الخصم: ترى بأن رفع سعر الخصم معناه زيادة أسعار الفائدة، وهذا يؤدي إلى اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، وبالتالي زيادة طلب الأجانب على عملة تلك الدولة وارتفاع قيمتها الخارجية والعكس صحيح، ولازال الأساس في تغيير أسعار الخصم كوسيلة لعلاج ميزان المدفوعات يستند إلى هذه النظرية[1].

د- النظرية الكمية: إن الزيادة في كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في الداخل، ومنه انخفاض الطلب على السلع المحلية، لأن سعر السلع الأجنبية يصبح أقل مقارنة بأسعار السلع المحلية، والذي يؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية لتسديد قيم الواردات وانخفاض الطلب على العملات المحلية لتسديد قيم الصادرات.

هـ- نظرية الإنتاجية: تتلخص في أن القيمة الخارجية لعملة دولة ما تتحدد على أساس قدرة جهازها الإنتاجي وزيادة الإنتاجية، بما يتضمن من ارتفاع في مستويات الدخول والأسعار، أي الحد من الصادرات وزيادة الواردات،أي زيادة الطلب على العملات الأجنبية، على العملة المحلية مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية[2].

و- نظرية تقلبات أسواق الأصول المالية: تقوم هذه النظرية على دراسة محددات سعر الصرف في الأجل القصير ثم ضبط المعدل الفعلي لأثار العوامل المؤقتة بغية الوصول إلى تقدير لسعر التوازن في الأجل الطويل وتتم دراسة هذه النظرية من خلال أسس نظريات الاحتياطات النقدية التي تركز على الدور التوازني الذي يلعبه سعر الصرف في موازنة الطلب الأجنبي على الأصول المالية المحلية والطلب المحلي على الأصول المالية الأجنبية[3].

ز- نظرية فقاعات المضاربة: تقوم هذه النظرية على فكرة إمكانية وجود فوارق دائمة بين سعر الصرف أو أسعار الأصول المالية في السوق وقيمة التوازن المتعلق بالأساسيات الاقتصادية ميزان المدفوعات، تضخم، سعر الفائدة. وهذا الفرق يطلق عليه اسم فقاعة المضاربة، ويمكن صياغتها كالتالي[4]: $S = S^{PQ} + B$

حيث: S^{PQ}:سعر الصرف في السوق. B :فقاعة المضاربة. S :سعر الصرف التوازني.

إن آلية الفقاعات تتمثل في تأثير التوقعات على تغيرات سعر الصرف حيث أن تغير المعلومة في السوق يؤثر سلبا أو إيجابا على سعر الصرف التوازني، لكن في الأخير سعر الصرف سيصحح هذه الخلل وبالتالي تنفجر الفقاعة.

[1] فليح حسن خلف، **العلاقات الاقتصادية الدولية**، مؤسسة الوراق، الأردن، 2001، ص.228.

[2] فليح حسن خلف، **الاقتصاد الكلي**، عالم الكتب الحديث، الأردن، ط1،2007، ص.ص.452-453.

[3] سمير فخري نعمة، مرجع سبق ذكره،ص.29.

[4] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره،ص.ص.132-133 .

ثالثا: طرق تحديد سعر الصرف

يتم تحديد سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية بطرق مختلفة أهمها[1]:

- سعر البيع وسعر الشراء: إن للتعامل في أسواق العملات الأجنبية اتجاهين حيث يعطى سعران للعملة، الأول يسمى سعر الشراء وهو السعر الذي على أساسه تشتري المؤسسة المعلنة العملة المسماة والثاني هو سعر البيع وهو السعر الذي على أساسه تبيع نفس المؤسسة العملة المسماة وتتم التسوية في سوق العملات بإعطاء السعرين معا.

- الأسعار المتقاطعة: يعرف بأنه سعر العملة مقابل عملة أخرى من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة.

- السلسلة: وهي طريقة من أجل احتساب الأسعار المتقاطعة للعملات والتي تعني إيجاد سعر عملة مقابل عملة أخرى من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة بينهما.

[1] موسى سعيد مطر وآخرون، **التمويل الدولي**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008، ص.ص.71.

المبحث الثاني: خطر سعر الصرف

إن تعامل المستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة بالأصول المالية بعملات مختلفة يعرضها لمخاطر الصرف المختلفة مما يلزمها اللجوء إلى تقنيات التغطية المختلفة.

المطلب الأول: مفهوم خطر الصرف وأنواعه

سوف يتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى تعريف خطر الصرف، أهم أسبابه وأنواعه المختلفة.

أولا: مفهوم خطر سعر الصرف:

سيتم التعرض إلى تعريف خطر سعر الصرف وأسبابه.

1- تعريف خطر سعر الصرف: يمكن تعريفه على أنه احتمال أن تتعرض المؤسسة لربح أو خسارة نتيجة للتغيرات المرتقبة في أسعار صرف العملات وهو مرهون بعامل الزمن لأن أسعار الصرف غير مستقرة خلال التعاملات التجارية والمالية الدولية، مما يترتب عنها مخاطر تزداد حدة كلما طالت فترة العقد وينشأ هذا الخطر بسبب تعامل المؤسسة بأكثر من عملة مع والذي يظهر في شكل ارتفاع في التكاليف وانخفاض في الإيرادات[1].

ويمكن تعريفه أيضا: مخاطر سعر الصرف مرتبطة أساسا بعمليات الاستيراد أو التصدير المقيمة بالعملة الصعبة، وكذلك مرتبطة بعمليات الاقتراض بالعملة الأجنبية وهي مخاطر تواجه المؤسسة دولية النشاط، وعليه فإن خطر الصرف يدور حول الضرر الذي يلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج من جراء التقلبات في أسعار صرف عملات التقويم والدفع لنشاطات تلك المؤسسات[2].

ومنه فإن خطر سعر الصرف يعبر عن الخسائر الناتجة عن التقلبات الحادة لأسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.

2- أسباب تقلبات أسعار الصرف: توجد العديد من الأسباب تؤدي إلى تقلبات أسعار الصرف وتتمثل في[3]:

- الوضع العام لميزان المدفوعات، فمثلا إذا كان عجز في ميزان المدفوعات يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة.
- ارتفاع سعر الفائدة في بلد معين يؤدي إلى توجه الأموال إلى ذلك البلد بحثا عن العائد الأعلى مما يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة ذلك البلد وبالتالي ارتفاع سعر الصرف لها والعكس بالعكس.
- إن معاناة بلد معين من التضخم النقدي يعني ارتفاع الأسعار مما يؤدي إلى فقدان القدرة على المنافسة وبالتالي انخفاض قيمتها أي سعر الصرف لها مقابل العملات الأخرى، والعكس بالعكس.

---

[1] إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2011، ص.ص.319-320.

[2] عبد الحق بوعتروس، **تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف**، مداخلة في مؤتمر، إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، بدون سنة نشر، ص.3.

[3] علاء عبد الحسين الساعدي وإلهام جعفر الشاوي، **طرائق وأساليب التحوط من تقلبات أسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها**، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العدد40، المجلد8، بدون بلد نشر، 2012، ص.ص.155-156.

- الوضع السياسي والاقتصادي العام، إذ أن استقرار هذه الأوضاع يسهم في دعم واستقرار سعر الصرف لعملة ذلك البلد، وأن اضطراب الأوضاع السياسية والاقتصادية وكثرة الشائعات يؤدي إلى تقلبات في أسعار الصرف.

ثانيا: أنواع مخاطر سعر الصرف:

يمكن تقسيمها إلى مخاطر صرف بصفة عامة ومخاطر صرف بصفة خاصة.

1- مخاطر سعر الصرف بصفة عامة: هناك عدة مخاطر أهمها[1]:

أ- المخاطر المالية: إن أكثر المخاطر وضوحا هي تلك الناشئة بسبب تغيرات قيمة العملة والتي تحدث بصفة مفاجئة وبحدة في بعض الأحيان، وهذه التقلبات تتكرر باستمرار في ظل نظام تعويم أسعار الصرف وقد جاء في بعض الإحصائيات أن تقلبات قيمة العملة خلال يوم واحد تراوحت بين 1.5% و3%.

ب- مخاطر التغيرات في أسعار الفائدة: مع بداية السبعينات أخذت التقلبات في أسعار الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة، تتخذ مدى أوسع، وقد أدى التحرير المالي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال الدولية حيث تتجه هذه الأخيرة نحو الدول التي تعطي أسعار فائدة أعلى بالتالي يزيد الطلب على عملات هذه الدول.

ج- المخاطر الائتمانية: وتسمى كذلك خطر الصرف المقابل وينص عادة في عقود الائتمان على التزام كل طرف بتسليم العملة موضوع العقد للطرف الآخر بالسعر والموعد المتفق عليه، وينقسم خطر الصرف المقابل إلى:

-خطر التسليم:هو عبارة عن إفلاس الطرف المقابل يوم استحقاق العملية وهو أخطر لأنه يؤدي إلى خسارة كلية.

-خطر القرض: ويتمثل في إمكانية إفلاس الطرف المقابل قبل حلول موعد استحقاق العملية.

د- مخاطر المضاربة: أصبحت عمليات المضاربة أكثر انتشارا وأسرع مما كانت عليه للتطور الهائل في أجهزة الاتصالات ومن ثم أصبحت أكثر ضررا الأمر الذي نلمسه بوضوح في أسواق الصرف الأجنبي الفورية مما أعطى أهمية أكثر لعمليات العقود الآجلة والمبادلات.

2- مخاطر سعر الصرف بصفة خاصة: هناك ثلاث أنواع من مخاطر سعر الصرف الخاصة وتتمثل في:

أ- مخاطر التحويل: تنشأ نتيجة لمتطلبات التقرير المالي للحصول على حسابات مجمعة لمجموعة من الشركات، فإن الاستثمارات في الفروع الأجنبية يجب تحويلها لمبلغ مكافئ لعملة الشركة الأم. إذ انخفضت قيمة عملة أحد الفروع الأجنبية للمجموعة فعلى المجموعة أن تذكر في تقريرها أنه قد وقعت خسارة في استثماراتها بالعملة الأجنبية[2].

ب- مخاطر الصفقات والمعاملات: تواجه المؤسسة التي تنظم أصولها وخصومها المتداولة بالعملات النقدية الأجنبية وضعية صرف تعاملية والتي تنشأ عنها مخاطر أسعار الصرف المعاملة التي ترتبط بعمليات القرض والاقتراض المبرمة

[1] عفري عمار، **إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية –دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية علوم اقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013،ص.ص.39-40.

[2] برايان كويل، **الحماية من مخاطر العملة**، دار الفاروق، مصر، 2006، ص.ص.9-10.

بالعملة الأجنبية إما على المدى القصير أو الطويل، أو أي مؤسسة تطرح أوراقها المالية للاكتتاب تقرض أو تستثمر بعملة أجنبية[1].

ج- المخاطر الاقتصادية: هي الأخطار التي تلاحظها المؤسسة من خلال التطور غير المتوقع لمعدلات الصرف والذي ينتج أثاره على الجانب التنافسي للمؤسسة، فمثلا قيام شركة ألمانية لصناعة السيارات بتصدير منتجاتها إلى بريطانيا مع معدل صرف 3مارك=1 جنيه إسترليني وتحقق أرباح نتيجة التكاليف الأقل مقارنة بالمؤسسات البريطانية التي تواجه تكاليف أكثر ولكن لو حدث تطور غير متوقع وارتفع معدل صرف المارك وأصبح 2مارك=1 جنيه إسترليني فعلى المؤسسة الألمانية التضحية بجزء من أرباحها للحفاظ على السعر التنافسي بالجنيه[2].

المطلب الثاني: مجالات خطر الصرف وقياسه

تتعدد مجالات ظهور خطر الصرف في المؤسسة، ولذلك تعمل دائما المؤسسة على تحديد وقياس وضعيتها اتجاه الصرف.

أولا: مجالات ظهور خطر الصرف:

تعددت مجالات ظهور خطر سعر الصرف وهذا ما سيتم التعرض له:

1- الصادرات: تكون الصادرات معنية بخطر الصرف عندما تبرم الصفقات والعقود بالعملة الأجنبية، فانخفاض عملة الفوترة بالنسبة للعملة الوطنية للمصدر يعني سيتلقى قيمة أقل من القيمة المتوقعة من إبرام العقد، وخطر الصرف ينشأ ابتداء من يوم إمضاء العقد، فقيام المؤسسة بتصدير منتجاتها يجعلها عرضة لخسائر الصرف وذلك نتيجة صعوبة تحديد قيمة المدخلات والتي تتوقف على اتجاه معدلات الصرف من بدء فترة التعاقد[3].

2- الواردات: المستوردون ملزمون بقبول عملة المصدرين وهذا ما يفسر أن الواردات معنية أكثر بخطر الصرف مقارنة بالصادرات مما يفرض على المستورد الأخذ بعين الاعتبار مختلف مستويات الأسعار. وتبنى القرارات التي يتخذها كل من المصدرين والمستوردين استنادا على توقعاتهم حول اتجاهات الصرف وهي ذات طبيعة متنافية، ويسعى كل طرف الاستفادة من المزايا الملائمة ومحاولة تحميل الجزء الأكبر من خسائر الصرف للطرف الآخر.

3- المخاطر المتعلقة بتنافسية المؤسسة: تتأثر المؤسسة بمخاطر تمس الوضعية التنافسية لمنتجاتها نتيجة تقلب معدل الصرف، حيث تصبح منتجات المؤسسة مرتفعة أو منخفضة بالنسبة لزبائنها في الخارج وهذا يؤثر على الصادرات، كذلك فإن تقلب سعر الصرف يؤثر في منتجات المؤسسة عن طريق تأثيره على الواردات،

[1] Josette Peyrard, **gestion financière international**, librairie Vuibert, France, 5eme édition, 1999, p.94.
[2] M. jura, **technique financière international**, Dunod, France, 1999, p.147.
[3] عناني السعيد، **أثار تقلبات سعر الصرف وتدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهتها –حالة مؤسسة الملح بسكرة–**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2006، ص.66.

4- العروض والمناقصات الدولية وخطر الصرف: المؤسسة وهي تقوم بتقديم عرض أو تعهد في مناقصة دولية فهي تقوم بذلك بالعملة الأجنبية، ومن أجل تحديد هذا العرض يكون الاعتماد في الغالب على معدل الصرف الجاري وهذا ما يعني تعرض المؤسسة لخطر الصرف منذ بداية سريان هذه المناقصة.

5- خطر الصرف والاقتراض بالعملة الأجنبية: إن اللجوء إلى المصادر الخارجية من أجل التمويل أو تحقيق أهداف المؤسسة نتيجة انخفاض مواردها الذاتية وعدم كفاية الادخار المحلي وكذلك الحاجة إلى استيراد المعدات والتجهيزات للاستثمار، ويترتب عن ذلك تعرض المؤسسة لمخاطر الصرف، مما يستوجب البحث في كيفية التحكم وتسيير هذا المتغير، وأي ارتفاع مرتقب لعملة القرض ستحمل المؤسسة بعض الخسائر.

6- خطر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر: تعتبر صفقة متكاملة تتضمن إنشاء مشروعات وتوريد تكنولوجيا وبغض النظر عن التفضيلات التي تنطوي عليها فإن مسألة الصرف الأجنبي تأخذ حيزا من الاهتمام عبر الترابط بين المؤسسة وفروعها. وذلك من خلال[1]:

- أن الاستثمارات في الخارج يتولد عنه خطر صرف يظهر على مستوى عدة عمليات.
- قيمة الأصول والخصوم بالفروع والمسجلة بالعملة الأجنبية تكون موضوع لاختلاف تطور معدلات التضخم.

ثانيا: قياس خطر الصرف

إن معرفة وقياس المؤسسة لخطر الصرف يجعلها مطالبة بالمتابعة المستمرة لحقوقها والتزاماتها من خلال وضع آلية لمتابعة تحركات الصرف وذلك عن طريق وضعية الصرف.

1- مفهوم وضعية الصرف: يمكن تعريف وضعية الصرف لعملة أجنبية (يرمز لها pch) على أنها الفرق بين الحقوق بهذه العملة والديون بنفس العملة لتاريخ استحقاق محدد[2]. وتحسب وضعية الصرف بالعلاقة التالية:

pch الوضعية للعملة الصعبة= وضعية الخزينة بالعملة الصعبة (السيولة المتوفرة في ذلك التاريخ)+ مجموع المبالغ المحصلة بالعملة الصعبة- مجموع المبالغ المراد تسديدها بالعملة الصعبة.

2- تفسير وضعية الصرف: لكل فترة وضعية صرف خاصة بها، ويمكن تمييز ما يلي[3]:

- وضعية الصرف المغلقة أو المعدومة: إذا كانت الحقوق بالعملات الأجنبية تساوي الديون بهذه العملات عند نفس تاريخ الاستحقاق (الوضعية=0).
- وضعية الصرف المفتوحة: عندما يكون التدفق الداخل والخارج غير متوازن أي بمعنى الحقوق بالعملة الصعبة لا تساوي الالتزامات بالعملة الصعبة. ويتم التمييز بين وضعيتين:

[1] السعيد عناني، نفس المرجع، ص.70.

[2] شلالي رشيد، **تسيير المخاطر المالية في التجارة الخارجية الجزائرية**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة العمليات التجارية، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011، ص.121.

[3] المرجع نفسه، ص.ص. 122-123.

- وضعية صرف طويلة: عندما تكون الحقوق لوضعية الصرف بالعملات الأجنبية تفوق الديون بهذه العملات لنفس تاريخ الاستحقاق (الوضعية>0).

-وضعية صرف قصيرة: إذا كانت الحقوق بالعملات الأجنبية أقل من الديون بهذه العملات عند نفس تاريخ الاستحقاق (الوضعية<0).

3- التمثيل بالمصفوفات لوضعية الصرف: يعطينا التمثيل بالمصفوفات لوضعية الصرف تصور شامل لحساب النتيجة من خلال الأرباح والخسائر التي تتبع حالة تغير أسعار الصرف. في عمود المصفوفة نبين اتجاه التغير الخاص بوضعية الصرف مبينة بالعملة الوطنية، وذلك كنتيجة لتغيرات أسعار الصرف، إلى الارتفاع في السطر الأول أو إلى الانخفاض في السطر الثاني، التمثيل بالمصفوفة يكون حسب طبيعة وضعية الصرف[1]:

- وضعية الصرف الطويلة: يمكن تمثيلها بالمصفوفة على الشكل التالي$\{^{+1}_{-1}\}$، المعامل الموجب+1 يعني ارتفاع قيمة وضعية الصرف مبينة بالعملة الوطنية (ربح صرف)، عندما ترتفع أسعار الصرف، المعامل السالب -1 يدل على الانخفاض في قيمة وضعية الصرف المبينة بالعملة الوطنية (خسارة الصرف) عندما تنخفض أسعار الصرف .

- وضعية الصرف القصيرة: يمكن تمثيلها بالمصفوفة التالية:$\{^{-1}_{+1}\}$، المعامل السالب-1 يدل على انخفاض قيمة وضعية الصرف (خسارة الصرف) عندما ترتفع أسعار الصرف، والمعامل الموجب+1 يدل على ارتفاع قيمة وضعية الصرف (ربح الصرف) عندما تنخفض أسعار الصرف.

- وضعية الصرف المغلقة: يمكن تمثيلها بمصفوفة على الشكل التالي:$\{^{0}_{0}\}$، المعامل 0 يدل على أن قيمة وضعية الصرف مبينة بالعملة الوطنية لا تتغير نتيجة ارتفاع أو انخفاض في أسعار الصرف.

المطلب الثالث: سياسات تغطية خطر سعر الصرف

توجد عدة سياسات أو أساليب لتغطية خطر الصرف فتنقسم إلى تقنيات داخلية وأخرى خارجية وهذا ما سيتم التطرق إليه.

أولا: التقنيات الداخلية لتغطية خطر الصرف:

يقصد بالتقنيات الداخلية الأساليب والطرق التي يمكن للمؤسسة استخدامها والتأثير فيها لتقليل خطر الصرف بالإضافة إلى دور العملة المستخدمة في التعاملات لا يمكن أن تنفي دور المؤسسة في التفاوض.

1- تقنيات ذات الصلة بالآجال: وهي التقنية التي تحاول المؤسسة من ورائها التأثير على الفترات المتعلقة بتعاملاتها عل أجال تحصيل المستحقات أو دفع الديون ويندرج ضمنها:

[1] شوقي طارق، **أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009، ص.33.

أ- تسيير الآجال: يتمثل هذا الأسلوب في الإجراءات المتعلقة بالتأثير على الآجال لتغيير آجال التسوية للاستفادة من تحركات الصرف فمن مصلحة المؤسسة المصدرة تمديد الآجال إذا توقعت ارتفاع عملة الاستحقاق[1].

ب- المقاصة: تقوم على تسوية الحقوق والالتزامات قصيرة الآجال التي تستخدم فيها عملات مشتركة وتتم عن طريق تصفية الحقوق والالتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر وبعملات متماثلة بحيث لا يظهر إلا الرصيد الصافي[2].

2- اختيار عملة الفوترة: إن اختيار عملة الفوترة بين العملة المحلية والأجنبية، وموافقة الطرف الآخر في العقد على العملة المختارة حيث يفرض طرفي العقد القيام بتنازلات ومفاوضات مرهقة للتوصل إلى اتفاق يرضي الطرفين، غير أن الطرف الأقوى يطالب بتعويضات كبيرة لقبول عملة الفوترة. إذا اتفق الطرفان أن تكون عملة الفوترة هي عملة البلد المستورد، فإن هذا الأخير لا يتعرض لمخاطر الصرف لأن المصدر هو الذي يتحمل كافة المخاطر، ويمكن اختيار عملة أخرى كعملة فوترة وفق معايير محددة[3].

ثانيا: التقنيات الخارجية لتغطية خطر الصرف

عندما تعجز التقنيات الداخلية في تفادي خطر الصرف، يمكن لها أن تلجأ إلى تقنيات أخرى للتغطية، سواء كان ذلك من خلال اللجوء إلى السوق أو التعامل مع مؤسسات مالية متخصصة في هذا المجال، وهي:

1- الصرف الآجل: وهو عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد غير قابل للمراجعة ونهائي في تاريخ لاحق متفق عليه. ومن نتائجه إمكانية تثبيت حال التعاقد سعر الصرف المستقبلي،ومنه إلغاء خطر الصرف مما يسمح بتحديد تكلفة الصفقة التجارية قبل مبادلة العملات، عندما يكون الفرق بين السعرين موجبا نسميهREPORT وعندما يكون سلبي نسميهDEPORT إذن يمكن كتابة المعادلة التالية[4]: سعر الصرف الآجل= سعر الصرف العاجل+ REPORT أو-DEPORT.

2- التسبيقات بالعملة الصعبة: وهي تقنية لتمويل التجارة الخارجية، وطريقة للحماية من خطر الصرف فمن أجل التغطية من هذا الأخير يقترض المصدر من بنكه عملات صعبة بمبلغ مماثل وبنفس أجل الاستحقاق حقوقه، يحول بعد ذلك القرض بالعملة الوطنية، ليتمتع بخزينة ملائمة للحماية من خطر الصرف، وعندما يدفع الزبون بالعملة الصعبة فإن المصدر يسدد بدوره القرض بفضل ما دفعه الزبون[5].

3- العقود مستقبليات العملة: تعرف على أنها التزام بالبيع والشراء لكمية معينة من العملة الصعبة بتاريخ لاحق أو مستقبلي بسعر محدد وقت إبرام العقد[6]، هذه العقود تستعمل من قبل الشركات المتعددة الجنسيات لحماية

---

[1] السعيد عناني، مرجع سبق ذكره، ص.95.

[2] آيت يحي سمير، **سعر الصرف وتسوية المدفوعات في الجزائر**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي1945، قالمة، الجزائر، 2006، ص.42.

[3] Bruned Didier, **La monnaie**, La revue Banque éditeur, France, 1992, p.182.

[4] عبد الحق بوعتروس، مرجع سبق ذكره، ص.8.

[5] برايان كويل، **أسواق العملات الأجنبية**، دار الفاروق، مصر، 2003، ص.121.

[6] طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر(أفراد، إدارات، شركات، بنوك)**، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص.151.

أوضاع عملتها الأجنبية، فضلا على أنها يتاجر بها المضاربون، فالمشتري يعقد مستقبليات العملة يثبت سعر الصرف الذي سوف يدفعه مقابل عملة أجنبية عند نقطة مستقبلية[1].

4- خيارات الصرف: عقد قانوني يعطي لمشتريه حق شراء أو بيع حجم معين من العملات بتاريخ متفق عليه يسمى تاريخ الاستحقاق وبسعر محدد مسبقا يسمى سعر التنفيذ، وذلك مقابل علاوة لبائع العقد. بالنسبة لسعر التنفيذ فإنه يتم الاتفاق عليه انطلاقا من السعر الفوري بالنسبة للخيارات الأمريكية أو السعر الآجل بالنسبة للخيارات الأوروبية[2]. ويأخذ سعر العقد ثلاث قيم[3]:

- قيمة متعادلة: عندما يكون سعر التنفيذ معادلا لقيمة العملة في السوق الفوري.
- قيمة داخلية: عندما يكون سعر التنفيذ أقل من قيمة العملة في السوق الفوري أو الآجل بالنسبة لخيار الشراء أو أعلى منه بالنسبة لخيار البيع.
- قيمة خارجية: عندما يكون سعر التنفيذ أعلى من قيمة العملة في السوق الفوري أو الآجل بالنسبة لخيار الشراء أو أقل منه في خيار البيع.

5- مبادلة العملات: تعرف على أنها عملية مبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحداهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض لكل من العملتين[4].

[1] محمد صالح القريشي، **المالية الدولية**، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص.277.

[2] مدحت صادق، **النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي**، دار غريب، مصر، 1997، ص.164.

[3] وفاء محمد عبد الباسط، **المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي**، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص.79.

[4] بن رجم محمد خميسي، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟**، مداخلة ضمن ملتقى علمي دولي، حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21أكتوبر2009، ص.9.

المبحث الثالث: أثر الخطر الناجم عن تقلبات أسعار الصرف على أداء المحافظ الاستثمارية

يحتوي هذا المبحث على أثر التنويع الدولي وخطر سعر الصرف على المحفظة الاستثمارية، وكيفية تسيير خطر الصرف في المحفظة الاستثمارية.

المطلب الأول: خطر سعر الصرف في المحافظ الاستثمارية

سيتم التعرض إلى خطر سعر الصرف ونماذج تسيير المحفظة الاستثمارية، وكذلك خطر سعر الصرف في المحفظة المنوعة دوليا.

أولا: خطر سعر الصرف ونظريات تسيير المحفظة الاستثمارية

يظهر خطر سعر الصرف في نظريات تسيير المحفظة من خلال العرض العالمي للاستثمارات وتقييم الأصول بالعملات الأجنبية، وذلك من أجل الحصول على حساب بمختلف العملات المرجعية. حيث إدخال خطر سعر الصرف في تسيير المحفظة يمكن مقارنتها بالتضخم حيث أن Solnikعام1974 ومعظم النماذج المتبعة وضحوا أنه يتزايد خطر سعر الصرف نتيجة لاختلاف العملات. من نظريات تسيير المحفظة نموذج توازن الأصول المالية CAPMوهذا النموذج يتنافى مع خطر سعر الصرف حيث أن الفرضية الأساسية للنموذج تتمثل في وجود أصل خالي من الخطر المطابق لجميع المستثمرين وهذا يبين أنه من غير الممكن تسيير محفظة دولية.

إن من أهم نماذج تسيير المحفظة نموذج CAPMونموذج APTمن خلال إدخالهم للاستثمارات الدولية يمكن تفسير أو تبيين خطر سعر الصرف، وهي تتمثل في[1]:

1- CAPM الدولي: فيCAPM التقليدي تكمن أهميته في الأصل الخالي من الخطر والذي يطرح مشكل اكبر لخطر سعر الصرف وذلك من خلال الاتجاه نحو عالمية الاستثمارات والمستثمرين. حيث قام Adler و Dumas في 1983 باقتراح منهج للمشكل السابق وذلك من خلال حصر CAPMبين السعر النسبي لمختلف الأصول وسعر الأصل الخالي من الخطر بمختلف العملات وكذلك قام Solnik 1974 بأنه يمكن تكوين محفظة مغطاة بالعملات بمعنى أن المستثمرين يملكون محافظ مختلفة بحسب عملاتهم المرجعية.

2-APTالدولي: طريقة CAPMالدولية واجهت العديد من العقبات والتي لم تواجهAPT، حيث أن نموذج APT الدولي هو نموذج مفتوح وبإمكانه إدخال واستخدام عوامل كثيرة المولدة للعائد بعملات مختلفة. قدم APT الدولي من طرف Solnik في 1983 والذي يفترض أسواق مالية كاملة وإمكانية تخفيض التضخم من خلال العوائد الاسمية من اجل إدخال العملات المرجعية المستخدمة من قبل المستثمرين.

كنتيجة أن العوائد مثلا بالفرنك لأصول دول مختلفة تكون بنفس هيكل العوائد بالدولار لنفس الأصول.

مختلف هذه النماذج لتقييم الأصول أدخلت خطر سعر الصرف بطريقة CAPMالدولي لSolnik 1974 وكذلك APT الدولي 1983. النموذج الدولي لتقييم الأصول ل Dumas و Adler 1983، نظرية Ross و

[1] Rainer Haberle, **Risque de change, entreprise et investisseur-le cas du marche suisse des actions**, l obtention du grade de docteur ,sciences économique et sociales, université de Fribourg suisse, 1999, P.P.84-87.

Walsk 1983 فضلا عن نماذج أخرى اتخذت خطر سعر الصرف لتحويل إلى سعر عملات خالية من الخطر (سندات أجنبية أو التغطية).

ثانيا: خطر سعر الصرف والمحفظة المنوعة دوليا

بالنسبة لنظرية تسيير المحفظة التي أدخلت خطر سعر الصرف، يمكن ارتفاع هذا الخطر في المحفظة المنوعة دوليا، ومن المهم تغطية المحفظة من هذا الخطر. ووفقا لمفهوم التعرض لمخاطر أسعار الصرف هو عرض القيمة وعرض التحويلات بالاشتراك مع خطر السوق وهي مخاطر المحفظة المالية المنوعة دوليا، عرض القيمة تمثل خطر سعر الصرف وتندرج في الخطر الخاص، وهذا الخطر يتم تجاهله عموما. وعرض التحويلات تمس المحفظة التي تحتوي إلى استثمارات مقومة بعملة أخرى غير العملة المرجعية للمستثمرين.إن مساهمة خطر الصرف في الخطر الكلي للمحفظة يمكن تحليله من خلال التباين الكلي للمحفظة المنوعة دوليا وتتألف من:

- تباين وانحراف العوائد للأوراق المالية بالعملة المحلية.
- تباين وانحراف بين أسعار الصرف.
- مقابلة تباين وانحراف العوائد المحلية للأوراق المالية مع أسعار الصرف وتكون هذه المساهمة اكبر إذا كانت تشتمل على أنواع أخرى من الأصول مثل الاستثمارات في أسواق النقد واستثمارات السندات والعقارات.

إن الدور المتزايد لخطر سعر الصرف في الخطر الكلي له سببان: يتمثل الأول في الخطر المرتبط بالعملة المرجعية للاستثمارات النقدية، السندات، العقارات مقارنة مع الاستثمار في الأسهم. هذا له تأثيرا في جعل الخطر الإضافي في نتيجة للتحويل إلى عملات أخرى. أما السبب الثاني نتيجة لتأثير التنويع المتفاوت غير المتساوي بين مختلف أنواع الأصول المالية من جهة ومن تنويع العملات من جهة أخرى[1].

ثالثا: معامل الارتباط بين الأسواق

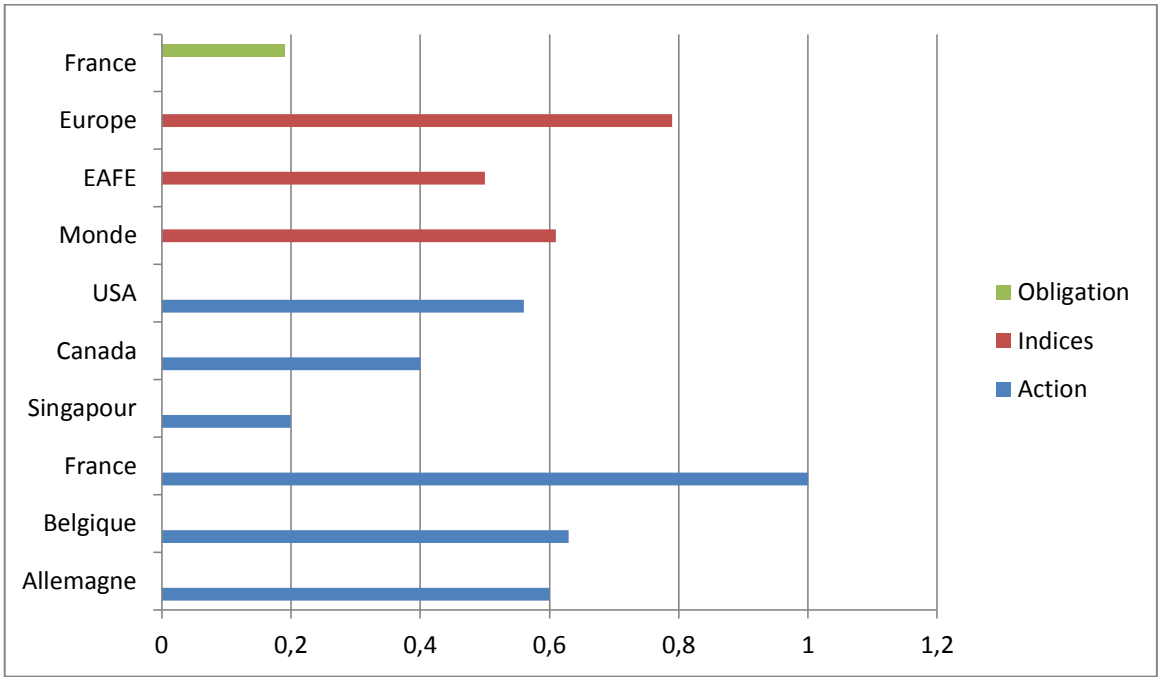
الشكل أدناه يحلل معاملات الارتباط بين أسواق الأسهم الفرنسية والأسواق العالمية الأخرى هذه المعاملات تتغير بحسب البلدان، من اجل الأسهم معدل الارتباط يتحدد في 0,5 وهذا ما يعرف بان 25% فقط للتغيرات في السوقين تفسر من طرف عوامل مشتركة، هذا التغير ضعيف بالنسبة لأسواق السندات.

ويرتبط هذا الضعف حسب ما يقره البعض بالمتغيرات النقدية من دولة لأخرى يرتبط بنتائج غياب السياسة النقدية المحلية والتي تؤثر مرة في أسعار الفائدة وأسعار الصرف. ونجد معامل الارتباط هو أكثر بين الدول التي تحتوي على روابط اقتصادية ونقدية ولكن في المجموع الارتباط ضعيف ويفسر بان التنويع الدولي يسمح بتقليل الخطر[2].

[1] Rainer Haberle, OP .Cit .P.P.85-91.

[2] Bruno Solnik**, l intérêt dune diversification internationale**, Revue d économies Financière, la sécurité des systèmes Financiers, N°19, 1991, P.79.

الشكل رقم: (2-1) ارتباط الأسهم الفرنسية 1990-1980 فرنك فرنسي



Source : Bruno Solnik, OP .cit, P.89.

المطلب الثاني : أثر التنويع الدولي على المحافظ الاستثمارية

أولا: أساليب التنويع الدولي للاستثمارات المالية :

ويتم ذلك من خلال أسلوبين شراء أسهم المؤسسات الدولية، وشراء أسهم أجنبية[1]:

1- شراء أسهم المؤسسة الدولية: يوجد العديد من المؤسسات الدولية التي ينجم عن نشاطها تنوعا دوليا لأرباحها وأصولها، ومن خلال هذا التنويع يمكن الحصول على استثمار مالي متكافئ الخصائص مع محافظ مالية مكونة من قيم متنوعة لمؤسسات مستوطنة في دول مختلفة. فالمؤسسة الدولية مشكلة من مجموعة من المؤسسات الفرعية المرتبطة ماليا مع المؤسسة الأم والتي مشكلة تقنيا من توليفة أسهم مختلفة في مستوى المخاطرة والمردودية تبعا لنشاط المؤسسة الفرعية وبيئتها الاقتصادية، وبالتالي فسهم المؤسسة الدولية يمثل وحدة لتوظيف متنوع جغرافيا.

2- شراء أسهم أجنبية: يكون هذا التنويع بشراء أسهم أجنبية مسعرة في السوق المحلية أو بشراء أسهم مسعرة في الأسواق الأجنبية، إلا أن هذه الأخيرة معرضة لخمسة عوائق أمام المستثمر المالي عند تدويل محفظته، وهي: صعوبة الحصول على المعلومات الدقيقة في الخارج، بسبب مشاكل اللغة، نقص في تغطية المحللين الماليين واختلاف المقاييس المحاسبية؛ صعوبة الإلمام بالتشريعات الجبائية؛ اختلاف القواعد المتحمة في عمليات البورصة بشكل ملحوظ من بلد لأخر؛ الالتزام بمصاريف الوساطة؛ الاختلاف في درجة السيولة.

[1] حمدي فيصل، **تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات اقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006، ص.ص.69-71.

ثانيا: أثر التنويع الدولي على تشكيلة المحفظة الاستثمارية

1- حجم المحفظة وتخفيض الخطر: من اجل دراسة العلاقة بين خطر المحفظة وعدد الأصول المشكلة لها نفرض أن محفظة P مكونة من n أصل مالي فان تباين العائد للمحفظة يكون كما يلي[1]:

نجد المعادلة التالية: $\sigma = \frac{2}{P} Var(\tilde{R}_{\overline{P}}) = Var\left(\sum_{i=1}^{n} \frac{1}{n} \tilde{R}_i\right)$

ومنه نتحصل على: $= \frac{1}{n^2} \sum_{i=1}^{n} Var(\tilde{R}_i) + \frac{1}{n^2} \sum_{i=1}^{n} \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^{n} Cov(\tilde{R}_i, \tilde{R}_j)$

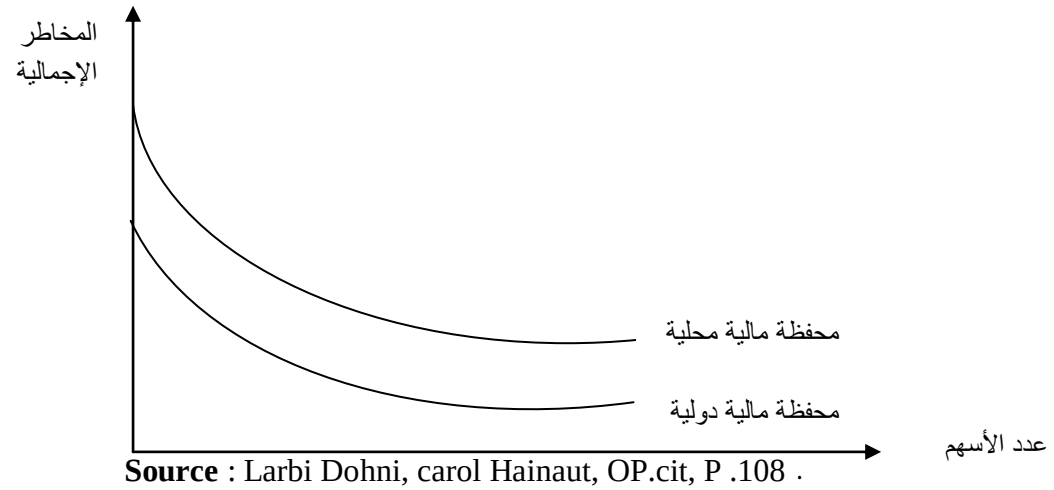
بالإجمالي فإن خطر المحفظة P ينخفض عندما يزداد عدد الأوراق المالية، وتمتد النظامية نحو متوسط التباين والذي يسمى مركب نظامي للخطر لأنه لا يمكن تخفيضها بالتنويع، بينت الدراسات التي أجريت على الأسواق الدولية الكبرى أن الخطر ينخفض حسب عدد الأوراق المالية المشكلة لها واستخدمت المنهجية التالية:

البدء بتشكيل محفظة بورقة مالية واحدة وبحساب الخطر المتوسط لهذه المحفظة، ثم بنفس الطريقة على محافظ مكونة من ورقتين ثم ثلاث أوراق فما أكثر والذي يسمح بمعرفة متوسط الخطر الناجم عن المحافظ المختلفة الأحجام.

والسؤال المطروح هو هل أن المحفظة المكونة من n ورقة مالية منوعة دوليا أقل مخاطرة من تلك المحفظة المحلية ؟

والشكل التالي يبين دراسة تجريبية ل Solnik 1976 حيث قام بتشكيل محفظة من أوراق مالية أمريكية، بإضافة كل مرة ورقة مالية محلية أمريكية بطريقة متتالية نلاحظ أن الخطر يصل إلى حده الأدنى عندما يصل عدد الأوراق المالية إلى 40 ورقة. و يبين مستوى الخطر النظامي للسوق الأمريكي والتي تساوي 27% للخطر مقارنة بتلك التي تشمل على نوع واحد من الأوراق المالية، وإذا اعتمدنا على المحفظة الدولية فان الخطر المحفظة ينخفض بطريقة محسوسة من سابقاتها.

الشكل رقم (2-2): المخاطر الإجمالية للمحفظة المحلية والدولية



Source : Larbi Dohni, carol Hainaut, OP.cit, P .108 .

وختاما لما سبق فان خطر المحفظة ينخفض كلما زاد عدد الأسهم وينخفض بأكثر سرعة إذا كانت الأسهم المملوكة من دول مختلفة.

[1] Larbi Dohni, carol Hainaut, **les Taux de change**, de Boeck, Belgique, 2004, P .P.106 .108.

2- مركبات الخطر لمحفظة منوعة دوليا: يهدف هذا الجزء في البحث عن مدى تأثير التنويع الدولي على مخاطر المحفظة المالية وذلك لمعرفة كيف تسمح إستراتيجية التنويع الدولي بتخفيض الخطر أكثر من التنويع المحلي. ومن اجل ذلك نشكل محفظة منوعة دوليا حيث xi تمثل جزء الثروة المستثمرة في أوراق مالية لدولة i حيث i=1,2,3, ... حيث نرمز للورقة ب (0) ومعدل العائد للوحدة النقدية متواجد ضمن الأصول الأجنبية i

حيث: i=1,2,3, ... ويساوي في فترة زمنية معينة[1]: $\frac{(1+\tilde{R}_i)}{\tilde{\delta}_0^2} \cdot \tilde{\delta}_1^2$

حيث: سعر العملة i مقيمة بالعملة المحلية وبالنتيجة فإن معدل العائد يقيم بالعملة المحلية لهذا الاستثمار وفق العلاقة: $\tilde{R}_i = \left(1+\tilde{R}_i^*\right)\frac{\tilde{\delta}_i^2}{\delta_0^2} - 1 \quad \tilde{e}_i = \frac{\tilde{\delta}_i^2 - \delta_0^2}{\delta_0^2} = (1+\tilde{R}_i^*)(1+\tilde{e}_i) - 1$

الخطر لأصل مالي أجنبي i يقاس بالتباين لمعدل عائد Ri

يمكن أن يقترب إلى معدل العائد المتوقع للمحفظة بالعملة المحلية يعطى بالعلاقة التالية:

$$E(\tilde{R}_P) = E\left(\sum_{i=0}^{n} x_i\,\tilde{R}_i\right) = x_0\tilde{R}_0 + \sum_{i=0}^{n} x_i\left[E(\tilde{R}_i^*) + E(\tilde{e}_i)\right]$$

حيث: $E(\tilde{R}_P)$: يمثل معدل العائد المتوقع من الأصول الأجنبية i بعملتها المحلية.

$Var(\tilde{R}_P)$: هو التباين المتوقع لسعر الصرف i مقيم بالعملة المحلية.

يحسب تباين المحفظة كما يلي:

$$Var(\tilde{R}_P) = \sum_{i=0}^{n} x_i^2 Var(\tilde{R}_i) + \sum_{i=0}^{n}\sum_{\substack{j=0 \\ j\neq i}}^{n} x_i x_j Cov(\tilde{R}_i, \tilde{\mathrm{R}}_\mathrm{j})$$

باستخدام العلاقة الخطية السابقة والتي تأخذ بعين الاعتبار بأن الأصول الأجنبية i=1,2,3, ...n

فإننا نحصل: $Var(\tilde{R}_i) = Var(\tilde{R}_i^*) + Var(\tilde{e}_i) + 2Cov(\tilde{R}_i^*, \tilde{e}_i)$

وبالنتيجة فإن تباين المحفظة يساوي : $Var(R_P) = \sum x_i^2\, Var(R_i^*) \sum_{i=0}^{n}\sum_{\substack{j=0 \\ j\neq i}}^{n} x_i x_j Cov(\tilde{R}_i^*, \tilde{\mathrm{R}}_\mathrm{j}^*) +$

$$\sum_{i=1}^{n} x_i^2 Var(\tilde{e}_i) + \sum_{i=0}^{n}\sum_{\substack{j=1 \\ j\neq i}}^{n} x_i x_j Cov(\tilde{e}_i, \tilde{\mathrm{e}}_\mathrm{j}) + \sum_{i=0}^{n}\sum_{j=1}^{n} x_i x_j Cov(\tilde{R}_i^*, \tilde{\mathrm{e}}_\mathrm{i})$$

ويتوقف خطر المحفظة أولا على مكان الخطر لكل أصل على انفراد أين يقيم العائد بالعملة المحلية وذلك وفق العلاقة التالية: $\sum_{i=0}^{n} x_i^2\, Var(\tilde{R}_i^*)$

من جانب آخر فان هذه العوائد والمختلفة أكثر ربحية وذلك راجع للميزة التي يتسم بها التنويع، وأيضا إذا كان السوق الوطني يوفر بعض الإمكانيات للتنويع فان هذا يبقى محدود بسبب ارتفاع معامل الارتباط فيما بين الأوراق.

يظهر في هذا المستوى ميزة أولى للتنويع الدولي عن طريق ارتباطات بين مختلف البورصات والتي هي أكثر ضعف عن سابقاتها فعلى عكس تنويع محلي صافي بمركبات أخرى للخطر الإجمالي لمحفظة فهي تظهر مرتبطة بحالة عدم التأكد على تحركات سعر الصرف لعملات مختلفة مقابل العملة المرجع بالنسبة للمستثمر. لابد من معرفة المخاطر الفردية لكل منها وأسعار الصرف التي تؤثر على خطر المحفظة المقدر

[1] Larbi Dohni, carol Hainaut, OP .cit, p.p .108 .110 .

عن طريق العلاقة التالية: $\sum_{i=1}^{n} x_i^2 Var(\tilde{e}_i)$

أيضا الخطر الإجمالي للمحفظة يتأثر بالتباين بين: تغير مختلف أسعار الصرف من جانب وتغير العائد بالعملة المحلية لمختلف مناطق البورصة وذلك بواسطة العلاقة: $\sum_{i=0}^{n} \sum_{i=1}^{n} x_i x_j Cov(\tilde{R}_i^*, \tilde{e}_i)$

وختاما فإن التنويع الدولي يسمح بتدنئة الخطر الإجمالي للمحفظة وذلك لاختلاف مركبات الخطر المشكل لها ومنه فان الخطر الإجمالي للمحفظة يكون أقل من خطر كل ورقة مالية على انفراد.

المطلب الثالث: تسيير خطر الصرف في المحفظة الاستثمارية

بعد قيام المستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة بإدراج خطر سعر الصرف في المحافظ الاستثمارية تعمل بعد ذلك على تسيير الخطر وفق مناهج ونظريات تؤدي إلى أثار على أداء المحفظة.

أولا: مناهج تسيير خطر سعر الصرف في المحفظة الاستثمارية:

اعتمادا على عدة طرق لإدراك تعرض الأصول المالية لخطر سعر الصرف وإدخاله في تسيير المحفظة الاستثمارية، ونميز بين ثلاثة مناهج لتسيير فعال لخطر سعر الصرف في المحفظة وهي كالتالي[1]:

1- تسيير العرض التحويلي: تسيير خطر الصرف في المحفظة التي تقوم على العرض التحويلي تمثل المنهج الأكثر استخداما، فهذا المفهوم لخطر الصرف لا يأخذ لا الارتباط بين الأصل وسعر الصرف ولا تلك الروابط بين الأصول أو سعر الصرف بينهما. حيث يعتمد فقط على حساب خطر الصرف المرتبط بالعملة، والذي يتبع من تخصيص عملات المحفظة، هذا المنهج يعرف أيضا باسم تسيير" تراكب العملة"، وهو يقوم على تكوين العملات في المحفظة التي تستمد من القرارات حيث لم يأخذ خطر الصرف الظاهر في الاعتبار. تخصيص العملات في المحفظة يتوافق مع قرارات المستثمرين في الأسهم والسندات وبعدها اتخاذ وظيفة العملة المرجعية للمستثمر موقفة اتجاه الخطر، وتوقعات أداء العملات ويتم تخصيص العملات في هذا السياق بنفس طريقة تخصيص الأسهم أو السندات. هذه الطريقة من تسيير خطر الصرف عادة ما تستخدم في تسيير المحفظة بسبب بساطة تنفيذها، فإنها تجعل من الممكن تسيير خطر الصرف عامة مستقل تماما عن تخصيص المحفظة بما أن عكس تسيير خطر الصرف الثنائية عائد-خطر، العرض التحويلي يمكن أن يدار بعد تخصيص الأسهم وليس بالاشتراك معها. وفق هذا الأسلوب ينطوي على تغطية كاملة لجميع الاستثمارات المقومة بالعملة الأجنبية (خارج الاستثمارات النقدية)، اعتماد المؤشر الذي يتطابق مع التغطية نصف الاستثمارات المقومة بالعملات الأجنبية هو بمثابة الجمع بين التسيير الايجابي والسلبي لخطر الصرف، من خلال اعتماد قبول ضمني لتخصيص العملات التي تنتج من تخصيص الأسهم أو السندات، هذا يعني تخصيص العملات لا يستمد من الاختيار العقلاني فيما يتعلق بالعملة، من ناحية أخرى اعتماد المؤشر غير المحمي (غير المغطى)، يمكننا أن نتجاهل فقط العملة الأساسية للمستثمر، ولكن يتم

[1] Rainer Haberle, op.cit., p.p.102-104.

اعتماد مجرد الموقف السلبي لتسيير خطر الصرف، هو ممكن النظر إلى العملات كفئة أصول في حد ذاتها، وبالتالي تسيير المخاطر المرتبطة به، وذلك ما إذا اعتمدنا على التغطية الكاملة باستخدام المعيار.

2- تسيير أحادي المتغير لخطر الصرف: النهج الثاني لتسيير خطر الصرف أصول مالية يتميز بمفهوم أكثر شمولا من خطر العرض التحويلي، لأنه يأخذ في الاعتبار كلا من الخطر المرتبط بالعملة وعرض القيمة، وبالتالي فإنه لا ينطبق إلا في سياق الأصول المقومة (النقود) الأجنبية، لكن أيضا في الأصول المرتبطة بالنقود المرجعية للمستثمرين، وفقا لهذا المنهج تتم إدارة خطر الصرف الأجنبي من قبل الانحدار العرض يحدد بأحد أو أكثر من معاملات الانحدار، يقدر من الارتباطات التاريخية، هذه المعاملات تشير مباشرة لنسبة تغطية ليتم تطبيقها للحد من التغيرات أصل مقارنة مع سعر الصرف، تأثير خطر الصرف على مجموع المخاطر يمكن أن يختلف اختلافا كبيرا. إن هذا المنهج هو تطبيق على الأصول الفردية المدرجة في المحفظة والنظر في واحد من عوامل الخطر لأنه يأخذ التعرض لمخاطر الصرف كمعطى خارجي، والناجم عن القرارات الاستثمارية، ويعتبر مخاطر الصرف غير مدمجة. تسيير خطر الصرف هو بأثر رجعي export، مرة الاستثمار فردي أو محفظة أصول محددة.

3- تسيير خطر الصرف بأمثليه عائد-خطر: الأسلوبين السابقين لتسيير خطر الصرف تعمل على تغطية خطر الصرف بعد قرار الاستثمار، الذي هو مصدر التعرض، في هذا السياق تسيير خطر الصرف ليس فقط في مفهوم للحد من التعرض للخطر وإهمال المساهمة في العائد المتوقع، ولكنه ينطوي أيضا على اختيار الاستثمار وتكوين محفظة دون المستوى الأمثل. وهذه الطريقة تسير الذي مرة يفصل التعرض لخطر السهم الفعلي والتعرض لخطر العملات، وبدمج كلا الحالتين في وقت واحد من خلال النهج نفسه، فإنه من الممكن أن تستفيد من كل الفوائد المرتبطة بتسيير خطر الصرف الايجابي. يوفر نهج عائد-خطر إطار تحليلي، يسمح باستفادة بجميع مزايا المرتبطة بإستراتيجية منفصلة عن خطر السهم وخطر الصرف من خلال جمع معيار قرار واحد، هذا يدمج مزايا التنويع الدولي مستقلة عن خطر الصرف والعملة المرجعية للمستثمر، علاج في نفس الوقت لنوعين من القرارات يسمح بتقدير مساهمة هامشية لعائد وخطر تخصيص الأسهم وتخصيص العملات المرتبطة بالمستثمر الأسهم والحد من توزيع العملة بعد التغطية والتحوط، تسيير خطر الصرف ثم دمجها في تسيير المحفظة وبالتزامن مع قرار الاستثمار.

تسيير خطر الصرف في نهج عائد-خطر وبصرف النظر عن نهج اختيار محفظة وفق عائد-خطر تقليدي في الواقع فإنه يعتقد بأن سعر الصرف(وفي سياق آخر أدوات الملكية في تسيير خطر الصرف بما في ذلك العمليات من حيث هي تمثل جزء متمم في اتجاه أصول تأخذ العوامل كاختيارات حتى لو كان محفظة مكونة فقط من أسهم). هذا هو سبب التحدث عن تخصيص خطر الصرف بدلا من تخصيص أسهم فعلية. ففوائد التخصيص في الحقيقة التوسيع في محفظة الأسهم مع مكون خطر الصرف، دراسة Gardner ;stone التي تسعى إلى إقامة نسبة التحوط المثلى لجميع العملات على أساس تحسين عائد-خطر يمكن أن تفسر وفق نهج متوسط – التباين الذي يجرب الحد من التعرض لخطر الصرف في تطبيق محفظة محددة مسبقا. ظهرت نظريات حديثة لتسيير خطر الصرف وتعمل على تغطية الجزء الأجنبي، ففي عدة حالات يمكن إلغاء أو تقليص هذا الخطر

بشراء عقود صرف آجلة، وإلا فإن المستثمر يضيف للمحفظة عامل المضاربة على العملة الأجنبية، وإما يتحمل خسارة على سعر الصرف الجاري في حالة قوة العملة الوطنية، و ظهرت مجموعة من النظريات يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أصناف، وهي كالتالي[1]:

– نظرية التغطية الكاملة لسعر الصرف: والتي اقترحها Schuman ;pernod سنة 1988 أول من اقترح تغطية كاملة للاستثمارات الأجنبية والتي تخفض الخطر بشكل محسوس إلى تكلفة جد ضعيفة.

– نظرية التغطية الجزئية لسعر الصرف: والتي تم اقتراحها من قبل froot سنة 1988 بعدم التغطية لأن خطر الصرف لا ينخفض بالفعل على المدى الطويل، بحيث أثبتت هذه النظرية أن التغطية الكاملة على المدى الطويل قد تؤدي إلى التأثير على مردودية المحفظة الدولية.

– نظرية عدم التغطية: تعتبر هذه النظرية حلا وسيطا بين الرأيين السابقين. Gastino سنة 1995 الذي اقترح نسبة التغطية قدرها 50% ونظرية black (1989،1995) الذي اقترح نسبة 75%. بينما أكد reinert سنة 2000 أن إستراتيجية عدم التغطية أو التغطية الكاملة لخطر الصرف بالنسبة لمحفظة تحتوي على 10% من الأصول الأجنبية.

– تغطية خطر الصرف في المحفظة: تكيف خاص لتسيير خطر الصرف في محفظة التي تم اقتراحها من طرف black سنة 1989، وتوصي بتغطية عالمية لخطر الصرف أو بعبارة أخرى فإن سعر التغطية ذاته لجميع المستثمرين بعملة أجنبية بغض النظر عن العملة المرجعية للمستثمرين والتفضيلات، هذه العبارة لتسيير خطر الصرف تعمل على تقديم بديل أكثر بساطة من نهج عائد–خطر. نضع فرضيات لنموذج تسعير الأصول الدولية هذه الافتراضات الإضافية هي[2]:

– التغيرات في معدل الصرف هي تغيرات حقيقية تعبر عن اختلافات الشراء.

– المستثمرين لديهم نفس متوسط معدل من أجل خطر بغض النظر عن بلدهم الأصلي.

– الثروة الإجمالية لبلد من الثروة العالمية مطابق لنسبة القيمة السوقية للبلد إلى القيمة السوقية العالمية.

على أساس الروابط بين المستثمرين من دول مختلفة ولهم الفائدة في بعضها البعض التي تقلل من مخاطر الصرف المرتبطة باستثماراتهم في الخارج. أكد black (1989، 1990) صيغة عالمية للتغطية على أساس تجانس المستثمرين، وتجمع محافظهم الاستثمارية هذه الصيغة على النحو التالي: $\frac{\mu_m - \delta m^2}{\mu_{m-\frac{1}{2}}\delta e^2}$

حيث: (μ_m): معدل العائد المتوقع لمحفظة عالمية.

(δm^2): تغير عائد المحفظة العالمية. (δe^2): معدل تغير لمجموع أسعار الصرف.

[1] حمدي فيصل، مرجع سبق ذكره، ص.ص.73-74.

[2] Rainer Haberle, op.cit., p.p.105-106.

جزء منه يقوم على افتراض قدم من طرف black بأن العائد المتوقع لأسعار الصرف أيضا والارتباطات بين سعر الصرف وعائد السهم لا تقع في نسبة التغطية، حيث التغطية العالمية يعتمد على نسبة الاستثمار في المحفظة العالمية، وأن التفضيلات الفردية تحددها العوائد المتوقعة وارتباطات بين أسعار الصرف.

ثانيا: أثار تسيير خطر الصرف في المحفظة الاستثمارية

من الواضح أن تسيير خطر الصرف لديه آثار على المحفظة عندما يقوم بإدارة سلبية، يجب أولا الإشارة إلى أن تسيير خطر الصرف يؤثر على مكونات المحفظة من حيث الأصول التي تم ضمها. المحفظة التي نديرها يجب أن تنظر إلى خطر الصرف واحتواءه إجباريا للعمليات أو أدوات مماثلة. القضاء على خطر الصرف باستخدام هذه الأدوات هي السبب المباشر للنتيجة الثانية من تسيير خطر الصرف على مكونات المحفظة، كل شيء يقوم بالموازاة فإن حصة الاستثمار الأجنبي تزيد بشكل كبير إذ يمكن ضمها ضمن محفظة أدوات التغطية. كذلك فإن تسيير خطر الصرف لديه أيضا تأثير كبير على نسبة الأصول الأجنبية في المحفظة من جهة مساهمة عالية لخطر الصرف من الخطر الإجمالي للاستثمار في الخارج، ومن جهة أخرى الاحتمالات التي يتيحها التنويع الدولي وهذا بهدف رؤية جزء مهم من المساواة التي ترتبط به. ومع ذلك ليس بالضرورة حالة لو أن تسيير الصرف يستند على العرض التحويلي أو تسيير أحادي المتغير لخطر الصرف ، إذا كان تأثير يختلف نهج تسيير خطر الصرف، أثر التغطية على المحفظة ليس محدد مسبقا وذلك يعتمد حتما على العملة المرجعية المعتمدة، وعلى كفاءة أسواق الصرف. أثر التغطية من خطر الصرف في اتجاه خفض الخطر مقارنة مع ذلك محفظة ليست مغطاة، عند التغطية أي تأثير على اختيار الأصول، نغطي مخاطر التحويل للاستثمارات المقومة بعملات أخرى غير الدولار، حسبGlen jorion (1993) نجد انخفاض في الخطر في حال تغطية كاملة عن طريق اختيار محفظة دولية التي تزيد عن نسبة شارب (العائد يزيد عن الخطر)، ثم بما في ذلك العقود الآجلة واختبار في أن تحسين الأداء يتعلق بالتغطية.

وكنتيجة مؤكدة بأن إدماج تسيير خطر الصرف في تسيير واختيار المحفظة يعطي نتائج أعلى مقارنة مع إدارة خطر الصرف يتم مرة واحدة في محفظة معينة[1].

ثالثا: استراتيجيات لتدنية مخاطر سعر الصرف في المحفظة الاستثمارية:

توجد عدة استراتيجيات لتقليل من المخاطر التي تتعرض لها أصول المحفظة الاستثمارية جراء تعرضها لمخاطر الصرف نذكر منها[2]:

1- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية: تقضي هذه الإستراتيجية القيام بالتحليل الأساسي والفني، وكذا سبل تقييم الأسهم بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية مقارنة بقيمتها السوقية ثم قرار تضمينها إلى مكونات المحفظة أو استبعادها. حيث تقوم المؤسسة بتغطية الأصول النقدية لفروعها ففي مقابل النقدية الأوراق المالية قصيرة الأجل وأوراق قبض كلها أصول تستحق بفترة قصيرة حيث يمكن للفروع الحصول مقابل تلك الأصول على

[1] Rainer Haberle, op.cit., p.p.107-109

[2] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص.ص.488-489.

قروض بنفس القيمة وهذا سيؤدي إلى تلاشي خطر سعر الصرف وتكون هذه الوضعية في حال ما إذا توقعت المؤسسة الدولية أن سعر صرف عملة معينة سيعرض للانخفاض.

2- إستراتيجية توقيت السوق: تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأصول المالية تقتضي بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباح غير عادية أو يقلل المخاطرة. إذ أن الكثير من المؤسسات الدولية تحتفظ برصيدها النقدي في صورة محفظة تتضمن العديد من العملات الأجنبية، و بعض الأوراق المالية الأجنبية، مثل شهادات الإيداع القابلة للتداول، السندات الأجنبية مرتفعة الجودة، وبالتالي يستطيع المستثمر بيع هذه الأوراق المالية قصيرة الأجل وتسييلها عندما تتحسن الظروف وإعادة استخدامها في شراء أسهم وأصول مالية عالية الجودة.

3- إستراتيجية التنويع الدولي: تقوم على تخفيض المخاطر تستخدم من أجل بناء المحفظة وتكون باختيار توليفة مختلفة من الأوراق محلية وأخرى أجنبية إذ يتعرض المستثمر للعديد من المخاطر كمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وتسبب خسائر له وتكون هذه الإستراتيجية فعالة إذا كان معامل الارتباط بين عائد الأوراق المالية المحلية والعائد على الأوراق المالية الأجنبية صفرا أو سالبا. أما إذا كان ارتباط موجب تام فإن شراء الأوراق المالية الأجنبية لن يؤدي إلى تخفيض المخاطرة. لكن يذهب بعض الكتاب للتقليل من أهمية التنويع الدولي، وذلك بفعل العولمة والارتباط بين الدول مما قد يحد من فائدة التنويع الدولي ورغم ذلك تبقى أهمية التنويع الدولي للمحافظ المالية قائمة[1].

[1] أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية**، دار وائل للنشر، الأردن، 2010، ص.ص.240-241.

خلاصة الفصل الثاني

يظهر سعر الصرف عندما يتم تبادل مختلف العملات فيما بينها، فهو يتخذ عدة أشكال للتعامل به، ونظرا للأهمية التي يكتسبها فإن تحديده يتم بدلالة نظام الصرف المعتمد على الأنظمة المتعارف عليها، ولقد تعددت النظريات المفسرة لتغيرات سعر الصرف تبعا لتعدد أنظمته دون تقدير دقيق ومحدد لهذا المتغير وذلك لارتباط سعر الصرف بالعديد من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية.

إن التعامل بأكثر من عملة يؤدي إلى الوقوع في خطر الصرف بفعل التقلبات الحادة في أسعار صرف العملات. والذي يتخذ أشكال مختلفة من المخاطر سواء كانت خاصة أو عامة. وبالتالي يصبح المستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة ملزم على المتابعة المستمرة لخطر الصرف فيعمل على تحديد وضعية الصرف، بغية تجنب الوقوع في خسائر كبيرة حيث يجب عليه أن يعمل على التغطية باللجوء إلى مجموعة من التقنيات سواء داخلية أو خارجية. فخطر الصرف له عدة تأثيرات على المحافظ الاستثمارية وهذا ما أدى بالمستثمرين والمؤسسات إلى اللجوء إلى التنويع الدولي مع العمل على تسيير خطر سعر الصرف عن طريق عدة مناهج ونظريات.

الفصل الثالث:

دراسة أثر تقلبات اسعار الصرف على أداء المحافظ الإستثمارية في السوق المالي السعودي

تمهيد

بعد التعرض في الفصلين السابقين إلى مختلف المفاهيم النظرية المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية، وسعر الصرف والخطر الناتج عن تقلباته وكيفية تأثيره على أداء المحفظة الاستثمارية.من خلال هذا الفصل سيتم اختبار مدى توافق وتطابق الجزء النظري مع الواقع العملي والتطبيقي، حيث قسمت الدراسة إلى جانبين، الجانب الأول يتمثل في دراسة مدى أهمية التنويع الدولي في تدنية المخاطر النظامية بصفة عامة وخطر سعر الصرف بصفة خاصة للمحفظة الاستثمارية المسعرة في السوق المالي السعودي. أما الجانب الثاني من الدراسة يتمثل في بناء نموذج إحصائي لمعرفة أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء صناديق الاستثمار.

لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: الإطار العام للسوق المالي السعودي

المبحث الثاني: تشكيل وتحليل محافظ استثمارية منوعة دوليا.

المبحث الثالث: تقدير واختبار نماذج الدراسة.

المبحث الأول: الإطار العام لسوق المالي السعودية

سيتم التطرق في هذا المبحث بداية إلى الإجراءات المنهجية والعملية المتبعة في دراسة حالة وبعدها يتم التطرق إلى المعلومات نظرية حول السوق المالي السعودي، خاصة الوضعية العامة للاقتصاد المالي السعودي، من ناحية النظام المالي وأسعار الصرف. ومن ثم الحديث عن الواقع التنظيمي والعملي للسوق المالي السعودي.

المطلب الأول: الإجراءات المنهجية لدراسة حالة

تعتبر المنهجية ضرورة حتمية لأي عمل حيث سيتم في هذا المطلب التطرق إلى أهم الطرق المنهجية المتبعة، وأسباب اختيار عينة وفترة الدراسة. ثم التحدث عن أهم مصادر والأدوات المستعملة في دراسة حالة.

أولا: مبررات اختيار عينة وفترة الدراسة

1- مبررات اختيار عينة الدراسة

تم اختيار السوق المالي السعودي لأنه من أهم الأسواق العربية التي تتوفر لديها السيولة والكفاءة على تلبية رغبة مستثمريها وأيضا لتوفره على كافة المعلومات والبيانات حول أداء صناديق الاستثمار، حيث تم اختيار أحسن وأقدم ثلاثة مدراء صناديق استثمار في السوق المالي السعودي. ومن كل مدير تم اختيار صندوقين وذلك حسب فئة الصندوق وكذا العملة الرسمية للصندوق لنتحصل على عينة مكونة من ستة صناديق محلية مقيمة بالريال السعودي وستة صناديق دولية مقيمة بالدولار الأمريكي.

إضافة إلى ذلك، ولتكوين محفظة خاصة بالدراسة، تم اختيار ستة شركات محلية من الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي وذلك من كل قطاع شركة حسب الأكثر نشاطا من حيث قيمة التغير في سعر السهم. وأخذنا ثلاثة شركات أجنبية مسعرة في السوق المالي السعودي وأربعة شركات مدرجة في السوق الكويت للأوراق المالية،حيث تم اختيارها حسب أكبر عائد للسهم وهذا لإثبات التنويع الدولي.

وقد تم اختيار سعر صرف الريال مقابل اليورو لإثبات تأثير التقلبات الحاصلة في أسعار الصرف على أداء صناديق الاستثمار وكون عملة اليورو في تذبذب مستمر وانخفاض على عكس عملة الدولار التي هي بالنسبة للريال السعودي وخاصة خلال فترة الدراسة ثابتة لان عملته مرتبطة بالدولار وكون اليورو عملة منافسة للدولار

2- مبررات اختيار فترة الدراسة

حدد الإطار الزمني للدراسة ب 13 شهر يمتد من شهر فيفري 2014 إلى غاية شهر فيفري2015 ولقد تم اختيار هذه الفترة بسبب توفر المعلومات والبيانات اللازمة،خاصة المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم وأسعار الصرف. وكذلك لتوفر المعلومات حول أداء صناديق الاستثمار في السعودية خلال هذه الفترة،حيث تم اتخاذ ثلاثة متغيرات تعبر عن أداء صناديق الاستثمار حسب الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي(تداول)، والتي تتمثل في صافي قيمة الصندوق، تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة.

ثانيا: هيكل دراسة حالة

1- المرحلة الأولى الخاصة بتكوين المحافظ المالية:

سوف يتم تشكيل محافظ استثمارية والقيام بدراسة وتحليل هذه المحافظ سواء من حيث عدد الأصول المكونة لها أو من حيث القيام بتنويع هذه المحافظ عن طريق ضم أسهم أجنبية سواء مسعرة في السوق المالي السعودي أو أسهم مدرجة في السوق الكويت للأوراق المالية وذلك بهدف معرفة تأثير التنويع الدولي للمحافظ وكذا معرفة تأثير كل من الوزن النسبي ومعامل الارتباط بين العناصر المكونة للمحفظة. وهذا في ظل تغطية وعدم تغطية خطر الصرف.

ولقد تم وضع الفرضيات التالية :

- يساهم عدد الأصول المكونة للمحفظة في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية.
- يساهم التنويع الدولي في تدنية المخاطر النظامية للمحفظة الاستثمارية .
- يساهم معامل الارتباط بين الأصول المالية والمختلفة دوليا في تدنية مخاطر المحفظة.
- يساهم الوزن النسبي في تدنيه المخاطر النظامية للمحفظة الاستثمارية الدولية.

2- المرحلة الثانية الخاصة بتقدير النموذج الإحصائي:

سيتم بناء نموذج انحدار بسيط ومتعدد وذلك لمعرفة مدى تأثير سعر الصرف وخاصة سعر صرف الريال / اليورو على أداء صناديق الاستثمار. وذلك بالاعتماد على تقنيات الاقتصاد القياسي لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة .

أ- متغيرات الدراسة: تتمثل في:

- المتغير المستقل: يتمثل المتغير المستقل في سعر صرف الريال السعودي ونرمز له في دراستنا بالرمز PCE
- المتغيرات التابعة: وهي المتغيرات التي أخذت لتعبر عن أداء صناديق الاستثمار السعودية، وتتمثل في:
  - صافي قيمة الصندوق ونرمز لها بالرمز NAV.
  - تغير السعر منذ بداية العام ونرمز له بالرمز VP.
  - سعر الوحدة للصندوق ونرمز له بالرمز P.

ب- فرضيات الدراسة: سيتم الآن وضع فرضيات النموذج أي التوقعات القبلية للدراسة والتي تشرح العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع وفقا للنظرية والواقع الاقتصادي.

- هناك علاقة عكسية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال السعودي/اليورو.
- هناك علاقة عكسية بين تغير السعر منذ بداية العام و سعر صرف الريال السعودي/ اليورو.
- هناك علاقة طردية بين سعر الوحدة للصندوق و سعر صرف الريال السعودي/اليورو.

ج- تقدير النموذج: من أجل تقدير معادلة النموذج يتم الاعتماد على نموذج انحدار بسيط، حيث يقتصر على وصف علاقة خطية عشوائية تربط متغيرين فقط إحداهما تابع والآخر مستقل، معتمدين في ذلك على برنامج لتقدير نماذج الدراسة.

د- اختبار النموذج: تتم هذه عملية من خلال اختباره اقتصاديا ثم إحصائيا لتتم الموافقة على استخدامه أم لا.

✓ اختبار معلمات النموذج من الناحية الاقتصادية:

ويتم اختبارها وفقا لمعايير النظرية الاقتصادية، حيث يتم مقارنتها مع إشارات ومقادير المعلمات المقدرة فإذا جاءت هذه المعلمات المقدرة على عكس ما تقرره النظرية مسبقا فإن هذا يمكن أن يكون مبررا لرفض المقدرة.

✓ اختبار معلمات النموذج من الناحية الإحصائية:

يساعدنا هذا الاختبار في تحديد المعنوية الإحصائية للقيم المقدرة للمعلمات التي حصلنا عليها كما تحدد درجة الثقة في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج.

- اختبار إحصائية t يعتمد اختبار ستيودنت على نوعين من الفرضيات :

- فرضية العدمH_0: تنص على عدم وجود علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

- الفرضية البديلةH_1: تنص على وجود علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

يستخدم اختبار ستيودنت عند مستوى معنوية ودرجة حرية حسب حجم العينة وعدد المعلمات المقدرة، وبعد احتساب قيمة t تقارن مع قيمتها المجدولة المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجات الحرية n-k=13-2=11 ومستوى المعنوية $\alpha = 5\%$ لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم. ونجد t المجدولة: $t_{13-2}^{0.05/2} = 2.201$.

- اختبار إحصائية فيشر: يقوم اختبار فيشر باختبار النموذج ككل أي يوضح العلاقة بين المتغيرين، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات:

- فرضية العدم H_0: وتنص على عدم معنوية النموذج ككل.

- الفرضية البديلةH_1: وتنص على وجود علاقة جوهرية من الناحية الإحصائية بين المتغير التابع والمستقل.

وبعد احتساب قيمة F المحسوبة نقارنها مع Fالجدولية الخاصة بها عند درجة معنوية 5% ودرجة حرية البسط n-k والمقام k-1 ومنه نجد Fالجدولية تساوي $F_{11}^{1} = 4.84$ فإذا كانت F المحسوبة أكبر من قيمةF الجدولية، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي معنوية العلاقة المقدرة والعكس صحيح .

-اختبار جودة التوفيق: يستخدم هذا الاختبار معامل التحديد كمؤشر لاختبار جودة التوفيق، ويعد هذا المؤشر أساس لتقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، ومعامل التحديد هو نفسه مربع معامل الارتباط ما بين المتغيرين بالنسبة لنموذج الانحدار الخطي البسيط.

ثالثا: أدوات دراسة حالة

تم استخدام معادلات العائد التاريخي لحساب العوائد الشهرية لأسهم الشركات، ومعادلة المخاطر النظامية، الخطر الكلي، كما تم الاعتماد على مصفوفة الارتباط، ولقد تم استخراج معاملات الارتباط بين عوائد الأوراق المالية لسوقين الكويت والسعودية، ومصفوفة التباين والتباين المشترك.

بالإضافة إلى استخدام برنامج EViews8 و Excel.

رابعا: مصادر المعلومات

- تم الحصول على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي المعبر عنها بالريال السعودي.
- تم الحصول على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية من الموقع الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية والمعبر عنها بالدينار الكويتي.
- بالنسبة لأداء صناديق الاستثمار فقد تم الحصول عليها من الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي.
- أما أسعار الصرف فقد تم الحصول عليها من التقارير الشهرية لصندوق النقد السعودي.

ونشير إلى أن معطيات الدراسة موضحة في الملاحق.

المطلب الثاني: الوضعية العامة للاقتصاد السعودي

قبل التطرق إلى المعلومات النظرية للسوق المالي السعودي لابد من التكلم عن الوضعية العامة للاقتصاد، خاصة الجانب المالي وسياسة أسعار الصرف.

أولا:النظام المالي

يتكون النظام المالي للمملكة العربية السعودية من البنك المركزي، مؤسسة النقد العربي السعودي، المصارف التجارية ومؤسسات الإقراض المتخصصة، وسوق الأوراق المالية. ويقوم مجلس الوزراء بإصدار تراخيص لإنشاء المصارف، وذلك بناءا على توصيات من وزير المالية بعد الإطلاع عليها من قبل البنك المركزي وتترأس القطاع المصرفي في المملكة مؤسسة النقد العربي السعودي، ويمكن للأجانب الاستثمار في سوق الأسهم من خلال صناديق الاستثمار. وقد حقق الريال السعودي رقماً قياسياً قوياً من الاستقرار، لأن معدلات التضخم في المملكة العربية السعودية منخفضة جداً.

تقوم السياسة النقدية في المملكة العربية السعودية على إجراء تدابير يتخذها البنك المركزي بغرض تحقيق أهداف السياسة النقدية، وتسعى مؤسسة النقد العربي السعودي للمحافظة على استقرار وتطوير القطاع المالي حيث تحقق ذلك من خلال الاحتياطي القانوني، وكذلك إجراء اتفاقيات إعادة شراء الأوراق المالية الحكومية التي تعد من أهم الأدوات المتاحة لمؤسسة النقد لإدارة السيولة النقدية المحلية، وكذلك تقوم بعمليات المقاصة في النقد الأجنبي بناءاً على أسعار الفائدة السوقية وعلى تدفقات رأس المال ومن خلال تخفيف إضطرابات السياسة النقدية

الناتجة عن تطورات في أسواق الصرف الأجنبي، حيث اتبعت سياسة نقدية توسعية بدأت منذ الربع الأخير لعام 2008 من أجل تحقيق الاستقرار في القطاع المالي ودعما لنشاط الاقتصادي المحلي عبر تعزيز السيولة.

بلغت الإيرادات الفعلية في نهاية العام المالي الحالي 1.046مليار ريال كما بلغت المصروفات الفعلية 1.100مليار ريال سعودي، وبلغ حجم الدين العام ستين ملياراً ومئة وثمانية عشر مليون ريال،كما أصدر مجلس الهيئة السوق المالي السعودي خلال عام 2014 لائحة وكالات التصنيف الائتماني، وقام بإحداث تعديل على قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح الهيئة وقواعدها. ولتوسيع قاعدة السوق المالية وتوفير فرص التمويل والنمو للشركات الوطنية وزيادة القنوات الاستثمارية، واصلت الهيئة جهودها في سوق الإصدارات الأولية[1].

ثانيا: سياسة سعر الصرف

إن محور السياسة النقدية للمملكة العربية السعودية هو المحافظة على نظام سعر الصرف الثابت مقابل الدولار الأمريكي، وسوف تحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي على ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي عند سعر صرف 3.75 ريالا للدولار الواحد وذلك لمصلحة اقتصادها، وقد ساهمت سياسة مؤسسة النقد العربي السعودي في الحد من الاقتراض الخارجي في الإبقاء على المطلوبات منخفضة، وبالتالي فقد أسهمت هذه السياسة بشكل كبير في استقرار الريال السعودي على الأمد الطويل مقابل الدولار الأمريكي. كما أن قوة السوق النفطية المرتفعة ساعدت في نمو احتياطات المملكة من العملات الأجنبية، حيث بلغ إجمالي الاحتياطات (نقد أجنبي وذهب) 216.132 مليون ريال بنهاية عام 2014 مقارنة بنهاية عام 2013 حيث كانت 194.684 مليون ريال[2].

المطلب الثالث: الإطار التنظيمي والواقع العملي للسوق المالي السعودي

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى الإطار التنظيمي المتعلق بالجانب النظري للسوق المالي السعودي، بالإضافة إلى الجانب العملي والتطبيقي له.

أولا: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي

تم التطرق إلى نشأة وأهداف السوق المالي السعودي بالإضافة إلى لمحة حول هيئة السوق المالي السعودي، باعتبارها الجهة الرسمية في السوق.

1- نشأة السوق المالي السعودي وأهدافه[3]:

تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية في عام 1934، وظلت السوق المالية السعودية غير رسمية، إلى أن تم في عام 1984 تشكيل لجنة وزارية بهدف تطوير وتنظيم السوق والذي مر بعدة تغيرات إلى غاية صدور نظام السوق المالية في 31-07-2009، وتشكيل هيئة السوق المالية كجهة إشرافية ورقابية حيث مثلت قفزة نوعية في

[1] بيان من وزارة المالية، من الموقع الرسمي لوزارة المالية السعودية :
http://www/mof.gov.sa/Arabic/DownloadsCenter/Pages/Budget.aspx

[2] التقرير الشهري لمؤسسة النقد العربي السعودي، من الموقع الرسمي لمؤسسة النقد العربي السعودي:
http://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/MonthlyStatistics.aspx

[3] من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي:
http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

هيكل السوق المالي السعودي. وتم تأسيس شركة السوق المالية السعودية بموافقة مجلس الوزراء السعودي في 2007، تعرف بشركة السوق المالية السعودي (تداول) وهي مؤسسة مستقلة إداريا وماليا، و الجهة الوحيدة المخول لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية، ويأتي القرار تنفيذا للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة، يبلغ رأسمالها 1.2 مليار ريال، مقسما إلى 120 مليون سهم مملوكة بالكامل لصندوق الاستثمارات العامة، كما ينص النظام الأساسي للشركة بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية العامة غير العادية للشركة.

يهدف السوق المالي السعودي (تداول)، إلى ما يلي:

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة، تقديم خدمات متميزة وذات جودة عالية.
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين.
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائها.
- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية.

2- هيئة السوق المالية ومهامها:

أ- هيئة السوق المالية: تأسست بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 31-07-2003 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق وزيادة الثقة والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية.

ب- مهام الهيئة: تتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية:

- تنظيم وتطوير السوق المالية، أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة التي تنطوي على إحتيال أو خداع.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في الأوراق المالية.
- تطوير، تنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية.

ثانيا: الواقع العملي للسوق المالي السعودي

سيتم التحدث عن إجراءات الإدراج وشروط التداول في السوق المالي السعودي كالتالي[1]:

1- إجراءات الإدراج في السوق المالي السعودي:إن شروط إدراج الأوراق المالية للشركات العامة المتواجدة في الدولة تتمثل في:

- أن تكون الشركة مسجلة لأوراقها المالية لدى هيئة السوق المالية، ثم إيداعها لدى مركز إيداع الأوراق المالية.

[1] من الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

– تقدم طلب من طرف الجهة المصدرة لإدراج أسهمها في السوق المالية مرفقا بجميع الوثائق المطلوبة.

– توقيع المصدر اتفاقية الإدراج مع البورصة (تداول) التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية.

ومن أهم الشروط التي يتوجب توفيرها من أجل إدراج الشركات ما يلي:

– أن تكون الشركة عبارة عن شركة مساهمة عامة ومضى عن تأسيسها مدة لا تقل عن السنتين.

– أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100% رأسمالها المدفوع، ولا يقل عدد مساهمين الشركة عند انتهاء السنة المالية عن 100 مساهم.

– أن لا يقل صافي موجودات الشركة عن 20% رأسمالها المدفوع، وأن تكون قد حققت أرباحا صافية قابلة للتوزيع على المساهمين خلال السنتين الماليتين الأخيرتين على الأقل.

– أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية.

2- شروط التداول في السوق المالي السعودي:

– يقوم المستثمر بتقديم أوامر البيع أو الشراء مباشرة عبر البنك الذي فتح فيه حساب التداول، حيث يقوم نظام تداول تلقائيا بالتأكد من توفر الأسهم في حساب البائع في حالة البيع ومن صحة بيانات المستثمر.

– يتم إدخال الأوامر إلى نظام إدارة الأوامر في البنك، وتبعا لحالة السوق ومتطلبات المستثمر فإنه يتم تحويل الأوامر من نظام إدارة الأوامر في البنك إلى نظام تداول عبر شبكة اتصالات سريعة.

– يعمل نظام تداول على مطابقة الأوامر حسب السعر، ومن ثم وقت الإدخال، أما الأوامر التي لم تنفذ، فتبقى في نظام تداول إلى أن يتم مطابقتها وتنفيذها.

– يتم تنفيذ الصفقات من الأوامر التي تطابقت، ومن ثم نقلها آليا إلى مركز إيداع الأوراق المالية لإكمال عمليات نقل الملكية.

– عند انتهاء الصفقة تنتقل الأسهم مباشرة من حساب البائع إلى حساب المشتري، ويتطلب تداول الشهادات إيداعها في حسابات العملاء مسبقا، أما تحويل المبالغ فيتم من خلال نظام التحويلات المالية السريعة.

المبحث الثاني: تشكيل وتحليل محافظ استثمارية منوعة دوليا

بعد التعرض للمفاهيم النظرية المتعلقة بالمحافظ الاستثمارية نحاول من خلال هذا المبحث تشكيل محافظ استثمارية محلية وأخرى منوعة دوليا، وذلك من أجل معرفة أثر التنويع المحلي و الدولي على خصائص المحفظة.

المطلب الأول: تشكيل محافظ استثمارية منوعة محليا

سيتم تشكيل ثلاث محافظ استثمارية وذلك لمعرفة تأثير عدد الأصول على عائد المحافظ وعلى خطرها الكلي والنظامي. وذلك في إطار أوزان نسبية متساوية.

أولا: تأثير عدد الأصول على عائد المحفظة:

الجدول رقم (3-1): العوائد، المخاطر النظامية والكلية لأسهم الشركات المختارة من السوق المالي السعودي.

رمز الشركة	الشركة	العائد	المخاطر النظامية	المخاطر الكلية
A1	الشركة المتقدمة للبتروكيماويات	0.674%	0.889	9.816%
A2	البنك العربي الوطني	-0.0127%	0.823	7.3%
A3	شركة الاتصالات السعودية	1.146%	0.565	5.22%
A4	الشركة السعودية للكهرباء	-0.273%	0.853	7.44%
A5	الشركة السعودية للخدمات الصناعية	0.206%	0.880	7.89%
A6	شركة الخزف	1.913%	0.926	7.5%

المصدر:من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (1)

1- تشكيل محفظة استثمارية بأصلين ماليين: تم اختيار سهم الشركة المتقدمة للبتروكيماويات والتي يقدر متوسط عوائدها ب 0.674% وكذلك سهم البنك العربي الوطني والذي يقدر متوسط عوائده ب 0,01276- %.

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = 0{,}3306\%$

ومنه عائد المحفظة الاستثمارية يقدر ب 0, 3306%.

2- تشكيل محفظة استثمارية بأربعة أصول مالية: تم إضافة أصلين إلى التشكيلة السابقة ويتمثل في سهم شركة الاتصالات السعودية والذي يقدر متوسط عوائدها ب 1,146%وسهم الشركة السعودية للكهرباء والذي يقدر متوسط عوائدها ب % 0,273-.

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = 0{,}3835\%$

ومنه عائد المحفظة الاستثمارية يقدر ب 0,3835%.

3- تشكيل محفظة استثمارية بستة أصول مالية: بإضافة سهم الشركة السعودية للخدمات الصناعية والذي يقدر متوسط عوائده ب 0,206% وكذلك سهم شركة الخزف والذي يقدر متوسط عوائده ب 1,913%إلى المحفظة السابقة.

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = 0{,}6088\%$

ومنه عائد المحفظة قدر ب 0,6088%.

نلاحظ أن المحفظة الاستثمارية المكونة من أصلين ماليين قدر عائدها ب 0,3306% وارتفع العائد قليلا عند إضافة أصلين آخرين للمحفظة السابقة، فقدر ب 0,3835% وكذلك عند إضافة أصلين ماليين للمحفظة الأخيرة ارتفع عائدها فقدر ب 0,6088%.

ثانيا: تأثير عدد الأصول على المخاطر النظامية للمحفظة الاستثمارية:

ومن بين المخاطر النظامية خطر سعر الصرف الذي يؤثر على المحفظة الاستثمارية وسيتم حسابه.

1- تشكيل محفظة استثمارية بأصلين ماليين: تم اختيار سهم الشركة المتقدمة للبتروكيماويات والتي يقدر خطره المنتظم ب0,889 وكذلك سهم البنك العربي الوطني والذي يقدر خطره المنتظم ب 0,823.

فنجد: $\beta_P = 0{,}856$

ومنه الخطر النظامي للمحفظة يقدر ب 0,856.

2- تشكيل محفظة استثمارية بأربعة أصول مالية: تم إضافة أصلين إلى التشكيلة السابقة ويتمثل في سهم شركة الاتصالات السعودية والذي يقدر خطره المنتظم ب0,565 وسهم الشركة السعودية للكهرباء والذي يقدر خطره المنتظم ب 0,853 ونقوم بحساب الخطر النظامي للمحفظة فنجد: $\beta_P = 0{,}782$

ومنه الخطر النظامي للمحفظة يقدر ب 0,782.

3- تشكيل محفظة استثمارية بستة أصول مالية: تم إضافة سهمين إلى المحفظة السابقة والمتمثلان في سهم الشركة السعودية للخدمات الصناعية وسهم شركة الخزف فنجد: $\beta_P = 0{,}822$

ومنه الخطر النظامي للمحفظة قدر ب 0,822.

نلاحظ أن الخطر النظامي للمحفظة الاستثمارية المكونة من أصلين ماليين قدر ب 0,856 وانخفض هذا الخطر في حالة المحفظة مكونة من أربعة أصول مالية و قدر ب 0,782، ثم ارتفع قليلا عند إضافة أصلين إلى المحفظة السابقة وبلغ 0,822. وكان الخطر النظامي للمحفظة المكونة من أصلين مرتفع وهذا راجع إلى أن خطر الأصول المالية المكونة لها كان مرتفعا، في حين انخفض قليلا خطر المحفظة عند إضافة أصلين ماليين وذلك يعود إلى أن خطر سهم شركة الاتصالات السعودية كان منخفضا مقارنة بالخطر النظامي للأصول المالية الأخرى السابقة، أما المحفظة المكونة من ستة أصول مالية فارتفع خطرها النظامي قليلا مقارنة بالمحفظة التي سبقتها وهذا راجع إلى الخطر النظامي لسهم الشركة السعودية للخدمات الصناعية وشركة الخزف المرتفع، وعليه فإن المحافظ الثلاث تتبع سياسة هجومية.

ثالثا: تأثير عدد الأصول على المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية

سيتم من خلال هذا العنصر معرفة أثر حجم المحفظة على المخاطر الكلية (الانحراف المعياري) لهذه المحفظة وتشكيل محفظة مكونة من أصلين ثم إضافة أصلين لهذه المحفظة ثم إضافة أصلين آخرين للمحفظة السابقة لتصبح محفظة مكونة من ستة أصول مالية.

1- تشكيل محفظة استثمارية مكونة من أصلين: يتم تشكيل محفظة استثمارية مكونة من سهم الشركة المتقدمة للبتروكيماويات وسهم البنك العربي الوطني وبالاستعانة بمصفوفة التباين والتباين المشترك لعوائد الأوراق المحلية أنظر الملحق رقم (2). وبحساب الخطر الكلي للمحفظة نجد: $\sigma_P = 0{,}0711$

ومنه الخطر الكلي للمحفظة المشكلة قدر ب 7,11%.

2- تشكيل محفظة استثمارية مكونة من أربعة أصول مالية: يتم إضافة أصلين إلى التشكيلة السابقة والمتمثلان في سهم شركة الاتصالات السعودية وسهم الشركة السعودية للكهرباء وبالاستعانة بمصفوفة التباين والتباين المشترك لعوائد الأوراق المحلية أنظر الملحق رقم (2). وبحساب الخطر الكلي للمحفظة نجد: $\sigma_P = 0{,}0571$

ومنه الخطر الكلي للمحفظة الاستثمارية قدر ب 5,71%.

3- تشكيل محفظة استثمارية مكونة من ستة أصول مالية: يتم إضافة أصلين إلى المحفظة الاستثمارية السابقة والمتمثلان في سهم الشركة السعودية للخدمات الصناعية وسهم شركة الخزف. وبالاستعانة بمصفوفة التباين والتباين المشترك للعوائد للأوراق المحلية انظر الملحق رقم (2). وبحساب الخطر الكلي للمحفظة نجد: $\sigma_P = 0{,}0565$

ومنه خطر المحفظة الكلي للمحفظة الاستثمارية قدر ب : 5,65% .

نلاحظ أن الخطر الكلي أو الانحراف المعياري للمحفظة المكونة من أصلين قدر ب 7,11%وانخفض هذا الخطر عند إضافة أصلين إلى المحفظة السابقة حيث قدر ب 5,71%في حين عند إضافة أصلين آخرين إلى المحفظة الأخيرة انخفض خطرها الكلي إلى أن وصل إلى 5,65%.

المطلب الثاني : تشكيل محافظ استثمارية منوعة دوليا

بعد القيام في المطلب الأول بتشكيل محفظة استثمارية منوعة محليا، سيتم في هذا المطلب تشكيل محفظة استثمارية منوعة دوليا، وسيكون ذلك من خلال تكوين محفظة وذلك بشراء أسهم لمؤسسات دولية أو بشراء أسهم مدرجة من سوق الكويت للأوراق المالية بهدف تبيين أثر التنويع الدولي على المخاطر النظامية للمحفظة والتي تحتوي على خطر سعر الصرف. بالإضافة إلى تبيين أثر كل من الأوزان النسبية ومعاملات الارتباط على عوائد ومخاطر المحفظة المنوعة دوليا.

أولا: تشكيل محفظة منوعة دوليا عن طريق شراء أسهم لمؤسسات دولية مسجلة في السوق المالي السعودي

قبل القيام بتشكيل محفظة منوعة دوليا سوف نقوم أولا بتكوين محفظة استثمارية محلية المستخدمة كمرجع في هذا المطلب يتم اختيار من بين الأوراق السابقة من السوق المالي السعودي أربع أسهم. وتتمثل في:

البنك العربي الوطني، اتصالات السعودية للكهرباء،الشركة المتقدمة للبتروكيماويات، الشركة السعودية للخدمات الصناعية "سيسكو".

- بحساب عائد هذه المحفظة نجد : $R_P = 0{,}4958\%$

ومنه عائد هذه المحفظة يساوي $0{,}4958\%$.

- بحساب المخاطر النظامية لهذه المحفظة نجد: $B_P = 0{,}7403$

ومنه فالمخاطر النظامية تساوي $0{,}7403$.

وبعدها لحساب الخطر الكلي للمحفظة المحلية المرجع يتم الرجوع إلى مصفوفة التباين والتباين المشترك لعوائد الأوراق المحلية، انظر الملحق رقم(2)، وبتطبيق قانون الخطر الكلي للمحفظة نجد : $\sigma_P = 0{,}0586$

ومنه فالخطر الكلي للمحفظة يساوي $5{,}86\%$.

يتكون السوق المالي السعودي من عدة قطاعات تجمع الشركات المتشابهة في النشاط ومن بين هذه القطاعات نجد قطاع المصارف والخدمات المالية والذي يضم بنوك أجنبية ومسعرة في السوق المالي السعودي. وهي عبارة عن شركات مساهمة أي هي عبارة عن فروع لتسهيل عمليات البنوك والتحويلات الدولية. ويمكن تلخيص أهم مميزات هذه البنوك في الجدول التالي :

الجدول رقم (3-2): خصائص الأوراق المالية الأجنبية المسعرة في السوق المالي السعودي

رمز الشركة	اسم الشركة	العائد R_i	المخاطر النظامية β_i	المخاطر الكلية σ_i
A7	البنك السعودي الهولندي	-0,822	0,6063	0,0726
A8	البنك السعودي الفرنسي	-1,9743	0,7875	0,0648
A9	البنك السعودي البريطاني	-0,1633	0,9470	0,0840

المصدر :من إعداد الطالبتان وبالاعتماد على بيانات الملحق رقم (1)

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن كافة عوائد الأوراق المالية سالبة. كما أن بيتا هذه الأسهم في مجملها منخفضة مقارنة بالمخاطر المنتظمة لأسهم الوطنية المحلية معدا البنك السعودي البريطاني وهذا راجع لتنوع أرباح هذه الشركات وتنوع أصولها دوليا وذلك تبعا لنشاط المؤسسة الفرعية وبيئتها الاقتصادية.

وتتميز خصائص المحفظة المكونة من هذه الأوراق بما يلي:

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = -0{,}9865\%$

ومنه عائد المحفظة يساوي $-0{,}9865\%$.

- بحساب المخاطر النظامية للمحفظة نجد: $B_P = 0{,}7803$

ومنه الخطر النظامي للمحفظة يساوي $0{,}7803$.

- بحساب الخطر الكلي للمحفظة وبالاستعانة بمصفوفة التباين والتباين المشترك لعوائد الأوراق المحلية، انظر الملحق رقم(2) نجد: $\sigma_P = 0{,}0594$

ومنه الخطر الكلي للمحفظة هو 5,94%.

نقوم الآن بإضافة أسهم هذه المؤسسات المسعرة في السوق المالي السعودي لأصول المحفظة المرجع نجد محفظة استثمارية منوعة دوليا تتمتع بالخصائص التالية :

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = -0{,}1132\%$

ومنه عائد المحفظة يساوي $-0{,}1132\ \%$.

- بحساب المخاطر النظامية للمحفظة نجد : $\beta_P = 0{,}7574$

ومنه المخاطر النظامية للمحفظة تساوي:$0{,}7574$

ولحساب الخطر الكلي للمحفظة يتم الرجوع إلى مصفوفة التباين والتباين المشترك لعوائد الأوراق المحلية والأوراق الأجنبية من السوق المالي السعودي، انظر الملحق رقم (2).ومنه بتطبيق قانون المخاطر الكلية للمحفظة نجد : $\sigma_P = 0{,}0576$

وبالتالي فالخطر الكلي للمحفظة يساوي 5,76%.

ثانيا: تشكيل محفظة استثمارية منوعة دوليا بشراء أسهم مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى تشكيل محافظ استثمارية عن طريق شراء أسهم مدرجة من سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك من خلال طريقتين الأولى في ظل عدم التغطية من خطر الصرف والثانية في ظل التغطية من الخطر.

1- في ظل عدم التغطية من خطر سعر الصرف (أي أسعار الصرف المتغيرة خلال فترة الدراسة):

سيتم اختيار مجموعة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية وذلك بهدف تجسيد التنويع الدولي بشراء أسهم أجنبية، ولقد تم تحويل العوائد الشهرية لهذه الأسهم بأسعار صرف الدينار الكويتي مقابل الريال السعودي المتغيرة خلال الفترة المدروسة الموجودة في الملحق رقم (3). وتميزت الشركات المختارة بالخصائص التالية :

الجدول رقم (3-3):العوائد، المخاطر النظامية والمخاطر الكلية للأوراق المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

رمز الشركة	اسم الشركة	العائد بالدينار الكويتي	العائد بالريال السعودي	المخاطر المنتظمة	الخطر الخاص
B1	شركة رأس الخيمة لصناعة الاسمنت	0.64561%	%8.17	-0.5398	100.67%
B2	البنك الأهلي المتحد	0.3303%	4.276%	-0.3183	51.24%
B3	شركة اسمنت بورتلاند كويت	0.3661%	4.89%	-0.1226	37.24%
B4	بنك الكويت الدولي	-0.2771%	-3 .066%	-0.9926	66.88%

المصدر :من إعداد الطالبتان بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (1)

سيتم أولا إيجاد خصائص المحفظة المكونة من الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك بالريال السعودي وبأوزان نسبية متساوية:

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = 3{,}5675\%$

ومنه عائد المحفظة يساوي $3{,}5675\%$

- بحساب المخاطر النظامية للمحفظة نجد: $B_P = -0{,}4933$

ومنه فالمخاطر النظامية تساوي $-0{,}4933$.

ولحساب الخطر الكلي للمحفظة يتم الرجوع إلى مصفوفة التباين والتباين المشترك لعوائد الأوراق المحلية والأوراق المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية في ظل أسعار صرف متغيرة للمحفظة المنوعة دوليا، في الملحق رقم(2)، ومنه بتطبيق قانون الخطر الكلي للمحفظة نجد: $\sigma_P = 0{,}41487$

ومنه فالخطر الكلي للمحفظة يساوي$41{,}487\%$.

بنفس الطريقة سيتم إضافة هذه الأسهم الأجنبية للمحفظة المرجع المشكلة من الأسهم المحلية في السوق المالي السعودي وبعد إدراج هذه الأسهم للمحفظة فإننا نتحصل على محفظة استثمارية جديدة منوعة دوليا بين السوق المالي السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية، وتتمتع بخصائص جديدة، وذلك بأخذ أوزان نسبية متساوية، وهي كالتالي:

- بحساب عائد المحفظة المنوعة دوليا نجد: $R_P = 2{,}0235\%$

ومنه عائد المحفظة المنوعة دوليا يساوي $2{,}0235\%$.

- بحساب المخاطر النظامية للمحفظة المنوعة دوليا نجد: $B_P = 0{,}1235$

ومنه المخاطر النظامية للمحفظة تساوي $0{,}1235$.

حساب الخطر الإجمالي للمحفظة المنوعة دوليا وذلك بالرجوع إلى مصفوفة التباين والتباين المشترك لعوائد الأوراق المحلية والأوراق المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية في ظل أسعار صرف متغيرة للمحفظة المنوعة دوليا، في الملحق رقم (2)نجد: $\sigma_P = 0{,}1761$

ومنه فإن الخطر الكلي للمحفظة المنوعة دوليا يساوي 17,61%.

2- في ظل تغطية خطر سعر الصرف: أي أخذ سعر صرف ثابت خلال كامل فترة الدراسة وهو متوسط أسعار الصرف الشهرية حيث أن 1دينار كويتي =13,1039 ريال السعودي سيتم اختيار نفس الأسهم السابقة من سوق الكويت للأوراق المالية والقيام بتحويل العوائد الشهرية لهذه الأسهم بواسطة سعر صرف الثابت، وتشكيل محفظة استثمارية جديدة ومنوعة دوليا في ظل التغطية من خطر الصرف ثم القيام بإيجاد خصائصها الجديدة، ويمكن تلخيص أهم الخصائص المرتبطة بالشركات في الجدول التالي :

الجدول رقم (3-4):خصائص الأوراق المالية الأجنبية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية في ظل التغطية من خطر سعر الصرف

رمز الشركة	اسم الشركة	العائد بالدينار الكويتي	العائد بالريال السعودي	المخاطر المنتظمة	الخطر الخاص
B1	شركة رأس الخيمة لصناعة الاسمنت	0.64561%	8.4600%	-0.51475	100.86%
B2	البنك الأهلي المتحد	0.3303%	4.3342%	-0.3089	50.85%
B3	شركة اسمنت بورتلاند كويت	0.3661%	4.7977%	-0.2173	39.28%
B4	بنك الكويت الدولي	-0.2771%	-3.6331%	-0.9995	67.211%

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم (2)

- بحساب عائد المحفظة المنوعة دوليا في ظل التغطية من خطر الصرف نجد: $R_P = 1{,}9952\%$

ومنه عائد المحفظة المنوعة دوليا يساوي 1,9952%.

- بحساب المخاطر النظامية للمحفظة المنوعة دوليا في ظل التغطية من خطر الصرف نجد: $B_P = 0{,}1151$

ومنه المخاطر النظامية للمحفظة تساوي 0,1151.

- بحساب الخطر الإجمالي للمحفظة المنوعة دوليا وذلك بالرجوع إلى مصفوفة التباين والتباين المشترك في ظل أسعار صرف ثابتة للمحفظة المنوعة دوليا، وبتطبيق قانون الخطر الكلي للمحفظة نحصل على:$\sigma_P = 0{,}1793$

ومنه الخطر الكلي للمحفظة المنوعة دوليا يساوي 17,93%.

ثالثا: أثر معامل الارتباط والأوزان النسبية على عائد/خطر المحفظة الدولية

ستتم الدراسة أولا لأثر معامل الارتباط بين الأصول على خصائص المحفظة، ثم يتم التطرق إلى كيفية تأثير الأوزان النسبية على عوائد المحافظ الاستثمارية وكذا الخطر النظامي والكلي للمحفظة.

1- تأثير معامل الارتباط على عائد وخطر المحفظة الدولية:

سيتم معرفة تأثير معامل الارتباط بين أسهم الشركات السعودية وأسهم الشركات الكويتية على خصائص المحفظة المتمثلة في العائد والخطر.

الجدول رقم (3- 5): معاملات الارتباط بين الأوراق المالية المحلية والدولية

	A1	A2	A3	A4	A5	A6	B1	B2	B3	B4
A1	1									
A2	0.3604	1								
A3	0.4819	0.6288	1							
A4	0.2945	0.4986	0.4882	1						
A5	0.5974	0.5108	0.3076	0.3538	1					
A6	0.4821	0.5711	0.7912	0.5527	0.5364	1				
B1	-0.2068	-0.2713	0.2248	-0.0653	-0.1634	0.1094	1			
B2	0.1530	0.0379	0.0157	-0.5078	-0.1226	0.0617	-0.1405	1		
B3	-0.4330	0.2180	0.3832	-0.2954	-0.3014	0.1234	0.2895	0.2252	1	
B4	-0.6430	-0.3153	-0.4517	-0.3533	-0.8146	-0.6006	0.0478	0.1429	0.1493	1

المصدر:من إعداد الطالبتان بالاعتماد على البرنامج EViews 8 والملحق رقم (1).

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن معاملات الارتباط تتراوح بين0,7912 وهذا بين شركة الخزف السعودية وشركة الاتصالات السعودية وأصغر معامل ارتباط قدر ب 0,8146-وهذا بين سهم الشركة السعودية للخدمات الصناعية وسهم بنك الكويت الدولي، أما أكبر معامل ارتباط بين الأسهم السعودية والكويتية فقدر ب 0,3832 وهذا بين سهم شركة الاتصالات السعودية وسهم شركة اسمنت بورتلاند كويت، وأن معامل الارتباط القريب من الصفر فقدر ب 0,0157بين سهم شركة الاتصالات السعودية وسهم البنك الأهلي المتحد.

2- تشكيل محفظة استثمارية بمختلف حالات الارتباط:

سيتم تشكيل محافظ استثمارية دولية بأوراق مالية من السوق المالي السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية وهذا حسب معاملات الارتباط الموجبة القوية والموجبة الضعيفة، وكذلك معاملات الارتباط السالبة القوية والسالبة الضعيفة، ثم حساب عائد وخطر هذه المحافظ الاستثمارية.

أ- تشكيل محفظة استثمارية بمعاملات ارتباط موجبة قوية:

حسب جدول معامل الارتباط، أكبر معامل ارتباط بين سهم شركة الاتصالات السعودية وسهم شركة اسمنت بورتلاند كويت، والذي قدر ب38,32% والذي يدل على أن عوائد السهمين تسير بنفس الاتجاه وبعلاقة طردية، وتكون خصائص المحفظة المكونة كما يلي:

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = 30,1761\%$

ومنه عائد المحفظة الاستثمارية يقدر ب 3,018% .

- بحساب الخطر النظامي للمحفظة، نجد: $\beta_P = 0,221$

ومنه الخطر المنتظم للمحفظة يقدر ب 0,221.

- بحساب الخطر الكلي للمحفظة، نجد: $\sigma_P = 0,2037$

ومنه الخطر الكلي للمحفظة المشكلة قدر ب 20,37%.

ب- تكوين محفظة استثمارية بمعاملات ارتباط موجبة ضعيفة:

يبين جدول معامل الارتباط أن أصغر قيمة موجبة بين سهم شركة الاتصالات السعودية وسهم البنك الأهلي المتحد بسوق الكويت للأوراق المالية والذي قدر ب 1,57% والذي يدل على أن عوائد السهمين تسير وفق علاقة طردية موجبة ضعيفة جدا، وتكون خصائص المحفظة المشكلة كما يلي:

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = 2,711\%$

ومنه عائد المحفظة الاستثمارية يقدر ب 2,711%

- بحساب الخطر النظامي للمحفظة نجد: $\beta_P = 0,123$

ومنه الخطر النظامي للمحفظة يقدر ب 0,128

- بحساب الخطر الكلي للمحفظة نجد: $\sigma_P = 0.2578$

ومنه الخطر الكلي للمحفظة المشكلة يقدر ب 25,78%.

ج- تشكيل محفظة استثمارية بمعاملات ارتباط سالبة قوية:

يظهر من خلال جدول معامل الارتباط أن المعامل السالب القوي بين سهم شركة السعودية للخدمات الصناعية وسهم بنك الكويت الدولي والذي قدر ب 81,46%- والذي يدل على أن عوائد السهمين تسير باتجاه معاكس أي كلما زاد عائد السهم الأول انخفض عائد السهم الثاني والعكس صحيح، وتكون خصائص المحفظة المشكلة كما يلي:

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = -1,427\%$

ومنه عائد المحفظة الاستثمارية يقدر ب% 1,427-.

- بحساب الخطر النظامي للمحفظة نجد: $\beta_P = -0,056$

ومنه الخطر النظامي للمحفظة يقدر ب 0,056-.

- بحساب الخطر الكلي للمحفظة نجد: $\delta_P = 0,3029$

ومنه الخطر الكلي للمحفظة المشكلة قدر ب 30,29%.

د- تشكيل محفظة استثمارية بمعاملات ارتباط سالبة ضعيفة:

يبين جدول أعلاه أن معامل الارتباط السالب الضعيف بين سهم الشركة السعودية للكهرباء وسهم شركة رأس الخيمة لصناعة الاسمنت بسوق الكويت للأوراق المالية، والذي قدر ب 6,53%- ويدل على العلاقة العكسية الضعيفة بين السهمين، وتكون خصائص المحفظة المشكلة كما يلي:

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = 3,948\%$

ومنه عائد المحفظة الاستثمارية قدر ب3,948%.

- بحساب الخطر النظامي للمحفظة نجد: $\beta_P = 0,157$

ومنه الخطر النظامي للمحفظة قدر ب 0,157.

- بحساب الخطر الكلي للمحفظة نجد: $\sigma_P = 0,5022$

ومنه الخطر الكلي للمحفظة المشكلة قدر ب 50,22%.

3- تأثير الأوزان النسبية على عائد وخطر المحفظة الدولية

تلعب الأوزان النسبية دور مهم في تحديد مخاطر المحفظة أي في كيفية توزيع المخصصات المالية على الأصول المكونة للمحفظة. وللتوضيح فرض مستثمر يملك محفظة تتكون من أربع أسهم منها سهمين محليين من السوق المالي السعودي ذات أكبر عائد وسهمين ذات أكبر عائد من الأوراق المالية السابقة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. ولتبيين أثر الأوزان النسبية أجريت عدة تغييرات عليها واتخاذ حالات مختلفة ومعرفة أثرها على خصائص المحفظة، وهذه الأوراق هي كالتالي:

الجدول رقم (3-6):العوائد، المخاطر النظامية والخطر الكلي للأوراق المحلية والأجنبية

رمز الشركة	اسم الشركة	العائد بالريال السعودي	المخاطر النظامية	الخطر الكلي
2330	الشركة المتقدمة للبتروكيماويات	1.146%	0.3674	9.8163%
7010	اتصالات السعودية للكهرباء	0.664%	0.8237	5.3488%
508	شركة اسمنت بورتلاند كويت	%4.89	-0.1226	37.24%
818	البنك الأهلي المتحد	%4.276	-0.3183	51.24%

المصدر : من إعداد الطالبتان بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (1)

ا- حالة أوزان نسبية متساوية:

أي قيام المستثمر السعودي باستثمار كامل ثروته بالتساوي على الأصول المكونة للمحفظة أي 50%أصول محلية و 50% أصول أجنبي، وعليه تكون خصائص المحفظة المشكلة. كالتالي:

- بحساب عائد المحفظة نجد: $R_P = 2{,}744\%$

ومنه عائد المحفظة يساوي 2,744%.

- بحساب المخاطر النظامية للمحفظة نجد: $B_P = 0{,}18755$

ومنه المخاطر النظامية للمحفظة يساوي 0,18755.

- بحساب الخطر الكلي للمحفظة يتم الرجوع إلى مصفوفة التباين والتباين المشترك في الملحق (2)،

نحصل على: $\sigma_P = 0{,}1788$

ومنه الخطر الكلي للمحفظة المنوعة دوليا يساوي 17,88%.

ب- حالة أوزان نسبية غير متساوية

في هذه الحالة يقوم المستثمر السعودي بتوزيع ثروته بطريقة غير متساوية على الأصول المكونة للمحفظة المنوعة دوليا، فيعمل على اختيار عدة حالات من الأوزان النسبية الغير المتساوية.

يستثمر60% في الأصول المحلية و 40% في الأجنبية: يعني أن قيمة الأوزان النسبية للأصول المحلية تساوي 0.3وأن الوزن النسبي للأصول الأجنبية يساوي 0.2.

- بحساب عائد المحفظة، نجد: $R_P = 2{,}3762\%$

ومنه عائد المحفظة يساوي 2,3762%.

- بحساب المخاطر النظامية للمحفظة، نجد: $\beta_P = 0{,}2691$

ومنه المخاطر النظامية للمحفظة تساوي 0,2691.

- ولحساب الخطر الكلي للمحفظة، وذلك بالرجوع إلى مصفوفة التباين والتباين المشترك انظر الملحق(2)،

نحصل على: $\sigma_P = 0{,}0737$

ومنه فإن الخطر الكلي للمحفظة يساوي 7,37%.

وبالنسبة للحالات المختلفة الأخرى نطبق نفس القوانين السابقة ونتوصل إلى النتائج التالية الملخصة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-7) : عوائد، مخاطر النظامية والكلية للمحافظ المشكلة باختلاف الأوزان النسبية

نسبة الأموال المستثمرة في الأصول المحلية W_1	نسبة الأموال المستثمرة في الأصول الأجنبية W_2	العائد R_P	المخاطر النظامية B_P	الخطر الكلي σ_P
10%	90%	4.2152%	-0.1028	29.25%
20%	80%	3.8474%	-0.0572	26.39%
40%	60%	3.1118%	0.1059	20.06%
50%	50%	2.744%	0.1875	17.88%
60%	40%	2.3762%	0.2671	14.22%
80%	20%	1.6406%	0.4323	9.792%
90%	10%	1.2728%	0.5139	7.422%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النتائج السابقة

نلاحظ من الجدول أعلاه انخفاض عوائد المحفظة الاستثمارية حيث كان عائد المحفظة المكونة من نسبة 10%أصول محلية و90% أصول أجنبية يساوي 4,2152% ووصل إلى1,2728% عندما أصبحت الأصول المحلية 90% والأجنبية10%، و عليه فكلما زاد مقدار الأموال المخصصة للاستثمار في الأصول الأجنبية كلما ارتفع العائد.

فيما يخص المخاطر النظامية بالنسبة للمحفظة فقد سجلت ارتفاع وذلك مع ارتفاع نسبة الأموال المخصصة للاستثمار في الأصول المحلية، حيث بلغت 0,1028- عندما كانت نسبة الأصول المحلية10% ثم أصبحت 0,5139 عندما ارتفعت نسبة الأموال المخصصة للاستثمار في الأصول المحلية تساوي 90%.ترتفع المخاطر النظامية كلما انخفضت الأموال المخصصة للاستثمار في الأصول الأجنبية.

نلاحظ أن المخاطر الكلية للمحافظ انخفضت بصفة مستمر وذلك مع انخفاض نسبة الأموال المخصصة للاستثمار في الأصول الأجنبية، حيث كانت تقدر ب 29,25%في المحفظة المكونة من 10 % أصول محلية عند وأصبحت تساوي % 7,422عندما ارتفعت النسبة المخصصة للأصول المحلية وأصبحت 90%.

المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج

خصص هذا المطلب إلى تحليل وتفسير نتائج الدراسة المخصصة بتشكيل المحافظ المحلية والدولية، فتم في البداية تحليل نتائج تأثير عدد الأصول المكونة للمحافظ على عائد وخطر المحفظة المحلية، ثم التطرق إلى تحليل أثر شراء أسهم المؤسسات الدولية المسجلة (مسعرة) في السوق المالي السعودي وكذا إلى شراء أسهم المؤسسات الدولية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية على عائد/خطر المحفظة الدولية في ظل التغطية وعدم التغطية من خطر سعر الصرف. بالإضافة إلى تحليل نتائج دراسة تأثير معامل الارتباط والأوزان النسبية على عائد وخطر المحفظة الدولية.

أولا:تأثير مكونات المحفظة على عائد / خطر المحفظة المحلية

الجدول رقم(3-8): مقارنة بين خصائص المحافظ الاستثمارية المحلية المشكلة

المحافظ الاستثمارية المكونة	العائد	المخاطر النظامية	الخطر الكلي
المحفظة الاستثمارية المكونة من أصلين ماليين	0.3306%	0.856	7.11%
المحفظة الاستثمارية المكونة من أربعة أصول مالية	0.3835%	0.782	5.71%
المحفظة الاستثمارية المكونة من ستة أصول مالية	0.6088%	0.822	5.65%

نلاحظ من الجدول أعلاه ارتفاع عوائد المحفظة الاستثمارية حيث قدر عائد المحفظة المكونة من أصلين ب 0,3306% ووصل إلى 0,6088% عندما أصبحت المحفظة تحتوي على ستة أصول مالية.وعليه يتأثر عائد المحفظة الاستثمارية بعدد الأصول المالية المكونة لها، حيث يرتفع عائد المحفظة الاستثمارية عندما يكون عائد الأصل المالي المضاف مرتفع مقارنة مع عوائد الأصول المالية السابقة.

فيما يخص المخاطر النظامية للمحفظة فقد سجلت انخفاض وذلك مع ارتفاع الأصول المكونة للمحفظة، حيث بلغت 0,856% عندما كانت المحفظة مكونة من أصليين ماليين فقط، لكن أصبحت تساوي 0,822%عندما ارتفع عدد الأصول المكونة للمحفظة.ومنه يتأثر الخطر النظامي للمحفظة الاستثمارية بعدد الأصول المالية المكونة لها حيث عند إضافة الأصول المالية تتغير مخاطر المحفظة النظامية حسب الخطر النظامي للأصول المضافة، فعندما يكون الخطر المنتظم للأصل المضاف كبير تزداد المخاطر النظامية للمحفظة والعكس صحيح.

نلاحظ أن المخاطر الكلية للمحافظ انخفضت بصفة مستمرة وذلك مع انخفاض عدد الأصول المكونة للمحفظة، حيث كانت تقدر ب 7,11% في المحفظة المكونة من أصليين، وأصبحت 5,65% في محفظة مكونة من ستة أصول. وعليه فالخطر الكلي للأصول المالية المكونة للمحفظة يؤثر على الخطر الكلي للمحفظة المكونة، حيث عند إضافة أصول مالية ذات خطر كلي (انحراف معياري) مرتفع يرتفع الخطر الكلي للمحفظة الاستثمارية المشكلة.

ثانيا : أثر شراء أسهم المؤسسات دولية مسجلة (مسعرة) في السوق المالي السعودي عائد/خطر المحفظة الدولية

ويمكن تلخص نتائج الدراسة في الجدول التالي :

الجدول رقم (3-9):مقارنة بين المحفظة المحلية والمحفظة المنوعة دوليا

المحافظ الاستثمارية المكونة	العائد R_p	المخاطر النظامية B_p	الخطر الكلي σ_p
المحفظة المحلية	0.4795%	0.7403	5.86%
المحفظة المكونة من الأوراق المالية المسعرة في السوق المالي السعودي	-0.9865%	0.7803	5.94%
المحفظة المنوعة دوليا	-0.1488%	0.7574	5.76%

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هناك انخفاض في المخاطر النظامية والخطر الخاص للمحفظة المنوعة دوليا مقارنة بالمحفظة المكونة من الأوراق المالية المسعرة في السوق المالي السعودي، حيث كانت المخاطر النظامية تساوي 0,7803 وأصبحت0,7574 كما أن الخطر الخاص انخفض من 5,94%إلى 5,76%، ولكن بالموازاة مع ذلك نلاحظ أن المخاطر النظامية للمحفظة المنوعة دوليا مرتفعة عن مخاطر المحفظة المحلية بقيمة 0,0171وهي قيمة صغيرة جدا على عكس العائد الذي انخفض بصورة كبيرة جدا أي بقيمة 0,6283 إلى أن وصل عائد المحفظة إلى قيمة سالبة.

ويمكن تفسير هذه النتائج بأن عوائد المحافظ السالبة للأوراق المالية المسعرة في السوق المالي السعودي أدت إلى جعل عائد المحفظة سالب،ومنه نستنتج أن هناك اثر للتنويع الدولي ولكن بدرجة صغيرة جدا.

ثالثا : أثر شراء أسهم المؤسسات الدولية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية على عائد/خطر المحفظة الدولية في ظل التغطية وعدم التغطية من خطر سعر الصرف : ونلخص خصائص هذه الدراسة في الجدول التالي :

الجدول رقم (3-10): مقارنة بين المحفظة المحلية والمحفظة المنوعة دوليا في ظل تغطية و عدم التغطية من خطر سعر الصرف

المحافظ الاستثمارية المكونة	العائد	المخاطر النظامية	الخطر الكلي
المحفظة المحلية	0.4795%	0.7403	5.86%
المحفظة المكونة من الأسهم الأجنبية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية	%3.5675	0.4933 -	%41.87
المحفظة المنوعة دوليا في ظل عدم التغطية	%2.0235	0.1235	%17.61
المحفظة المنوعة دوليا في ظل التغطية	%1.9846	0.1151	%17.93

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن عائد المحفظة المنوعة دوليا في ظل التغطية من خطر الصرف أو عدم التغطية من الخطر نجده أكبر من عائد المحفظة المحلية، كما أن المخاطر النظامية لكلتا المحفظتين منخفضة مقارنة بالمخاطر النظامية للمحفظة المحلية حيث بلغت في ظل التغطية 0,1151 وفي ظل عدم التغطية 0,1235، أما فيما يخص الخطر الخاص للمحافظ فنلاحظ أن خطر المحفظة المحلية أقل من خطر المحفظة المنوعة دوليا سواء المغطاة أو غير المغطاة.

نلاحظ كذلك أن عائد المحفظة المنوعة دوليا في ظل التغطية من خطر سعر الصرف أقل من عائد المحفظة المنوعة دوليا في ظل عدم التغطية من خطر الصرف، ولكن في نفس الوقت انخفضت المخاطر النظامية للمحفظة الدولية المغطاة عن المحفظة المنوعة الغير المغطاة. كما أن الخطر الكلي للمحفظة المنوعة دوليا في ظل عدم التغطية من خطر الصرف أقل من الخطر الخاص بالمحفظة المغطاة .

نلاحظ أن عائد المحفظة المكونة فقط من الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية أكبر من عائد المحفظة المحلية وبالنسبة للخطر النظامي للمحفظة المحلية فنجده أكبر من الخطر النظامي للمحفظة المكونة

من الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية أما المخاطر الخاصة لهذه الأخيرة فهي في اكبر من المخاطر الكلية للمحفظة المحلية.

يمكن استنتاج أن التنويع الدولي للمحافظ الاستثمارية يلعب دور مهم في تدنية المخاطر النظامية للمحفظة سواء كانت مغطاة أو غير مغطاة لكن في الحالة الأولى عند التغطية من خطر سعر الصرف نجد أن عائد وخطر المحفظة أحسن وجيد بالنسبة للمستثمر.

رابعا : أثر معامل الارتباط والأوزان النسبية على عائد وخطر المحفظة الدولية:

1- تأثير معامل الارتباط على عائد وخطر المحفظة الدولية:

الجدول رقم (3-11): مقارنة المحافظ المشكلة للمحفظة الدولية حسب معامل الارتباط

معامل الارتباط	العائد	المخاطر النظامية	الخطر الكلي
معامل الارتباط 38.09%	3.018%	0.221	20.37%
معامل الارتباط 1.59%	2.711%	0.123	25.78
معامل الارتباط 81.48%-	%-1.427	-0.056	%30.29
معامل الارتباط 6.44%-	%3.948	0.157	%50.22

قدر معامل الارتباط ب 38,09%بين سهم شركة اتصالات السعودية وسهم شركة اسمنت بورتلاند الكويتية، وقدر عائد المحفظة المكونة من السهمين ب 3,018% أما الخطر النظامي فقدر ب 0,221%، في حين قدر الخطر الكلي ب20,37%.

وعند أخذ معامل الارتباط 1.59%بين سهم شركة الاتصالات السعودية وسهم البنك الأهلي المتحد الكويتي، فقدر عائد هذه المحفظة 2.711% والذي انخفض قليلا عن المحفظة السابقة، وكذلك انخفض الخطر النظامي حيث قدر 0.123، أما الخطر الكلي فقد ارتفع رغم انخفاض العائد والذي قدر ب 25,78%

عند معامل الارتباط 81,48%-بين سهم الشركة السعودية للخدمات الصناعية وسهم بنك الكويت الدولي، انخفض عائد المحفظة والذي قدر ب 1,427%-وكذلك انخفض الخطر النظامي حيث قدرب0,056- وارتفع الخطر الكلي والذي قدر ب 30,29%.

عند معامل الارتباط6,44-% بين سهم الشركة السعودية للكهرباء وسهم شركة رأس الخيمة لصناعة الاسمنت، ارتفع عائد المحفظة عن جميع المحافظ السابقة فقدر ب 3,948% وارتفع قليلا الخطر النظامي حيث قدر ب0,157 وكذلك ارتفع الخطر الكلي بشكل كبير فقدر ب50,22%.

ويمكن استخلاص أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين الأسهم المحلية للسوق المالي السعودي والأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، انخفضت المخاطر النظامية للمحافظ المكونة. في حين نجد أنه كلما انخفض معامل الارتباط ارتفعت المخاطر الكلية وهذا راجع إلى الظروف الخاصة للشركات (الوضعية المالية).

ومنه نستنتج أن لمعامل الارتباط تأثير معتبر على خفض المخاطر النظامية للمحفظة الاستثمارية، وهذا عندما يكون معامل الارتباط سالب ومرتفع أي العلاقة العكسية بين عوائد الأصلين أو معامل ارتباط معدوم.

2- أثر الوزن النسبي على المحفظة المنوعة دوليا

نلاحظ من خلال الجدول رقم(3-7) أنه كلما زادت نسبة الوزن النسبي المخصصة للاستثمار في الأصول المحلية كلما زاد معها عائد المحفظة ورافقه زيادة في المخاطر النظامية وانخفاض الخطر الكلي للمحفظة.

حيث أنه كلما كانت نسبة الأوزان النسبية في الأصول الأجنبية كبيرة كلما كان الخطر النظامي، والذي يشتمل خطر سعر الصرف، الخطر الكلي صغير. مع أن عوائد المحفظة كانت مرتفعة، وبالتالي هناك تأثير للأوزان النسبية على عائد وخطر المحفظة.

المبحث الثالث : تقدير واختبار نماذج الدراسة

سوف يتم التطرق في هذا المبحث لعرض تطور متغيرات الدراسة، بعدها يتم تقدير واختبار النموذج الإحصائي لجميع صناديق الاستثمار المحلية والدولية، أي معرفة العلاقة بين متغيرات الدراسة، ثم الوصول أخيرا إلى تحليل وتفسير النتائج.

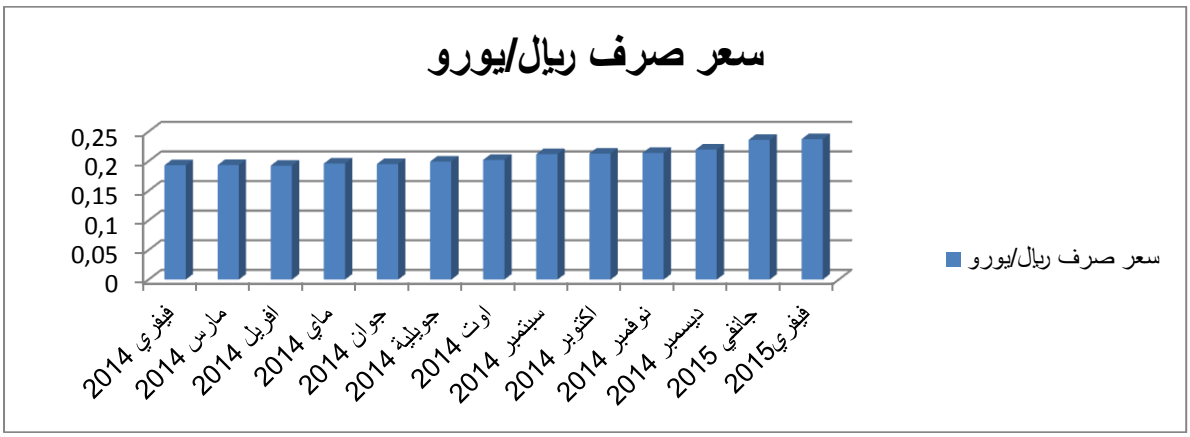
المطلب الأول : دراسة تطور متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة

تم عرض لتطور متغيرات الدراسة خاصة صافي قيمة الصندوق كتعبير عن المتغير التابع وسعر صرف ريال/يورو كتعبير عن المتغير المستقل، وذلك خلال كل شهر من أشهر فترة الدراسة.

أولا: دراسة تطور سعر الصرف خلال فترة الدراسة (فيفري 2014 – فيفري 2015)

تم عرض تطور سعر صرف الريال السعودي مقابل اليورو خلال فترة الدراسة والممتدة من فيفري 2014 إلى فيفري 2015 بغية معرفة أهم التطورات الشهرية الحاصلة لسعر صرف ريال/يورو.

الشكل رقم (3-1): عرض لتطور سعر صرف الريال/اليورو خلال الفترة (فيفري2014– فيفري2015)



المصدر :من إعداد الطالبتان بالاعتماد على برنامج Excel بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (3)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن أسعار صرف الريال السعودي مقابل اليورو كانت بالتقريب ثابتة خلال الأشهر الأولى من فترة الدراسة فيفري، مارس وأفريل2014 حيث بلغ قيمة 0,1931 ثم في شهر ماي 2014 حيث اصبح0,1960 نلاحظ ارتفاع طفيف في سعر صرف ثم انخفض في شهر جوان 2014. كما نلاحظ بداية من الشهر السادس ارتفاع تدريجي لسعر صرف حتى أصبح ثابت خلال شهر سبتمبر، أكتوبر ونوفمبر ثم ارتفع قليلا في شهر ديسمبر حيث قدر ب 0,2196، أما خلال الشهرين الأوليين من عام 2015 نلاحظ ارتفاع ملحوظ في سعر صرف ريال/يورو على عكس أشهر بداية الفترة، حيث وصل إلى 0,2372 في شهر فيفري 2015. ويمكن استخلاص أن أسعار صرف الريال مقابل اليورو في ارتفاع خلال فترة الدراسة، هذا يعني أن عملة الريال السعودي في ارتفاع على عكس عملة اليورو التي هي في انخفاض مستمر خلال كامل أشهر الدراسة.

ثانيا: دراسة تطور أداء صناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة(فيفري 2014– فيفري2015)

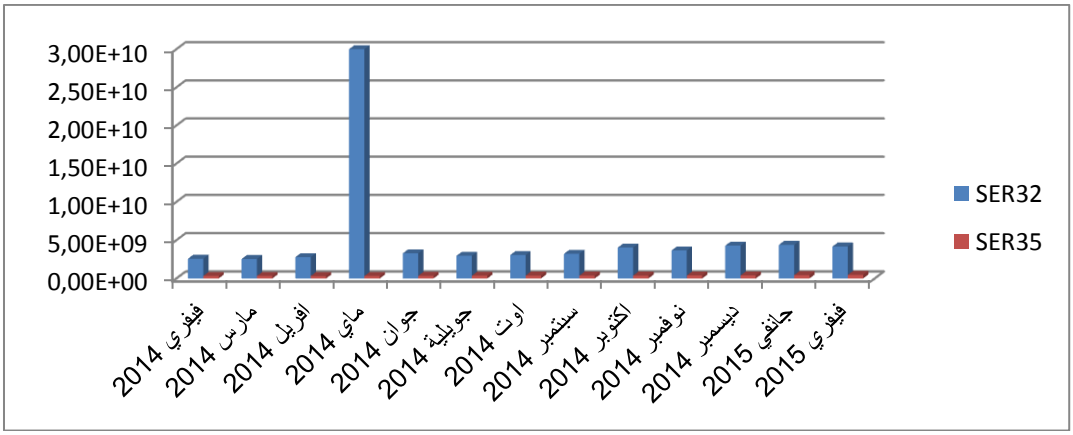
تم أخذ صافي قيمة الصندوق ومعرفة تطوراته خلال كل شهر من أشهر فترة الدراسة سواء بالنسبة لصناديق الاستثمار المحلية والدولية، وذلك لاعتبار صافي قيمة الصندوق المعبر الوحيد عن أداء صناديق الاستثمار، فهو مؤشر جد هام يتخذه أي مستثمر للحكم على مدى تطور أداء صندوق الاستثمار.

1- عرض لتطور صافي قيمة صناديق الاستثمار المحلية المختارة:

أ- الصناديق المحلية:

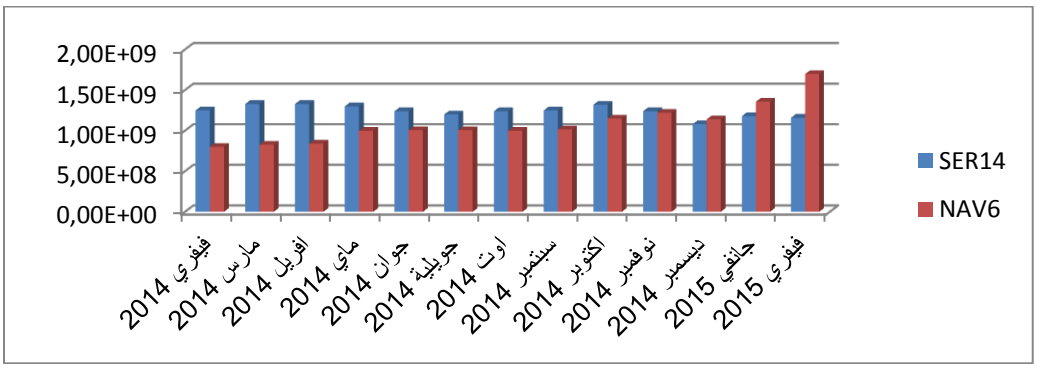
سيتم التطرق إلى عرض تطور صافي قيمة الصندوق لكافة صناديق الاستثمار المحلية وذلك خلال فترة الدراسة من فيفري 2014 إلى فيفري 2015 بغية معرفة التطورات الشهرية لصناديق الاستثمار المحلية.

الشكل رقم(3-2): عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار المحلية لشركة الرياض المالية خلال الفترة



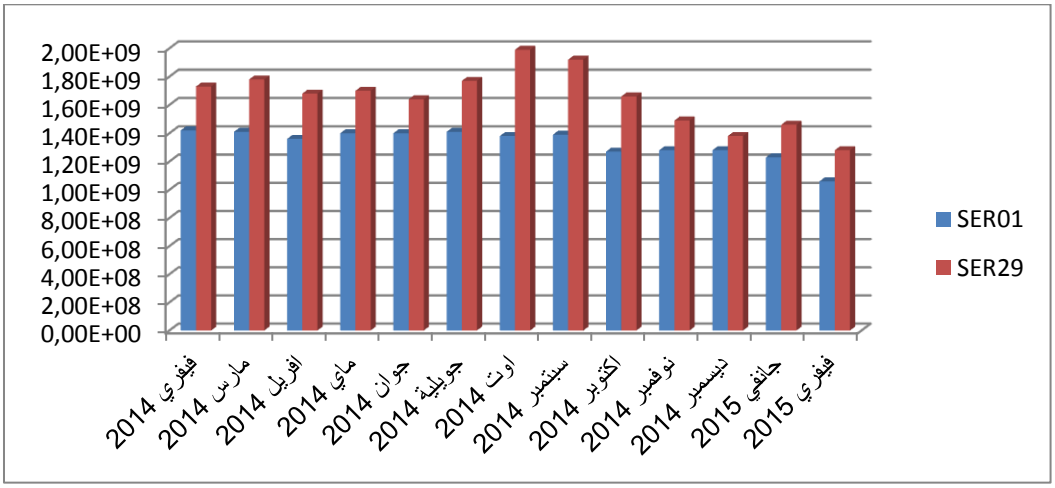
المصدر :من إعداد الطالبتان بالاعتماد على برنامج Excel وعلى بيانات الملحق رقم (4)

الشكل رقم (3-3): عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار المحلية لشركة السعودي الفرنسي كابيتال خلال الفترة



المصدر :من إعداد الطالبتان بالاعتماد على برنامج Excel وعلى بيانات الملحق رقم (4)

الشكل رقم (3-4): عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار المحلية لشركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار خلال الفترة

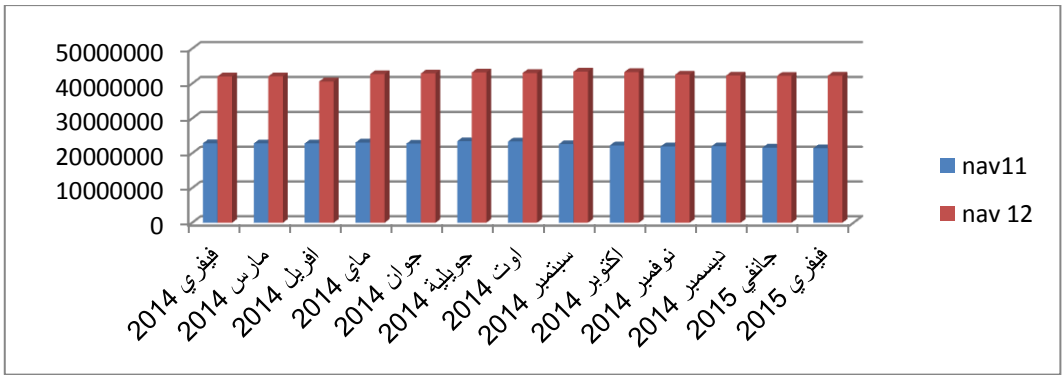


المصدر :من إعداد الطالبتان بالاعتماد على برنامج Excel وعلى بيانات الملحق رقم (4)

نلاحظ أن صافي قيمة الصندوق خلال فترة الدراسة تشهد تذبذبات حيث نلاحظ أن قيمة صافي صندوق الرياض للنقد بالريال في ارتفاع مستمر رغم وجود ثوابت في الأشهر الأولى من الفترة. ونلاحظ أن صافي قيمة صندوق المتاجرة بالسلع بالريال ثابت خلال كافة أشهر الدراسة معدا في شهر ماي 2014 حيث وصلت إلى أكبر قيمة مقارنة بصناديق الاستثمار الأخرى. أما بالنسبة لصافي قيمة صندوق الأسواق المالية بالريال السعودي فهي تشهد تقلبات مستمرة بدأت في الأشهر الأولى بالارتفاع ثم انخفضت تدريجيا وبعد فترة بدأت في الارتفاع تدريجيا خلال الأشهر الموالية لشهر أكتوبر 2014، ووصلت إلى أدنى قيمة في نهاية عام 2014 لكن بمجرد حلول عام 2015 ارتفعت لكن بقيم قليلة. نلاحظ أيضا أن صافي قيمة صندوق البدر للمرابحة بالريال في ارتفاع مستمر مع وجود بعض القيم الثابتة خلال بعض الأشهر الأولى من فترة الدراسة، كما نلاحظ أن صافي قيمة صندوق السيولة بالريال السعودي في انخفاض مستمر خلال كافة أشهر الدراسة إلى أن وصلت إلى أدنى قيمة في شهر فيفري 2015. أما صافي قيمة صندوق تمويل التجارة الدولية بالريال فهي في تذبذب مستمر خلال فترة الدراسة فهناك أشهر ترتفع فيها قيمة صافي صندوق وفي أشهر أخرى نلاحظ انخفاض، حيث بلغ الصندوق أدنى قيمة له في شهر نوفمبر 2014.

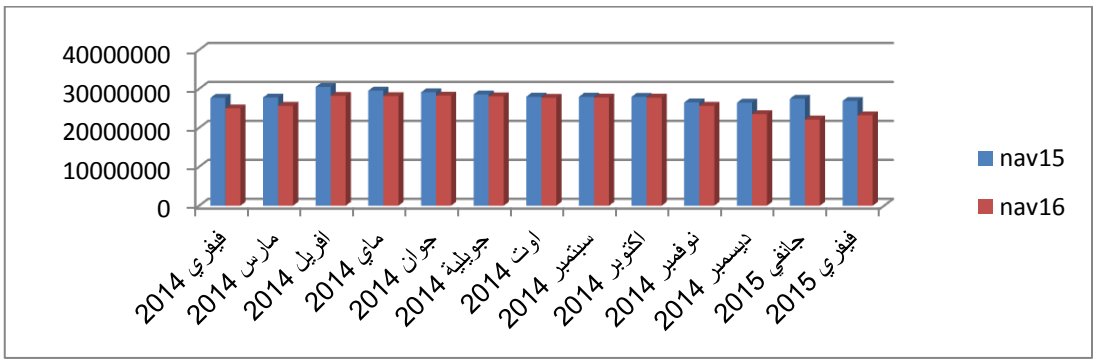
2- عرض لتطور صافي قيمة صناديق الاستثمار الدولية المختارة:

الشكل رقم (3-5): عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار الدولية لشركة الرياض المالية خلال الفترة



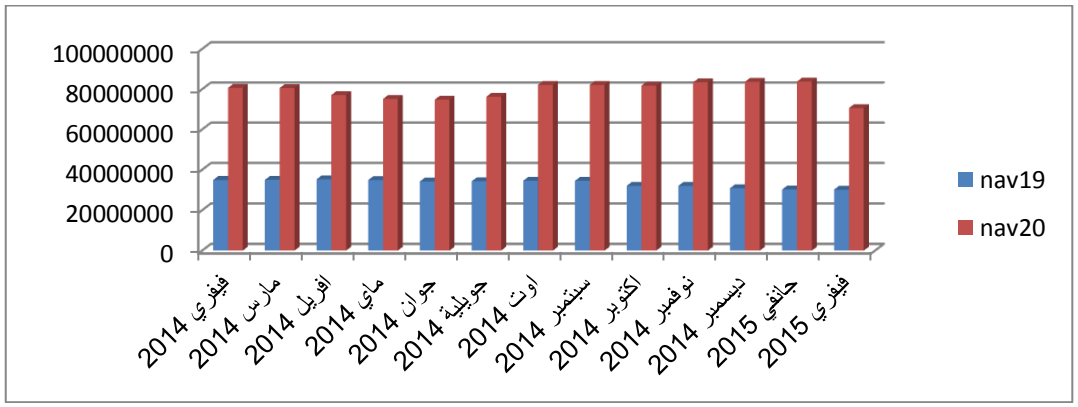
المصدر :من إعداد الطالبتان بالاعتماد على برنامج Excel وعلى بيانات الملحق رقم (4)

الشكل رقم (3-6): عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار الدولية لشركة السعودي الفرنسي كابيتال خلال الفترة



المصدر :من إعداد الطالبتان بالاعتماد على برنامج Excel وعلى بيانات الملحق رقم (4)

الشكل رقم(3-7):عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار الدولية لشركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار خلال الفترة



المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على برنامج Excel وعلى بيانات الملحق رقم (4)

نلاحظ من خلال الأشكال السابقة وجود تذبذبات في صافي قيمة صناديق الاستثمار الدولية بالنسبة لصافي قيمة صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار وجدنا ثبات لصافي القيمة في الأشهر الأولى من الفترة ثم ارتفع خلال شهري جويلية وأوت 2014 وبعدها انخفضت القيمة تدريجيا خلال الأشهر الموالية. أما بالنسبة لصافي قيمة صندوق الرياض للنقد بالدولار نلاحظ وجود تقلبات فهناك ارتفاع للقيمة في أشهر وانخفاضها في أشهر أخرى معدا في شهر افريل2014 نلاحظ قيمة ضعيفة لصافي قيمة الصندوق، أما بالنسبة لصندوق الأسواق المالية بالدولار فإن صافي القيمة خلال الشهريين الأوليين من الفترة ثابت ثم خلال شهر أفريل 2014 نلاحظ ارتفاع ملحوظ لكن مباشرة بعدها يأتي انخفاض تدريجي لصافي قيمة الصندوق وبعدها يتم الرجوع لثبات خلال الأشهر الموالية إلا أنه في نهاية عام 2014. نلاحظ ارتفاع تدريجي لقيمة صافي صندوق البدر للمرابحة بالدولار خلال الأشهر الأولى من الفترة ثم ثبات تدريجي إلى أن وصلت قيمة صافي الصندوق إلى أدنى قيمة خلال الأشهر الأولى من عام 2015. نلاحظ وجود ارتفاع في صافي قيمة صندوق السيولة بالدولار خلال الأشهر الأولى من فترة الدراسة، ثم تبدأ مباشرة بعد شهر نوفمبر 2014 في انخفاض تدريجي لصافي القيمة إلى أن وصلت في أشهر عام 2015 إلى أدنى قيمة لها. أما صافي قيمة صندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار نلاحظ وجود تذبذبات خلال كافة أشهر فترة الدراسة.

المطلب الثاني :أثر سعر الصرف على أداء صناديق الاستثمار

خصص هذا المطلب لاختبار وتقدير العلاقة بين المتغيرات، حيث سيتم فيه بناء النموذج الإحصائي والعمل على تقدير واختبار مدى صحة العلاقة مابين متغيرات الدراسة. من خلال دراسة تأثير سعر صرف الريال/اليورو على أداء صناديق الاستثمار المحلية و الدولية الموجودة في السوق المالي السعودي. وسيتم توضيح الأثر لكل صندوق استثمار على حدى ومن ثم على مجاميع صناديق الاستثمار.

أولا : تأثير سعر صرف الريال/ اليورو على أداء كل صندوق استثمار

لدى كل مدير صندوق استثمار صندوقين سواء محلي أو دولي، سيتم قياس تأثير سعر صرف ريال/يورو على أداء هذه الصناديق، وذلك من خلال تقدير واختبار العلاقة بين سعر صرف ريال/يورو، صافي قيمة الصندوق،تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة لكافة الصناديق.

1- تأثير سعر صرف الريال مقابل اليورو على صافي قيمة الصندوق :

بداية سيتم معرفة أثر سعر صرف الريال/اليورو على أول متغير يعبر عن أداء صناديق الاستثمار المحلية ثم الانتقال إلى الصناديق الدولية.

أ- صناديق الاستثمار المحلية: سيتم توضيح الأثر بالنسبة لكافة صناديق الاستثمار المحلية، وذلك حسب مدير الصندوق، ويكون ذلك كما يلي:

– المدير الأول: شركة الرياض المالية ولقد تم اختيار صندوقين من هذه الشركة وهما: صندوق المتاجرة بالسلع بالريال وصندوق الرياض للنقد بالريال.

صندوق الرياض للنقد بالريال
$NAV1 = (-1.99E + 08) + (2.72E + 09)\ PCE$ $t_{stat}(\lvert -4.1601 \rvert)$ $t_{stat}(11.8618)$ R^2=0.9274 R=+ 0.9630 $F_{stat}(140.703)$
– اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية : من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقلPCE الموجبة والتي تدل على العلاقة الطردية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال/ اليورو، فإن هذه النتيجة لا تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه فالنموذج مرفوض اقتصاديا.
صندوق المتاجرة بالسلع بالريال
$NAV2 = (2.04E + 10) - (7.21E + 10)\ PCE$ $t_{stat}(0.695)$ $t_{stat}(-0.5112)$ R^2=0.023 R=– 0.152 $F_{stat}(0.2613)$
– اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية : من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCE السالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال/اليورو، فإن هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.
–اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : – بالنسبة للمعامل الثابت B_0 نجد أن: $t_{\text{tab}}(2.201) > t_{stat}(0.695)$ وبالتالي نرفض الفرضية البديلة ونقبل فرضية العدم، أي أن المعلمةB_0ليس لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن: $t_{\text{tab}}(2.201) > t_{stat}(\lvert -0.5112 \rvert)$ومنه نرفض الفرضية البديلة ونقبل فرضية العدم، أي أن المعلمة B_1 ليس لها معنوية إحصائية.
– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد ب R^2=0.023 وهذا يدل على أن (2.3207%)من التغير الحاصل في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو، ويوجد ارتباط عكسي وضعيف جدا قدر ب 15.2 % بين المتغير التابع والمتغير المستقل. – بما أن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية فإن النموذج لا يمكن اختباره بواسطة إحصائية فيشر أي أنه ككل ليس له دلالة إحصائية، ومنه النموذج غير مقبول إحصائيا.

– المدير الثاني: شركة السعودي الفرنسي كابيتال ولقد تم اختيار صندوقين من هذه الشركة وهما صندوق البدر للمرابحة بالريال السعودي وصندوق الأسواق المالية بالريال السعودي.

صندوق البدر للمرابحة بالريال السعودي
$NAV3 = (-1.90E+09) + (1.43E+10)\ PCE$ $t_{stat}(-4.874)$ $t_{stat}(7.6692)$ R^2= 0.8424 R=+ 0.9178 $F_{stat}(58.816)$
– اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية : من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل الموجبة والتي تدل على العلاقة الطردية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال/اليورو، فإن هذه النتيجة لا تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه فالنموذج مرفوض اقتصاديا.
صندوق الأسواق المالية بالريال السعودي
$NAV4 = (1.85E+09) - (2.92E+09)\ PCE$ $t_{stat}(8.321)$ $t_{stat}(\lvert-2.7412\rvert)$ R^2=0.405 R=-0.6363 $F_{stat}(7.5146)$
– اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل السالبة PCE والتي تدل على العلاقة العكسية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال/اليورو، فإن هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه فالنموذج مقبول اقتصاديا.
– اختبار النموذج من الناحية الإحصائية: – اختبار معلمات النموذج : – بالنسبة للمعامل الثابت B_0 نجد أن: $t_{stat}(8.321) > t_{tab}(2.201)$ ، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي أن المعلمةB_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعاملB_1 للمتغير التفسيريPCE نجد أن: $t_{stat}(\lvert-2.7412\rvert) > t_{tab}(2.201)$، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1لها معنوية إحصائية.
– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديدR^2=0.405 وهذا يدل على أن 40.58% من التغير الحاصل في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو. ويوجد هناك ارتباط عكسي ومتوسط قدر ب 63.63% بين المتغير التابع والمستقل. وهذا معناه أنه جيد ومقبول. – اختبار فيشر نجد أن:$F_{stat}(7.5146) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثالث :شركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار ولقد تم اختيار صندوقين وهما : صندوق السيولة بالريال السعودي وصندوق تمويل التجارة الدولية بالريال.

صندوق السيولة بالريال السعودي	صندوق تمويل التجارة الدولية بالريال
$NAV5 = (2.54E+09) \ -(5.84E+09)\ PCE$ $t_{stat}(13.578)$ $t_{stat}(-6.4965)$ R^2=0.7932 R=–0.8906 $F_{stat}(42.205)$	$NAV6 = (1.38E+10) \ -(2.65E+10)\ PCE$ $t_{stat}(7.82490)$ $t_{stat}(-3.1226)$ R^2=0.4699 R=– 0.6854 $F_{stat}(9.751)$
– اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية للصندوقين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقلPCE السالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال/اليورو، فإن هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية.	
– اختبار النموذج من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابت B_0 نجد أن: $t_{stat}(13.578) > t_{tab}(2.201)$ وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0 لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعاملB_1للمتغير التفسيريPCE نجد أن: $t_{stat}(\lvert-6.4965\rvert) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1 لها معنوية إحصائية.	– اختبار النموذج من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابت B_0 نجد أن:$t_{stat}(7.82490) > t_{tab}(2.201)$ وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0 لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعاملB_1للمتغير التفسيريPCE نجد أن:$t_{stat}(\lvert-3.1226\rvert) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1 لها معنوية إحصائية.
اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديدR^2=0.793وهذا يدل على أن (79.32%) من التغير الحاصل في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط عكسي وقوي قدر ب89.06% بين المتغير التابع والمتغير المستقل. – اختبار فيشر نجد أن: $F_{stat}(42.205) > F_{tab}(4.84)$،مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديدR^2=0.469وهذا يدل على أن (46.99%)من التغير الحاصل في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو . ويوجد ارتباط عكسي ومتوسط قدر ب68.54% بين المتغير التابع والمتغير المستقل. – اختبار فيشر نجد أن: $F_{stat}(9.751) > F_{tab}(4.84)$، مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

ب- صناديق الاستثمار الدولية: وسيتم توضيح الأثر بالنسبة لكافة صناديق الاستثمار الدولية، وذلك حسب مدير الصندوق كما يلي:

- المدير الأول: شركة الرياض المالية قمنا باختيار صندوقين من هذه الشركة، هما صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار وصندوق الرياض للنقد بالدولار.

صندوق الرياض للنقد بالدولار
$NAV7 = 41355378 \ +5573508 \ \ PCE$ $t_{stat}(13.975) \qquad t_{stat}(0.392)$ R^2=0.4435 R= +0.6660 $F_{stat}(8.769)$
- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقلPCE الموجبة والتي تدل على العلاقة الطردية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال / اليورو، فإن هذه النتيجة لا تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج غير مقبول اقتصاديا.
صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار
$NAV8 = 29962212 \ -35638675 \ \ PCE$ $t_{stat}(22.984) \qquad t_{stat}(\lvert -5.699 \rvert)$ R^2=0.747 R=-0.8642 $F_{stat}(32.481)$
- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقلPCE السالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال / اليورو، فإن هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.
- اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: - بالنسبة للمعامل الثابت β_0 نجد أن: $t_{stat}(22.984) > t_{tab}(2.201)$ وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية - بالنسبة للمعاملβ_1للمتغير التفسيريPCEنجد أن:$t_{stat}(\lvert -5.699 \rvert) > t_{tab}(2.201)$ وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية.
- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد R^2=0.747 وهذا يدل على أن 74.7% من التغير الحاصل في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط عكسي وقوي قدر86.42% بين المتغير التابع والمستقل. - اختبار فيشر: نجد أن $F_{stat}(32.481) > F_{tab}(4.84)$ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثاني : شركة السعودي الفرنسي كابيتال ولقد تم اختيار صندوقين وهما: صندوق الأسواق المالية بالدولار الأمريكي وصندوق البدر للمرابحة بالدولار.

صندوق الأسواق المالية بالدولار الأمريكي	صندوق البدر للمرابحة بالدولار
$NAV9 = 38157491 - 48761441\ PCE$ $t_{stat}(10.678)$ $t_{stat}(-2.844)$ R^2=0.423 R=-0.6503 $F_{stat}(8.09)$	$NAV10 = 47620894 - (1.08E + 08)\ PCE$ $t_{stat}(-2.844)$ $t_{stat}(-3.593)$ R^2=0.540 R=-0.7348 $F_{stat}(12.91)$
– اختبار المعلمات من الناحية الاقتصادية للصندوقين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقلPCE السالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال مقابل اليورو، فإن هذه النتيجة تتوافق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابت β_0نجد أن: $t_{stat}(10.678) > t_{tab}(2.201)$ وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمةβ_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيريPCE نجد أن : $t_{stat}(\lvert-2.844\rvert) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية.	– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن : $t_{stat}(7.971) > t_{tab}(2.201)$ وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي المعلمة β_0لها معنوية إحصائية. – المعاملβ_1 للمتغير التفسيري PCEنجد أن: $t_{stat}(\lvert-3.593\rvert) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديل أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية.
اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد بR^2=0.423 وهذا يدل على أن 42.3%من التغير الحاصل في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط عكسي وقوي قدر ب 65.03% بين المتغير التابع والمستقل. – اختبار فيشر: نجد أن: $F_{stat}(8.09) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية، وهو جيد ومقبول إحصائيا.	اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.540 وهذا يدل على أن 54% من التغير الحاصل في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط عكسي وقوي قدر ب 73.48% بين المتغير التابع والمستقل. – اختبار فيشر: نجد أن: $F_{stat}(12.91) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية، وهو جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثالث : شركة سامبا كابتال للأصول وإدارة الاستثمار: قمنا باختيار صندوق السيولة بالدولار الأمريكي وصندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار

صندوق السيولة بالدولار الأمريكي	صندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار
$NAV11 = 57527553 - (1.16E+08)\ PCE$ $t_{stat}(20.977)$ $t_{stat}(8.852)$ R^2=0.876 R=-0.9359 $F_{stat}(78.37)$	$NAV12 = 3280921 - 5438919\ PCE$ $t_{stat}(12.139)$ $t_{stat}(-4.195)$ R^2=0.615 R=-0.7842 $F_{stat}(17.59)$
– اختبار المعلمات من الناحية الاقتصادية للصندوقين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالسالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال مقابل اليورو، فإن هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن: $t_{stat}(20.977) > t_{tab}(2.201)$وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية . – بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيري PCEنجد أن : $t_{stat}(8.852) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية.	– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن : $t_{stat}(12.139) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيري PCEنجد أن : $t_{stat}(\lvert -4.195 \rvert) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية .
اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديدR^2=0.876 وهذا يدل على أن 87.6%من التغير الحاصل في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط سالب قوي قدر ب 93.59%بين المتغير المستقل والتابع. – اختبار فيشر: نجد أن: $F_{stat}(78.37) > F_{tab}(4.84)$ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، ومنه النموذج جيد ومقبول إحصائيا.	اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2 =0.615 وهذا على أن 61.5%من التغير الحاصل في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط سالب قوي قدر ب 78.42%بين المتغير المستقل والتابع. – اختبار فيشر: نجد أن: $F_{stat}(17.59) > F_{tab}(4.84)$ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر ومنه النموذج جيد ومقبول إحصائيا.

2- تأثير سعر صرف الريال مقابل اليورو على تغير السعر منذ بداية العام

سيتم معرفة أثر سعر صرف الريال/اليورو على ثاني متغير يعبر عن أداء صناديق الاستثمار المحلية والدولية.

أ- صناديق الاستثمار المحلية: وسيتم التقدير صناديق كل مدير على حدى

- المدير الأول: شركة الرياض المالية : سيتم التقدير على الصندوقين التاليين:

صندوق الرياض للنقد بالريال	صندوق المتاجرة بالسلع بالريال
$VP1 = 3.8286 - 14.066\ PCE$ $t_{stat}(-8.921)$ $t_{stat}(11.648)$ R^2=0.878 R=-0.937 $F_{stat}(79.593)$	$VP2 = 3.1192 - 11.2762\ PCE$ $t_{stat}(21.213)$ $t_{stat}(-8.921)$ R^2=0.958 R=- 0.9791 $F_{stat}(255.581)$
- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية الصندوقيين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالسالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين تغير السعر منذ بداية العام وسعر صرف ريال/يورو، فإن هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : - بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن: $t_{stat}(11.648) > t_{tab}(2.201)$ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيريPCE نجد أن: $t_{stat}(\lvert-8.921\rvert) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1 لها معنوية إحصائية.	- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : - بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن : $t_{stat}(21.213) > t_{tab}(2.201)$، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCEنجد أن: $t_{stat}(\lvert-15.986\rvert) > t_{tab}(2.201)$، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1 لها معنوية إحصائية.
اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد R^2=0.878 وهذا يدل على أن (87.85%) من التغير الحاصل في تغير السعر منذ بداية العام مفسر من قبل PCE. ويوجد ارتباط عكسي وقوي جدا قدر ب93.7 % بين المتغير التابع والمتغير المستقل. - اختبار فيشر نجد أن : $F_{stat}(79.593) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد R^2=0.958 وهذا يدل على أن (95.87%)من التغير الحاصل في تغير السعر منذ بداية العام من قبل PCE. ويوجد ارتباط عكسي وقوي جدا قدر ب 97.9% بين المتغير التابع والمتغير المستقل. - اختبار فيشر نجد أن : $F_{stat}(255.581) > F_{tab}(4.84)$، مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

- المدير الثالث : شركة السعودي الفرنسي كابيتال: ولقد تم اختيار صندوقين وتم تقديرها كالتالي:

صندوق الأسواق المالية بالريال السعودي	صندوق البدر للمرابحة بالريال السعودي
$VP4 = 1.1288 - 0.9970 \ PCE$ $t_{stat}(-2.961) \quad t_{stat}(16.082)$ R^2=0.443 R=-0.6655 $F_{stat}(8.769)$	$VP3 = 1.9093 - 5.0247 \ PCE$ $t_{stat}(9.704) \quad t_{stat}(-5.323)$ R^2=0.7203 R= -0.8487 $F_{stat}(28.341)$
- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية لكلتا الصندوقيين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالسالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين تغير السعر منذ بداية العام وسعر صرف الريال / اليورو، فان هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : - بالنسبة للمعامل الثابتB_0نجد أن: $t_{stat}(16.082) > t_{tab}(2.201)$،ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيريPCE نجد أن: $t_{stat}(\lvert-2.961\rvert) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1لها معنوية إحصائية.	- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : - بالنسبة للمعامل الثابتB_0 نجد أن: $t_{stat}(9.704) > t_{tab}(2.201)$وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيريPCE نجد أن: $t_{stat}(\lvert-5.323\rvert) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1 لها معنوية إحصائية.
- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديدR^2=0.443وهذا يدل على أن (44.35%)من التغير الناتج في تغير السعر منذ بداية العام مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو ، ويوجد ارتباط عكسي ومتوسط قدر ب 66.6% بين المتغير التابع والمتغير المستقل. - اختبار فيشر نجد أن: $F_{stat}(8.769) > F_{tab}(4.84)$ مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد R^2=0.720وهذا يدل على أن (72.03%) من التغير الناتج في تغير السعر منذ بداية العام مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو ويوجد ارتباط عكسي وقوي قدر ب 84.8% بين المتغير التابع والمتغير المستقل. - اختبار فيشر نجد أن: $F_{stat}(28.341) > F_{tab}(4.84)$ مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثالث : شركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار ولقد تم تقدير الصندوقين المختارين كالتالي:

صندوق السيولة بالريال السعودي	صندوق تمويل التجارة الدولية بالريال
$VP5 = 3.2104 - 11.3080\ PCE$ $t_{stat}(21.793)$ $t_{stat}(-16.002)$ R^2=0.9588 R=- 0.9791 $F_{stat}(256.06)$	$VP6 = 3.3887 - 11.8977\ PCE$ $t_{stat}(-24.764)$ $t_{stat}(33.834)$ R^2=0.9823 R=- 0.9911 $F_{stat}(613.26)$
– اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية الصندوقيين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالسالبة تدل على العلاقة العكسية بين تغير السعر منذ بداية العام وسعر صرف الريال/ اليورو، فان هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
– اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : – بالنسبة للمعامل الثابتB_0نجد أن : $t_{stat}(21.793) > t_{tab}(2.201)$وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيريPCEنجد أن: $t_{stat}(\lvert-16.002\rvert) > t_{tab}(2.201)$، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1 لها معنوية إحصائية.	– اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : – بالنسبة للمعامل الثابتB_0نجد أن : $t_{stat}(\lvert-24.764\rvert) > t_{tab}(2.201)$، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيريPCEنجد أن: $t_{stat}(33.834) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1 لها معنوية إحصائية.
– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.958 وهذا يدل على أن (95.88%) من التغير الناتج في تغير السعر منذ بداية العام مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو، ويوجد ارتباط عكسي وقوي جدا قدر ب 97.91%بين المتغير التابع والمتغير المستقل. – اختبار إحصائية فيشر نجد أن: $F_{stat}(256.06) > F_{tab}(4.84)$،مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.982 وهذا يدل على أن (98.23%) من التغير الناتج في تغير السعر منذ بداية العام مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو، ويوجد ارتباط عكسي وقوي جدا قدر ب99.11%بين المتغير التابع والمتغير المستقل. – اختبار إحصائية فيشر نجد أن: $F_{stat}(613.26) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

ب– صناديق الاستثمار الدولية: سيتم توضيح الأثر بالنسبة لكافة صناديق الاستثمار الدولية، وذلك حسب مدير الصندوق، ويكون ذلك كما يلي:

– المدير الأول شركة الرياض المالية: باختيار صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار وصندوق الرياض للنقد بالدولار.

صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار	صندوق الرياض للنقد بالدولار
$VP7 = 0.6643 - 2.1999\ PCE$ $t_{stat}(19.166)$ $t_{stat}(-13.231)$ R^2=0.940 R=–0.9695 $F_{stat}(175.06)$	$VP8 = 1.1025 - 4.0669\ PCE$ $t_{stat}(20.251)$ $t_{stat}(-15.572)$ R^2=0.956 R=– 0.9777 $F_{stat}(8.7691)$
– اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية لكلتا الصندوقين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالسالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين تغير السعر منذ بداية العام وتغيرات سعر صرف ريال/يورو، فإن هذه النتيجة تتوافق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية . ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن: $t_{stat}(19.166) > t_{tab}(2.201)$ وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيري PCEنجد أن: $t_{stat}(\lvert-13.231\rvert) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية .	اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن: $t_{stat}(20.251) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية . – بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيري PCEنجد أن : $t_{stat}(\lvert-15.572\rvert) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية .
– اختبار المعنوية الكلية للنموذج : – يقدر معامل التحديدR^2=0.940 وهذا يدل على أن 94% من التغير في السعر منذ بداية العام للصندوق مفسر من قبل سعر الصرف ريال/اليورو. ويوجد ارتباط سالب وقوي قدر ب 96.95% بين تغير السعر منذ بداية العام وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو. – اختبار فيشر نجد أن: $F_{stat}(175.06) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، ومنه النموذج جيد ومقبول إحصائيا.	– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.956وهذا يدل على أن 95.6%من التغير في السعر منذ بداية العام للصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/ اليورو. ويوجد ارتباط سالب قوي قدر ب 97.77% بين تغير السعر منذ بداية العام وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو. – اختبار فيشر نجد أن: $F_{stat}(8.7691) > F_{tab}(8.84)$مما يعني نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، ومنه النموذج جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثاني : شركة السعودي الفرنسي كابتال: قمنا باختيار صندوق الأسواق المالية بالدولار الأمريكي وصندوق البدر للمرابحة بالدولار.

صندوق الأسواق المالية بالدولار الأمريكي	صندوق البدر للمرابحة بالدولار.
$VP9 = 0.8662 - 0.9477\ PCE$ $t_{stat}(3.299)$ $t_{stat}(3.299)$ R^2=0.497 R=- 0.7049 $F_{stat}(10.88)$	$VP10 = 1.0821 - 1.8640\ PCE$ $t_{stat}(20.153)$ $t_{stat}(-7.236)$ R^2=0.4435 R=- 0.6660 $F_{stat}(52.364)$
اختبار المعلمات من الناحية الاقتصادية لكلتا الصندوقين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقلPCE السالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين تغير السعر منذ بداية العام وتغيرات سعر صرف ريال/يورو، فان هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية .	
– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن: $t_{stat}(14.468) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية . – بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيريPCEنجد أن:$t_{stat}(3.299) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية	– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن: $t_{stat}(20.153) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيري PCE نجد أن : $t_{stat}(7.236) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية
– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديدR^2=0.497وهذا يدل على أن 49.7% من التغير في تغير السعر منذ بداية العام للصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/ اليورو. ويوجد ارتباط سالب وقوي قدر ب 70.49%بين المتغير التابع والمتغير المستقل. – اختبار فيشر: نجد أن: $F_{stat}(10.88) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	اختبار المعنوية الكلية النموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.826وهذا يدل على أن 82.6% من التغير في تغير السعر منذ بداية العام للصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/ اليورو. ويوجد ارتباط سالب قوي جدا قدر ب 60.66%بين المتغير التابع والمستقل. – اختبار فيشر: نجد أن $F_{stat}(52.364) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثالث: شركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار: قمنا باختيار صندوق السيولة بالدولار الأمريكي وصندوق الأسهم الأوروبية.

صندوق السيولة بالدولار الأمريكي	صندوق الأسهم الأوروبية
$VP11 = 0.8453 - 2.9149 \ PCE$ $t_{stat}(15.568)$ $t_{stat}(11.192)$ R^2=0.919 R= -0.9586 $F_{stat}(125.24)$	$VP12 = 10.3777 - 53.9849 \ PCE$ $t_{stat}(0.519)$ $t_{stat}(0.562)$ R^2=0.028 R=– 0.1673 $F_{stat}(0.316)$
اختبار المعلمات من الناحية الاقتصادية الصندوقين : من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل السالبة على العلاقة العكسية بين تغير السعر منذ بداية العام وتغيرات سعر صرف ريال/يورو، فان هذه النتيجة تتفق مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية . ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن : $t_{stat}(15.568) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية . – بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيري PCEنجد أن : $t_{stat}(11.192) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية .	– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن : $t_{stat}(0.519) < t_{tab}(2.201)$وعليه نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0ليس لها معنوية إحصائية. –بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيري PCEنجد أن: $t_{stat}(0.562) < t_{tab}(2.201)$وعليه نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_1ليس لها معنوية إحصائية .
– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.919والذي يدل على أن 91.9% من التغير في تغير السعر منذ بداية العام للصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/ اليورو. ويوجد ارتباط سالب قوي قدر ب 95.86%. بين تغير السعر منذ بداية العام وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو. – اختبار فيشر: نجد أن: $F_{stat}(125.24) > F_{tab}(4.84)$ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.028 والذي يدل على أن 2.8%فقط من تغير السعر منذ بداية العام للصندوق مفسر من قبل المتغير المستقل سعر الصرف الريال/ اليورو. ويوجد ارتباط سالب يقدر ب 16.73 %. بين تغير السعر منذ بداية العام وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو. – اختبار فيشر: نجد أن: $F_{stat}(0.316) > F_{tab}(4.84)$ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، ومنه النموذج ليست له دلالة إحصائية وغير جيد وغير مقبول إحصائيا.

3- تأثير سعر صرف الريال مقابل اليورو على سعر الوحدة للصندوق

بداية سيتم معرفة أثر سعر صرف ريال/يورو على أول متغير يعبر عن أداء صناديق الاستثمار المحلية ثم الانتقال إلى الصناديق الدولية.

أ- صناديق الاستثمار المحلية: وذلك حسب مدير الصندوق، ويكون ذلك كما يلي:

- المدير الأول: شركة الرياض المالية ولقد تم تقدير النموذج لصندوقيين من هذا المدير وكانت كالتالي:

صندوق الرياض للنقد بالريال	صندوق المتاجرة بالسلع بالريال
$P1 = 1457.566 + 223.7681\ PCE$ $t_{stat}(205.6254)$ $t_{stat}(6.580)$ R^2=0.7974 R=+ 0.8929 $F_{stat}(43.30)$	$P2 = 1932.723 + 227.2078\ PCE$ $t_{stat}(260.99)$ $t_{stat}(6.396)$ R^2=0.7881 R=+ 0.8877 $F_{stat}(40.91)$
اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية لكلتا الصندوقيين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط مع المتغير المستقل PCEالموجبة والتي تدل على العلاقة الطردية بين سعر الوحدة للصندوق وسعر صرف الريال/اليورو، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية .	
- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : - بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن : $t_{stat}(205.6254) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية . - بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيريPCE نجد أن : $t_{stat}(6.580) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية .	- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : - بالنسبة للمعامل الثابتβ_0 نجد أن : $t_{stat}(260.99) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_0لها معنوية إحصائية . - بالنسبة للمعامل β_1للمتغير التفسيريPCE نجد أن:$t_{stat}(6.396) > t_{tab}(2.201)$وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المعلمة β_1لها معنوية إحصائية .
- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد R^2=0.7974 وهذا يدل على أن (79.74%) من التغير الحاصل في سعر الوحدة مفسر من قبل PCE ويوجد ارتباط طردي وقوي قدر ب بين المتغير التابع والمتغير المستقل. - اختبار فيشر نجد أن : $F_{stat}(43.30) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - معامل التحديدR^2=0.7881 وهذا يدل على أن (78.81%)من التغير الحاصل في سعر الوحدة للصندوق مفسر من قبل PCE ويوجد ارتباط طردي وقوي قدر ب بين المتغير التابع والمتغير المستقل. - اختبار فيشر نجد أن : $F_{stat}(40.91) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثاني : شركة السعودي الفرنسي كابيتال

صندوق الأسواق المالية بالريال السعودي	صندوق البدر للمرابحة بالريال
$P4 = 24.1190 + 4.4933\ PCE$ $t_{stat}(225.006)$ $t_{stat}(8.738)$ R^2=0.8740 R=+ 0.93492 $F_{stat}(76.35)$	$P3 = 13.8018 + 2.3096\ PCE$ $t_{stat}(224.38)$ $t_{stat}(7.827)$ R^2=0.8478 R=+ 0.92076 $F_{stat}(61.27)$
– اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية لكلتا الصندوقيين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالموجبة تدل على العلاقة الطردية بين سعر وحدة الصندوق وسعر صرف الريال/ اليورو، فان هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية.	
– اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : – بالنسبة للمعامل الثابت B_0 نجد أن : $t_{stat}(225.006) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن : $t_{stat}(8.738) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمةB_1لها معنوية إحصائية.	– اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : – بالنسبة للمعامل الثابت B_0 نجد أن : $t_{stat}(224.38) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCEنجد أن: $t_{stat}(7.827) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي ان المعلمةB_1لها معنوية إحصائية.
– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.874وهذا يدل على أن (87.40%) من التغير الحاصل في سعر وحدة الصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/ اليورو. ويوجد ارتباط طردي وقوي جدا قدر ب 93.49%بين المتغير التابع والمتغير المستقل. – اختبار فيشر نجد أن : $F_{stat}(76.35) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقلمتغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديدR^2= 0.8478 وهذا يدل على أن (84.78%) من التغير الحاصل في المتغير الناتج في سعر وحدة الصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/ اليورو ويوجد ارتباط عكسي وقوي جدا قدر ب 92.07%بين المتغير التابع والمتغير المستقل، – اختبار فيشر نجد أن : $F_{stat}(61.27) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثالث : شركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار

صندوق السيولة بالريال السعودي	صندوق تمويل التجارة الدولية بالريال
$P5 = 25.6153 + 3.2955\ \ PCE$ $t_{stat}(253.68)\ \ t_{stat}(6.803)$ R^2=0.8080 R=+ 0.8988 $F_{stat}(46.29)$	$P6 = 101.6823 + 14.1049\ \ PCE$ $t_{stat}(231.758)\ \ t_{stat}(6.701)$ R^2=0.8032 R= +0.89625 $F_{stat}(44.91)$
اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية لكلتا الصندوقيين من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالموجبة والتي تدل على العلاقة الطردية بين سعر الوحدة للصندوق وسعر صرف الريال / اليورو، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية.	
– اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : – بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن: $t_{stat}(253.68) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCEنجد أن : $t_{stat}(6.803) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية .	– اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : – بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن: $t_{stat}(231.758) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. –بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن : $t_{stat}(6.701) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية .
اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديدR^2=0.808 وهذا يدل على ان (80.80%)من التغير الحاصل في سعر الوحدة للصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/ اليورو. ويوجد ارتباط طردي وقوي قدر ب 89.88%بين المتغير التابع والمتغير المستقل. – اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(46.29) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.8032وهذا يدل على أن (80.32%)من التغير الحاصل في سعر الوحدة للصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/ اليورو ويوجد ارتباط طردي وقوي قدر ب 89.62%بين المتغير التابع والمتغير المستقل. – اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(44.91) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

ب- صناديق الاستثمار الدولية: سيتم توضيح الأثر بالنسبة لكافة صناديق الاستثمار الدولية، وذلك حسب مدير الصندوق، ويكون ذلك كما يلي:

-المدير الأول: شركة الرياض المالية تم اختيار صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار وصندوق الرياض للنقد بالدولار.

صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار	وصندوق الرياض للنقد بالدولار
$P7 = 24.8162 + 0.8574\ PCE$ $t_{stat}(1004.40)$ $t_{stat}(7.234)$ R^2=0.826 R=+ 0.9088 $F_{stat}(52.33)$	$P8 = 5.520280 + 0.2030\ PCE$ $t_{stat}(829.150)$ $t_{stat}(6.356)$ R^2=0.786 R=+ 0.8865 $F_{stat}(40.40)$
اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية الصندوقيين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالموجبة والتي تدل على العلاقة الطردية بين سعر الوحدة للصندوق وسعر صرف الريال / اليورو، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية.ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
- اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: - بالنسبة للمعامل الثابتB_0نجد أن: $t_{stat}(1004.40) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن : $t_{stat}(7.234) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية .	- اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: - بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن: $t_{stat}(829.150) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن: $t_{stat}(6.356) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية .
- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد R^2=0.826والذي يدل على أن 82.6% من التغير الحاصل في سعر الوحدة للصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط موجب قوي يقدر ب 90.88% بين سعر الوحدة وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو. - اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(52.33) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد R^2=0.786والذي يدل على أن 78.6%من التغير الحاصل في سعر الوحدة للصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط موجب قوي جدا يقدر ب 88.65% بين سعر الوحدة وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو. - اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(40.40) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثاني: شركة السعودي الفرنسي كابيتال تم اختيار صندوق الأسواق المالية بالدولار الأمريكي وصندوق البدر للمرابحة بالدولار:

صندوق الأسواق المالية بالدولار الأمريكي	وصندوق البدر للمرابحة بالدولار
$P9 = 2.517765 + 0.3421 \ PCE$ $t_{stat}(318.302) \quad t_{stat}(9.016)$ R^2=0.880 R=+ 0.9380 $F_{stat}(81.29)$	$P10 = 1.501280 + 0.2005 \ PCE$ $t_{stat}(312.509) \quad t_{stat}(8.703)$ R^2=0.739 R=+ 0.8596 $F_{stat}(8.321)$
اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية الصندوقيين من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCE)الموجبة والتي تدل على العلاقة الطردية بين سعر الوحدة للصندوق وسعر صرف الريال / اليورو، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن : $t_{stat}(318.302) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن :$t_{stat}(9.016) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية	– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن : $t_{stat}(312.509) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن :$t_{stat}(8.703) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية.
اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.880 والذي يدل على أن 88% من التغير الناتج في سعر الوحدة للصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط موجب قوي يقدر ب 93.80%بين سعر الوحدة وتغيرات أسعار صرف. ريال/ يورو. – اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(81.29) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقلمتغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديدR^2=0.739والذي يدل على أن 73.9% من التغير في سعر الوحدة للصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط موجب قوي يقدر ب 85.96%بين سعر الوحدة وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو. – اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(8.321) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

– المدير الثالث: شركة سامبا كابيتال تم اختيار صندوق السيولة بالدولار الأمريكي وصندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار

صندوق السيولة بالدولار الأمريكي	صندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار
$P11 = 25.40326 + 0.8957\ PCE$ $t_{stat}(967.751)$ $t_{stat}(7.113)$ R^2=0.821 R=+ 0.9060 $F_{stat}(50.59)$	$P12 = 26.1423 + 1.4048\ PCE$ $t_{stat}(969.7679)$ $t_{stat}(10.8636)$ R^2= 0.9147 R=+ 0. 9564 $F_{stat}(118.017)$
اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية لكلتا الصندوقيين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالموجبة والتي تدل على العلاقة الطردية بين سعر الوحدة للصندوق وسعر صرف الريال / اليورو، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية.	
– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن: $t_{stat}(967.751) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن: $t_{stat}(7.113) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1لها معنوية إحصائية .	– اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: – بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن: $t_{stat}(969.7679) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. – بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن: $t_{stat}(10.8636) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1لها معنوية إحصائية .
اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2=0.821والذي يدل على أن82.1%من التغير في سعر الوحدة للصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط موجب قوي يقدر ب90.60%بين سعر الوحدة وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو . – اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(50.59) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	اختبار المعنوية الكلية للنموذج: – يقدر معامل التحديد R^2= 0.9147والذي يدل على أن91.47%من التغير في سعر الوحدة للصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط موجب قوي يقدر 95.64%بين سعر الوحدة وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو . – اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(118.017) > F_{tab}(4.84)$ مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقلمتغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا .

ثانيا : تأثير سعر صرف ريال/ يورو على أداء مجاميع صناديق الاستثمار المحلية والدولية :

تتم دراسة تأثير سعر صرف ريال/يورو على أداء مجاميع صناديق الاستثمار المحلية والدولية، وذلك من خلال دراسة الأثر لكل من صافي قيمة الصندوق، تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة، وهي كالتالي:

1- تأثير سعر صرف ريال/يورو على صافي قيمة الصندوق:

مجاميع صناديق الاستثمار المحلية	مجاميع صناديق الاستثمار الدولية
$NAV_R = (2.63E+10) - (7.28E+10)\ PCE$ $t_{stat}(-0.5151)$ $t_{stat}(0.8914)$ R^2=0.02355 R=-0.1534 $F_{stat}(10.073)$	$NAV_I = (2.88E+08) - (2.70E+08)\ PCE$ $t_{stat}(16.2239)$ $t_{stat}(-3.1737)$ R^2=0.4779 R=- 0.6913 $F_{stat}(10.073)$
اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية للصندوقين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالسالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين صافي قيمة الصندوق وسعر صرف الريال / اليورو، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية: - بالنسبة للمعامل الثابت B_0 نجد أن : $t_{stat}(0.8914) < t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. -بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن$t_{stat}(\|-0.5151\|) < t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1لها معنوية إحصائية.	- اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: - بالنسبة للمعامل الثابت B_0 نجد أن : $t_{stat}(16.2239) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن: $t_{stat}(\|-3.1737\|) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1لها معنوية إحصائية
بما أن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية فإن النموذج لا يمكن اختباره بواسطة إحصائية فيشر، أي انه غير معنوي إحصائيا، ومنه النموذج غير مقبول إحصائيا.	- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد ب R^2=0.4779والذي يدل على أن47.79%من التغير في صافي قيمة الصندوق مفسر من قبل سعر الصرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط عكسي وقوي يقدر ب69.13%بين صافي قيمة الصندوق وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو. - اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(10.07) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

2- تأثير سعر صرف ريال/يورو على تغير السعر منذ بداية العام:

مجاميع صناديق الاستثمار المحلية	مجاميع صناديق الاستثمار الدولية
$VP_R = 61.995 - 207.356 \ PCE$ $t_{stat}(1.6636) \quad t_{stat}(\lvert -1.1599 \rvert)$ R^2=0.1089 R=-0.33014 $F_{stat}(137.659)$	$VP_I = 4.8839 - 12.0724 \ PCE$ $t_{stat}(22.7693) \quad t_{stat}(\lvert -11.7328 \rvert)$ R^2=0.9260 R=-0.9622 $F_{stat}(137.659)$
اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية : من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCE السالبة والتي تدل على العلاقة العكسية بين تغير السعر منذ بداية العام وسعر صرف الريال/ اليورو، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية.ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية : - بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن : $t_{stat}(1.6636) < t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. -بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن: $t_{stat}(\lvert -1.1599 \rvert) < t_{tab}(2.201)$ ومنه نقبل فرضية العدم و نرفض الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1لها معنوية إحصائية.	- اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: - بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن : $t_{stat}(22.7693) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن $t_{stat}(\lvert -11.7328 \rvert) > t_{tab}(2.201)$: ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1لها معنوية إحصائية.
بما أن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية فإن النموذج لا يمكن اختباره بواسطة إحصائية فيشر أي انه غير معنوي إحصائيا وغير صالح للاستخدام ولا يمكن اختباره بواسطة إحصائية فيشر ومنه النموذج غير مقبول إحصائيا.	- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد R^2=0.9260والذي يدل على أن92.60%من التغير في التغير في السعر منذ بداية العام مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط عكسي وقوي يقدر ب96.22% بين صافي قيمة الصندوق وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو . - وعلى صعيد اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(137.659) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.

3- تأثير سعر صرف ريال/يورو على سعر الوحدة:

مجاميع صناديق الاستثمار المحلية	مجاميع صناديق الاستثمار الدولية
$P_R = 3467.210 + 446.1087 \ PCE$ $t_{stat}(5.6614) \quad t_{stat}(211.074)$ R^2=0.7444 R=+ 0.863 $F_{stat}(32.052)$	$P_I = 85.6623 + (2.47E-08) \ PCE$ $t_{stat}(78.665) \quad t_{stat}(0.9648)$ R^2=0.078 R=+0.2792 $F_{stat}(0.9308)$
اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية الصندوقيين: من خلال ملاحظة إشارة المعامل المرتبط بالمتغير المستقل PCEالموجبة والتي تدل على العلاقة الطردية بين سعر الوحدة للصندوق وسعر صرف الريال / اليورو، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية الاقتصادية. ومنه النموذج مقبول اقتصاديا.	
- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية: - بالنسبة للمعامل الثابت B_0نجد أن : $t_{stat}(211.074) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن: $t_{stat}(5.6614) < t_{tab}(2.201)$ ومنه نقبل فرضية العدم و نرفض الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1لها معنوية إحصائية.	- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية: - بالنسبة للمعامل الثابتB_0نجد أن : $t_{stat}(78.665) > t_{tab}(2.201)$ ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_0لها معنوية إحصائية. - بالنسبة للمعامل B_1 للمتغير التفسيري PCE نجد أن: $t_{stat}(0.9648) < t_{tab}(2.201)$ ومنه نقبل فرضية العدم و نرفض الفرضية البديلة، أي أن المعلمة B_1ليس لها دلالة إحصائية.
- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: - يقدر معامل التحديد R^2=0.7444والذي يدل على أن74.44%من التغير الحاصل في سعر الصندوق مفسر من قبل سعر صرف الريال/اليورو. ويوجد ارتباط طردي وقوي يقدر ب86.31%بين صافي قيمة الصندوق وتغيرات أسعار صرف ريال/ يورو. - اختبار إحصائية فيشر نجد: $F_{stat}(32.052) > F_{tab}(4.84)$مما يعني نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، أي يوجد على الأقلمتغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج ككل ذو معنوية وهو جيد ومقبول إحصائيا.	بما أن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية فان النموذج لا يمكن اختباره بواسطة إحصائية فيشر أي انه غير معنوي إحصائيا وغير صالح للاستخدام ولا يمكن اختباره بواسطة إحصائية فيشر ومنه النموذج غير مقبول إحصائيا.

المطلب الثالث : تحليل وتفسير نتائج

تم التطرق في هذا العنصر إلى تحليل وتفسير نتائج دراسة النموذج الإحصائي المقدر لكافة صناديق الاستثمار المحلية والدولية، وذلك بتحليل نتائج تقدير تأثيرات سعر صرف ريال/يورو لكل صندوق استثمار على حدى وذلك حسب مدراء صناديق الاستثمار المختارة أي شركة الرياض المالية، السعودي الفرنسي كابيتال، وسامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار. وذلك بالنسبة لكل من صافي قيمة الصندوق وتغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة.

أولا : تأثير سعر صرف الريال السعودي مقابل اليورو لكل صندوق استثمار على حدى

فيما يلي سيتم توضيح أثر سعر صرف ريال/يورو على أداء صناديق الاستثمار المحلية والدولية لشركة الرياض المالية، السعودي الفرنسي كابيتال وشركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار.

1- تأثير سعر صرف الريال السعودي مقابل اليورو على أداء صناديق الاستثمار لشركة الرياض المالية:

أ- صناديق الاستثمار المحلية:

يتأثر أداء كل من صندوق الرياض للنقد بالريال وصندوق المتاجرة بالسلع بالريال لتقلبات أسعار صرف ريال/يورو، وذلك كما يلي:

- ✓ صندوق الرياض للنقد بالريال:

- صافي قيمة الصندوق: النموذج المقدر مقبول إحصائيا مرفوض اقتصاديا ومنه لا توجد علاقة بين سعر الصرف وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 93.73% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب89.29% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق الرياض للنقد بالريال يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال/ اليورو وخاصة من خلال سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام.

- ✓ صندوق المتاجرة بالسلع بالريال:

- صافي قيمة الصندوق: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا مرفوض إحصائي لأن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية، ومنه لا توجد علاقة بين سعر الصرف وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 97.91% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

– سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع العلم وجود ارتباط طردي قوي قدر ب88.77% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق المتاجرة بالسلع بالريال يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال / اليورو وخاصة من خلال سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام .

وعليه يمكن القول أن سعر صرف ريال/يورو يؤثر على أداء الصندوقين المحليين بنفس الدرجة تقريبا وذلك من خلال تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة ، وذلك بدرجة قوية.

ب– صناديق الاستثمار الدولية: يتأثر أداء كل من صندوق الرياض للنقد بالدولار وصندوق المتاجرة بالسلع بالدولار لتقلبات أسعار صرف ريال/يورو، وذلك كما يلي:

✓ صندوق الرياض للنقد بالدولار:

– صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا مرفوض إحصائيا أي أن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية. ومنه لا توجد علاقة بين سعر الصرف وصافي قيمة الصندوق.

– تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 97.77% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

– سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع العلم أن هناك ارتباط طردي قوي قدر ب88.65% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق الرياض للنقد بالدولار يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال السعودي / اليورو وخاصة من خلال سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام .

✓ صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار:

– صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 86.42% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

– تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 96.95% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

– سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب90.88% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق نستنتج أن أداء صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال / اليورو من خلال صافي قيمة الصندوق، سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام.

وعليه يمكن القول أن سعر صرف ريال/يورو يؤثر على أداء الصندوقين الدوليين بنفس الدرجة من خلال تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة . أي بدرجة قوية.معدا ان صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار يتاثر بدرجة اكبر من صندوق الرياض للنقد بالدولار.

يمكن استخلاص أن أداء صناديق الاستثمار الدولية لشركة الرياض المالية تتأثر بسعر صرف ريال/يورو وذلك بدرجة أكبر من أداء صناديق الاستثمار المحلية لنفس الشركة. وهذا راجع إلى أن تقلبات الحاصلة في أسعار صرف ريال/يورو، تؤثر على أداء صناديق الاستثمار المقومة بالدولار الأمريكي أكبر من الصناديق المقومة بالريال السعودي.

2- تأثير سعر صرف الريال السعودي مقابل اليورو على أداء صناديق الاستثمار لشركة السعودي الفرنسي كابيتال:

أ- صناديق الاستثمار المحلية: يتأثر أداء كل من صندوق الأسواق المالية بالريال السعودي وصندوق البدر للمرابحة بالريال لتقلبات أسعار صرف ريال/يورو، وذلك كما يلي:

- ✓ صندوق الأسواق المالية بالريال السعودي :

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 63.63% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر 66.60% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب93.49% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق الأسواق المالية بالريال السعودي يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال / اليورو من خلال صافي قيمة الصندوق، سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام .

- ✓ صندوق البدر للمرابحة بالريال :

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا مرفوض إحصائيا لأن معلمات النموذج المقدر ليس لها دلالة إحصائية، ومنه لا توجد علاقة بين سعر الصرف وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 84.80% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب92.07% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق البدر للمرابحة بالريال يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال / اليورو وخاصة من خلال سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام .

وعليه يمكن القول أن سعر صرف ريال/يورو يؤثر على أداء الصندوقين الدوليين بنفس الدرجة من خلال تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة . أي بدرجة قوية. معدا صندوق الأسواق المالية بالريال السعودي يتأثر أكثر من صندوق البدر للمرابحة بالريال.

ب- صناديق الاستثمار الدولية: يتأثر أداء كل من صندوق الأسواق المالية بالدولار الأمريكي صندوق البدر للمرابحة بالدولار لتقلبات أسعار صرف ريال/يورو، وذلك كما يلي:

✓ صندوق الأسواق المالية بالدولار الأمريكي:

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدرب 65.03% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 70.49% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب93.80% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق الأسواق المالية بالدولار الأمريكي يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال / اليورو من خلال صافي قيمة الصندوق، سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام .

✓ صندوق البدر للمرابحة بالدولار:

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 73.48% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 90.88% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب 85.96% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق البدر للمرابحة بالدولار يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال السعودي / اليورو من خلال صافي قيمة الصندوق، سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام .

وعليه يمكن القول أن سعر صرف ريال/يورو يؤثر على أداء الصندوقين الدوليين بنفس الدرجة من خلال تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة. أي بدرجة قوية.

ويمكن استخلاص أن أداء صناديق الاستثمار الدولية لشركة السعودي الفرنسي كابيتال تتأثر بسعر صرف ريال/يورو وذلك بدرجة أكبر من أداء صناديق الاستثمار المحلية لنفس الشركة. وهذا راجع إلى أن تقلبات الحاصلة لأسعار صرف ريال/يورو، تؤثر على أداء صناديق الاستثمار المقومة بعملة الدولار الأمريكي أكبر من صناديق المقومة بعملة الريال السعودي.

3- تأثير سعر الصرف الريال السعودي مقابل اليورو على أداء صناديق الاستثمار لشركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار :

أ- صناديق الاستثمار المحلية: يتأثر أداء كل من صندوق صندوق السيولة بالريال السعودي وصندوق تمويل التجارة الدولية بالريال السعودي لتقلبات أسعار صرف ريال/يورو، وذلك كما يلي:

✓ صندوق السيولة بالريال السعودي:

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 89.06% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 97.91% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب89.88% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق السيولة بالريال السعودي يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال/ اليورو من خلال صافي قيمة الصندوق، سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام .

✓ صندوق تمويل التجارة الدولية بالريال السعودي:

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 68.54% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 99.11% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب89.62% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق تمويل التجارة الدولية بالريال السعودي يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال/ اليورو من خلال صافي قيمة الصندوق، سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام.

وعليه يمكن القول أن سعر صرف ريال/يورو يؤثر على أداء الصندوقين الدوليين بنفس الدرجة من خلال صافي قيمة الصندوق، تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة. أي بدرجة قوية.

ب- صناديق الاستثمار الدولية: يتأثر أداء كل من صندوق السيولة بالدولار الأمريكي وصندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار الأمريكي لتقلبات أسعار صرف ريال/يورو، وذلك كما يلي:

✓ صندوق السيولة بالدولار الأمريكي :

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 93.59% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 95.86% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب90.60% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء صندوق السيولة بالدولار الأمريكي يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال/ اليورو من خلال صافي قيمة الصندوق، سعر الوحدة والتغير في السعر منذ بداية العام .

✓ صندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار الأمريكي:

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مرفوض اقتصاديا لأنه لا يتوافق ومنطق النظرية الاقتصادية ومرفوض إحصائيا لأن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية، ومنه لا توجد علاقة بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا ومرفوض إحصائيا لأن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية ومنه لا توجد علاقة بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب95.64% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق نستنتج أن أداء صندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار الأمريكي يتأثر بدرجة ضعيفة نسبيا بأسعار صرف الريال/ اليورو من خلال سعر الوحدة للصندوق.

وعليه يمكن القول أن سعر صرف ريال/يورو يؤثر على أداء الصندوقين بدرجة مختلفة، حيث أن سعر صرف ريال/يورو يؤثر على أداء صندوق السيولة بالدولار الأمريكي، بدرجة قوية ذلك من خلال صافي قيمة الصندوق، تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة .وأما بالنسبة لأداء صندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار الأمريكي، فيتأثر بدرجة ضعيفة نسبيا، وذلك من خلال سعر الوحدة.

ويمكن استخلاص أن أداء صناديق الاستثمار الدولية لشركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار تتأثر بسعر صرف ريال/يورو وذلك بدرجة أقل من أداء صناديق الاستثمار المحلية لنفس الشركة. وهذا راجع إلى الإستراتيجية المتبعة من قبل مدير الصندوق وخاصة لصندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار وذلك بالرغم من أن

التقلبات الحاصلة لأسعار صرف ريال/يورو، تؤثر على أداء صناديق الاستثمار المقومة بالدولار الأمريكي أكبر من صناديق الاستثمار المقومة بالريال السعودي.

ثانيا: تأثير سعر الصرف الريال السعودي مقابل اليورو على أداء مجاميع صناديق الاستثمار المحلية والدولية:

1- مجاميع صناديق الاستثمار المحلية:

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مرفوض اقتصاديا لأنه لا يتوافق ومنطق النظرية الاقتصادية ومرفوض إحصائيا لأن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية، ومنه لا توجد علاقة بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج مرفوض اقتصاديا لأنه لا يتوافق ومنطق النظرية الاقتصادية ومرفوض إحصائيا لأن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية، ومنه لا توجد علاقة بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط طردي قوي قدر ب86.31% وهذا يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء جميع صناديق الاستثمار المحلية يتأثر بدرجة ضعيفة نسبيا بأسعار صرف الريال / اليورو من خلال سعر الوحدة.

2- تأثير سعر الصرف الريال السعودي مقابل اليورو على أداء مجاميع صناديق الاستثمار الدولية:

- صافي قيمة الصندوق: النموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب 69.13% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وصافي قيمة الصندوق.

- تغير السعر منذ بداية العام: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا وإحصائيا مع وجود ارتباط عكسي قوي قدر ب96.26% وهذا يدل على وجود علاقة عكسية وقوية بين سعر صرف ريال/يورو وتغير السعر منذ بداية العام.

- سعر الوحدة: النموذج المقدر مقبول اقتصاديا ومرفوض إحصائيا لأن معلمات النموذج ليس لها دلالة إحصائية ومنه لا توجد علاقة بين سعر صرف الريال/ اليورو وسعر الوحدة للصندوق.

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أداء مجاميع صناديق الاستثمار الدولية يتأثر بدرجة قوية بأسعار صرف الريال / اليورو من خلال صافي قيمة الصندوق والتغير في السعر منذ بداية العام .

وعليه يمكن القول أن سعر صرف ريال/يورو يؤثر على أداء مجاميع صناديق الاستثمار الدولية بدرجة مختلفة،حيث أن سعر صرف الريال/يورو يؤثر على أداء مجاميع صناديق الاستثمار الدولية بدرجة قوية، وذلك من خلال صافي قيمة الصندوق وتغير السعر منذ بداية العام، وأما بالنسبة لأداء مجاميع صناديق الاستثمار المحلية، فتتأثر بدرجة ضعيفة نسبيا، وذلك من خلال سعر الوحدة.

ويمكن استخلاص أن أداء مجاميع صناديق الاستثمار الدولية تتأثر بدرجة أكبر من أداء مجاميع صناديق الاستثمار المحلية لنفس السوق المالي السعودي.

خلاصة الفصل الثالث :

تم التطرق في هذا الفصل إلى نظرة حول السوق المالي السعودي، سواء من حيث الجانب النظري أو حتى الجانب العملي. ومن أجل إثبات أثر التنويع الدولي على تدنية المخاطر النظامية المتضمنة لخطر سعر الصرف قمنا بتشكيل محفظة استثمارية ولتجسيده قمنا بضم أسهم لمؤسسات أجنبية مسعرة في السوق المالي السعودي وبشراء أسهم مؤسسات مدرجة بالسوق الكويت للأوراق المالية. كما تم دراسة تأثير كل من عدد الأصول المكونة للمحفظة ونسبة الأموال المخصصة للاستثمار في هذه الأصول وتأثير معاملات الارتباط على عوائد ومخاطر المحافظ المنوعة دوليا بين سوق المالي السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية.

ومن نتائج تقدير النموذج الإحصائي توصلنا إلى أنه يوجد تأثير لسعر صرف الريال السعودي/اليورو على أداء صناديق الاستثمار، إن التغيرات الحاصلة في أسعار الصرف تحدث تغيرات في أداء صناديق الاستثمار، والدليل على ذلك أن هناك بعض الصناديق تتأثر بدرجات مختلفة فمنها من تتأثر بدرجة كبيرة وأخرى بدرجة متوسطة وهناك من تتأثر بدرجة ضعيفة بسعر الصرف. ويرجع السبب إلى السياسة التي يتبناها كل صندوق، وكذلك إلى مختلف العملات التي تقوم على أساسها الصناديق. فالدولار الأمريكي يتأثر بسعر الصرف ريال/يورو أكثر من الريال السعودي. ومن خلال العينة المأخوذة من صناديق الاستثمار المحلية التي تنشط في السوق المالي السعودي تبين أن أسعار صرف الريال/ اليورو لا تؤثر على أداء الصناديق المحلية. على عكس عينة صناديق الاستثمار الدولية التي تتأثر بأسعار صرف الريال/يورو. وذلك لكون عملة صناديق الاستثمار المحلية بالريال السعودي لا تتأثر بأسعار صرف الريال/يورو مقارنة بعملة صناديق الاستثمار الدولية وهي الدولار الأمريكي. كما أن وجود اختلافات في تأثير سعر صرف ريال/يورو على أداء صناديق الاستثمار المتمثل في كل من صافي قيمة الصندوق، تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة.

يمكن القول أن أداء صناديق الاستثمار المحلية لا تتأثر بنفس تأثر صناديق الاستثمار الدولية وهذا راجع إلى التنويع الدولي في استثماراتها وهي الأكثر تأثرا بأسعار الصرف.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تمويل الاقتصاد كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات وتمويل المؤسسات، حيث تضم العديد من الأدوات الاستثمارية من بينها المحافظ الاستثمارية التي تمنح للمستثمر إمكانية تحقيق عوائد عالية مقارنة بمخاطر منخفضة، وتتعرض هذه المحافظ إلى نوعان من المخاطر: مخاطر غير منتظمة، ومخاطر منتظمة حيث أن هذه الأخيرة تقاس بمعامل بيتا وتضم خطر سعر الصرف، هذا الأخير ينتج عن التقلبات الحادة لأسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، ويمكن اللجوء إلى التنويع الدولي للحد أو التقليل منها، حيث أن كل مستثمر فردا أو مؤسسة هدفه هو البحث عن كيفية إنفاق ثروته بشكل أمثل لتعظيم المنفعة على الأصول المختلفة المشكلة للمحفظة، وتقليل قدر الإمكان المخاطر سواء كانت منتظمة أو غير منتظمة.

تناولت هذه الدراسة موضوع تقلبات أسعار الصرف كخطر مهم يؤثر على خصائص المحفظة الاستثمارية، فحاولنا اختبار صحة الفرضيات التي طرحت كما يلي:

– المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن تنسيق بين عدد من الأصول الاستثمارية ذات القيمة. تتكون من عناصر تتكامل وظائفها ومكوناتها وتعمل كوحدة متكاملة ومتناغمة أي محفظة استثمارية متنوعة الأصول. ويتم قياس أداء المحافظ الاستثمارية بشكل دوري سواء كان ذلك بتقييم أداء مدير المحفظة أو بمراقبة أداء المحافظ عن طريق استخدام عدة طرق، منها الحديثة والتقليدية، خاصة استخدام بعض المؤشرات مثل مؤشر شارب، ترينور و جونسن. وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى.

– إن تعامل المستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة بالأصول المالية ذات عملات مختلفة يعرضه لمخاطر الصرف، مما يلزمه اللجوء إلى تقنيات التغطية المختلفة. وتتعدد طرق تغطية خطر سعر الصرف، فهناك تقنيات داخلية وأخرى خارجية، حيث تتمثل الأولى في اختيار عملة الفوترة والتسيير بالآجال...الخ، والثانية في الصرف الآجل وتسبيقات العملة والمشتقات المالية ...الخ. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

–تؤدي التقلبات الحادة في أسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية إلى خسائر حادة على كافة المستويات وخاصة على أداء المحافظ الاستثمارية. لذلك تعمل هذه الأخيرة على تسيير خطر سعر الصرف عن طريق اللجوء إلى أساليب التنويع الدولي للاستثمارات المالية أو استخدام مناهج تسيير خطر سعر الصرف في المحفظة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

– تكوين المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي واللجوء إلى التنويع الدولي بشراء أسهم أجنبية مسعرة في السوق أو مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية تؤدي إلى التأثير على المخاطر النظامية وخاصة خطر سعر الصرف، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرابعة.

– اختلاف درجة تأثير أسعار صرف الريال/اليورو على صافي قيمة الصندوق، تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة. وكذا اختلاف عملة صناديق الاستثمار الدولية والمحلية،كلها أدت إلى وجود اختلاف في درجة تأثر أداء صناديق الاستثمار المحلية والمختلفة عن أداء صناديق الاستثمار الدولية.وهذا ما يؤدي إلى وجود علاقة ضعيفة بين

أسعار صرف الريال/اليورو وأداء صناديق الاستثمار المحلية، وعلاقة قوية بين أداء صناديق الاستثمار الدولية،وهذا ما يثبت صحة الفرضية الخامسة.

النتائج النظرية:

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى النتائج النظرية التالية:

– تعد المحافظ الاستثمارية من المواضيع التي لاقت رواجا في عالم الاستثمار، ورغم تعدد أنواعها إلا أن جميعها تهدف إلى تحقيق عوائد كبيرة وذلك من خلال العمل على المزج بين الأصول الاستثمارية المكونة لها، حيث ظهرت عدة نماذج علمية كان لها أثر كبير في تغيير الطريقة التي يتم فيها اتخاذ القرار الاستثماري، وكان على رأسها نظرية ماركويتز التي تعتبر كنقطة انطلاق.

– إن تشكيل محفظة استثمارية مثلى تحقق أقصى عائد عند مستوى محدد من الخطر وفقا لرغبات كل مستثمر، تتطلب توزيع أمثل لنسب الثروة على الأصول المكونة لها.

– تتعرض المحفظة الاستثمارية لعدة مخاطر منها المخاطر النظامية التي تتعلق بالسوق المالي والتي تتضمن خطر سعر الصرف.

– إن التعامل بأكثر من عملة يؤدي إلى الوقوع في خطر سعر الصرف بفعل التقلبات الحادة في أسعار صرف العملات. والذي يتخذ أشكال مختلفة من المخاطر سواء كانت خاصة أو عامة. فخطر سعر الصرف له عدة تأثيرات على المحافظ الاستثمارية، وهذا ما أدى بالمستثمرين والمؤسسات إلى اللجوء إلى تغطية هذا الخطر.

– يتم تغطية خطر سعر الصرف باللجوء إلى عدة تقنيات سواء داخلية أو خارجية، أما بالنسبة لتسيير خطر سعر الصرف في المحافظ الاستثمارية فيتم عن طريق عدة مناهج ونظريات للمحفظة.

النتائج التطبيقية:

من أهم النتائج التطبيقية التي تم التوصل إليها نذكر ما يلي:

– من خلال تكوين ثلاث محافظ استثمارية مختلفة الأحجام (عدد الأصول المكونة للمحفظة) تبين أن لهذا الأخير دور هام في تحديد خصائص المحفظة. بالإضافة إلى انعكاس خصائص الأصول المالية (عائد/خطر) على خصائص المحفظة الاستثمارية المكونة منها.

–من خلال تكوين محفظة استثمارية منوعة دوليا، وذلك بضم أسهم لمؤسسات دولية مسعرة في السوق المالي السعودي أو بضم أسهم مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، تبيين أن للتنويع الدولي أثر على خصائص المحفظة خاصة على المخاطر النظامية التي تحتوي خطر سعر الصرف سواء في ظل التغطية من خطر سعر الصرف أو في ظل عدم التغطية.

– تلعب الأوزان النسبية ومعاملات الارتباط بين الأصول المكونة للمحفظة المنوعة دوليا دورا هاما في التأثير على عوائد ومخاطر المحفظة المنوعة دوليا. حيث أن لمعامل الارتباط بين الأصول المالية المحلية والأجنبية تأثير معتبر على

المخاطر النظامية التي تنخفض عند معامل ارتباط سالب.كما أن الوزن النسبي يعتبر عامل مهم للمستثمر في تحقيق سياسته المتبناة في تسيير المحفظة.

– يتأثر أداء صناديق الاستثمار الدولية والمحلية بأسعار صرف الريال/اليورو خلال الفترة الشهرية (فيفري2014–فيفري2015) من خلال تأثر كل من صافي قيمة الصندوق، تغير السعر منذ بداية العام وسعر الوحدة.

– يختلف تأثير سعر صرف الريال/اليورو على أداء صناديق الاستثمار المحلية والدولية، وذلك من مدير صندوق لآخر، حسب الإستراتيجية المتبعة من قبل مدير الصندوق.

– تختلف درجة تأثير سعر صرف الريال/اليورو في صناديق الاستثمار التابعة لنفس المدير على أدائها سواء كانت صناديق استثمار محلية أو دولية، وهذا راجع لاختلاف عملة الصندوق، فالصناديق الدولية تتعرض لمخاطر أسعار الصرف أكثر من الصناديق المحلية.

– وجود علاقات مختلفة بين المتغيرات المعبرة عن أداء صناديق الاستثمار وأسعار صرف الريال/اليورو،أدت إلى وجود اختلاف في تأثير سعر صرف الريال/اليورو على أداء صناديق الاستثمار سواء المحلية أو الدولية. والتي كانت بدرجات مختلفة سواء كان التأثير لكل صندوق على حدى أو على جميع الصناديق الاستثمارية.

– اختلاف عملة الصندوق يؤدي إلى اختلاف درجة تأثره في السوق المالي السعودي، فكلما كانت صناديق الاستثمار دولية كانت درجة التأثر كبيرة. وذلك من خلال تأثر صناديق الاستثمار الدولية المقومة عملتها بالدولار الأمريكي بدرجة تختلف عن مدى تأثر صناديق الاستثمار المحلية المقومة عملتها بالريال السعودي أي بالعملة المحلية.

الاقتراحات

وعليه يمكن اقتراح ما يلي:

– عند اتخاذ أي قرار استثماري يجب اللجوء والاستعانة بالمستشارين الماليين ذوي الخبرة والكفاءة، للتعرف على الفرص المتاحة في السوق.

– ضرورة سن القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة ووضع الإجراءات والمتطلبات والشروط اللازمة لتسجيل المستثمرين الأجانب المؤهلين لدى هيئة السوق للاستثمار في الأسهم المدرجة، وتحديد التزامات الأشخاص المرخص لهم في ذلك الشأن ومدراء صناديق الاستثمارية والمهتمين بالأسواق المالية للاستفادة من خبراتهم وأخذ ملاحظاتهم بعين الاعتبار حيال القواعد المنظمة للاستثمار.

– السوق السعودية لديها خبرات عالية للعمل في الأسواق العالمية لتساهم في انتقال الخبرات الاستثمارية والفنية المختلفة إلى السوق السعودي، مع مراعاة أهمية الإفصاح والشفافية كونها عامل مهم في أي سوق بالإضافة إلى حجم السيولة المتداولة.

– وجود إدارة فعالة في الشركات التي تدير صناديق الاستثمار من شأنه أن يؤدي إلى تحسين ورفع أداء الصناديق،

والتفكير في إنشاء صناديق استثمار متخصصة لتلبية رغبات جميع المستثمرين، خاصة المهتمين منهم بالجانب الأخلاقي والإسلامي نظرا لخصوصية المستثمرين في الدول الإسلامية.

– القيام بعملية التنويع الدولي مع الأسواق التي عملتها أقوى من العملة المحلية مع مراعاة الاختيار الدقيق للأصول المالية الأجنبية المختارة وكذلك العملات الأجنبية. كما ينبغي على كل مستثمر أن يتولى متابعة وتسيير تطورات أسعار الصرف وما يصاحبه من مخاطر، بغية اتخاذ الإجراءات اللازمة لتجنبها، أو الحد منها.

– فعالية التنويع الدولي في تدنية مخاطر المحفظة تتوقف على درجة ترابط الأسواق،ولضمان الاستفادة من التنويع الدولي يجب على المستثمر في السوق المالي السعودي، أن يلجأ للتنويع الدولي في حالة ما إذا كان هناك ارتباط بينها وبين الأسواق الأجنبية المختارة سالب أو موجب ضعيف.كما يجب الابتعاد عن الأصول الأجنبية التي تشهد عملات بلدانها تقلبا شديدا في أسعار صرفها مقابل العملة المحلية وذلك للتخلص من المخاطرة المرتفعة لتقلب أسعار الصرف.

– ربط سعر صرف الريال السعودي بسلة من العملات بغية السماح لها بدرجة محدودة من المرونة ومن الاستقلالية في التعامل مع الصدمات، وخاصة تجنب التعرض للخسائر الناتجة عن تقلبات عملة واحدة وذلك يؤدي إلى تشتت الخطر إذا كان الريال السعودي مرتبط بعدة عملات.

–القيام بدراسة نفس الموضوع مع دراسة استخدام المشتقات المالية كأداة لتغطية خطر سعر الصرف. خاصة أن موضوع التنويع الدولي واستخداماته في تدنية المخاطر من المواضيع الحديثة التي تحتاج إلى التوسع، لما له من أهمية في تحقيق الاستقرار النسبي في عائد المحفظة والعمل على تدنية مخاطرها الكلية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

I. المراجع باللغة العربية

1- الكتب

1.أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.

2.أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية**، دار وائل للنشر، الأردن، 2010.

3.إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2011.

4.برايان كويل، **أسواق العملات الأجنبية**، دار الفاروق، مصر، 2003.

5.برايان كويل، **الحماية من مخاطر العملة**، دار الفاروق، مصر، 2006.

6.بسام الحجار، **نظام النقد العالمي وأسعار الصرف**، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009.

7.تقي الدين عرفان ، **التمويل الدولي**، دار مجدلاوي، الأردن، ط1، 1999.

8.توفيق عبد الرحيم يوسف حسن، **الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية**، دار صفاء، الأردن، 2010.

9.جوزيف دانيالز، دفيدفانهووز، ترجمة : محمود حسن حسيني، **اقتصاديات النقود والتمويل الدولي**، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2010.

10.حسني علي خريوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار زهران، الأردن، 2010.

11.حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية– البورصة –**، دار أسامة، الأردن، 2009.

12.حمدي عبد العظيم ، **اقتصاديات التجارة الدولية**، مكتبة الزهراء الشرق، مصر، 1996.

13.حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق، الأردن، ط1، 2004.

14.دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة، الأردن، 2010.

15.زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل للنشر، الأردن، ط4، 2007.

16.سامي عفيفي حاتم، **دراسات في الاقتصاد الدولي**، الدار المصرية اللبنانية، مصر، ط2، 2000.

17.سمير فخري نعمة، **العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات**، دار اليازوري، الأردن، 2011.

18.سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، **ترجمة محمود حسن حسني**، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ، السعودية، 2007.

19.السيد متولي عبد القادر، **الاقتصاد الدولي–النظرية والسياسات–**، دار الفكر، الأردن، ط1، 2011.

20.طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر(أفراد، إدارات، شركات، بنوك)**، الدار الجامعية، مصر، 2001.

21.عادل أحمد حشيش، **أساسيات الاقتصاد الدولي**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002.

22.عادل أحمد حشيش، **العلاقات الاقتصادية الدولية**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2000.

23.عبد الجواد محمد عوض وعلي إبراهيم الشيفات، **الاستثمار في البورصة – أسهم–سندات–أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.

24.عبد الحسن جليل عبد الحسن الغالبي، **سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية نظرية وتطبيقات**، دار صفاء، الأردن، 2011.

25.عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس، **اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية**، الدار الجامعية، مصر، 1996.

26.غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج، الأردن، ط2، 2003.

27.فليح حسن خلف، **الاقتصاد الكلي**، عالم الكتب الحديث، الأردن، ط1، 2007.

28.فليح حسن خلف، **العلاقات الاقتصادية الدولية**، مؤسسة الوراق، الأردن، 2001.

29.قدي عبد المجيد، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.

30.لحلو موسى بوخاري، **سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية**، مكتبة حسن العصرية، لبنان، ط1، 2010.

31.مجدي محمود شهاب، **الاقتصاد الدولي**، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1996.

32.محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل الأدوات واستراتيجيات**، الجزء1، دار الهدى، الجزائر، ط1، 2012.

33.محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006.

34.محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمار في الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، مصر، 2004.

35.محمد صالح القريشي، **المالية الدولية**، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008.

36.محمد صالح جابر، **الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل، الأردن، ط3، 2005.

37.محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011.

38.محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار**، دار إثراء، الأردن، ط1، 2013.

39.محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005.

40.محمود حسين الوادي وكاظم جاسم العيداوي، **الاقتصاد الكلي**، دار المسيرة، الأردن، 2007.

41.صادق مدحت، **النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي**، دار غريب، مصر، 1997.
42.منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، منشأة المعارف، مصر، 1999.
43.منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، منشأة المعارف، مصر، 1998.
44.موسى سعيد مطر وآخرون، **التمويل الدولي**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.
45.مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، دار إثراء، الأردن
46.نور الدين جنابة، **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية، لبنان، 1997.
47.زكي أمين هجير عدنان، **الاقتصاد الدولي–النظرية والتطبيقات**–، دار إثراء، الأردن، 2010.
48.معروف هوشيار، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء، الأردن، 2009.
49.وفاء محمد عبد الباسط، **المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي**، دار النهضة العربية، مصر، 1998.
50.وليد صافي وانس البكري، **الأسواق المالية والدولية**،دار المستقبل، الأردن، 2008.
51.ملاك وسام، **البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني**، دار المنهل اللبناني، لبنان، ط1، 2003.
52.مؤيد عبد الرحمن الدوري و حسين محمد سلامه، **أساسيات الإدارة المالية**، دار الراية للنشر والتوزيع، ط1، 2013.

2– الرسائل العلمية:

1.حنان لعروق، **سياسة سعر الصرف والتوازن الخارجي–دراسة حالة الجزائر–**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص بنوك وتقنيات، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005.
2.رشيد شلالي، **تسيير المخاطر المالية في التجارة الخارجية الجزائرية**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة العمليات التجارية، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011.
3.زاهر عبد الحليم خضر، **تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني 1994–2010**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، فلسطين، 2012.
4.سارة بوزيد، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري– دراسة حالة بنك BNP PARIBAS–**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.
5.سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية–دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011**، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

6.السعيد عناني، **أثار تقلبات سعر الصرف وتدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهتها –حالة مؤسسة الملح بسكرة–** مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2006.

7.سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية–دراسة قياسية للأسهم المسعرة في بورصة تونس–**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

8.سمير آيت يحي، **سعر الصرف وتسوية المدفوعات في الجزائر**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي1945، قالمة، الجزائر، 2006.

9.شوقي طارق، **أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة، كلية العلو الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009.

10.علي بوعبد الله ، **أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية**، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014.

11.عماد عمر محمود علي الهنداوي، **علاقة أنظمة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري**، مذكرة لنيل شهادة دكتورا، تخصص الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2011.

12.عمار جعفري ، **إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية علوم اقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013.

13.فاروق سحنون ، **قياس اثر بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر– دراسة حالة الجزائر–**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص التقنيات الكمية المطبقة في التسيير،كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010.

14.فيصل حمدي، **تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات اقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006.

15.محمد أمين بربري، **الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية–دراسة حالة الجزائر–**، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص نقود ومالية، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر،2011.

16.محمد جبوري، **تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي–دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل–**، مذكرة لنيل شهادة دكتورا، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان،2013.

17.مراد عبد القادر، **دراسة أثر المتغيرات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1974–2003**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نمذجة اقتصادية، كلية علوم اقتصادية تجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.

18.يوسف خروبي، **تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار باستخدام نموذج توازن الأصول المالية**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

3– المقالات والملتقيات العلمية

1.إلياس خضير الحمدوني، **تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد4، العدد7، الأردن، 2011.

2.ريمة العمري بلفيطح وآخرون، **اختيار عملي لأداء إستراتيجية dan 10 للاستثمار في بورصة عمان**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد8، العدد3، الأردن، 2012.

3.سعدي أحمد حميد الموسوي، **تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياس Mودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفؤة**، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، العدد24، بدون سنة نشر.

4.صالح مفتاح ومعارفي فريدة، **إدارة محافظ الأوراق المالية في البنوك التجارية**، مداخلة في الملتقى الدولي الثالث، حول إستراتيجية إدارة المخاطر الواقع والآفاق، جامعة الشلف، 2008.

5.عبد الحق بوعتروس، **تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف**، مداخلة في مؤتمر، إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، بدون سنة نشر.

6.عدنان عباس، **المنهج النقدي في القوة المتحكمة في سعر الصرف الأجنبي**، مجلة العلوم الاجتماعية، العدد4، 1999.

7.علاء عبد الحسين الساعدي وإلهام جعفر الشاوي، **طرائق وأساليب التحوط من تقلبات أسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها**، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العدد40، المجلد8، بدون بلد نشر، 2012.

8.عيسى محمد الغزالي، **سياسات أسعار الصرف**، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد23 ، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، نوفمبر 2003.

9.محمد خميسي بن رجم، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟**، مداخلة ضمن ملتقى علمي دولي، حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21أكتوبر2009.

4- مواقع الانترنيت

http://iespedia.com./orab/wpcontent/uploads/2012/05/portfolioManagement_peps_3rd_FE_2012_pdf

http://iespedia.com/orab/wpcontent/uploads/2012/05/portfolioManagement-PEPS-3rd-FE-2012-pdf. consulte le 05/12/2014

http://www.cma.org.sa/En/Pages/home.aspx

http://www.olc.bu.edu.eg/ole/images/8th-11%20%281%29.pdf.p6,

http://www.sama.gov.sa/arsa/EconomicReports/Pages/MonthlyStatistics.aspx

https://www/mof.gov.sa/Arabic/DownloadsCenter/Pages/Budget.aspx

http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

II. المراجع باللغة الأجنبية:

1.jaquillat, B et B, solink, **les marches financiers et gestion portefeuille**, DUNOD, France

2.Didier Bruned, **La monnaie**, La revue Banque éditeur, France, 1992.

3.Solnik Bruno, **l intérêt dune diversification internationale**, Revue d économie Financière, la sécurité des systèmes Financiers, N°19, ,1991.

4.Jacques Hamon, **Bourse et Gestion de Portefeuille**, Economica, France, 2 édition, 2005.

5.Josette Peyrard, **gestion financière international**, 5eme édition, librairie Vuibert, France, 1999.

6.Larbi Dohni, carol Hainaut, **les Taux de change**, de boeck, Belgique, 2004.

7.jura. M, **technique financière international**, Dunod, France, 1999.

8.Maurice bye, **Relation économique international**, collection Dollez, France, 5eme édition, 1987.

9.Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille–analyse quantitative de la rentabilité et des risques**, Pearson, France, 2004.

10.Pascal Grandi, **Mesure de Performance des Fonds–Méthode résultats**, Économique, France, 1998.

11.Rainer Haberle , **Risque de change** , **entreprise et investisseur–le cas du marche suisse des actions**, l obtention du grade de docteur ,sciences économique et sociales , université de Fribourg suisse,1999.

12.Erwan Le SAOUT, INTRODUCTION , Introduction aux Marches financiers, 2e Edition, Ed Economica, 2008, France, P.243.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1): أسعار أسهم الشركات المختارة من السوق المالي السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية ومؤشرات الأسواق المالية المختارة

البنك العربي الوطني				الشركة المتقدمة للبتروكيماويات			
عائد السهم	سعر الافتتاح	سعر الإقفال	الفترة الشهرية	عائد السهم	سعر الافتتاح	سعر الإقفال	الفترة الشهرية
-0.0427	26.90	27.30	02/02/2014	0.04618			02/02/2014
	27.00	28.10	27/02/2014		43.3	45.30	27/02/2014
-0.0633	28.10	27.90	02/03/2014	0.02347			02/03/2014
	30.00	30.00	31/03/2014		42.60	43.60	31/03/2014
0.0814	30.00	30.10	01/04/2014	-0.0224			01/04/2014
	27.70	27.74	30/04/2014		43.68	42.70	30/04/2014
0.01838	27.70	27.98	01/05/2014	0.01828			01/05/2014
	26.90	27.20	29/05/2014		43.21	44	29/05/2014
-0.006911	27.30	27.40	01/06/2014	-0.02124			01/06/2014
	27.40	27.49	30/06/2014		44.24	43.30	30/06/2014
-0.08026	27.50	27.60	01/07/2014	-0.1663			01/07/2014
	29.60	29.90	24/07/2014		52.54	43.80	24/07/2014
-0.16343	30.20	30.49	03/08/2014	-0.0462			03/08/2014
	36.40	36.10	31/08/2014		54.52	52	31/08/2014
0.05882	36.00	36.00	01/09/2014	-0.0883			01/09/2014
	33.50	34.00	30/09/2014		59.78	54.50	30/09/2014
0.07979	34.10	34.20	01/10/2014	0.0908			01/10/2014
	31.20	31.58	30-oct		53.86	58.75	30-oct
0.08806	32.00	31.55	02/11/2014	0.1363			02/11/2014
	29.40	29.41	30/11/2014		47.96	54.50	30/11/2014
-0.04590	29.10	29.78	01/12/2014	0.1813			01/12/2014
	30.90	30.50	31/12/2014		40.21	47.50	31/12/2014
-0.08333	30.80	30.50	01/01/2015	-0.1383			01/01/2015
	33.20	33.60	29/01/2015		47	40.50	29/01/2015
-0.00576	34.50	34.20	01/02/2015	0.0740			01/02/2015
	34.50	34.70	26/02/2015		47.02	50.50	26/02/2015
-0.0127				0.00674			متوسط العوائد الشهرية
0.003609				0.003599			التباين المشترك
0.823				0.889			المعامل بيتا

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

شركة الاتصالات السعودية				الشركة السعودية للكهرباء			
الفترة الشهرية	سعر الإقفال	سعر الافتتاح	عائد السهم	الفترة الشهرية	سعر الإقفال	سعر الافتتاح	عائد السهم
02/02/2014			-0.01606	02/02/2014	14.75	15.25	-0.0328
27/02/2014	61.25	62.25		27/02/2014			
02/03/2014			-0.0606	02/03/2014	15.25	15.75	-0.0317
31/03/2014	62	66		31/03/2014			
01/04/2014			0.00638	01/04/2014	15.75	14.66	0.0743
30/04/2014	66.25	65.83		30/04/2014			
01/05/2014			0.00537	01/05/2014	14.65	16	-0.0843
29/05/2014	65.50	65.15		29/05/2014			
01/06/2014			-0.0262	01/06/2014	16	15.75	0.0158
30/06/2014	65	66.75		30/06/2014			
01/07/2014			-0.0851	01/07/2014	15.70	17.42	-0.0987
24/07/2014	66.75	72.96		24/07/2014			
03/08/2014			-0.03986	03/08/2014	17.50	17.69	-0.0107
31/08/2014	72.50	75.51		31/08/2014			
01/09/2014			0.0183	01/09/2014	17.80	17.25	0.0318
30/09/2014	75.75	74.35		30/09/2014			
01/10/2014			-0.0012	01/10/2014	17.30	16.95	0.0206
30-oct	74.25	74.34		30-oct			
02/11/2014			0.1452	02/11/2014	17.35	15.12	0.1474
30/11/2014	75	65.49		30/11/2014			
01/12/2014			-0.015	01/12/2014	15.10	14.90	0.0134
31/12/2014	64.75	65.74		31/12/2014			
01/01/2015			0.0021	01/01/2015	15	15.65	-0.0415
29/01/2015	66.25	66.11		29/01/2015			
01/02/2015			0.0454	01/02/2015	16.15	19.11	-0.1548
26/02/2015	67.75	64.81		26/02/2015			
متوسط العوائد الشهرية			0.01146				-0.0127
التباين المشترك			0.002479				0.003609
المعامل			0.565				0.823

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

شركة الخزف				الشركة السعودية للخدمات الصناعية "سيسكو"			
عائد السهم	سعر الافتتاح	سعر الإقفال	الفترة الشهرية	عائد السهم	سعر الافتتاح	سعر الإقفال	الفترة الشهرية
-0.05872	94.25	93.38	02/02/2014	-0.0444			02/02/2014
	98.75	100.13	27/02/2014		16.90	16.15	27/02/2014
-0.04278	98.00	97.31	02/03/2014	-0.0505			02/03/2014
	102.25	102.38	31/03/2014		17.80	16.90	31/03/2014
0.0098	102.25	102.38	01/04/2014	-0.0339			01/04/2014
	101.50	101.25	30/04/2014		18.53	17.90	30/04/2014
-0.01318	101.75	100.87	01/05/2014	-0.0542			01/05/2014
-0.03395	102.75	103.11	29/05/2014		19.72	18.65	29/05/2014
	103.00	103.41	01/06/2014	0.1225			01/06/2014
0.01699	107.25	106.62	30/06/2014		17.55	19.70	30/06/2014
	106.50	102.02	01/07/2014	-0.014			01/07/2014
-0.05888	104.75	104.72	24/07/2014		17.80	17.55	24/07/2014
	105.00	105.38	03/08/2014	-0.1030			03/08/2014
0.02129	110.25	111.57	31/08/2014		19.90	17.85	31/08/2014
	111.75	111.29	01/09/2014	0.01947			01/09/2014
0.05128	105.50	109.42	30/09/2014		19.52	19.90	30/09/2014
	109.25	109.53	01/10/2014	0.0803			01/10/2014
0.24098	102.75	103.92	30-oct		18.05	19.50	30-oct
	105.00	104.66	02/11/2014	0.0832			02/11/2014
0.0650	83.00	84.61	30/11/2014		16.94	18.35	30/11/2014
	84.50	85.14	01/12/2014	0.1233			01/12/2014
-0.01191	82.25	79.34	31/12/2014		15.09	16.95	31/12/2014
	81.25	81.23	01/01/2015	-0.1302			01/01/2015
0.02900	80.25	82.23	29/01/2015		17.59	15.30	29/01/2015
-0.03395	85.50	84.78	01/02/2015	0.0283			01/02/2015
	83.75	83.09	26/02/2015		17.99	18.50	26/02/2015
0.01913				0.0020669			متوسط العوائد الشهرية
0.004064				0.003857			التباين المشترك
0.926				0.880			المعامل

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

البنك السعودي البريطاني			البنك السعودي الهولندي		
الفترة الشهرية	سعر الإقفال	سعر الافتتاح	عائد السهم	سعر الإقفال	سعر الافتتاح	عائد السهم
02/02/2014	31.73	31.10	-0.017998	30.75	30.50	-0.09414
27/02/2014	31.67	30.90		33.67	32.80	
02/03/2014	31.27	31.70	0.01180	32.92	33.60	-0.00207900
31/03/2014	31.33	31.30		33.67	33.20	
01/04/2014	31.40	31.40	-0.0266584	33.58	33.30	0.00361663
30/04/2014	32.26	32.30		33.18	33.80	
01/05/2014	32.20	32.30	-0.0085942	33.35	33.20	-0.0354445
29/05/2014	32.58	32.00		34.42	34.30	
01/06/2014	32.67	32.60	0.0064835	34.42	34.50	-0.02349
30/06/2014	32.39	32.00		35.33	34.00	
01/07/2014	32.61	32.50	-0.0634005	35.58	34.80	-0.155697
24/07/2014	34.70	34.20		41.28	41.00	
03/08/2014	35.50	34.70	-0.1829952	41.38	41.30	-0.0330133
31/08/2014	42.47	42.00		42.71	42.70	
01/09/2014	42.83	42.70	0.0457996	43.20	42.50	-0.03321
30/09/2014	40.83	39.80		43.96	42.30	
01/10/2014	40.90	40.70	0.057142	43.88	44.00	0.072470
30-oct	38.50	38.70		40.82	40.30	
02/11/2014	39.35	39.00	0.103877	41.02	41.10	0.12080
30/11/2014	35.33	34.70		36.67	35.80	
01/12/2014	35.00	34.80	-0.1053984	36.62	36.90	-0.00833109
31/12/2014	38.90	41.00		37.21	38.60	
01/01/2015	39.33	38.80	0.0560696	37.25	37.60	0.037871
29/01/2015	36.74	36.50		39.08	38.80	
01/02/2015	37.00	37.80	0.016949	38.96	40.20	-0.0289855
26/02/2015	37.17	37.30		41.40	40.30	
متوسط العوائد الشهرية			-0.00822077			-0.01974314
التباين المشترك			0.002657			0.003451
المعامل			0.6063			0.7875

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

البنك السعودي الفرنسي			
الفترة الشهرية	سعر الإقفال	سعر الافتتاح	عائد السهم
02/02/2014	26.10	25.80	0.07302
27/02/2014	27.83	27.40	
02/03/2014	27.53	27.80	-0.084892
31/03/2014	30.38	30.20	
01/04/2014	30.30	30.50	0.017005
30/04/2014	29.99	29.80	
01/05/2014	29.92	30.00	-0.039077
29/05/2014	31.22	30.60	
01/06/2014	31.40	32.20	0.05573
30/06/2014	30.50	30.60	
01/07/2014	31.00	30.20	-0.13566
24/07/2014	34.94	34.50	
03/08/2014	35.20	34.90	-0.142716
31/08/2014	40.71	40.20	
01/09/2014	40.30	41.00	0.071055
30/09/2014	38.28	38.00	
01/10/2014	38.32	38.30	0.0424605
30-oct	36.74	36.50	
02/11/2014	36.90	37.00	0.105137
30/11/2014	33.48	32.70	
01/12/2014	33.31	34.00	0.085568
31/12/2014	31.32	31.90	
01/01/2015	31.82	31.40	-0.097701
29/01/2015	34.80	35.00	
01/02/2015	35.31	36.00	0.0288653
26/02/2015	34.99	35.00	
متوسط العوائد الشهرية			-0.001632
التباين المشترك			0.004150
المعامل			0.9470

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

مؤشر السوق المالي السعودي				مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية				
الفترة الشهرية	سعر الإقفال	سعر الافتتاح	عائد السهم	سعر الافتتاح	سعر الإغلاق	عائد المؤشر بالدينار الكويتي	عائد المؤشر بالريال السعودي"سعر صرف متغير"	عائد المؤشر بالريال السعودي"سعر صرف ثابت"
02/02/2014	8835.12	8760.62	-0.037986	7810.11	7810.11	0.008251	0.1090	0.10813
27/02/2014	9106.55	9058.54		7692.75	7692.75			
02/03/2014	9088.68	9106.55	-0.038755	7640.55	7640.55	0.01429	0.1905	0.18732
31/03/2014	9473.71	99462.98		7584.00	7584.00			
01/04/2014	9537.83	9516.17	-0.0072037	7558.43	7558.43	0.0222	0.2971	0.292099
30/04/2014	9585.22	9562.93		7407.68	7407.68			
01/05/2014	9660.13	9585.22	-0.0242461	7430.95	7430.95	0.01607	0.2143	0.21067
29/05/2014	9823.40	9798.45		7291.09	7291.09			
01/06/2014	9864.68	9823.40	0.032626	7321.13	7321.13	0.04585	0.6097	0.600830
30/06/2014	9513.02	9513.71		6971.44	6971.44			
01/07/2014	9584.31	9513.02	-0.068695	6984.95	6984.95	-0.02231	-0.2965	-0.29237
24/07/2014	10214.73	10162.73		7130.89	7130.89			
03/08/2014	10302.88	10214.73	-0.080757	7123.61	7123.61	-0.04032	-0.5329	-0.52838
31/08/2014	11112.12	11042.03		7430.51	7430.51			
01/09/2014	11116.75	11112.12	0.023706	7422.39	7422.39	-0.02506	-0.3278	-0.32838
30/09/2014	10854.79	10757.41		7621.51	7621.51			
01/10/2014	10849.61	10854.79	0.08170	7634.27	7634.27	0.03530	0.4584	0.46263
30-oct	10034.92	10081.96		7361.61	7361.61			
02/11/2014	10099.27	10034.92	0.16348	7359.91	7359.91	0.09019	1.1634	1.18195
30/11/2014	8624.89	9055.63		6752.86	6752.86			
01/12/2014	8720.42	8624.89	0.03499	6756.83	6756.83	0.03317	0.4260	0.4347
31/12/2014	8333.30	8486.58		6535.72	6535.72			
01/01/2015	8409.54	8333.30	-0.06141	6546.78	6546.78	-0.00561	-0.0715	-0.07353
29/01/2015	8878.54	8912.50		6572.26	6572.26			
01/02/2015	9143.93	8878.54	-0.04670	6636.71	6636.71	-0.00441	-0.0560	-0.05790
26/02/2015	9313.52	9320.31		6601.43	6601.43			
متوسط العوائد الشهرية			-0.00223			0.0129015	0.1680	0.16906
التباين			0.004382			0.001096	0.18614	0.188248

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

من الوقع الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية: http://www.kse.com.kw/AR/Pages/default.aspx

	البنك الأهلي المتحد				شركة رأس الخيمة لصناعة الاسمنت			
	سعر الإغلاق	عائد السهم بالدينار الكويتي	عائد السهم بالريال السعودي "سعر صرف متغير"	عائد السهم بالريال السعودي "سعر صرف ثابت"	سعر الإغلاق	عائد السهم بالدينار الكويتي	عائد السهم بالريال السعودي "سعر صرف متغير"	عائد السهم بالريال السعودي "سعر صرف ثابت"
02/02/2014	228.00	0	0	0	132	0.0606	0.8053	0.79417
27/02/2014	228.00				140			
02/03/2014	228.00	-0.03508	-0.4674	-0.4596	142	0	0	0
31/03/2014	220.00				142			
01/04/2014	224.00	-0.00884	-0.1178	-0.1158	144	-0.1388	-1.8513	-1.8199
30/04/2014	226.00				124			
01/05/2014	224.00	0.08035	1.0752	1.05290	134	-0.07462	-0.9951	-0.97781
29/05/2014	242.00				124			
01/06/2014	242.00	-0.07438	-0.9890	-0.9746	122	0	0	0
30/06/2014	224.00				122			
01/07/2014	220.00	0.03636	0.4833	0.47646	114	0.03508	0.4664	0.45978
24/07/2014	228.00				118			
03/08/2014	228.00	0.00877	0.1159	0.11492	116	0.10344	1.3674	1.35557
31/08/2014	230.00				128			
01/09/2014	232.00	-0. 00862	-0.1127	-0.1129	124	0.06451	0.8441	0.845412
30/09/2014	230.00				132			
01/10/2014	232.00	0.02586	0.3357	0.33886	132	-0.0303	-0.3934	-0.3970
30-oct	238.00				128			
02/11/2014	236.00	-0.01694	-0.2185	-0.22198	130	0.10769	1.3892	1.41118
30/11/2014	232.00				144			
01/12/2014	232.00	0.01724	0.2214	0.22592	144	-0.125	-1.6053	-1.6379
31/12/2014	236.00				126			
01/01/2015	242.00	-0.03305	-0.4214	-0.4331	126	0.01587	0.2024	0.20799
29/01/2015	234.00				128			
01/02/2015	234.00	0.05128	0.6512	0.67196	122	0.065557	0.8327	0.85927
26/02/2015	246.00				130			
متوسط العوائد الشهرية		0.003661	0.04276	0.043342		0.006456	0.0817	0.084600
التباين المشترك		-0.0003	-0.059	-0.05816		-0.00056	-0.10048	-0.09690
المعامل		-0.3093	-0.3183	-0.3089		-0.5146	-0.5398	-0.51475

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية: http://www.kse.com.kw/AR/Pages/default.aspx

شركة اسمنت بورتلاند				بنك الكويت الدولي			
	سعر الإغلاق	عائد السهم بالدينار الكويتي	عائد السهم بالريال السعودي "سعر صرف متغير"	عائد السهم بالريال السعودي "سعر صرف ثابت"	سعر الإغلاق	عائد السهم بالدينار الكويتي	عائد السهم بالريال السعودي "سعر صرف متغير"	عائد السهم بالريال السعودي "سعر صرف ثابت"
02/02/2014	1320	0	0	0	295	0	0	0
27/02/2014	1320							
02/03/2014	1380	-0.0289	-0.3861	-0.3798	295.00	0.03448	0.4595	0.45184
31/03/2014	1340				290.00			
01/04/2014	1360	0	0	0	300.00	0.06779	0.9037	0.88975
30/04/2014	1360				295.00			
01/05/2014	1380	0.0289	-0.3865	0.37975	315.00	0.01612	0.2151	0.21123
29/05/2014	1420				310.00			
01/06/2014	1380	-0.01449	-0.1926	-0.18990	315.00	-0.0483	-0.6433	-0.63396
30/06/2014	1360				310.00			
01/07/2014	1360	0.01470	0.1955	0.1927	295.00	0.03448	0.4584	0.4518
24/07/2014	1380				290.00			
03/08/2014	1400	-0.02857	-0.3776	-0.37439	300.00	0.06557	0.8667	0.85830
31/08/2014	1360				305.00			
01/09/2014	1360	0.04411	0.5772	0.57811	325.00	-0.0151	-0.1982	-0.1985
30/09/2014	1420				330.00			
01/10/2014	1420	-0.02816	-0.3657	-0.36912	325.00	-0.015	-0.2028	-0.2047
30-oct	1380				320.00			
02/11/2014	1380	0.01449	0.1869	0.18990	315.00	-0.080	-1.0402	-1.05676
30/11/2014	1400				310.00			
01/12/2014	1360	-0.04411	-0.5278	-0.57801	285.00	-0.114	-1.4676	-1.4975
31/12/2014	1300				280.00			
01/01/2015	1300	0.04615	0.5884	0.60479	248.00	0.01960	0.2501	0.2569
29/01/2015	1360				255.00			
01/02/2015	1380	0.04347	0.5521	0.56973	260.00	0	0	0
26/02/2015	1440				260.00			
متوسط العوائد الشهرية		0.003661	0.0489	0.047977	260.00			
التباين المشترك		-0.00023	-0.02282	-0.04092		-0.0027	-0.03066	-0.03630
المعامل بيتا		-0.21806	-0.1226	-0.2173		-0.0010	-0.18478	-0.18816

المصدر: من الوقع الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية: http://www.kse.com.kw/AR/Pages/default.aspx

الملحق رقم(2): مصفوفة التباين والتباين المشترك لكافة عوائد الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية.

1- مصفوفة التباين والتباين المشترك لعوائد الشهرية للأوراق المحلية :

	A1	A2	A3	A5
A1	0.009636	0.002599	0.002531	0.004631
A2	0.002599	0.005399	0.002471	0.002964
A3	0.002531	0.002471	0.002861	0.001300
A5	0.004631	0.002964	0.001300	0.006236

2- مصفوفة التباين والتباين المشترك لعوائد الشهرية للأوراق المنوعة دوليا عن طريق شراء أسهم أجنبية من السوق المالي السعودي:

	A1	A2	A3	A5	M	A7	A8	A9
A1	0.009636	0.002599	0.002531	0.004631	0.003900	0.000705	0.004023	0.005498
A2	0.002599	0.005399	0.002471	0.002964	0.003609	0.003656	0.002814	0.004396
A3	0.002531	0.002471	0.002861	0.001300	0.002480	0.002309	0.002455	0.002765
A5	0.004631	0.002964	0.001300	0.006236	0.003858	0.001279	0.002126	0.004899
M	0.003900	0.003609	0.002480	0.003858	0.004382	0.002657	0.003451	0.004150
A7	0.000705	0.003656	0.002309	0.001279	0.002657	0.005277	0.002234	0.002697
A8	0.004023	0.002814	0.002455	0.002126	0.003451	0.002234	0.004204	0.002661
A9	0.005498	0.004396	0.002765	0.004899	0.004150	0.002697	0.002661	0.007062

3- مصفوفة التباين والتباين المشترك في ظل أسعار صرف متغيرة للمحفظة المنوعة دوليا:

	A1	A2	A3	A5	B102	B202	B301	B401	M2
A1	0.009636	0.002599	0.002531	0.004631	-0.020442	0.007701	-0.011591	-0.042216	0.028090
A2	0.002599	0.005399	0.002471	0.002964	-0.020072	0.001428	0.011364	-0.015499	0.019255
A3	0.002531	0.002471	0.002861	0.001300	0.012107	0.000430	0.007896	-0.016166	0.013624
A5	0.004631	0.002964	0.001300	0.006236	-0.012994	-0.004962	-0.004740	-0.043029	0.021578
B102	-0.020442	-0.020072	0.012107	-0.012994	1.013463	-0.072505	0.085194	0.032187	-0.100484
B202	0.007701	0.001428	0.000430	-0.004962	-0.072505	0.262581	0.060794	0.048964	-0.059267
B301	-0.011591	0.011364	0.007896	-0.004740	0.085194	0.060794	0.138753	0.028670	-0.022827
B401	-0.042216	-0.015499	-0.016166	-0.043029	0.032187	0.048964	0.028670	0.447371	-0.184781
M2	0.028090	0.019255	0.013624	0.021578	-0.100484	-0.059267	-0.022827	-0.184781	0.186148

4- مصفوفة التباين والتباين المشترك في ظل أسعار صرف ثابتة للمحفظة المنوعة دوليا:

	A1	A2	A3	A5	B203	B103	B302	B402	M3
A1	0.009636	0.002599	0.002531	0.004631	0.008043	-0.020589	-0.017053	-0.042749	0.028382
A2	0.002599	0.005399	0.002471	0.002964	0.001456	-0.019438	0.006176	-0.015546	0.019304
A3	0.002531	0.002471	0.002861	0.001300	0.000414	0.012596	0.008007	-0.016248	0.013804
A5	0.004631	0.002964	0.001300	0.006236	-0.004567	-0.013116	-0.009711	-0.043244	0.021740
B203	0.008043	0.001456	0.000414	-0.004567	0.258644	-0.072155	0.041325	0.046434	-0.058166
B103	-0.020589	-0.019438	0.012596	-0.013116	-0.072155	1.017370	0.123983	0.039132	-0.096902
B302	-0.017053	0.006176	0.008007	-0.009711	0.041325	0.123983	0.154268	0.045823	-0.040920
B402	-0.042749	-0.015546	-0.016248	-0.043244	0.046434	0.039132	0.045823	0.451741	-0.188168
M3	0.028382	0.019304	0.013804	0.021740	-0.058166	-0.096902	-0.040920	-0.188168	0.188248

الملحق رقم(3): أسعار صرف الريال السعودي مقابل الدولار الأمريكي والدينار الكويتي واليورو.

الأشهر	أسعار صرف الدولار الأمريكي /الدينار الكويتي	أسعار صرف الدولار الأمريكي / الريال السعودي	أسعار صرف الدينار الكويتي/الريال السعودي*	أسعار صرف الريال السعودي / اليورو
فيفري 2014	0.2822	3.75	13.2884	0.1931
مارس 2014	0.2814	3.75	13.3262	0.1934
افريل 2014	0.2813	3.75	13.3309	0.1925
ماي 2014	0.2812	3.75	13.3357	0.1960
جوان 2014	0.2820	3.75	13.2978	0.1952
جويلية 2014	0.2821	3.75	13.2931	0.1993
أوت 2014	0.2837	3.75	13.2182	0.2022
سبتمبر 2014	0.2866	3.75	13.0844	0.2119
أكتوبر 2014	0.2888	3.75	12.9847	0.2129
نوفمبر2014	0.2907	3.75	12.8998	0.2138
ديسمبر2014	0.2920	3.75	12.8424	0.2196
جانفي 2014	0.2941	3.75	12.7507	0.2359
فيفري2014	0.2953	3.75	12.6989	0.2372

المصدر: التقرير الشهري لمؤسسة النقد العربي السعودي، من الموقع الرسمي لمؤسسة النقد العربي السعودي:

http://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/MonthlyStatistics.aspx

* تم الحصول عليها عن طريق تحويل بالقانون 1دولار= X ريال سعودي و 1دولار= Y دينار كويتي، ومنه نستنتج أن Xريال سعودي = Y دينار كويتي أي 1 دينار كويتي = Y/ Xريال سعودي .

الملحق رقم(4): أداء صناديق الاستثمار المحلية والدولية (صافي قيمة الصندوق، تغير السعر منذ بداية، سعر الوحدة) الموجودة في السوق المالي السعودي

- أداء صناديق الاستثمار المحلية : - شركة الرياض المالية:

صندوق الرياض للنقد بالريال			صندوق المتاجرة بالسلع بالريال		
سعر الوحدة للصندوق1	تغير السعر منذ بداية العام1	صافي قيمة الصندوق 1	سعر الوحدة للصندوق2	تغير السعر منذ بداية العام2	صافي قيمة الصندوق 2
1497,257	1,08	3,25E+08	1972,715	0,91	2,58E+09
1498,664	1,06	3,22E+08	1974,393	0,95	2,54E+09
1499,998	1,06	3,17E+08	1975,884	0,94	2,78E+09
1501,267	1,05	3,20E+08	1977,227	0,91	3,00E+10
1502,615	1,05	3,42E+08	1978,545	0,89	3,28E+09
1503,706	1,01	3,59E+08	1979,698	0,85	2,96E+09
1504,562	0,98	3,74E+08	1980,58	0,82	3,06E+09
1505,473	0,95	3,67E+08	1981,459	0,79	3,22E+09
1506,373	0,92	3,74E+08	1982,222	0,75	4,03E+09
1507,308	0,91	3,87E+08	1983,104	0,73	3,65E+09
1508,161	0,89	3,92E+08	1983,898	0,71	4,28E+09
1508,671	0,39	4,32E+08	1984,6	0,41	4,39E+09
1509,15	0,4	4,62E+08	1985,221	0,41	4,17E+09

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

- شركة السعودي الفرنسي كابيتال:

صندوق البدر للمرابحة بالريال			صندوق الاسواق المالية بالريال السعودي		
سعر الوحدة للصندوق3	تغير السعر منذ بداية العام3	صافي قيمة الصندوق 3	سعر الوحدة للصندوق4	تغير السعر منذ بداية العام4	صافي قيمة الصندوق 4
14,2184	0,88	800966253	24,9359	0,91	1,25E+09
14,23	0,9	826413409	24,956	0,92	1,33E+09
14,2406	0,9	840777188	24,9749	0,92	1,33E+09
14,2522	0,93	998308905	24,9941	0,93	1,30E+09
14,2634	0,92	1005316437	25,0153	0,94	1,24E+09
14,2751	0,92	1005577947	25,0385	0,95	1,20E+09
14,2847	0,91	998375323	25,0556	0,94	1,24E+09
14,2949	0,91	1015937547	25,0744	0,94	1,25E+09
14,3045	0,9	1150159458	25,0924	0,93	1,32E+09
14,3128	0,88	1220464568	25,1098	0,92	1,24E+09
14,3226	0,87	1140496311	25,131	0,93	1,08E+09
14,3305	0,67	1357355285	25,149	0,87	1,18E+09
14,3374	0,65	1698083571	25,1663	0,88	1,16E+09

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

- شركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار:

صندوق تمويل التجارة الدولية بالريال			صندوق السيولة بالريال السعودي		
سعر الوحدة للصندوق6	تغير السعر منذ بداية العام6	صافي قيمة الصندوق6	سعر الوحدة للصندوق5	تغير السعر منذ بداية العام5	صافي قيمة الصندوق 5
104,175	1,1	8,93E+09	26,1994	1,08	1,42E+09
104,2754	1,1	8,47E+09	26,2216	1,05	1,41E+09
104,366	1,094	8,25E+09	26,242	1,02	1,36E+09
104,4479	1,07	9,10E+09	26,2602	0,99	1,40E+09
104,5245	1,03	9,22E+09	26,2794	0,96	1,40E+09
104,5917	0,98	9,02E+09	26,2955	0,92	1,41E+09
104,6469	0,98	8,56E+09	26,3079	0,87	1,38E+09
104,6982	0,9	8,05E+09	26,3202	0,85	1,39E+09
104,7508	0,87	7,55E+09	26,3321	0,82	1,27E+09
104,8067	0,84	7,40E+09	26,3447	0,8	1,28E+09
104,8578	0,82	8,07E+09	26,3573	0,78	1,28E+09
104,9042	0,55	7,78E+09	26,368	0,5	1,23E+09
104,9506	0,56	7,95E+09	26,3796	0,53	1,06E+09

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

- أداء صناديق الاستثمار الدولية: - شركة الرياض المالية:

صندوق المتاجرة بالسلع بالدولار			صندوق الرياض للنقد بالدولار		
سعر الوحدة للصندوق8	تغير السعر منذ بداية العام8	صافي قيمة الصندوق8	سعر الوحدة للصندوق7	تغير السعر منذ بداية العام7	صافي قيمة الصندوق 7
5,556	0,33	42056373	24,9694	0,24	22885715
5,5575	0,32	42081004	24,9747	0,24	22829135
5,5589	0,32	40612974	24,9793	0,24	22833729
5,56	0,3	42704409	24,9836	0,23	23066146
5,5612	0,29	42913045	24,9881	0,23	22763224
5,5623	0,28	43185756	24,9925	0,22	23465442
5,563	0,27	43037002	24,9957	0,21	23405653
5,5638	0,26	43420273	24,9992	0,21	22639391
5,5645	0,24	43314235	25,0029	0,2	22265288
5,5654	0,24	42569556	25,0067	0,2	21958494
5,566	0,23	42299282	25,0093	0,2	22004169
5,5666	0,12	42216033	25,0123	0,14	21616258
5,5672	0,14	42275160	25,0148	0,13	21444769

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

- شركة السعودي الفرنسي كابيتال:

صندوق البدر للمرابحة بالدولار			صندوق الاسواق المالية بالدولار		
سعر الوحدة للصندوق10	تغير السعر منذ بداية العام10	10 صافي قيمة الصندوق	سعر الوحدة للصندوق9	تغير السعر منذ بداية العام9	9 صافي قيمة الصندوق
1,5376	0,7	24968274	2,58	0,66	27670244
1,5387	0,74	25625397	2,5817	0,69	27765875
1,5396	0,73	28185820	2,5831	0,68	30479971
1,5404	0,72	28115606	2,5845	0,68	29534992
1,5413	0,71	28226853	2,5858	0,67	29092038
1,5423	0,71	28051526	2,5875	0,67	28569997
1,543	0,69	27705072	2,5889	0,68	27959446
1,5439	0,7	27734658	2,5904	0,68	27964747
1,5447	0,69	27712165	2,5919	0,68	27954828
1,5455	0,68	25624798	2,5933	0,68	26499181
1,5465	0,69	23479631	2,5949	0,68	26443172
1,5473	0,65	22098336	2,5962	0,62	27429363
1,548	0,62	23182655	2,5975	0,63	26881351

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

- شركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار:

صندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار			صندوق السيولة بالدولار		
سعر الوحدة للصندوق12	تغير السعر منذ بداية العام12	صافي قيمة الصندوق12	سعر الوحدة للصندوق11	تغير السعر منذ بداية العام11	صافي قيمة الصندوق11
26,4	0,38	80645570	25,5626	0,31	34961311
26,4067	0,35	80574670	25,5685	0,3	34992235
26,4125	0,33	77111270	25,5737	0,28	35279945
26,4174	0,31	75159310	25,5782	0,27	34909834
26,4221	0,29	74789870	25,5832	0,26	34242207
26,4279	0,29	76274530	25,5883	0,26	34255246
26,4323	0,27	82131460	25,5918	0,24	34571230
26,4371	0,26	82106480	25,5948	0,23	34512982
26,4437	0,27	81755070	25,5977	0,22	32034931
26,4504	0,27	83382110	25,6005	0,21	32013448
26,4584	0,28	83687220	25,6047	0,21	30897765
26,4655	0,33	83762040	25,6079	0,15	30235164
26,4733	0,36	70627960	25,6116	0,17	30154636

المصدر: من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

- أداء مجاميع صناديق الاستثمار المحلية والدولية:

مجاميع صناديق الاستثمار المحلية			مجاميع صناديق الاستثمار المحلية		
سعر الوحدة لمجاميع صناديق المحلية	تغير السعر منذ بداية العام لمجاميع صناديق المحلية	صافي قيمة مجاميع الصناديق المحلية	سعر الوحدة لمجاميع صناديق الدولية	تغير السعر منذ بداية العام لمجاميع صناديق الدولية	صافي قيمة مجاميع الصناديق الدولية
3639,5007	5,96	1,53E+10	86,6056	2,62	233187487
3642,74	5,98	1,4898E+10	86,6278	2,64	233868316
3645,7055	5,934	1,4878E+10	86,6471	2,58	234503709
3648,4484	5,88	4,3118E+10	86,6641	2,51	233490297
3651,2426	5,79	1,65E+10	86,6817	2,45	232027237
3653,6048	5,63	1,5955E+10	86,7008	2,43	233802497
3655,4371	5,5	1,5612E+10	86,7147	2,36	238809863
3657,3197	5,34	1,5293E+10	86,7292	2,34	238378531
3659,0748	5,19	1,5694E+10	86,7454	2,3	235036517
3660,986	5,08	1,5177E+10	86,7618	2,28	232047587
3662,7277	5	1,62E+10	86,7798	2,29	228811239
3664,0227	3,39	1,6369E+10	86,7958	2,01	227357194
3665,2049	3,43	1,65E+10	86,8124	2,05	214566531

المصدر" من اعداد الطالبتين بالاعتماد على المعطيات السابقة من الموقع الرسمي لسوق المالي السعودي:

http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04

قائمة الأشكال :

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل رقم (1-1)	تصميم المحفظة الاستثمارية المثلى	7
الشكل رقم (1-2)	خط سوق رأس المال(CML)	21
الشكل رقم (2-1)	ارتباط الأسهم الفرنسية 1990-1980 فرنك فرنسي	56
الشكل رقم (3-1)	عرض لتطور سعر صرف الريال/اليورو خلال الفترة (فيفري2014– فيفري2015).	90
الشكل رقم (3-2)	عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار المحلية لشركة الرياض المالية خلال الفترة.	91
الشكل رقم (3-3)	عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار المحلية لشركة السعودي الفرنسي كابيتال خلال الفترة.	91
الشكل رقم (3-4)	عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار المحلية لشركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار خلال الفترة.	92
الشكل رقم (3-5)	عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار الدولية لشركة الرياض المالية خلال الفترة.	93
الشكل رقم (3-6)	عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار الدولية لشركة السعودي الفرنسي كابيتال خلال الفترة.	93
الشكل رقم (3-7)	عرض لتطورات صافي قيمة صناديق الاستثمار الدولية لشركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار خلال الفترة.	93

قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول رقم (3-1)	العوائد، المخاطر النظامية والكلية لأسهم الشركات المختارة من السوق المالي السعودي.	74
الجدول رقم (3-2)	خصائص الأوراق المالية الأجنبية المسعرة في السوق المالي السعودي	77
الجدول رقم (3-3)	العوائد، المخاطر النظامية والمخاطر الكلية للأوراق المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.	79
الجدول رقم (3-4)	خصائص الأوراق المالية الأجنبية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية في ظل التغطية من خطر سعر الصرف.	80
الجدول رقم (3- 5)	معاملات الارتباط بين الأوراق المالية المحلية والدولية.	81
الجدول رقم (3-6)	العوائد، المخاطر النظامية والخطر الكلي للأوراق المحلية والأجنبية.	83
الجدول رقم (3-7)	عوائد، مخاطر النظامية والكلية للمحافظ المشكلة باختلاف الأوزان النسبية.	85
الجدول رقم (3-8)	مقارنة بين خصائص المحافظ الاستثمارية المحلية المشكلة.	86
الجدول رقم (3-9)	مقارنة بين المحفظة المحلية والمحفظة المنوعة دوليا.	86
الجدول رقم (3-10)	مقارنة بين المحفظة المحلية والمحفظة المنوعة دوليا في ظل تغطية و عدم التغطية من خطر سعر الصرف.	87
الجدول رقم (3-11)	مقارنة المحافظ المشكلة للمحفظة الدولية حسب معامل الارتباط.	88

الملخص:

تعتبر المحافظ الاستثمارية من أهم الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية والتي يتأثر أداؤها بمخاطر مختلفة من بينها خطر سعر الصرف المتمثل في الخسائر الناتجة عن التقلبات الحادة في أسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.

يهدف هذا البحث إلى إبراز تأثير تقلبات سعر صرف على أداء المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي خلال الفترة (فيفري2014-فيفري2015)، وعلى هذا الأساس تم تقسيم الدراسة إلى جانبين، الجانب الأول تمثل في تشكيل محافظ استثمارية منوعة محليا ودوليا، أما الجانب الثاني فكان مخصص لبناء نموذج إحصائي لقياس تأثير تقلبات سعر صرف الريال/اليورو على أداء صناديق الاستثمار المحلية والدولية من خلال ثلاث متغيرات تمثلت في صافي قيمة الصندوق، تغير السعر منذ بداية العام، وسعر وحدة الصندوق.

وخلصت الدراسة إلى أن عدد الأصول، الأوزان النسبية ومعاملات الارتباط لها تأثير كبير على خصائص المحفظة، وأن إستراتيجية التنويع الدولي تخفض كثيرا من المخاطر النظامية، وتساعد على التحكم في خطر سعر الصرف.إضافة إلى أن تقلبات أسعار صرف الريال/اليورو تؤثر بشكل ضعيف على أداء صناديق الاستثمار المحلية، في حين يتأثر أداء صناديق الاستثمار الدولية بشكل قوي.

الكلمات المفتاحية: المحفظة الاستثمارية – سعر الصرف – خطر سعر الصرف – المخاطر النظامية –التنويع الدولي.

Résumé :

Les portefeuilles de placement sont des instruments les plus importants d'investissement dans les marchés financiers et que les performances sont affectées par divers risques, dont le risque de pertes de change résultant des fortes fluctuations des taux de la monnaie locale par rapport aux devises de change.

Cette recherche vise à mettre en évidence l'impact des fluctuations de taux de change sur la performance des portefeuilles d'investissement sur le marché financier Saudia Arabie durant la période (Février 2014-Février 2015), et sur cette base était l'étude est divisée en deux parties, la première partie représente la formation de portefeuilles d'investissement diversifié à la fois national et international, tandis que le second a été consacré pour construire un modèle statistique pour mesurer l'effet des fluctuations Real / euros de taux de change sur la performance des fonds d'investissement nationaux et internationaux à travers trois variables représentées dans la valeur nette du fonds, changement de prix depuis le début de l'année, et le prix unitaire du fonds.

L'étude a conclu que le nombre d'actifs, les poids relatifs et les coefficients de corrélation ont un impact sur les caractéristiques du portefeuille, et que la stratégie de diversification internationale a un impact sur le risque systémique, le risque de taux de change impliqués. En plus des aléas de taux de change réel / Euro mal affecter la performance des fonds d'investissement locaux, tandis que les fonds d'investissement internationaux performance moyenne est affectée.

Les mots clés : Portefeuille de placements- le taux de change - le risque de taux de change - risque systémique - La diversification internationale.