

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر التنويع على أداء محفظة الأوراق المالية  
(دراسة إحصائية لعينة من المحافظ المتواجدة بالسوق المالي  
السعودي للفترة ما بين 2010-2019)

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص : إدارة مالية

إعداد الطلبة :

منوار ندير

لعلي وليد

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من :

رئيسا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر - ب-	الأستاذ فيصل بوميمز
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	أستاذة محاضرة - ب-	الأستاذة سامية سرحان
مناقشا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر - ب-	الأستاذ محمول نعمان

السنة الجامعية: 2020/2019



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر التنويع على أداء محفظة الأوراق المالية  
(دراسة إحصائية لعينة من المحافظ المتواجدة بالسوق المالي  
السعودي للفترة ما بين 2010-2019)

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطلبة :

منوار ندير

لعليبي وليد

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر - ب -	الأستاذ فيصل بوميمز
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	أستاذة محاضرة - ب -	الأستاذة سامية سرحان
مناقشا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر - ب -	الأستاذ محمول نعمان

السنة الجامعية: 2020/2019

# الإهداء

نُهدي ثمرة جهدنا إلى من قال فيهما الله عز وجل:

" وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا إِمَّا يَبُلُغَنَّ عِنْدَكَ الْكِبَرَ أَحَدُهُمَا أَوْ كِلَاهُمَا

فَلَا تَقُلْ لَهُمَا أُفٍّ وَلَا تَنْهَرُهُمَا وَقُلْ لَهُمَا قَوْلًا كَرِيمًا\* وَأَخْفِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ

وَقُلْ رَبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا "

الآية 23 و24 من سورة الإسراء.

إلى سبب وجودنا ونجاحنا في الحياة، إلى التي أفنيا شبابهما لأجل تربيتنا وتعليمنا، إلى من علمانا معنى الصبر والصدق والحنان، وأوصلانا إلى ما نحن عليه اليوم، أمهاتنا الغاليين حفظهما الله ورعاها وأطال عمرهما.

إلى الذين لم يبخلا علينا بالدعم والتشجيع طوال مشوارنا الدراسي وحياتنا، إلى الذين سهرنا على توفير لنا كل الإمكانيات للدراسة من أموال والمساندة، أبانا الغاليين حفظهما الله ورعاها وأطال في عمرهما.

إلى إخواننا وأخواتنا إلى أعمامنا وعماتنا وأخواننا وخالاتنا إلى جميع الأقرباء من قريب أو بعيد والذين كانوا دعما وسندا لنا.

إلى جميع الأساتذة الذين حرصوا على تعليمنا وكانوا لنا آباء وأمهات في القسم، لا سيما الأستاذة المشرفة سامية سرحان فجزاها الله عنا كل خير وأطال الله في عمرها.

إلى جميع الأصدقاء الذين قدموا لنا يد العون سواء بالكلمة الطيبة أو المساندة وأدعوا الله أن يوفقهم في سائر حياتهم.



# شكر وتقدير

الحمد لله الواحد القهار العزيز الغفار، مكور الليل على النهار، تذكرة لأولي القلوب والأبصار، وتبصرة لذوي الألباب والاعتبار، الذي أيقظ من خلقه ومن اصطفاه فزهدهم في هذه الدار، وشغلهم بمراقبته وإدامة الأفكار، وملازمة الاتعاض والأذكار، ووقفهم للدأب في طاعته، والتأهب لدار القرار، والحذر مما يسخطه ويوجب دار البوار، والمحافظة على ذلك مع تغاير الأحوال والأطوار.

نحمد الله ونبلغ حمده ونزكاه، ونشهد أن لا إله إلا الله البرّ الكريم، الرؤوف الرحيم، ونشهد أن محمدا عبده ورسوله وحببيه وخليئه، الهادي إلى صراط مستقيم، والداعي إلى دين قويم، صلوات الله وسلامه عليه وعلى سائر الصالحين.

نحمد الله حمد الحامدين، ونشكره شكر الشاكرين على نعمه الكثيرة، منها نعمة العلم التي أنعمنا بها.

نشكر الأستاذة المشرفة " سامية سرحان " على قبولها الإشراف على مذكرتنا، ونشكرها على توجيهاتها القيمة.

كما لا يفوتنا أن نشكر لجنة المناقشة لتقييمها لهذه المذكرة.

ونشكر كل والدينا وإخواننا وأخواتنا وكل الأقرباء، كما نشكر أيضا كل الأصدقاء الذين قدموا لنا يد المساعدة.



# فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
I	الإهداء
II	شكر وتقدير
III	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
IX	قائمة المختصرات
أ-ح	مقدمة عامة
	الفصل الأول: الإطار النظري لمحفظة الأوراق المالية
9	تمهيد
10	المبحث الأول: أساسيات حول محفظة الأوراق المالية
10	المطلب الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية وأهميتها
11	المطلب الثاني: أهداف وأنواع محافظ الأوراق المالية
12	المطلب الثالث: مكونات محفظة الأوراق المالية
15	المبحث الثاني: نظرية محفظة الأوراق المالية
15	المطلب الأول: مفهوم نظرية المحفظة
15	المطلب الثاني: تطور نظرية المحفظة
17	المطلب الثالث: المحفظة المثلى
20	المبحث الثالث: تسيير محفظة الأوراق المالية وقياس أداءها
20	المطلب الأول: أسس وسياسات تسيير محفظة الأوراق المالية
22	المطلب الثاني: عائد محفظة الأوراق المالية



23	المطلب الثالث: تقييم أداء محفظة الأوراق المالية
26	خلاصة
<b>الفصل الثاني: استراتيجية التنويع</b>	
28	تمهيد
29	المبحث الأول: ماهية تنويع محفظة الأوراق المالية
29	المطلب الأول: مفهوم التنويع
29	المطلب الثاني: عوامل نجاح سياسة تنويع محفظة الأوراق المالية
30	المطلب الثالث: استراتيجيات تنويع محفظة الأوراق المالية
32	المبحث الثاني: أساليب تنويع محفظة الأوراق المالية
33	المطلب الأول: التنويع بناء على جهة الإصدار
34	المطلب الثاني: تنويع تواريخ الاستحقاق
35	المطلب الثالث: التنويع الدولي
36	المبحث الثالث: أثر التنويع على المخاطر
36	المطلب الأول: مفهوم مخاطر محفظة الأوراق المالية وقياسها
38	المطلب الثاني: تصنيف مخاطر محفظة الأوراق المالية ومصادرها
40	المطلب الثالث: أهمية التنويع في تخفيض المخاطر
42	خلاصة
<b>الفصل الثالث: أثر التنويع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي</b>	
44	تمهيد
45	المبحث الأول: نظرة عامة حول السوق المالي السعودي
45	المطلب الأول: نشأة السوق المالي السعودي
47	المطلب الثاني: خدمات وأهداف السوق المالي السعودي
48	المطلب الثالث: الإطار التنظيمي والتشريعي للسوق المالي السعودي
53	المبحث الثاني: نظرة حول المحافظ محل الدراسة

53	المطلب الأول: التعريف بالمحافظ محل الدراسة
54	المطلب الثاني: أهداف المحافظ محل الدراسة
55	المطلب الثالث: مجالات وطبيعة استثمار المحافظ محل الدراسة
59	المبحث الثالث: دراسة أثر التنوع على أداء المحافظ محل الدراسة
59	المطلب الأول: دراسة التنوع في المحافظ محل الدراسة
61	المطلب الثاني: تقييم أداء المحافظ محل الدراسة
63	المطلب الثالث: اختبار فرضيات الدراسة وتحليل أثر التنوع على أداء المحافظ
68	خلاصة
70	الخاتمة
73	المراجع
77	الملاحق
86	الملخص



# قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
52	الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة	1
54	أهداف المحافظ محل الدراسة	2
55	حدود استثمار محافظة الجريء	3
56	حدود استثمار محافظة المتوازن	4
57	حدود استثمار محافظة المتحفظ	5
58	حدود استثمار محافظة الشجاع	6
59	عوائد ومخاطر المحافظ محل الدراسة	7
61	حساب معامل التحديد للمحافظ محل الدراسة	8
61	حساب مؤشر شارب، ترينور، وجنسن للمحافظ محل الدراسة	9
64	مؤشر التنويع ومؤشر أداء محافظة الجريء	10
64	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع في أداء محافظة الجريء	11
64	مؤشر التنويع ومؤشر أداء محافظة المتوازن	12
65	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع في أداء محافظة المتوازن	13
65	مؤشر التنويع ومؤشر أداء محافظة المتحفظ	14
66	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع في أداء محافظة المتحفظ	15
66	مؤشر التنويع ومؤشر أداء محافظة الشجاع	16
66	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع في أداء محافظة الشجاع	17

# قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
14	مكونات محفظة الأوراق المالية	1
18	منحنى المحافظ المثلى	2
19	تحديد نقطة المحفظة المثلى	3
20	مزايا تنويع المحفظة بالأصول غير الخطرة	4
32	أساليب تنويع محفظة الأوراق المالية	5
41	أثر التنويع على تخفيض المخاطر	6
55	نسب توزيع استثمارات وأصول محفظة الجريء	7
56	نسب توزيع استثمارات وأصول محفظة المتوازن	8
57	نسب توزيع استثمارات وأصول محفظة المتحفظ	9
58	نسب توزيع استثمارات وأصول محفظة الشجاع	10

# قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
77	العوائد السنوية لمحفظه الجريء	1
78	العوائد السنوية لمحفظه المتوازن	2
79	العوائد السنوية لمحفظه المتحفظ	3
80	العوائد السنوية لمحفظه الشجاع	4
81	العوائد السنوية لمحفظه السوق	5
82	نتائج التحليل الاحصائي لمحفظه الجريء	6
83	نتائج التحليل الاحصائي لمحفظه المتوازن	7
84	نتائج التحليل الاحصائي لمحفظه المتحفظ	8
85	نتائج التحليل الاحصائي لمحفظه الشجاع	9

# قائمة المختصرات

المدلول	الاختصار
capital asset pricing modal	<b>CAMP</b>
modèle d'évaluation des actifs financiers	<b>MEDAF</b>
Arbitrage pricing theory	<b>APT</b>
Electronic Securities Information System	<b>ESIS</b>
Offset Market Exchange	<b>OMX</b>
National Association of Securities Dealers Automated Quotations system	<b>NASDAQ</b>
المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية	الأيوسكو
Statistical Package for the Social Sciences	<b>spss</b>

مقدمة عامة

### مقدمة عامة

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة فلا يخلو أي مشروع من هذا العنصر، وقد ظهرت نظريات عديدة تتناول هذا الموضوع، حيث تهدف إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار في ظل مستوى مقبول من المخاطرة، أو تدنية المخاطرة عند مستويات مقبولة من العوائد، وبالتالي تعتبر محافظ الأوراق المالية من أهم التطورات التي شهدتها عالم الاستثمار.

يعود الفضل في بناء نظرية المحفظة لـ "هاري ماركويتز" عام (1952) إذ شكلت أعماله الأساس الأول الذي مهد فيما بعد لظهور نماذج أخرى، كما أنه أظهر العلاقة بين مردودية الأصل المالي ومستوى مخاطرته. حيث يكمن الهدف من تكوين المحفظة في تحقيق أقل مستوى من المخاطرة عند مستوى مقبول من العوائد. ولعل أبسط طريقة لتدنية هذه المخاطرة هي تكوين محفظة متنوعة بشكل جيد فالاستثمار يجب أن يكون موزعا بين مجموعة من الأصول، ولا يركز على أصل واحد.

مفهوم التنوع موجود منذ القدم من خلال مقولة " لا تضع البيض كله في سلة واحدة " إذ يقوم على بناء محفظة مكونة من مجموعة أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة، وللوصول إلى الهدف الرئيسي للتنوع المتمثل في تخفيض المخاطرة، لا بد من مراعاة درجة الارتباط بين عوائد مكونات المحفظة، وبالتالي بناء محفظة ذات كفاءة تحقق أقصى عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة.

### الإشكالية

يرتكز بناء محفظة الأوراق المالية على مبدأ التنوع الذي يوفر للمحفظة سمة الأمان النسبي، فالمستثمر بدوره يبغض الخطر ولذلك استتبقت فكرة رئيسية في تشكيل محفظة الأوراق المالية تجسدت في هذا المبدأ بوصفه قاعدة لاختيار مكونات المحفظة بهدف الموازنة بين عنصري العائد والمخاطرة، اللذان يعتبران الأساس في الحكم على أداءها. ومن خلال ما سبق ارتأينا أن نقوم بحثنا على أساس التساؤل الرئيسي التالي:

### ما مدى تأثير التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق المالي السعودي؟

ومن أجل معالجة هذه الإشكالية والإحاطة بجميع جوانبها تم وضع التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بمحفظة الأوراق المالية؟ وكيف يمكن إدارتها؟
- ما المقصود بالتنوع؟ وما هي أهميته على أداء محفظة الأوراق المالية؟
- هل يؤثر التنوع على أداء المحافظ المدروسة؟



### الفرضيات

- ✓ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتبوع على أداء محفظة الجريء .
- ✓ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتبوع على أداء محفظة المتوازن.
- ✓ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتبوع على أداء محفظة المتحفظ.
- ✓ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتبوع على أداء محفظة الشجاع.

### أهمية الموضوع

تستمد أهمية موضوع بحثنا من:

- أهمية العملية الاستثمارية في السوق المالي في حد ذاتها، إذ تعتبر محفظة الأوراق المالية من أهم التطورات الحاصلة في مجال الاستثمار؛
- أهمية التبوع باعتباره مبدأ أساسي يستخدم لبناء محافظ الأوراق المالية، بأسلوب يتماشى مع ميولات ورغبات المستثمرين في تحقيق أقصى عائد مقابل أدنى مستوى من المخاطر؛
- أهمية السوق المالي السعودي الذي يعد من الأسواق الرائدة إقليمياً من حيث عدد الشركات المسجلة فيه، ومن حيث معدلات العائد ومستويات المخاطرة بكافة قطاعات السوق من شأنه أن يعطي صورة واضحة عن طبيعة الاستثمار في السوق.

### أهداف الدراسة

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى:

- ضبط مختلف المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية، وإبراز أهم طرق تقييم أداءها؛
- التعرف على مبدأ التبوع وفق أسسه العلمية؛
- اكتساب الخبرة لدى الطالب في التعامل مع المعلومات والمؤشرات المدرجة في الأسواق المالية؛
- محاولة التحكم في الأساليب الكمية والإحصائية لقياس أداء محافظ الأوراق المالية، وربط ما هو نظري بالجانب الحسابي من أجل الوصول إلى نتائج ممكنة تزيد من دقة التحليل.

### المنهج المتبع والأدوات المستخدمة

بناء على طبيعة الإشكال المطروح، وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذا البحث، وقصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة والتمكن منه، نحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية، وعليه



فإن المنهج المستخدم سيكون منهجا وصفيا، لأنه يمكننا من توضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات وتنظيمها بشكل تسلسلي، والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية والتنوع، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث، والذي يتضمن إسقاط ميداني على مجموعة من محافظ الأوراق المالية في السوق المالي السعودي مستخدمين في ذلك مزيجا من أدوات القياس والإحصاء، وقد تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي (spss).

### أسباب اختيار الموضوع

لم يكن اختيار الموضوع بمحض الصدفة، بل كان مستمدا من جملة من الأسباب، منها ما هي ذاتية ومنها ما هي موضوعية:

### الأسباب الذاتية

- الميل الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع بهدف التحكم في المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية وفي مجال إدارة المحافظ المالية؛
- الرغبة في طرح دراسة جديدة تعنى بجانب الموضوع كمرجع جديد للطلبة مستقبلا في الجامعة؛
- تماشي الموضوع وطبيعة الاختصاص؛
- الميل إلى الخوض في المواضيع الحديثة التي تعرف تطورات وتحولات متلاحقة باعتبارها موضوع الساعة.

### الأسباب الموضوعية

- يعتبر موضوع محفظة الأوراق المالية من الموضوعات المهمة في الإدارة المالية؛
- زيادة المراجع العلمية التي تعنى بجانب المحافظ المالية خصوصا؛
- محاولة تبيان الموقع الذي تحتله محفظة الأوراق المالية ضمن الأسواق المالية العربية.

### إطار الدراسة

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على عينة من محافظ شركة الرياض المالية المدرجة في السوق المالي السعودي، أما الإطار الزمني سيكون في الفترة الممتدة بين 2010-2019 والتي تعتبر كافية لاختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية العامة.



### الدراسات السابقة في الموضوع

- دراسة بديار أمينة، " فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية": دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2008/2016، أطروحة دكتوراه، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، 2019/2018.

تهدف هذه الدراسة إلى إدارة مخاطر السوق المالية بالاعتماد على استراتيجية التنويع الاستثماري في كل من بورصة الجزائر والمغرب، كذلك بتطبيق نماذج تكوين المحفظة الاستثمارية منها نموذج ماركويتز لتحديد المحفظة المثلى، ونموذج تسعير الأصول المالية من أجل اختبار طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة في البورصتين. ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة، تم الاعتماد على البيانات السنوية لعوائد الشركات المدرجة في البورصتين محل الدراسة للفترة الممتدة ما بين 2008 و2016، كما تم استخدام الأساليب الاحصائية (الارتباط، الانحدار الخطي) بالإضافة إلى أسلوب البرمجة التربيعية لتحليل البيانات لاختبار الفرضيات.

وقد خلصت الدراسة إلى أن المحفظة المثلى المشكلة في بورصة المغرب أقل مخاطرة من المحفظة المثلى المشكلة في بورصة الجزائر وهذا راجع إلى ضعف معاملات الارتباط بين عوائد أسهم بورصة المغرب، وأن العلاقة بين العائد والمخاطرة موجبة في اتجاهها في البورصتين.

- دراسة أحمد حسين بنال، وسام حسين علي، فائز هليل سريح، " تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنويع"، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، العراق، 2016.

هدفت هذه الدراسة إلى تطبيق نموذج البرمجة التربيعية على قطاعات سوق دبي المالي للفترة 2009/2014 لاختيار المحافظ الاستثمارية المثلى، و إظهار أثر التنويع على المحافظ الاستثمارية المثلى في سوق دبي المالي على افتراض اتباع ثلاث سياسات للتنويع منخفضة، متوسطة، مرتفعة.

أظهرت النتائج أن هناك علاقة طردية بين العوائد والمخاطر التي تقابلها للمحافظ الاستثمارية المثلى وفي ظل سياسة التنويع المختلفة.

- دراسة إلياس خضير الحمدوني، " فاعلية التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية: دراسة في عينة من شركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم"، مجلة تنمية الرافدين، العدد(112)، العراق، 2013.

سعت هذه الدراسة لدراسة فاعلية تنويع المحفظة الاستثمارية في تقليل مخاطرة المحفظة الاستثمارية، وغطى البحث عام 2009، وتطلب تحقيق أهداف البحث اختيار 45 شركة مساهمة مسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم كعينة للبحث وبواقع 15 شركة لكل من قطاع التأمين، القطاع الخدمي، والقطاع الصناعي.



توصلت الدراسة إلى أن للتنوع الفعال أثراً واضحاً في تخفيض مخاطرة المحفظة الكلية والمخاطرة غير النظامية وبشكل متساو في كافة القطاعات التي شكلت ثلاث محافظ استثمارية، وذلك كون المخاطرة غير النظامية التي واجهت الشركات كانت متساوية مع محدودية المخاطرة الكلية.

### خطة الدراسة/ هيكل البحث

بغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة، قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، فصلين للجانب النظري، وفصل للجانب التطبيقي، ويمكن استعراض هذا التقسيم كما يلي:

**الفصل الأول:** تم تخصيصه للجانب النظري المتعلق بمحفظة الأوراق المالية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، تم تناول في المبحث الأول مفهوم محفظة الأوراق المالية مع تبيان أهميتها، أهدافها وأنواعها، بالإضافة إلى المكونات المشكلة لها، أما المبحث الثاني فتم من خلاله التطرق إلى نظرية المحفظة وتطورها وأهم النماذج المنبثقة عنها، وكيفية الوصول إلى المحفظة المثلى، أما فيما يخص المبحث الثالث فقد تم التعرض إلى أسس وسياسات تسيير محفظة الأوراق المالية، وقياس عائدها، ومختلف نماذج تقييم أداءها.

**الفصل الثاني:** تم تخصيصه للجانب النظري المتعلق بالتنوع، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، تم من خلال المبحث الأول التطرق إلى مفهوم التنوع، عوامل نجاحه، ومختلف الاستراتيجيات المستخدمة في تنوع محفظة الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فتم تناول فيه مختلف أساليب تنوع محفظة الأوراق المالية، وفيما يخص المبحث الثالث تم التعرض لمفهوم وقياس المخاطرة، تصنيف المخاطر ومصادرها، بالإضافة لأهمية التنوع في تخفيض المخاطر.

**الفصل الثالث:** تم تخصيصه للدراسة التطبيقية وهي عبارة عن دراسة إحصائية لعينة من المحافظ المتواجدة في السوق المالي السعودي، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول بعنوان نظرة عامة حول السوق المالي السعودي، وقد تم التطرق فيه إلى نشأة السوق المالي السعودي، ومختلف أهدافه والخدمات التي يقدمها، بالإضافة إلى الإطار التنظيمي والتشريعي للسوق، أما في المبحث الثاني فتم تقديم المحافظ محل الدراسة وهي أربعة محافظ ( الجريء، المتوازن، المتحفظ، والشجاع)، بالإضافة إلى أهدافها ومجالات وطبيعة استثمار هذه المحافظ، أما فيما يخص المبحث الثالث فتم التطرق فيه إلى حساب درجة التنوع وأداء المحافظ محل الدراسة، واختبار مدى صحة الفرضيات التي تم صياغتها ضمن إشكالية الدراسة، وذلك من خلال أسلوب الإنحدار الخطي البسيط.

### صعوبات الدراسة

صعوبة الحصول على بعض المعلومات المتعلقة بالمحافظ محل الدراسة ما جعل الباحث يتخذ منحى آخر للوصول إلى نتائج الدراسة، بالإضافة إلى نقص المعلومات المتعلقة بالتنوع والتي وإن كثرت المراجع إلا أنها



تتناول نفس الكلام وفي نفس السياق، وكذلك ما ألم بنا من تبعات جائحة كورونا وهو ما ولد لدينا صعوبة في الحصول على المراجع والحصول على توجيهات الأستاذة المشرفة.



## الفصل الأول:

### الإطار النظري لمحفظة الأوراق

#### المالية

المبحث الأول: أساسيات حول محفظة

الأوراق المالية

المبحث الثاني: نظرية محفظة الأوراق

المالية

المبحث الثالث: تسيير محفظة الأوراق

المالية وقياس أداءها

### تمهيد

تعددت أساليب الاستثمار وفقا لرؤية المستثمر وميوله، وفي الآونة الأخيرة تزايد الاهتمام بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية، حيث تعتبر هذه الأسواق أحد أهم المصادر لتوفير الاستثمار، وقد تنوعت أساليب الاستثمار في هذه الأسواق، لعل أبرزها هو تكوين محفظة الأوراق المالية التي وضع نظريتها Markowitz عام 1952، ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة والتطوير أمثال Turner وغيره، وقد حظيت محفظة الأوراق المالية باهتمام الكثير من المستثمرين وذلك لما تحققه من عوائد مترتبة عن الإدارة الكفأة لها وفق أسس وأساليب متبعة تساعد على تحسين مستوى أدائها.

ومن خلال هذا الفصل سوف نتطرق إلى ماهية محفظة الأوراق المالية ومكوناتها ونظريتها وإدارتها وطرق تقييم أدائها، وذلك بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ✓ **المبحث الأول:** أساسيات حول محفظة الأوراق المالية
- ✓ **المبحث الثاني:** نظرية محفظة الأوراق المالية
- ✓ **المبحث الثالث:** تسيير محفظة الأوراق المالية وقياس أدائها

## المبحث الأول: أساسيات حول محفظه الأوراق المالية

تعد محفظه الأوراق المالية أداة استثمار تتشكل من خلال جملة من الأوراق المالية، يتم اختيارها بدقة وعناية فائقة، وهي بدورها تتيح للمستثمر الحصول على عائد والتقليل من مستوى المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

### المطلب الأول: مفهوم محفظه الأوراق المالية وأهميتها

سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى مختلف المفاهيم التي مرت عليها المحفظه الاستثمارية، مع ذلك أهميتها باعتبارها إحدى أدوات الاستثمار المالي.

#### 1. مفهوم محفظه الأوراق المالية

##### 1.1. تعريف محفظه الأوراق المالية (المفهوم العام): ومن هذه التعاريف نجد:

"هي مجموع ما يمتلكه المستثمر من أصول وموجودات شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها."

"أنها أداة استثمارية مركبة من الأصول الحقيقية والمالية التي يستثمر بها المستثمر أمواله مأخوذة كوحدة واحدة، شريطة أن يكون هدف المستثمر تقليل مخاطر الاستثمار عن طريق تنويع الأصول المستثمر بها، وتنمية قيمتها السوقية" (1).

"هي أداة من أدوات الاستثمار المركبة لأنها تتكون في الغالب من أصلين أو أكثر، وتختلف أصول المحفظه في النوع مثلما تختلف في الجودة" (2).

##### 2.1. تعريف المحفظه المالية (المفهوم الخاص): وفي هذا السياق توجد عدة تعريفات:

"هي تلك المحفظه التي تتكون جميع أصولها من استثمارات مالية فقط، كالأسهم، السندات، والعملات، فهي تختلف عن المفهوم العام للمحفظه الاستثمارية باقتصارها على الاستثمار في الأوراق المالية" (3).

"هي تشكيلة من الأوراق المالية (أسهم أو سندات، أو أسهم وسندات)، التي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر وتعظيم العائد" (4).

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن المحفظه المالية هي مجموعة من الاستثمارات المالية المتنوعة التي تشكل أصول هذه المحفظه.

(1) أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية: أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص27.

(2) طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص75.

(3) أحمد معجب العتيبي، نفس المرجع السابق، ص28.

(4) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004، ص190.

### 3.1. أهمية محفظه الأوراق المالية

ويمكن حصر أهمية المحافظ المالية في النقاط التالية<sup>(1)</sup>:

- ✓ توافر فوائض مالية لدى مختلف القطاعات أو المؤسسات سواء كانت صناعية، أو تجارية، أو خدمية، أفرادا كانوا أو مؤسسات إنتاجية أو مالية؛
- ✓ توسع نشاط المؤسسات المالية ومؤسسات الاستثمار وبيوت الخبرة، وكذلك التوسع في تقديم الخدمات والنصائح الاستشارية إلى المستثمرين، إضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الداخلية والخارجية نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي وازدهار تكنولوجيا المعلومات واستخدام الإنترنت في التداول؛
- ✓ الاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة، أي العمل على استغلال رأس المال الفائض الاستغلالي الأمثل بغرض تحقيق الربح، حتى ولو كان الاستثمار في نشاط مختلف عن النشاط الأصلي للمؤسسة المولدة للأموال؛
- ✓ توسع نشاط بعض المؤسسات ذات الطبيعة الخاصة ذات الأموال الضخمة، مما أدى إلى تراكم الأموال بأحجام كبيرة لديها كمؤسسات التأمين وصناديق التأمين والتقاعد والتوفير، حيث تتراكم لديها الفوائض المالية، ونتيجة لوجود التزامات تترتب عليها، يتطلب الأمر قيامها باستثمار هذه الفوائض لكي تستطيع الوفاء بالالتزامات المالية المختلفة في الحجم والوقت المناسبين، مما يتطلب إيجاد أدوات استثمارية ومحافظ مالية تلبى حاجة هذه المؤسسات.

### المطلب الثاني: أهداف وأنواع محافظ الأوراق المالية

#### 1. أهداف محافظ الأوراق المالية

إن أهداف مدير أي محفظة أوراق مالية هو تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة من المخاطر مع توافر لعنصر السيولة، ومن أهم أهداف إدارة المحفظة هو المبادلة بين العائد والمخاطر، إلا أنه يمكن صياغة أهداف محفظة الأوراق المالية بالنقاط التالية<sup>(2)</sup>:

- ❖ المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة؛
- ❖ تحقيق أفضل عائد ممكن بأقل مخاطر ممكنة؛
- ❖ الحفاظ على قدر من السيولة من خلال الاستثمار في أدوات لها القابلية على التحويل إلى نقدية بدون خسائر ممكنة؛
- ❖ تأمين الحصول على الدخل المتواصل والمتمثل بالدخل الجاري؛
- ❖ التنويع سواء كان من حيث الأوراق المالية، أنواعها، وطبيعتها، أم التنويع في الأوزان النسبية.

(1) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص18.

(2) شقيري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص164-164.

## 2. أنواع محافظ الأوراق المالية

تقسم محافظ الأوراق المالية بحسب الأوراق المالية التي تحتويها، وبحسب الأهداف المرجو تحقيقها إلى:

### 1.2. محفظة الدخل

يتمثل الهدف من هذا النوع من المحافظ في تحقيق أعلى عائد سواء من التدفقات النقدية الاعتيادية أو من خلال فروق أسعار البيع، وترجع عملية اختيار الأوراق المالية التي تحقق أعلى عائد إلى مدير المحفظة وهو المتحكم بذلك، ويتم عادة اختيار السندات التي تحقق أعلى فائدة وبأقل وقت، والأسهم التي توزع أرباح قليلة وبمخاطر منخفضة.

### 2.2. محفظة النمو

تتمثل هذه المحفظة بالكيفية التي يمكن من خلالها الحفاظ على العائد المتحقق لكل من الموجودات والعوائد، وفي هذا النوع تكون معدلات النمو هي المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المالية<sup>(1)</sup>.

### 3.2. المحفظة المختلطة

هي المحفظة التي يمكن أن تقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخلاً مرتفعاً، ولكنها تحتوي على مخاطرة مرتفعة، وهي في الواقع تشكل حالة وسطى بين محفظة النمو ومحفظة الدخل<sup>(2)</sup>.

## المطلب الثالث: مكونات محفظة الأوراق المالية

تتكون محفظة الأوراق المالية من مجموعة من الأوراق المالية كالأسهم، السندات، أدوات الخزينة، وغيرها من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو البنوك أو الدولة وغيرها من الهيئات العامة، وفيما يلي عرض لمختلف الأوراق المالية التي تكون محفظة الأوراق المالية:

### 1. الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة

#### 1.1. الأسهم العادية

هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، تعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحاً، وقرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أو كلها، وفي حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة<sup>(3)</sup>.

<sup>(1)</sup> سعد مجيد الجنابي، أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية، مجلة المثلث للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة المثلث، العراق، العدد(1)، 2019، ص30.

<sup>(2)</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008، ص268.

<sup>(3)</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية(البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص100.

### 2.1. الأسهم الممتازة

هي أسهم غير عادية تسمح لحامليها المشاركة في الأرباح حتى مبلغ محدد لا يمكن تخطيه، ويتم تثبيت الربح عند قيمة معينة للكوبون، يدفع مرتين سنويا، يستحق دفع هذا الربح مرتين كل ستة أشهر بقدر سنتين ونصف لكل سهم. يتم دفع أرباح الأسهم الممتازة من أرباح الشركة القابلة للتوزيع، ولا يتم دفعها إذا كانت أرباح الشركة غير كافية لتغطيتها<sup>(1)</sup>.

### 2. الأوراق المالية التي تمثل دين

#### 1.2. السندات

هو دين مقسم إلى أجزاء متساوية القيمة في ذمة الشركة المصدرة له، يصدر في شكل صك يثبت حقوق حامليها في استقاء ماله والاستفادة من الفوائد المالية المتفق عليها، بغض النظر عن النتائج المالية المحققة. في حالة تصفية الشركة يستفيد حامل السند من الأولوية في استقاء حقوقه قبل حامل السهم<sup>(2)</sup>.

#### 2.2. السندات الحكومية

يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، أو بهدف مواجهة التضخم. عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، وهو ما ينذر أن يتحقق للأوراق المالية الأخرى، ومخاطرها تكون ضئيلة<sup>(3)</sup>.

#### 3.2. أذن الخزينة

هي أوراق حكومية قصيرة الأجل، يتم تداولها في السوق النقدية، وتعتبر أداة من أدوات الدين الحكومية، حيث أنها تمثل دين بذمة الحكومة لأن وزارة المالية هي التي تصدر هذه الحوالات، ولهذا فإن اسمها يرتبط بذلك، الهدف منها هو توفير إيرادات مالية للحكومة، وبالذات عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الإنفاق العمومي<sup>(4)</sup>.

### 3. الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين

#### 1.3. المشتقات المالية

هي أدوات مالية تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد مالي أو مؤشر ما، وهذا السعر أو المعدل الأساس يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي، أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار أو معدلات. وتقسم المشتقات المالية إلى: العقود المستقبلية والأجلة، عقود المبادلات، عقود الخيارات<sup>(5)</sup>.

(1) برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، الطبعة العربية الأولى، قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة، 2006، ص26.

(2) الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية): دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص436.

(3) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص102.

(4) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عالم المكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص269.

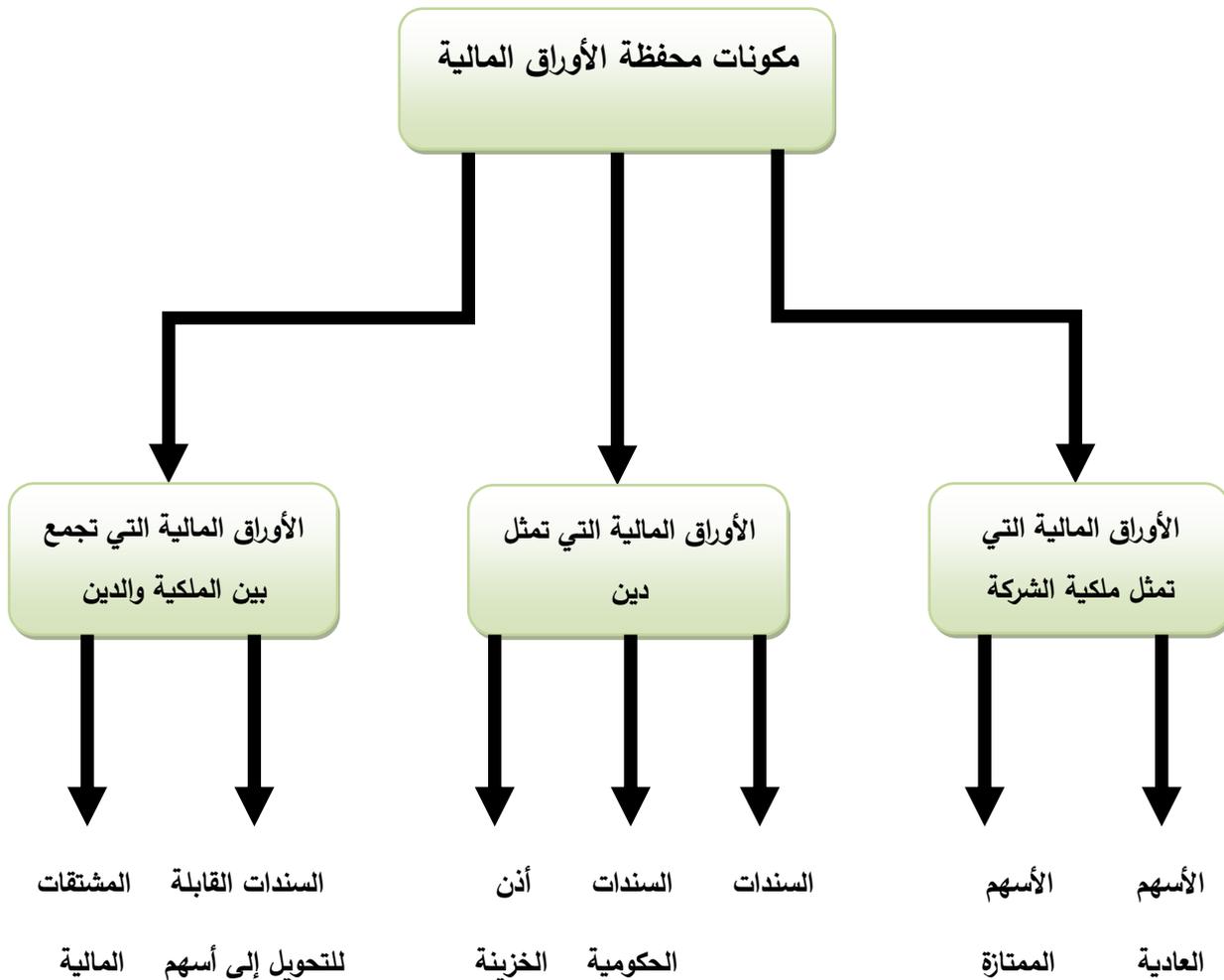
(5) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر: أفراد- إدارات- شركات- بنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص478.

2.3. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

هذا النوع من السندات يتحول من نوع من أنواع الاستثمارات إلى نوع آخر، فالخيار هنا للمستثمر حيث يمتلك كامل الحرية في استبدال ما يحمله من سندات بأسهم عادية من أسهم الشركة، وغالبا ما يتم تحديد المدة التي يستطيع خلالها حامل أو مالك هذه السندات تحويلها أو استبدالها بأسهم، كما يتم عادة تحديد عدد الأسهم لكل سند عند الاستبدال<sup>(1)</sup>.

وفيما يلي مخطط توضيحي لمكونات محفظة الأوراق المالية

الشكل رقم(1): مكونات محفظة الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على ما سبق.

(1) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص259.

### المبحث الثاني: نظرية محفظة الأوراق المالية

يعد ظهور نظرية محفظة الأوراق المالية قفزة تاريخية وابتكارا مهما في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، قد ارتكزت على فرضية أساسية تتمثل في معامل الارتباط بين مكونات المحفظة، وقد ساهمت هذه النظرية في الوصول إلى مفهوم المحفظة المثلى.

#### المطلب الأول: مفهوم نظرية المحفظة

تاريخيا يعود مفهوم نظرية المحفظة إلى بداية عقد الخمسينات تحديدا عام 1952 عندما قدم من طرف ماركويتز، وهي: "نظرية معيارية Normative Theory"، تهتم بالقرارات الرشيدة للمستثمر، من حيث الموازنة بين العائد والمخاطرة عبر التوصل إلى أفضل منفعة (تعظيم العائد) من دون أية زيادة في المخاطرة، أو تدنية المخاطرة عند مستوى معين من العائد".

استمدت نظرية المحفظة أفكارها الأساسية من نظرية المنفعة (سلوك المستهلك)، التي تصف المستهلك بالرشد والعقلانية في انفاق دخله طبقا لمنحنيات المنفعة. أي أن المستهلك يوزع دخله بين أكبر كمية من السلع والخدمات لتحقيق أكبر منفعة أو إشباع ممكن (طبقا لمبدأ تناقص المنفعة الحدية)<sup>(1)</sup>.

#### المطلب الثاني: تطور نظرية المحفظة

يعود الفضل لماركويتز في تطوير نظرية المحفظة بنشره في سبتمبر عام 1952 بحثا تضمن المبادئ الأساسية لتشكيل المحفظة، واعتمد على تباين معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة في ظل فرضيات مقبولة، واستخرج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفة من خلال العلاقة بين العوائد والمخاطرة. وقد وجد بأن الارتباط إذا كان موجبا فإن ذلك يؤكد إمكانية التأثير التعويضي للخسائر، وبالعكس إذا كان الارتباط سالبا. وقد اعتمد هاري ماركويتز في بناء نموذج على الفرضيات الأساسية الآتية:

- يمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية؛
- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغير العوائد المتوقعة؛
- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة، علما أن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة؛
- يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني، وبالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر، أو أنهم سيفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد.

واعتمادا على هذه الفرضيات وضع ماركويتز تقسيما كميا لعلاقة العوائد بالمخاطر، وطور أسلوبا يجري بموجبه تحديد المحفظة المثلى، التي تقوم على فكرة أساسية أن منفعة المستثمر تفسر من خلال دالة تعتمد على

(1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص191.

متغيرين مستقلين: أحدهما العائد المتوقع، والآخر التباين (أو الانحراف المعياري) لهذا العائد، وهنا فإن المستثمر يفضل في النهاية عائدا متوقعا أعلى، وتباينا أدنى للعائد المتوقع.

وفي الستينات قام w. Sharp ثم Mossin و Linter بشكل مستقل بتطوير نظرية ماركويتز، وتناول هذا التطوير ثلاثة أمور أساسية:

- بناء نظرية سوق رأس المال من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAMP) أو (MEDAF)؛
- إدخال مفهوم العائد عديم المخاطرة؛
- وضع مؤشر الدليل المنفرد.

وفي السبعينات انتقدت نظرية تسعير الأصول الرأسمالية بسبب اعتمادها على فرضيات مقيدة للتحليل، وبين حصر مؤشرات المخاطرة في BETA، فظهرت نظرية تسعير المراجعة (APT) التي قدمت من قبل S.A. Aross الذي نشر دراسة خاصة حولها في عام 1976<sup>(1)</sup>.

وفي إطار تطور نظرية المحفظة الاستثمارية نجد اتجاهين هما:  
أولاً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية<sup>(2)</sup>

لقد قدم ماركويتز مبدأ التنوع الكفاء في بناء المحافظ المالية، وبناءا عليه تم تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAMP) من قبل شارب، ولينتر، وموسين. هذا النموذج يعتمد على المخاطر السوقية التي يتم قياسها بمعامل بيتا Beta Coefficient في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة. يعتمد نموذج (CAMP) على مجموعة من الافتراضات التالية:

- أن المستثمرين لا يستطيعون التأثير على الأسعار، أي أن كل المستثمرين يقبلون الأسعار كما يفرضها السوق وليسو صانعو أسعار؛
- يخطط المستثمرون لفترة اقتناء واحدة؛
- يستطيع المستثمرون أن يقرضوا ويقترضوا بمعدل عائد خالي من المخاطر، ويشكلون محافظهم من عدد كبير من الأوراق المالية؛
- لا توجد ضرائب ولا تكلفة صفقات؛
- جميع المستثمرون عقلانيون ويستثمرون بالمحافظ الكفأة؛
- يملك جميع المستثمرون نفس التوقعات، ويحللون الأوراق المالية بنفس الطريقة، المهم أن يكون النموذج قادرا على التنبؤ وتفسير سلوك أسعار الأوراق المالية.

(1) نور الدين محرز، نعمان محمول، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات- العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، العدد(2)، 2018، ص59-60.

(2) مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص213-214.

ثانياً: نظرية تسعير المراجعة<sup>(1)</sup>

تبحث نظرية تسعير المراجعة أيضاً في العلاقة بين العائد والمخاطرة، وهي تعتبر نظرية بديلة لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية. وقد وضع Steven Ross أسس هذه النظرية في دراسة نشرت سنة 1976، وهي بذلك تكون أحدث نظرية لتفسير العائد على الاستثمار في الأوراق المالية.

تستند هذه النظرية إلى ثلاث افتراضات رئيسية وهي:

- المنافسة التامة في أسواق رأس المال؛
- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد؛
- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل Factor Model، ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وحسب نظرية تسعير المراجعة فإن العائد على الأوراق المالية يتأثر بنوعين رئيسيين من العوامل هما: عوامل اقتصادية عامة وهي عوامل السوق، وعوامل خاصة بالشركة التي تصدر الأوراق المالية.

نظرية تسعير الأصول الرأسمالية تحدد محفظة السوق على أنه العامل الرئيسي الذي يؤثر على العائد على الأوراق المالية، في حين أن نظرية تسعير المراجعة تقترب من الواقع أكثر بالحديث عن عوامل اقتصادية عامة وعوامل أخرى خاصة بالشركة دون تحديد هذه العوامل.

كما هو الحال في نظرية تسعير الأصول الرأسمالية، فإن نظرية تسعير المراجعة تفترض عدم وجود تأثير للمخاطر غير المنتظمة على العائد، حيث أن تأثير هذه المخاطر يمكن التخلص منه عن طريق التنوع.

المطلب الثالث: المحفظة المثلى

1. مفهوم المحفظة المثلى

ليست المحفظة المثلى مفهوماً مطلقاً، وإنما هو نسبي، لذا من الصعب تحديد نموذج عام وموحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين. وعلى هذا الأساس فمصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين فقط، مستثمر له من الميول والاتجاهات ما قد يختلف عن ميول واتجاهات مستثمر آخر، مما يجعل محفظة مثلى بالنسبة لمستثمر رشيد معين، وإذا كان لا بد لنا من أن نعرف المحفظة المثلى بشكل عام فيمكن تعريفها ببساطة ومن وجهة نظر المستثمر الرشيد بما يلي:

" المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة، أو من يتولى إدارتها"<sup>(2)</sup>.

(1) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 227-228.

(2) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 110.

## 2. بناء المحفظة المثلى

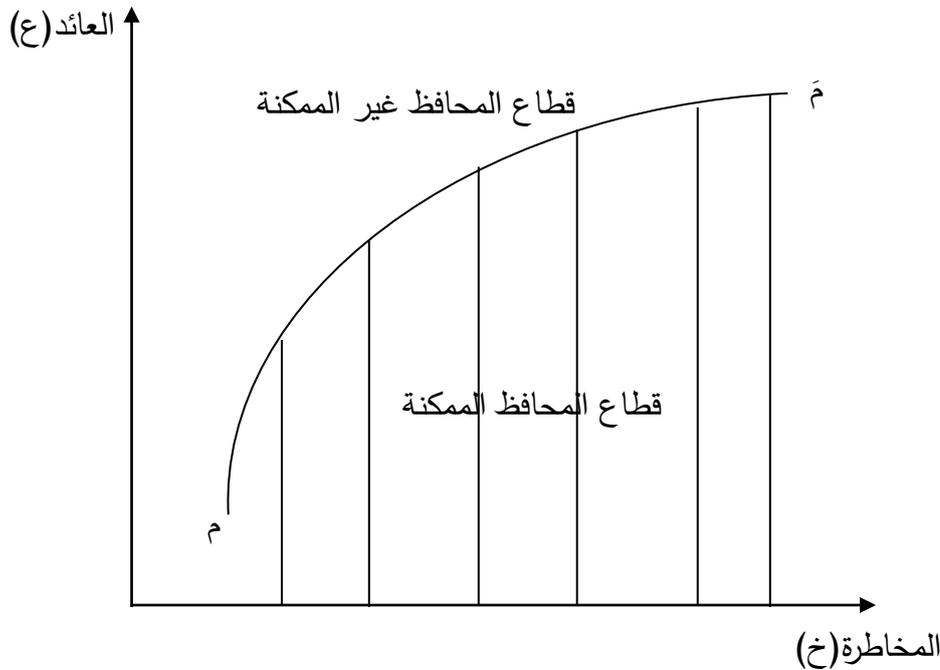
تقوم عملية بناء المحفظة المالية المثلى بناء على قواعد الهيمنة التالية:

- إذا خير المستثمر بين محفظتين تحققان نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطر المصاحبة لكل منهما، فعندها سيختار المستثمر المحفظة ذات المخاطر الأقل؛
- إذا خير المستثمر بين محفظتين لهما نفس الدرجة من المخاطر، عندها فإنه سيختار المحفظة التي ينتج عنها عائد أعلى؛
- إذا خير المستثمر بين محفظتين، للمحفظة الأولى عائد أعلى وبنفس الوقت مخاطر أدنى من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

لبناء المحفظة المالية على هذه المبادئ الثلاث، يتطلب الأمر من مدير المحفظة أن يحدد أولاً ما يعرف بالحد الفعال Efficient Frontier، ويمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى، ويرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد والخاطرة، وذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين ومجالات استثمار مختلفة، وذلك مع مراعاة افتراض أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة هي فقط من النوع الخطير، بحيث لا يوجد بينها أدوات استثمارية خالية من المخاطر<sup>(1)</sup>.

والشكل التالي يبين منحنى المحافظ المثلى:

الشكل (2): منحنى المحافظ المثلى



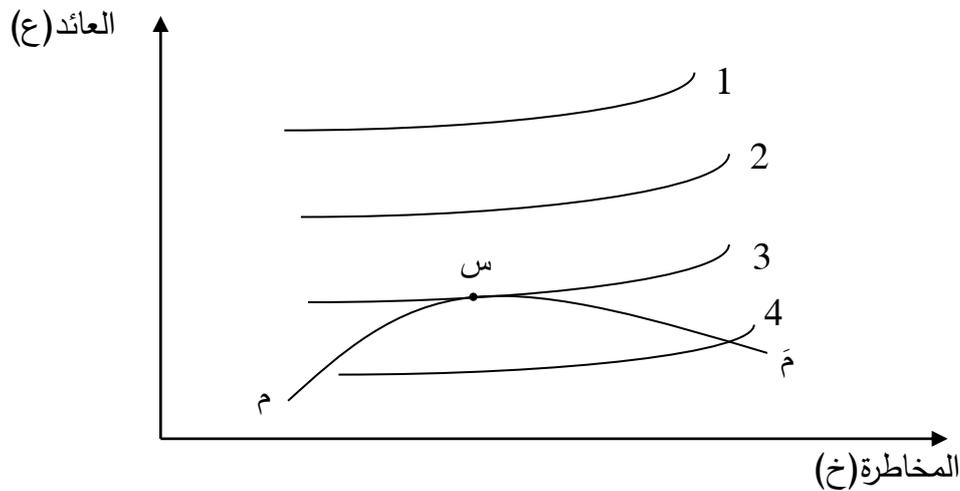
المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص114.

(1) شقييري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، مرجع سبق ذكره، ص178.

المحافظ الواقعة في القطاع غير المظلل ليست متاحة عمليا بالنسبة للمستثمر، لذا سيضطر حينئذ أن يبحث عن محفظته المثلى في حدود القطاع المظلل، وفي نقطة عليه تحقق له أعلى عائد ممكن في حدود المخاطرة التي يقبلها، وهنا من مصلحته اختيار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط المنحنى (م م)، باعتبار أن هذا المنحنى هو أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة يمكن أن يذهب إليه المستثمر الرشيد في خياراته. ولاختيار النقطة الممثلة للمحفظة المثلى على المنحنى (م م)، لابد من الاستعانة بمفهوم اقتصادي آخر هو مفهوم منحنيات السواء.

والشكل التالي يبين كيفية تحديد نقطة المحفظة المثلى: (1)

الشكل (3): تحديد نقطة المحفظة المثلى



المصدر: محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 116.

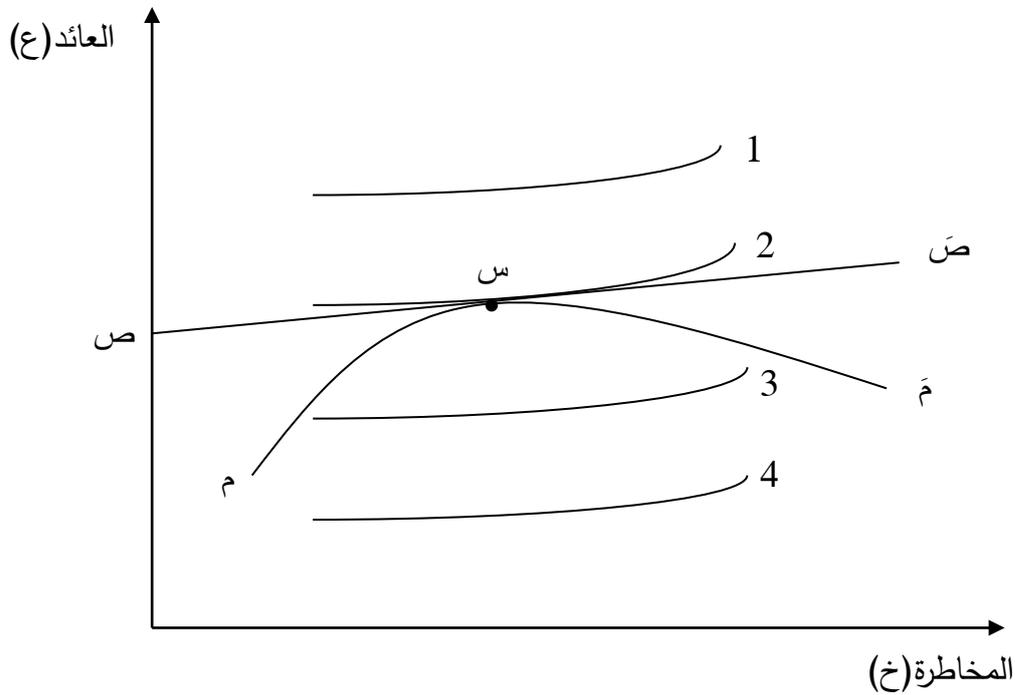
من خلال الشكل رقم (3) تتحدد المحفظة المثلى للمستثمر عند نقطة التماس Point of Tangency لأحد منحنيات سواء المستثمر مع الحد الفعال أو منحنى المحافظ المثلى، أي في النقطة (س).

التحليل السابق لاختيار المحفظة المثلى، كان محصورا في أدوات الاستثمار الخطرة فقط، لكن في الواقع العملي توجد فعلا بعض أدوات الاستثمار الخالية من المخاطر (السندات الحكومية، أذن الخزينة... إلخ)، لذا يكون من المفيد لمدير المحفظة أن يحاول الوصول بمزايا تنوع أصول محفظته لحدّها الأقصى في تعظيم الربح، ويكون ذلك بإدخال مثل هذه الأدوات مما سيوفر مرونة أكبر تتيح له التحرك في خريطة سواءه إلى الأعلى ليحدد محفظته على منحنى سواء أعلى من منحنى السواء الظاهر في الشكل (3). من خلال الشكل (4) التالي الذي يبين أن مدير المحفظة استطاع نقل موقع محفظته المثلى من منحنى السواء رقم (3) إلى منحنى السواء رقم (2). (2).

(1) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 114-115.

(2) محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 116-117.

الشكل (4): مزايا تنويع المحفظه بالأصول غير الخطرة.



المصدر: محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 117.

يحدد الموقع الجديد للمحفظه المثلى عن طريق رسم المماس (ص ص) للمنحنى (م م)، وتمثل النقطة (ص) العائد على الاستثمار المتوقع من المحفظه فيما لو تكونت جميع أصولها من أصول غير خطرة. وعليه يحدد موقع المحفظه المثلى الجديد (س) في نقطة تماس (ص ص) لأحد منحنيات سواء المستثمر، وهو في هذه الحالة منحنى السواء رقم (2) (1).

### المبحث الثالث: تسيير محفظه الأوراق المالية وقياس أداءها

يختلف تسيير محفظه الأوراق المالية حسب طبيعة المستثمر وميوله وتطلعاته، وتعد إدارة وتسيير محفظه الأوراق المالية العنصر الأهم في السعي نحو تحقيق الأهداف، والتي بدورها إذا تحققت تترجم مدى فاعلية أدائها.

#### المطلب الأول: أسس وسياسات تسيير محفظه الأوراق المالية

##### 1. أسس تسيير محفظه الأوراق المالية

لا تختلف أسس وأهداف إدارة المحافظ المالية عن المبادئ العامة في الاستثمار، ومع هذا فهناك نقاط هامة يجب التركيز عليها في هذا الخصوص وهي: (2)

(1) محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 117.

(2) محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 300.

### 1.1. التخطيط

يشمل التخطيط تحضير قائمة أسهم الشركات التي تلائم المستثمر وحاجاته، فإذا كان المستثمر يرغب بنمو رأسماله الآن على أن يحقق المكاسب في وقت لاحق، فإن هذه القائمة يجب أن تعكس هذه الرغبة، وإلا فقد يجد المستثمر نفسه يملك أسهما لا تتناسب مع حاجاته وأهدافه. لذلك فإن التخطيط يقلل كثيرا من احتمالات المخاطر.

### 2.1. التوقيت

من العناصر الهامة في نجاح الاستثمار التوقيت. والتوقيت أيضا له أهمية في إنشاء المحفظة المالية، فأسواق الأسهم دائماً التقلب وفقا للظروف الاقتصادية والأجواء السياسية، وهذا ينعكس بالتالي على أسعار الأسهم ومع أنه من الصعوبة التنبؤ بمكان الشراء في أرخص الأسعار والبيع في أعلاها، إلا أنه من الخبرات المتحصلة من السوق يمكن معرفة ما إذا كانت الأسهم أقل من قيمتها الفعلية أو أعلى من ذلك، أو أن أسعارها عادلة وملائمة.

### 3.1. التحفظ والتعقل

يجب أن يكون المستثمر متحفظا وعقلانيا عند اتخاذ قراراته الاستثمارية، وأهمية التحفظ تكمن في ضرورة ابتعاد المستثمر عن المخاطر. إذا كان المستثمر راغبا في التعرض إلى بعض المخاطر مقابل احتمالات أرباح مجزية، إلا أن ذلك ينبغي أن يكون ضمن إمكانياته وبحدود قدراته.

### 4.1. المراقبة والمتابعة

الإدارة المحفظة المالية يتطلب من المستثمر استمرار مراقبة الأسهم التي في محفظته ومتابعتها، فبعض المستثمرين يقوم بشراء الأسهم والاحتفاظ بها بصورة مطلقة دون أن يحاول إعادة النظر بتلك الأسهم بصورة دورية.

## 2. سياسات تسيير محفظة الأوراق المالية

يراعي المستثمر عند بناء محفظته السياسة التي يريد اتباعها، التي بدورها تؤثر في نوعية مكونات محفظته، في هذا الإطار توجد ثلاث سياسات لتسيير المحفظه وهي: (1)

### 1.2. السياسة الهجومية Aggressive Policy

يهدف مدير المحفظه من هذه السياسة الحصول على أرباح رأسمالية، مستفيدا من الفروق بالأسعار السوقية لمكونات محفظته، ويطلق على هكذا محافظ تسمية محافظ رأس المال. سمة هذه المحافظ المخاطرة العالية، وأفضل أدواتها الأسهم العادية. عادة يلجأ إليها المستثمر ومدير المحفظه في الأوقات التي تظهر بها مؤشرات الانتعاش الاقتصادي.

(1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 196-197.

## 2.2. السياسة الدفاعية Defensive Policy

هدف مدير المحفظة هو التركيز على الأمان، والحد من المخاطر قدر الإمكان، وأنسب الأدوات المالية لهذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت (مثل: الأسهم الممتازة، والسندات). ويطلق على هكذا محافظ تسمية محافظ الدخل، لأنها تؤمن ثبات واستمرارية الحصول على الدخل، كما أنها توفر عنصر الأمان لرأس مال المستثمر.

## 3.2. السياسة المتوازنة Balanced Policy

تحقق هذه السياسة استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة (أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات)، تؤمن فرصة الحصول على دخل مستقر نسبياً، في حدود لا تمنع مدير المحفظة من استثماره في فرصة تحقق له عائد رأسمالي. سمة هذه المحافظ هي الجمع بين السياسة الهجومية والدفاعية، قاعدتها الأساسية الموازنة بين السيولة والأمان والدخل.

### المطلب الثاني: عائد محفظة الأوراق المالية

#### 1. تعريف عائد محفظة الأوراق المالية:

ومن هذه التعاريف نجد:

" العائد على الاستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول محفظة الأوراق المالية خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام"<sup>(1)</sup>.

" إن عائد محفظة الأوراق المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المالية المشكلة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة"<sup>(2)</sup>.

في هذا الصدد لا بد أن نميز بين عائد المحفظة الفعلي والمتوقع والمطلوب، إلا أن العائد الذي يشكل محور اهتمام المستثمرين هو العائد المتوقع.

#### 2. قياس عائد محفظة الأوراق المالية

##### 1.2. العائد الفعلي (التاريخي)

وعليه فإن عائد محفظة الأوراق المالية سيكون نتيجة العوائد الاستثمارية الفردية ووزن كل واحد منها في القيمة الكلية لمحفظة الأوراق المالية، بعبارة أخرى هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الاستثمارات الفردية، ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:<sup>(3)</sup>

$$R_{pi} = (W1)(R1) + (W2)(R2) + \dots + (Wn)(Rn)$$

<sup>(1)</sup> دريد محمد أحمد، الاستثمار: قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص119.

<sup>(2)</sup> بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري: دراسة حالة بنك BNP Paribas، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007، ص32.

<sup>(3)</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، مرجع سبق ذكره، ص204.

$$R_{pi} = \sum_{i=1}^n W_i \times R_i$$

حيث أن:

$RP$ : معدل عائد المحفظة

$W_i$ : الوزن النسبي

$R_i$ : عائد الأصول الفردية

$n$ : عدد أصول المحفظة

$i$ : ترتيب أصول المحفظة (1.2.3.... $n$ )

## 2.2. العائد المتوقع

يمثل العائد المتوقع لمحفظه الأوراق المالية، العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها برأس مال محفظة الأوراق المالية .

ويحسب العائد المتوقع كمايلي: (1)

$$E(R_p) = (W_1)(E(R_1)) + (W_2)(E(R_2)) + \dots + (W_n)(E(R_n))$$

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i \times E(R_i)$$

حيث:

$E(R_p)$ : العائد المتوقع للمحفظة

$W_i$ : الوزن النسبي

$E(R_i)$ : العائد المتوقع للأصول الفردية

## المطلب الثالث: تقييم أداء محفظة الأوراق المالية

إن تقييم أداء محفظة الأوراق المالية يجب أن يتم من آخر أثناء عملية تسيير محفظة الأوراق المالية، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، وأهم تلك المداخل نجد خمسة نماذج أساسية هي:

### 1. النموذج البسيط

من السهل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية في حالة كون الاستثمار لفترة واحدة، وذلك على أساس المعادلة التالية:

$$R_t = \frac{Dt + bt + (V_{t1} - V_{t-1})}{V_{t-1}}$$

حيث:

$R_t$ : العائد على الاستثمار في المحفظة خلال الفترة الواحدة

$Dt$ : التوزيعات النقدية الجارية

(1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 199-200.

$bt$ : الأرباح الرأسمالية المحققة خلال الفترة الواحدة

$Vt-1$ : القيمة السوقية للمحفظة في بداية الفترة

$Vt1$ : القيمة السوقية للمحفظة في نهاية الفترة

هذا ومن الملائم أن يقوم المستثمر بمقارنة معدل العائد على الاستثمار في محفظته مع معدل العائد على الاستثمار في محافظ مستثمرين آخرين. يعاب على النموذج البسيط في تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، تركيزه على العائد دون أخذ المخاطرة في الحسبان<sup>(1)</sup>.

## 2. نموذج شارب

يقوم هذا النموذج على أساس قياس العائد الذي يعد مكافأة لنسبة التقلب، أي العائد الإضافي نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة) خلال فترة الاستثمار<sup>(2)</sup>.

يقوم نموذج شارب أيضا على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري، والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة. يصاغ نموذج شارب وفق العلاقة التالية:<sup>(3)</sup>

$$\text{Sharp Measure} = \frac{TRp - Rf}{\delta p}$$

حيث:

$TRp$ : متوسط معدل العائد للمحفظة

$Rf$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$\delta p$ : الانحراف المعياري للعائد على المحفظة

$TRp - Rf$ : الفترة المتبقية حتى استحقاق السند

## 3. نموذج ترينور

قدم ترينور نموذجه الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا " $\beta$ " كمقياس لمخاطر المحفظة. ويصاغ هذا النموذج وفق الآتي:<sup>(4)</sup>

$$Tp = \frac{Rp - Rf}{\beta p}$$

حيث:

<sup>(1)</sup> نور الدين محرز، نعمان محصول، مرجع سبق ذكره، ص 69.

<sup>(2)</sup> Cobbaut Gillet, Et d'autres, **gestion de portefeuille**, 4eme edition, de boeck, paris, 2004, p459.

<sup>(3)</sup> متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 223.

<sup>(4)</sup> محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 197-198.

$R_p$ : متوسط عائد المحفظة

$R_f$ : العائد الخالي من المخاطرة

$\beta_p$ : معامل بيتا للمحفظة

#### 4. نموذج جنسن

قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرة النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد هما:

**المقدار الأول:** يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، وهو ما يسمى بالعائد الإضافي.

**المقدار الثاني:** يمثل حاصل ضرب معامل  $\beta$  في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، والتي يمكن أن تسمى علاوة خطر السوق. ومنه يظهر نموذج جنسن وفق الآتي: (1)

$$J_p = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$$

حيث:

$R_p$ : متوسط عائد المحفظة

$R_f$ : العائد الخالي من المخاطرة

$R_m$ : عائد محفظة السوق

$\beta$ : معامل بيتا للمحفظة

#### 5. نموذج فاما

قدم فاما نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، ويقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة، ويمكن صياغة معادلة منحنى السوق المتوقع من خلال المعادلة التالية: (2)

$$T_f = \frac{R_p - R_f}{\delta m} \times \frac{Cov(R_m \times R_p)}{\delta m}$$

حيث:

$T_f$ : مقياس فاما لأداء المحفظة

$R_p$ : متوسط عائد المحفظة

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$\delta m$ : الانحراف المعياري لمحفظه السوق

$Cov(R_m \times R_p)$ : التباين بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق

(1) متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 226.

(2) محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، مرجع سبق ذكره، ص 198-199.

### خلاصة

في هذا الفصل تناولنا أهم المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية ومكوناتها، ويعد الهدف الرئيسي من تشكيلها هو تعظيم العائد وتدنية المخاطر، وبيننا كذلك مفهوم محفظة الأوراق المالية كنظرية ومدى اسهامات مختلف الباحثين في تطوير النظرية وفق أسس علمية للوصول إلى ما يسمى بالمحفظة المثلى، كما تطرقنا إلى تسيير محفظة الأوراق المالية وفق أسس وسياسات تترجم طبيعة المستثمر وأهدافه وتطلعاته، وفي الأخير عرضنا مختلف مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، ويمكن تلخيص أهم ما جاء في هذا الفصل وفق النقاط التالية:

- تتكون محفظة الأوراق المالية من مجموعة الأوراق المالية التي تشكل كتلة واحدة يجب أن معامل الارتباط بينها في أدنى مستوى ممكن؛
- حسب نظرية المحفظة إذا كان الارتباط موجبا فإن ذلك يؤكد إمكانية التأثير التعويضي للخسائر، والعكس إذا كان الارتباط سالبا؛
- اختيار المحفظة من طرف المستثمرين يتوقف على تحقيق أكبر عائد وأقل مخاطرة؛
- تأثر السياسة المتبعة من طرف المستثمر على نوعية مكونات محفظته؛
- تتعدد مقاييس تقييم أداء محفظة الأوراق المالية والمقارنة بينها لاختيار المحفظة الأفضل.

## الفصل الثاني:

### استراتيجية التنوع

المبحث الأول: ماهية تنوع محفظة  
الأوراق المالية

المبحث الثاني: أساليب تنوع محفظة  
الأوراق المالية

المبحث الثالث: أثر التنوع على  
المخاطر

تمهيد

الاستثمار في محفظة الأوراق المالية كغيره من الاستثمارات لا يخلو من المخاطر، وهذه المخاطر لا بد من العمل على القضاء عليها أو التخفيض منها، لذلك يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع والذي يعني تشكيل محفظة متنوعة من حيث مكوناتها، ولضمان نجاح سياسة التنوع يتم الاعتماد على جملة من الاستراتيجيات وبمراعاة عدة عوامل، والتنوع بمختلف أساليبه التي تساعد على تقليل المخاطر يعتبر وسيلة أمان بالنسبة للمستثمر، وفي هذا الصدد يتم جعل درجة الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة تكون في أدنى مستوى ممكن، ما يجعل المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية الفردية تكون ذات تأثير فردي ولا تؤثر على المحفظة ككل.

من خلال هذا الفصل سوف نتطرق إلى ماهية التنوع وعوامل نجاحه وأساليبه، مع توضيح مساهمته في الحد من المخاطر، وذلك بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: ماهية تنوع محفظة الأوراق المالية
- ✓ المبحث الثاني: أساليب تنوع محفظة الأوراق المالية
- ✓ المبحث الثالث: أثر التنوع على المخاطر

### المبحث الأول: ماهية تنوع محفظة الأوراق المالية

يعد تنوع محفظة الأوراق المالية أمراً ضرورياً للمستثمر الذي يرغب في تقليل المخاطر وتعظيم العائد، بحيث يتم تشكيل هذه المحفظة من مكونات ذات ارتباط ضعيف، وبطريقة تبعث الأمان لهذا المستثمر من جهة المخاطر بصفة خاصة، كما يجب على المستثمر أو مدير محفظة الأوراق المالية في عملية التنوع الاعتماد على عدة استراتيجيات وذلك للوصول إلى التنوع المناسب والأمثل مع مراعاة جملة من العوامل التي تساعد بشكل عام في نجاح سياسة التنوع.

#### المطلب الأول: مفهوم التنوع

من بين تعاريف التنوع نجد ما يلي:

" هو عملية دمج الموجودات بطريقة تقلل من مخاطرة المحفظة " .

" هو توزيع أو نشر رأس المال المخصص للاستثمار على مجموعة من الموجودات بهدف تقليل المخاطر وزيادة العوائد " .

" هو عملية تقليل المخاطرة بواسطة تشكيل محافظ من الأدوات المالية ذات العوائد المرتبطة بصورة غير تامة"<sup>(1)</sup>.

" التنوع هو نشر الاستثمار على العديد من الأوراق المالية من أجل الحد من المخاطر، ويكون التنوع فعال عندما يكون الحد من المخاطر بحد أقصى، سواء بقيمة مطلقة أو لمستوى معين، والمستثمر الذي يبحث عن تنوع فعال يطرح سؤالين:

- كم عدد الأوراق المالية التي يجب تصنيفها في المحفظة؟

- ما هي الخصائص التي ينبغي أن تتوفر في الأوراق المالية المراد تصنيفها في المحفظة؟"<sup>(2)</sup>.

#### المطلب الثاني: عوامل نجاح سياسة تنوع محفظة الأوراق المالية

من أجل نجاح سياسة تنوع محفظة الأوراق المالية، لابد من مراعاة ثلاثة اعتبارات هامة وهي:

##### 1. تنوع المخاطر الاستثمارية<sup>(3)</sup>

مخاطر الاستثمار متعددة المصادر والأسباب، ومع أن رجال الأعمال يصنفونها تصنيفات مختلفة على أسس مختلفة، إلا أن التصنيف الأكثر شيوعاً لها هو تقسيمها في فئتين إلى:

- **المخاطر السوقية:** هي ما يمكن تسميتها أيضاً بالمخاطر العادية، كما هي في تلك المرتبطة بأسبابها بشكل عام بظروف السوق المالية، لذا تنعكس آثارها على أسعار جميع أدوات الاستثمار المتداولة فيها ولو بنسب

(1) جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، العدد(38)، 2014، ص246.

(2) Cobbaut Gillet, Et d'autres, op, cit, p83.

(3) ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص132.

متفاوتة، وأهم مميزات المخاطر السوقية أنها منتظمة في حدوثها، لذا يمكن توقعها حسب دورات سوقية معينة، كما لا يمكن تجنبها.

- المخاطر غير السوقية: والتي هي من النوع غير العادي، فتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق المالية، لذا يصعب التنبؤ بحدوثها، وفي حال حدوثها تكون آثارها جسيمة جدا على أسعار أدوات معينة من أدوات الاستثمار دون غيرها.

## 2. عدد أصول المحفظة

فكلما زاد عدد أدوات الاستثمار التي تتشكل منها المحفظة كلما نجحت سياسة التنوع في تخفيض مخاطرها والعكس بالعكس، وهذه قاعدة منطقية تمتد جذورها إلى قانون العينات العشوائية، وكلما زاد عدد أصول المحفظة تنخفض احتمالات تركيز الخسارة في أصل معين من هذه الأصول والعكس بالعكس، لكن على مدير المحفظة أيضا أن يراعي وجود حدود معقولة لتعدد تشكيلة أصول المحفظة وذلك للمحافظة على جدوى سياسة التنوع ولضغط نفقات إدارتها.

## 3. معامل الارتباط بين أصول المحفظة

يعتبر هذا العامل من أكثر العوامل حسما في نجاح أو فشل سياسة تنوع أصول المحفظة، إذ على نوع الارتباط القائم بين عوائد أصول المحفظة ومخاطرها من جهة، وقوة أو ضعف معامل الارتباط بينها من جهة أخرى تتوقف فعالية سياسة التنوع<sup>(1)</sup>.

## المطلب الثالث: استراتيجيات تنوع محفظة الأوراق المالية

هناك العديد من الاستراتيجيات يستخدمها المستثمرون في تنوع محفظة الأوراق المالية بغية الحصول على عوائد مرتفعة مقابل مستوى مقبول من المخاطر. وهذه الاستراتيجيات تنقسم إلى مجموعتين هما:

### 1. الاستراتيجيات الساكنة أو الغير النشطة<sup>(2)</sup>

تقوم الاستراتيجيات الساكنة لإدارة محفظة الأوراق المالية على فرضية أساسية هي أن السوق كفاء، وأن الأسعار في حالة توازن. بمعنى أن العائد الذي يتولد عن الورقة المالية بالسعر الذي يباع به يكفي بالتمام والكمال، دون زيادة أو نقصان، للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الورقة المالية. وعليه فإنه لا جدوى من إعادة تشكيل المحفظة من وقت لآخر بهدف اغتنام فرصة تحقيق أرباح غير عادية. يشير جونز (Jones.1994) إلى ضرورة الحذر في فهم عبارة الإستراتيجية الساكنة، وذلك أنها لا تعني أن المستثمر لا يفعل شيء بالمرّة، إذ يتوقع أن يعيد تشكيل مكونات المحفظة إذا ما تغيرت أهدافه أو تغيرت وجهة نظره بشأن مستوى المخاطر التي يبدي استعدادة لتحمله. يضاف إلى ذلك أن تدوير المحفظة أي إعادة تشكيلها قد يكون ضرورة ملحة، وذلك إذا ما تغيرت الظروف. تتمثل الاستراتيجيات الساكنة في:

(1) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1998، ص 363.

(2) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية جلال حزي وشركائه، الإسكندرية، ص 552-554.

### 1.1. استراتيجية الشراء والاحتفاظ

تقضي إستراتيجية الشراء والاحتفاظ أنه يمكن للمستثمر بعد أن يكون قد حدد متطلباته الخاصة بشأن مستوى المخاطر التي يبدي استعدادة لتحمله، والعائد المتوقع وطبيعته، والاعتبارات الضريبية، وأهدافه الخاصة، وغير ذلك من المتغيرات التي يوليها اهتماما، أن يختار مجموعة من الأوراق المالية تتناسب مع تلك المتطلبات، على أن يحتفظ بتلك الأوراق المالية ولا يجري تعديلا عليها، إلا إذا تغيرت أهدافه أو تفضيلاته أو ظروف المنشأة المصدرة للأوراق المالية.

### 2.1. استراتيجية المؤشرات

تقضي إستراتيجية المؤشرات بأن على المستثمر أن لا يضيع وقته وجهده وماله في اختيار أفضل توليفة من الأوراق المالية ليضمها إلى محفظته، وبدلا من ذلك عليه أن يشكل محفظة مطابقة لمحفظة أوراق مالية كفاءة شكلتها مؤسسات مالية معروفة.

### 2. الاستراتيجيات النشطة<sup>(1)</sup>

يطبق مدير الاستثمار هذه الاستراتيجيات عند إدارة محفظة المستثمر الباحث عن المخاطر ويناسب ذلك ظروف السوق الذي لا يتسم بالفعالية، وبالتالي يوحد الاعتقاد بين المستثمرين ومديري المحافظ بإمكانية تحقيق أرباح عن طريق البحث عن الأسهم التي تتحرف عن التسعير العادل والاستثمار فيها، وهنا تصبح أساليب التحليل الأساسي والتحليل الفني ذات أهمية لمدير المحفظة. وفي هذا الصدد توجد ثلاثة مداخل للإستراتيجية النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية وهي:

### 1.2. استراتيجية توقيت السوق

هو أسلوب يعتمد في إطاره على التنبؤ بحالة السوق في الفترة التالية واتخاذ قرارات الاستثمار بناء على هذا التوقع، بعبارة أخرى هو عبارة عن شكل من أشكال التحليل الفني، يقوم على تحديد نقاط التحول من مؤشرات الأسواق المالية تحديدا الأسهم ومن ثم بناء محافظ أسهم تتناسب درجة مخاطرتها تحديدا المنتظمة منها مع تقلبات السوق نحو الصعود أو الهبوط، وتستند في ذلك إلى تغير خصائص معامل بيتا للمحفظة وفقا للتوقعات الخاصة بأداء السوق، وعادة ما يتم استخدام الخيارات أو المستقبلات والمبادلات في هذه الاستراتيجية.

### 2.2. استراتيجية تدوير القطاع

يقصد بها إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار بين القطاعات المختلفة في السوق، وتستند إلى اختيار القطاع المناسب من بين القطاعات المختلفة، بمعنى اختيار أسهم مؤسسات قطاع معين على حساب مؤسسات تنتمي إلى قطاعات أخرى. واستنادا إلى التحليل المناسب للسوق سيتم تعديل نسب الاستثمار في كل قطاع وفقا للأداء المتوقع له، ويمكن أن يتم تعديل نسب للاستثمار في الأسهم داخل القطاع الواحد إذا كانت هناك معلومات تبرر ذلك.

(1) أمينة بديار، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2008-2016، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث تخصص تطبيقات الأسواق المالية، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، 2018/2019، ص50-51.

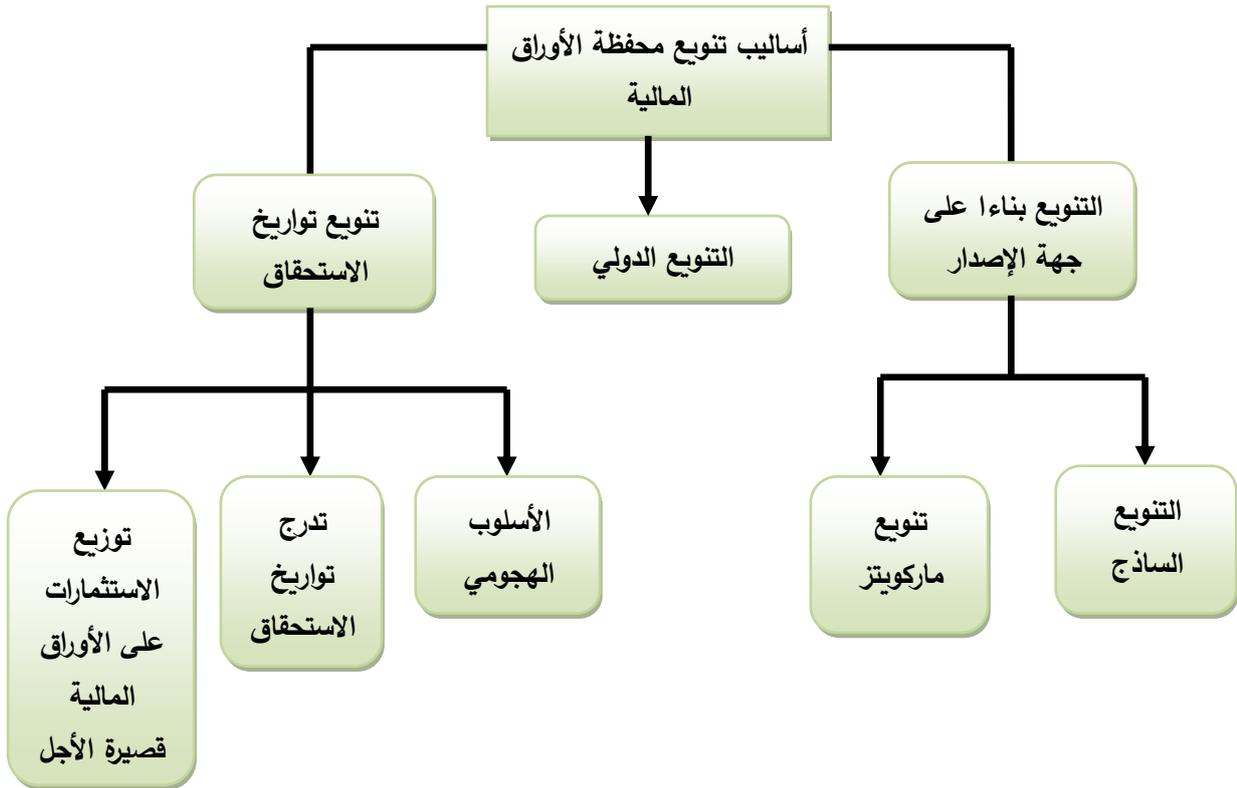
### 3.2. استراتيجية اختيار الورقة المالية

ترتكز هذه الإستراتيجية على ضرورة القيام بالتحليل الأساسي والفني لتقييم الأوراق المالية والوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية، واتخاذ قرار المفاضلة بينها لتشتمل عليها مكونات المحفظة أو لاستبعادها منها. تستند هذه الاستراتيجية على متابعة الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وإن وجدت تتم زيادة نسبة الاستثمار فيها، وذلك أملا في تحسين قيمتها السوقية، وتعتبر هذه الإستراتيجية من أشهر الاستراتيجيات المغامرة وأكثرها خطورة.

#### المبحث الثاني: أساليب تنوع محفظة الأوراق المالية

يعد اختيار الأسلوب المناسب للتنوع أمرا ضروريا للمستثمر، وذلك حسب نوع محفظة الأوراق المالية والبيئة الاستثمارية التي ينشط فيها، وفي هذا الصدد ظهرت عدة أساليب لتنوع محفظة الأوراق المالية، ويمكن توضيح أهم أساليب تنوع محفظة الأوراق المالية في الشكل التوضيحي التالي:

الشكل رقم(5): أساليب تنوع محفظة الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبين

### المطلب الأول: التنوع بناء على جهة الإصدار

يقصد به عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة، ويوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنوع وهما: التنوع الساذج، وتنوع ماركويتز<sup>(1)</sup>.

#### 1. التنوع الساذج

يقوم هذا الأسلوب على الاختيار العشوائي للأوراق المالية استنادا على أن كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تضمها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها، بمعنى شراء عدد من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم المؤسسة أو العوائد المتوقعة وغير ذلك، أي الشراء والتبديل دون دراسة، وهذا الأسلوب ملائم للمستثمر الغير قادر على التميز، أو دراسة عوائد الأوراق المالية<sup>(2)</sup>. وفي كل الأحوال يجب عدم المبالغة في عملية التنوع للأسباب التالية:<sup>(3)</sup>

- **صعوبة إدارة المحفظة:** إن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الأسهم، وذلك بهدف شراء أسهم وإضافتها إلى المحفظة، أو بيع أسهم أخرى، وتزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة؛
- **ارتفاع تكاليف المعاملات:** إن شراء وبيع الأوراق المالية يتطلب دفع عمولة للوسيط الذي يقوم بعمليات البيع والشراء، خاصة إذا قام المستثمر بشراء كميات صغيرة من أوراق مالية متعددة؛
- **اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة:** حيث أن احتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة تزداد مع ازدياد عدد الأوراق في المحفظة.

#### 2. تنوع ماركويتز

على عكس التنوع الساذج الذي يقضي باختيار الاستثمارات المكونة للمحفظة عشوائيا، نجد أن أسلوب ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط) بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (أي لا يوجد بينها علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية.

ولما كان معامل الارتباط موجبا أو سالبا، كما أنه يتراوح بين -1 و +1، فلقد استنتج ماركويتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

(1) محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 171.

(2) متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 233.

(3) نعمان محصول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة أعمال المؤسسات، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2007/2006، ص 122-123.

يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنوع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر غير المنتظمة، بل والتخلص من جزء من المخاطر المنتظمة<sup>(1)</sup>.

مما سبق يتبين لنا أن:<sup>(2)</sup>

- مخاطرة محفظة الأوراق المالية تكون في أعلى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة موجبا تماما؛
- مخاطرة محفظة الأوراق المالية تكون في أدنى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة سالبا تماما؛
- مخاطرة محفظة الأوراق المالية تقع بين الحد الأعلى والحد الأدنى عندما يكون معامل الارتباط مساويا للصفر.

### المطلب الثاني: تنوع تواريخ الاستحقاق

تشير العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية إلى أن تقلب أسعار الفائدة في السوق يترتب عليه تقلبات أكبر في قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة مع السندات قصيرة الأجل، وهكذا قد يواجه مدير محفظة الأوراق المالية معضلة تحتاج إلى حل، فإذا تم استثمار مخصصات المحفظة في سندات قصيرة الأجل فإنه يتجنب التقلب الكبير في أسعار تلك السندات، وبدأ يقلل مقدار الخسائر أو الأرباح الرأسمالية، غير أن استثمار الأموال في تلك الأوراق سوف يترتب عليه تقلبات كثيرة في العائد الدوري المتولد سنويا، إذ ينبغي على البنك في هذه الحالة أن يقوم بسلسلة من الاستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة<sup>(3)</sup>. في هذا الصدد توجد ثلاث أساليب للتنوع نذكر:

#### 1. الأسلوب الهجومي

يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من استخدام الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى استخدام أوراق مالية طويلة الأجل، والعكس على وفق الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق المالية طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق مالية قصيرة الأجل قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل<sup>(4)</sup>.

(1) منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص198-199.

(2) محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص177.

(3) ناظم محمد نوري الشمري، ظاهر فاضل البياتي، وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999، ص271.

(4) جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سبق ذكره، ص248.

إن نجاح هذه السياسة يعتمد على مدى صحة التوقعات، فإذا تحققت توقعات المستثمر فإنه يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من التبديل المستمر للأوراق المالية، أما إذا كانت التوقعات مخالفة لما يحدث فعلا فإن المستثمر قد يتعرض لخسائر كبيرة<sup>(1)</sup>.

## 2. تدرج تواريخ الاستحقاق

أي توزيع مكونات محفظة الأوراق المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله، ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية، وهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية - وهذه الأوراق عبارة عن سندات - لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنوع.

## 3. توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية طويلة الأجل وقصيرة الأجل

دون الاستثمار في الأوراق المالية متوسطة الأجل، وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة متطلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل لا تسهم لا في السيولة ولا في الأرباح<sup>(2)</sup>.

## المطلب الثالث: التنوع الدولي

يقصد به التنوع من خلال الاستثمار في أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة، ويمتاز هذا الأسلوب بتنوع مكونات محفظة الأوراق المالية وتوزيع رأس المال في أكثر من دولة<sup>(3)</sup>.

إن التنوع بهذا الأسلوب يؤدي إلى تقليل المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية المحلية والعائد على الأوراق المالية الأجنبية صفراً، أو سالبا، أو موجبا غير تام، أما إذا كان معامل الارتباط (+1) أو قريبا من ذلك، فإن شراء الأوراق المالية الأجنبية لن يؤدي إلى تخفيض المخاطرة<sup>(4)</sup>.

هناك العديد من الأسباب التي شجعت على التوجه نحو التنوع الدولي نذكر منها:

- عدم الاستقرار في العديد من البيئات المحلية مما شجع على التوجه نحو البيئات الدولية التي تتمتع باستقرار نسبي أكبر؛
- إزالة القيود المالية والتجارية وزيادة حرية حركة الأموال بين الدول المختلفة خصوصا الموقعة على اتفاقية التجارة الحرة؛
- الإفصاح المالي وتطور الأنظمة المالية والمصرفية مما سهل من عمليات الاستثمار عبر الانترنت وغيرها من وسائل الاتصال المختلفة؛

(1) محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 180.

(2) بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 44.

(3) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 40.

(4) محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 182.

➤ الاستفادة من مزايا التنوع حيث يمكن للأسواق الدولية أن توفر فرصا استثمارية متعددة لا ترتبط بالأسواق المحلية.

يشير العديد من الباحثين إلى إمكانية الاستفادة من مزايا التنوع الدولي، إذ أن أداء أسهم معظم الشركات يتأثر بصورة كبيرة بالظروف الاقتصادية والسياسية للبلد الذي تعمل فيه الشركة، وأن أداء هذه الأسهم إنما يعكس إلى حد ما الحالة المتوقعة لاقتصاد ذلك البلد، ولأن اقتصاديات البلدان تختلف بصورة واضحة من حيث معدلات النمو، فإن عوائد الأسهم المدرجة في الأسواق المالية المختلفة للبلدان المختلفة لا يتوقع أن تكون ذات ارتباط كبير، وهذا على خلاف الأسواق المحلية التي عادة ما تتحرك بنفس الاتجاه بسبب تأثيرها بنفس العوامل، وبذلك يمكن الاستفادة من مزايا التنوع الدولي<sup>(1)</sup>.

### المبحث الثالث: أثر التنوع على المخاطر

تعد المخاطر شيئاً لا يرغب المستثمر في حدوثه، لذلك يسعى دائماً إلى أخذ الحيطة والحذر، فيلجأ إلى تنوع مكونات محفظته رغبة منه وأملاً في القضاء أو التقليل من هذه المخاطر والتي يكون لها أثر سلبي على عائد المحفظة في حال حدوثها.

#### المطلب الأول: مفهوم مخاطر محفظة الأوراق المالية وقياسها

##### 1. مفهوم مخاطر محفظة الأوراق المالية<sup>(2)</sup>

المخاطر بصورة عامة: "هي لحظة وقوع حادث غير مرغوب فيه، أو هي إمكانية التعرض للخسارة، أو هو العائد الذي يستلمه المستثمر سنوياً، أو خلال فترة قادمة والذي لا يمكن تحديده بدقة نظراً لتعدد مخرجاته، وبذلك نطلق عليه استثمار ذو مخاطر".

ويمكن أن نعرف المخاطر بأنها: "فرصة استلام عائد فعلي غير ما تم توقعه والذي يعني ببساطة التغيرات في العائد أو مخرجات الاستثمار بسبب تعرض هذه العوامل لعوامل أو مخاطر متعددة خارجية وداخلية".

تختلف المخاطر في محفظة الأوراق المالية عن المخاطر التي يتعرض لها السهم المفرد أو الأداة الواحدة، وذلك لأن المحفظة تضم مجموعة من الأصول تؤثر بمجموعها على عائد ومخاطر المحفظة. كذلك هناك تأثير نتيجة لاختلاف وزن ومساهمة كل أصل في مخاطر المحفظة. وتتعرض المحافظ عادة لنوع واحد من المخاطر هي المخاطر المنتظمة فقط، لأن التنوع يساهم في تخفيض المخاطر غير المنتظمة.

بصورة عامة إن مخاطر المحفظة: "هي المعدل الموزون للانحرافات المعيارية لأوراقها المالية، فإن مخاطر محفظة الأوراق المالية أصغر عادة من المعدل الموزون للانحرافات المعيارية للأصول بسبب عملية التنوع، ومن الناحية النظرية ممكن أن نجمع بين سهمين لهما درجة مخاطر مختلفة استناداً إلى مقياس الانحراف المعياري ونشكل محفظة أوراق مالية خالية من المخاطر الكلية".

(1) حيدر نعمة الفرجي، أثر التنوع الدولي في عائد ومخاطرة المحفظة الدولية: دراسة تطبيقية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد (16)، 2008، ص 81-82.

(2) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 320-321.

## 2. قياس مخاطر محفظة الأوراق المالية

يوجد مقياسان يعتبران من أهم المعايير استخداما في قياس مخاطر محفظة الأوراق المالية هما:

- الانحراف المعياري (يقيس المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة)

- معامل بيتا (يقيس المخاطر المنتظمة فقط)

### 1.2. الانحراف المعياري

هو مقياس إحصائي يبين درجة انتشار (توزيع) العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة (الوسط الحسابي)<sup>(1)</sup>.

يتم قياس مخاطر محفظة الأوراق المالية من خلال الانحراف المعياري وفق حالتين:<sup>(2)</sup>

• الحالة الأولى: محفظة مكونة من أصلين

$$\delta p = \sqrt{m_1^2 \delta_1^2 + m_2^2 \delta_2^2 + 2m_1 m_2 \delta_1 \delta_2 C_{12}}$$

حيث:

$\delta p$ : الانحراف المعياري للمحفظة

$m_i$ : الوزن النسبي للاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة. يحسب بالعلاقة التالية:

$$m_i = \frac{\text{المبلغ المستثمر في الورقة المالية الواحدة}}{\text{إجمالي المبالغ المستثمرة في المحفظة}}$$

$\delta_i$ : الانحراف المعياري للاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة

$C_{12}$ : معامل الارتباط بين الأصلين. يحسب بالعلاقة التالية:

$$C_{AB} = \frac{Cov(A, B)}{\delta_A \delta_B}$$

• الحالة الثانية: محفظة مكونة من n أصل

$$\delta_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n m_i^2 \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n m_i m_k C_{ik} \delta_i \delta_k}$$

كلما تعددت مكونات المحفظة (عدد أكبر من الأوراق n) فإن المقدار  $m_i^2$  يصغر، وبالتالي تنخفض مخاطر المحفظة.

(1) شقيري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 171.

(2) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، الطبعة العربية الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007،

## 2.2. معامل بيتا ( $\beta$ )<sup>(1)</sup>

بما أن محفظة الأوراق المالية هي مجموعة من الأوراق المالية، فإن معامل بيتا ( $\beta_p$ ) للمحفظة هو متوسط معاملات بيتا لأوراقها المرجحة بالوزن النسبي، وهذا يعني أن تدني معامل بيتا لأوراق المحفظة ينجم عنه معاملا منخفضا للمحفظة ( $\beta_p$ ).  
يمكن حساب معامل بيتا للمحفظة بالعلاقة التالية:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n m_i \beta_i$$

$$\beta_p = m_1 \beta_1 + m_2 \beta_2 + \dots + m_n \beta_n$$

حيث:

$\beta_p$ : معامل بيتا للمحفظة

$\beta_i$ : معاملات بيتا لأوراق المحفظة (الفردية)

$m_i$ : الوزن النسبي للورقة الواحدة

### المطلب الثاني: تصنيف مخاطر محفظة الأوراق المالية ومصادرها

يتم تصنيف المخاطر وفق نوعين رئيسيين هما: المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، ومجموع هذين النوعين من المخاطر يشكلان المخاطر الكلية للمحفظة.

#### 1. المخاطر المنتظمة

تسمى أحيانا بالمخاطر النظامية أو مخاطر السوق، وهي تلك المخاطر التي تؤثر في مجمل الأوراق المالية بالسوق التي تؤدي إلى الهبوط العام لسوق الأسهم، قد تكون نتيجة عوامل اقتصادية أو سياسية وغيرها من العوامل، وإن هذه المخاطر تكون خارج سيطرة المستثمر لأنه لا يمكن تجنبها من خلال تنوع الأوراق المالية<sup>(2)</sup>.  
ومن أبرز مصادر المخاطر المنتظمة ما يلي:<sup>(3)</sup>

##### 1.1. مخاطر أسعار الفائدة

إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائما إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات، لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلا، مما سيدر عليه عائد أعلى.

(1) عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص221.

(2) سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم؟: حالة سلطنة عمان، الطبعة الأولى، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص163.

(3) حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999،

إن درجة تأثير ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة تختلف من أداة استثمارية إلى أخرى، وحسب طبيعة وتاريخ استحقاق الأداة الاستثمارية، فإن التغيير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل أكبر من تأثيره على أسعار الأوراق المالية قصيرة الأجل.

### 2.1. مخاطر انخفاض القدرة الشرائية

ونعني بها احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء الاستثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين مثلاً فيما لو ارتفعت معدلات التضخم.

عادة ما تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلاً أكثر تأثراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض، مما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد.

### 3.1. مخاطر السوق

حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف الاقتصادية والسياسية العامة، كما تتأثر بالعوامل التقنية في السوق، مثل الولاء أو الجري خلف حالات الذعر في السوق، والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة، أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة، واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار.

### 2. المخاطر غير المنتظمة<sup>(1)</sup>

هي عبارة عن المخاطر المنفردة التي تقع على شركة محددة يتأثر فيها سعر سهم هذه الشركة، والمخاطر المحددة لا يتأثر فيها السوق بشكل عام، ويمكن السيطرة على هذا النوع من المخاطر وتقاديرها من خلال الإدارة الكفأة، وأهم طريقة لتقادي المخاطر غير المنتظمة هو التنوع في الاستثمار وتوزيع رأس المال على عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة، أو بواسطة تحسين كفاءة الإدارة، أو وجود القوانين واللوائح التي تقلل من وجود الأخطاء. ومن أبرز مصادر المخاطر غير المنتظمة نجد:

#### 1.2. المخاطر الصناعية

هي المخاطر التي تقع على نوع معين من الصناعات، كظهور اختراعات جديدة وظهور منافسين جدد، أو عدم قدرة الصناعة من منافسة جودة الصناعات الأخرى.

#### 2.2. مخاطر الإدارة

تأتي هذه المخاطر من القرارات الإدارية الخاطئة علماً بأن هذه القرارات تنعكس على نشاط الشركة وتحقيق الأرباح، وهذا بدوره ينعكس على أسعار أسهم هذه الشركة في سوق الأوراق المالية، ويعتبر من مخاطر الإدارة المشاكل التي تقوم بين أعضاء مجلس الإدارة، أو المشاكل التي تقع داخل الشركة كإضرابات العمال.

(1) غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 81-82.

### 3. المخاطر الكلية<sup>(1)</sup>

تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية أو في مجال استثماري آخر. إن دمج المخاطر المنتظمة مع المخاطر غير المنتظمة سيشكل لنا المخاطر الكلية، أو كما يطلق عليها بمخاطر المحفظة، وهذه المخاطر هي التي سيتحملها المستثمر في الأوراق المالية، وبينما يستطيع المستثمر التأثير على المخاطر غير المنتظمة من خلال التنوع، فإنه لا يستطيع التأثير على المخاطر المنتظمة.

#### المطلب الثالث: أهمية التنوع في تخفيض المخاطر

يستهدف المستثمر من خلال عملية التنوع والتوجه نحو المحافظ دون الورقة الفردية الحصول على عائد لا يقل عن عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة فرادى، ولكن في الوقت نفسه يستطيع تلبية المخاطر للمحفظة مقارنة بمخاطر كل ورقة، إلا في الحالات الاستثنائية التي يقتصر فيها التنوع على عدد قليل من الأوراق وتكون معدلات الارتباط تامة السلبية (-1) فيما بين الأوراق بحيث يتلاشى أثر التنوع<sup>(2)</sup>.

ذكرنا سابقاً أن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر تقسم إلى مجموعتين: المجموعة الأولى تتكون من المخاطر التي لا يمكن تجنبها، أما المجموعة الثانية فهي المخاطر التي يمكن أن تقلل احتمالاتها عن طريق التنوع. المخاطر التي لا يمكن تجنبها هي المخاطر المنتظمة، والمخاطر التي يمكن تجنبها هي المخاطر المنتظمة، أي تلك التي تتعلق بالشركات نفسها أو بقطاع معين من الشركات<sup>(3)</sup>.

#### 1. أهمية التنوع في تخفيض المخاطر غير المنتظمة

يرجع هذا النوع من المخاطر إلى عوامل خاصة بالشركة وأرباحها وعملياتها ومخاطرها المالية، ويمكن للمستثمر الفرد أو الشركة توفير الحماية ضد هذه المخاطر عن طريق تنوع محفظة الأوراق المالية بأنواع متعددة من الأوراق المالية التي لا يمكن أن تتأثر جميعها في وقت واحد بمثل هذه المخاطر، حيث أن هناك أوراقاً مالية معينة تعتبر أكثر خطورة من أوراق مالية أخرى، لذلك فإن هناك محافظ أوراق مالية تعتبر أكثر خطورة من غيرها<sup>(4)</sup>.

#### 2. أهمية التنوع في تخفيض المخاطر المنتظمة

الأصل أنه من الصعب التخلص من المخاطر المنتظمة أو تخفيضها بتنوع مكونات محفظة الأوراق المالية تنوعاً بسيطاً، إلا أنه من الممكن التخفيض منها وذلك عن طريق اتباع أسلوب ماركويتز، أي بتكوين محفظة أوراق مالية معامل الارتباط بينها سالب<sup>(5)</sup>.

(1) مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 207.

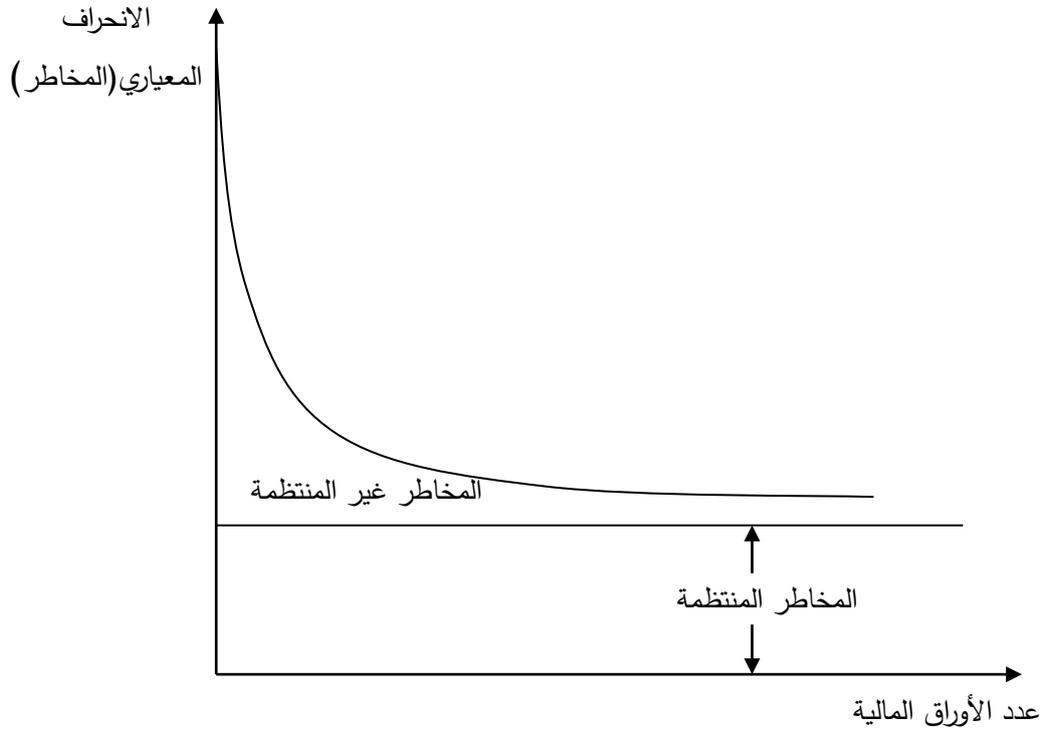
(2) محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 218.

(3) محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص 281.

(4) بديار أمينة، مرجع سبق ذكره، ص 46.

(5) بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 46.

من خلال الشكل الموالي يمكن لنا أن نوضح أكثر أهمية التنوع في تخفيض المخاطر:  
الشكل رقم(6): أثر التنوع على تخفيض المخاطر



المصدر: محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص 282.

خلاصة

- في هذا الفصل تناولنا أهم المفاهيم المتعلقة بتنوع محفظة الأوراق المالية وذلك وفق استراتيجيات مختلفة، وأهم العوامل التي تساعد على نجاحه، وقد تطرقنا إلى أساليب التنوع المختلفة (التنوع بناء على جهة الإصدار، تنوع تواريخ الاستحقاق، التنوع الدولي)، كما وضحنا أثر التنوع على مخاطر محفظة الأوراق المالية ومدى مساهمته في تحقيق غاية المستثمر والمتمثلة في القضاء على المخاطر أو التخفيض منها، وهو ما يساهم في تحسين أداء محفظة الأوراق المالية بشكل عام. يمكن تلخيص أهم ما جاء في هذا الفصل وفق النقاط التالية:
- يتمثل التنوع في تكوين محفظة أوراق مالية تكون مكوناتها متنوعة ودرجة الارتباط بينها منخفضة؛
  - الهدف الرئيسي من انتهاج سياسة التنوع هو تخفيض المخاطرة؛
  - لضمان نجاح سياسة التنوع لا بد من مراعاة جملة من العوامل والتي تم ذكرها سلفاً؛
  - تتعدد أساليب التنوع بين التنوع بناء على جهة الإصدار والذي يتمثل في توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة، وتنوع تواريخ الاستحقاق والذي يتضح في الاستثمار في أوراق مالية تختلف في تاريخ استحقاقها طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل، والتنوع الدولي والذي يعني الاستثمار في أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة؛
  - يمكن للمستثمر الفرد أو الشركة توفير الحماية ضد المخاطر الغير منتظمة عن طريق تنوع مكونات محفظة الأوراق المالية، بينما من الصعب التخلص من المخاطر المنتظمة، إذ يمكن التقليل منها فقط وذلك في حالة إتباع أسلوب ماركويتز، أي بتكوين محفظة أوراق مالية معامل الارتباط بينها سالب.

## الفصل الثالث:

أثر التنويع على أداء محافظة

الأوراق المالية في السوق السعودي

المبحث الأول: نظرة عامة حول السوق

المالي السعودي

المبحث الثاني: نظرة حول المحافظ

محل الدراسة

المبحث الثالث: دراسة أثر التنويع على

أداء المحافظ محل الدراسة

### تمهيد

بعد التطرق في الفصلين السابقين إلى عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية والنظريات المفسرة لها، ولأهم المفاهيم المتعلقة بالتنوع في المحفظة وأهميته في تخفيض المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، سنقوم في هذا الفصل بدراسة وتحليل أثر التنوع على أداء المحافظ باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط وذلك بالتطبيق على عينة من المحافظ المتواجدة في السوق المالي السعودي.

ومن هذا المنطلق سنحاول في هذا الفصل تطبيق أهم نماذج تقييم أداء المحافظ محل الدراسة، وكذا مدى تأثير التنوع على أداء المحافظ محل الدراسة، وذلك بتقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث:

- ✓ **المبحث الأول:** نظرة عامة حول السوق المالي السعودي
- ✓ **المبحث الثاني:** نظرة حول المحافظ محل الدراسة
- ✓ **المبحث الثالث:** دراسة أثر التنوع على أداء المحافظ محل الدراسة

### المبحث الأول: نظرة عامة حول السوق المالي السعودي

تعد أسواق الأوراق المالية العربية أسواقاً ناشئة مقارنة بالإمكانات المتاحة لها، وتعتبر السوق المالية السعودية التي تعرف باسم تداول من أكبر الأسواق المالية على مستوى الدول العربية، كما أنها تحتل مراتب متقدمة في تصنيفها بين الأسواق الناشئة، حيث تشهد وتيرة متسارعة من التغييرات تشمل تحسين البنية التحتية للسوق، وإطلاق منتجات وخدمات جديدة.

### المطلب الأول: نشأة السوق المالي السعودي

#### 1. تأسيس السوق المالي السعودي

بدأت شركات المساهمة السعودية نشاطاتها في أواسط الثلاثينات الميلادية عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام 1975 كان هناك نحو 14 شركة مساهمة. وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنباً إلى جنب مع عمليات سعودة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات الميلادية إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة. ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات الميلادية عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، حيث تم في عام 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق. وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 2003/7/31 بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة المنعقدة يوم الاثنين 19 مارس 2007 برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم " شركة السوق المالية السعودية ( تداول )"، يأتي القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة<sup>(1)</sup>.

#### 2. مراحل التطور التقني في السوق المالي السعودي

مرت السوق المالية السعودية بعدد من المحطات الرئيسية التي أكسبتها الريادة في مجال الأوراق المالية على مستوى الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وأكسبتها المهنية العالية والخبرة اللازمة لإدارة هذا النوع من مشاريع التطوير لأنظمة التداول الآلية حيث يعمل السوق حالياً بأنظمة تداول وتسوية فورية (T+0) بالإضافة إلى تمكن السوق من إدارة المخاطر التقنية أو البشرية التي قد تحدث في أي سوق مالي يعتمد على التقنية وشبكات الاتصال، وتتمثل أبرز مراحل التطور التقني في السوق المالي السعودي فيما يلي:

(1) موقع أرقام، <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/386293> ، 2020/05/30 ، 18:12.

### المرحلة الأولى

تم في عام 1990 إطلاق نظام ESIS ثم أضيف تحديث يعنى بنشر الأسعار وإعلانات الشركات ونشر قوائمها المالية، وفي عام 1994 تم إضافة فترة تداول ثانية وتم احتساب مؤشر السوق أسبوعياً، وفي مرحلة لاحقة من نفس السنة أضيف يوم الخميس لفترة واحدة صباحية.

### المرحلة الثانية

بدأت من عام 1997 حتى عام 2000 حيث بدأت إدارة الرقابة على الأسهم بإرسال العديد من التقارير إلى مؤسسة الخليج للاستثمار وتم أيضاً دمج أنظمة التسويات والتقاص ونقل الملكية في منصة واحدة، ومن ثم تم التحول من الإشعارات كوسيلة لإثبات الملكية إلى الحسابات.

### المرحلة الثالثة

في عام 2001 تم تطوير جميع الأنظمة بالتعاون مع شركة EFA الكندية نتج عنه إطلاق نظام التداول الآلي Horizon والتحول إلى التسوية اليومية (T+0) بدلاً من (T+1) واستبدال الوثائق بتطبيقات الحسابات الاستثمارية. وفي هذه المرحلة تحديداً طورت البنوك من أنظمتها وبدأ التداول في البنوك من خلال شبكة الانترنت والهاتف المصرفي وأجهزة الصراف الآلي.

### المرحلة الرابعة

في عام 2007 أطلقت السوق المالية السعودية وبالتعاون مع الشركة الرائدة في عالم البرمجيات OMX بتطوير شامل للبنية الفنية ولجميع أنظمة التداول لديها قدرة فنية واستيعابية وطاقة تحمل أكبر وذلك تحسباً لزيادة وارتفاع معدلات العمليات اليومية والرغبة في إدراج أدوات استثمارية جديدة وكذلك منصة نشر بيانات السوق ومنصة مراقبة السوق (SAXESS, TARGIN, SMARTS). وتم اختيار شركة OMX السويدية المتخصصة في صناعة تقنية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية.

### المرحلة الخامسة

لمواكبة التطور السريع في الأنظمة والبرامج وتطبيق التقنيات الحديثة وتسخيرها لخدمة القطاع وضمن مساعي السوق المالية الحديثة لاستخدام أحدث الحلول التقنية التي تساعدها على تقديم أفضل الخدمات والمنتجات المالية للأسواق والمتعاملين فيها، وقعت السوق المالية في أواخر العام 2013 اتفاقية مع شركة NASDAQ العالمية والرائدة في البرمجيات والأنظمة الخاصة بالأسواق المالية عقداً تقوم بموجبه الشركة بتحديث وتطوير بنية التداول التحتية وترقيتها من نظام SAXESS إلى نظام X-STREAM INET والذي يتميز بسرعه الفائقة وقدراته الاستيعابية العالية<sup>(1)</sup>.

(1) مرجع سبق ذكره، موقع أرقام.

المطلب الثاني: خدمات وأهداف السوق المالي السعودي

### 1. خدمات السوق المالي السعودي

تقدم السوق المالية السعودية مجموعة من الخدمات التي تفيد جميع المستثمرين، تتمثل في أربع خدمات رئيسية وهي: (1)

#### 1.1. خدمات التداول

تقدم السوق المالية السعودية (تداول) مجموعة من الخدمات المتنوعة لكافة المستثمرين، فهي تستخدم حالياً واحدة من أكثر أنظمة التداول تطوراً والتي تخلق تجربة تداول سلسلة من خلال التشغيل المتكامل والمعالجة المباشرة. وتتم مطابقة جميع صفقات التداول، وتأكيداتها وتنفيذها إلكترونياً بالاعتماد على التسوية T+2. كما تم تصميم محرك التداول لخدمة أوامر متعددة تلبي حاجة المستثمرين، بما في ذلك الصفقات المتفاوض عليها.

#### 2.1. خدمات ما بعد التداول

تقدم شركة مركز إيداع الأوراق المالية مجموعة متكاملة من خدمات ما بعد التداول التي يستفيد منها المصدرون والمستثمرون والأعضاء بما في ذلك خدمات الإيداع، وخدمات التسجيل للشركات المدرجة وغير المدرجة، ورهن الأوراق المالية وتحويل ملكيتها، وخدمات قيود الملكية، وخدمات التسوية والمقاصة، وإجراءات الشركات، وتقديم التقارير الموحدة، وخدمات الأصول وغيرها.

#### 3.1. إيداع شهادات الأسهم

كانت عملية تداول الأسهم تتم عن طريق بيع وشراء شهادات ورقية تستخدم لإثبات ملكية الأسهم. ومع تطور السوق المالية السعودية تم تحويل جميع العمليات الورقية إلى إلكترونية، حيث تم فتح محافظ إلكترونية للمساهمين وإيداع معظم شهادات الأسهم في تلك المحافظ. مع ذلك فلا زال هناك بعض الشهادات التي لم يتم إيداعها حتى الآن لذا وفرت شركة مركز إيداع الأوراق المالية إمكانية إيداع شهادات الأسهم في محافظ إلكترونية.

#### 4.1. تداولاتي

تداولاتي هي منظومة متكاملة لعدد من الخدمات الجديدة والمقدمة من قبل شركة مركز إيداع الأوراق المالية بالتعاون مع أعضائها، وتضم تداولاتي مجموعة من الخدمات المالية الجديدة التي تلبي الاحتياجات المختلفة للمستثمرين والشركات المساهمة.

تهدف منظومة الخدمات هذه إلى توفير قيمة مضافة لجميع أطراف العملية الاستثمارية والسوق المالية السعودية ككل، وذلك من خلال:

- توعية المستثمرين بحقوقهم الاستثمارية وزيادة مستوى الثقة والشفافية لديهم بكل ما يتعلق بأصولهم المالية؛
- تفعيل دور المستثمرين بشكل عام وذلك من خلال تمكينهم من التصويت، والإطلاع على استحقاقات الأرباح

(1) السوق المالي السعودي، الخدمات، ( <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/services?locale=ar> )، 2020/06/01،

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

وتزويدهم برسائل وإشعارات دورية عن أهم الأحداث ذات العلاقة، وغير ذلك من المزايا المساهمة في سد الفجوة بين الشركات المدرجة ومساهميها عن طريق تطوير آلية التواصل فيما بينهم؛  
- إتاحة مجموعة واسعة ومتنوعة من التقارير بطريقة سهلة وأمنة من خلال المصدر الأساسي لمعلومات الأوراق المالية (شركة مركز إيداع الأوراق المالية)  
- توفير آلية مستمرة للتحقق من البيانات المحفوظة لدى تداول وتحديثها.

### 2. أهداف السوق المالي السعودي

تتمثل الأهداف الرئيسية للسوق المالي السعودي (تداول) والتي تسعى من خلالها إلى تحقيق رؤيتها فيما يلي:<sup>(1)</sup>  
إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية من خلال:  
- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية؛  
- ضمان كفاءة وجود وعدالة السوق؛  
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛  
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائها (الوسطاء، المصدرين، المستثمرين، مزودي خدمات البيانات، وغيرهم)؛  
- تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

### تحقيق عوائد مالية مجزية للسوق ومساهميها من خلال:

- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛  
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛  
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛  
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.

### المطلب الثالث: الإطار التنظيمي والتشريعي للسوق المالي السعودي

تعمل في سوق الأوراق المالية العديد من المنشآت المنتمية إلى القطاعين العام والخاص، إضافة لبنوك استثمارية، وشركات وساطة، ومستثمرين أفراد. ولتنظيم العلاقة بين هذه الأطراف بشكل عادل فمن الضروري سن الأنظمة واللوائح والقواعد وتطبيقها بما يؤدي إلى تحقيق هذا الهدف.

ينظم نظام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية العلاقة بين أطراف السوق المشار إليها، إضافة إلى مسائل طرح الأوراق المالية وتسجيلها وإدراجها، وتنظيم نشاطات الجهات المرخصة من الهيئة الخاضعة لرقابتها ومراقبة أعمالها، وكذلك حماية المواطنين والمستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، والعمل على ضمان الالتزام بمسائل الإفصاح الكامل من الشركات المدرجة عن المعلومات المالية والجوهرية بالدقة والوقت المحددين.

(1) هيئة السوق المالية، دليل الإدراج، 2016، ص 08.

### 1. هيئة السوق المالية

#### 1.1. نشأة هيئة السوق المالية

تأسست هيئة السوق المالية بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/07/31 لتتولى الدور الإشرافي والرقابي على الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة، وتعد 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.

#### 2.1. مهام هيئة السوق المالية

وقد بين نظام السوق المالية المهام الأساسية للهيئة، ومن أهمها ما يلي:

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، وتنمية وتطوير أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تتطوي على احتيال، أو تدليس، أو غش، أو تلاعب، أو تداول بناء على معلومات داخلية؛
- العمل على تحقيق العدالة والمصادقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية؛
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها؛
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين والمستثمرين، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور<sup>(1)</sup>.

#### 3.1. اللوائح التنفيذية لهيئة السوق المالية

اللوائح التنفيذية هي مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية. وقد عملت الهيئة على إعداد اللوائح التنفيذية بعد أخذ آراء المختصين من الجهات الحكومية والقطاع الخاص، وقد أصدر مجلس الهيئة اللوائح التنفيذية الآتية:<sup>(2)</sup>

- لائحة سلوكيات السوق؛
- لائحة طرح الأوراق المالية؛
- قواعد التسجيل والإدراج؛
- لائحة الأشخاص المرخص لهم؛
- لائحة أعمال الأوراق المالية؛
- لائحة حوكمة الشركات؛

(1) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2010، ص18.

(2) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2011، ص22.

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

- لائحة صناديق الاستثمار؛
  - لائحة الاندماج والاستحواذ؛
  - قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب؛
  - قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها.
- نستعرض منها:

### لائحة سلوكيات السوق<sup>(1)</sup>

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

- التلاعب بالسوق؛
- التداول بناء على معلومات داخلية؛
- بث البيانات غير الصحيحة.

### قواعد التسجيل والإدراج<sup>(2)</sup>

تتمثل الشروط الأساسية التي يلزم الوفاء بها من أجل الإدراج في تداول:

- يجب أن تكون الشركة شركة مساهمة سعودية ماعدا الحالات التي تنطبق فيها أحكام المادة 14 من هذه القواعد (الإدراج المزدوج)؛
- مارست نشاطاً رئيسياً لمدة 3 سنوات على الأقل تحت إدارة لم تتغير في مجملها تغيراً جوهرياً؛
- ألا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن 200 مساهم؛
- تملك قوائم مالية مدققة لثلاث سنوات على أن تكون الفترة الأخيرة فيها أقل من 6 أشهر على الأقل من تاريخ اعتماد نشرة الإصدار الخاصة بالشركة، وتتمتع بأداء مالي قوي؛
- تمتلك فريق إدارة على قدر ملائم من الخبرة؛
- يجب ألا تكون الشركة قد نفذت إعادة هيكلة مالية معينة خلال السنة الأخيرة؛
- يجب أن يكون بحوزة الشركة رأس مال عامل كاف للعام القادم؛
- يجب أن لا تقل القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة للأسهم المدرجة عن 100 مليون ريال سعودي؛
- يجب أن لا تقل ملكية الجمهور من الأسهم عن 30٪.

### لائحة صناديق الاستثمار<sup>(3)</sup>

الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 1-219-2006 بتاريخ 2006/12/24، بناء على نظام السوق المالية، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 1-61-2016 بتاريخ 2016/05/23.

(1) هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، ص 9.

(2) مرجع سبق ذكره، دليل الإدراج، 2016، ص 18.

(3) هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الاستثمار، ص 8.

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الاستثمار وتسجيلها وطرح وحداتها وإدارتها وعملياتها والإشراف على جميع النشاطات المرتبطة بها في المملكة.

لا تخل هذه اللائحة بأحكام النظام أو لوائحه التنفيذية بما في ذلك الأحكام الواردة في لائحة سلوكيات السوق ولائحة الأشخاص المرخص لهم ولائحة أعمال الأوراق المالية.

### 2. شركة السوق المالية السعودية (تداول)

تنص المادة 20 من نظام السوق المالية على أن " تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى (السوق المالية السعودية)، تكون صفتها النظامية شركة مساهمة وفقاً لأحكام هذا النظام. وتكون هذه السوق هي الجهة الوحيدة المصرح لها بممارسة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة " وهي المعنية بالوظائف التشغيلية للسوق<sup>(1)</sup>.

وقد تم إنشاء شركة السوق المالية السعودية (تداول) كشركة تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافس على مستوى عالمي. ويتضح ذلك من خلال رسالتها التي تتلخص في تقديم منتجات وخدمات الأسواق المالية بكل كفاءة وفعالية وتميز، بما يحقق قيمة مضافة لجميع المستفيدين والمشاركين في السوق<sup>(2)</sup>.

### 3. مركز إيداع الأوراق المالية<sup>(3)</sup>

شركة مركز إيداع الأوراق المالية "مركز الإيداع" شركة شخص واحد مساهمة مغلقة، مملوكة بالكامل لشركة السوق المالية السعودية (تداول)، هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها وفق نظام السوق المالية والأنظمة والقواعد ذات العلاقة .

يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) الصفة النظامية والأهداف والمسؤوليات المتعلقة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية. وتعتبر السوق هي المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق، كما أنها عضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (الأيوسكو) و عضو في اتحاد البورصات العالمي.

### 4. لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية<sup>(4)</sup>

شكلت اللجنة وفقاً لقرار مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ 2005/02/01، تنفيذاً لنظام السوق المالية في مادته الخامسة والعشرين القاضية بتكوين لجنة من مستشارين قانونيين متخصصين بفقهاء المعاملات والأسواق المالية ويتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية، والمالية، والأوراق المالية، للفصل في المنازعات التي تقع في

(1) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2012، ص22.

(2) الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية، <https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx> ، 2020/06/03 ، 16:46.

(3) الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي، <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about?locale=ar> ، 2020/06/03 ، 21:15.

(4) مرجع سبق ذكره، التقرير السنوي، 2010، ص136.

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية وقواعدهما وتعليماتهما في ما يتعلق بالحق العام والحق الخاص.

### 5. لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية<sup>(1)</sup>

نص نظام السوق المالية من المادة الخامسة والعشرين على تكوين لجنة استئناف في منازعات الأوراق المالية بقرار من مجلس الوزراء تتألف من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء. تتولى اللجنة النظر في الشكاوى أو الدعاوى المرفوعة بشأن القرارات الصادرة عن لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، ويحق للجنة الاستئناف وفقاً لتقديرها رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، أو تأكيد تلك القرارات، أو إعادة النظر في الشكاوى أو الدعاوى من جديد وإصدار القرار الذي تراه مناسباً في موضوع الشكاوى أو الدعاوى، وتعد قرارات اللجنة نهائية.

### 6. الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة

ويمكن توضيح هذه الجهات من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (1): الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة

الجهات	الشرح
مؤسسة النقد العربي السعودي	تنظم مؤسسة النقد العربي السعودي أعمال المصارف التجارية والمشتغلين بأعمال مبادلة العملات، ومراقبة أعمال شركات التأمين ومراقبة شركات التمويل، ومراقبة شركات المعلومات الائتمانية. ومؤسسة النقد هي المصرف المركزي للمملكة العربية السعودية وعضو في بنك التسويات الدولي وعضو في لجنة المدفوعات والتسويات ولجنة بازل للرقابة البنكية.
وزارة التجارة والاستثمار	تتولى وزارة التجارة والاستثمار وضع السياسات التجارية وتنفيذها، وتعزيز دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني، كما تتولى اقتراح وتطبيق الأنظمة واللوائح التجارية ذات العلاقة بما فيها نظام الشركات.
الهيئة العامة للاستثمار	أنشئت الهيئة العامة للاستثمار لغرض توطيد وجذب الاستثمارات الأجنبية، وتحسين البيئة الاستثمارية وتطوير الاستثمار في القطاعات الأساسية ودعم الحوافز ورفع مستوى الخدمات ذات العلاقة.
الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين	تعمل هيئة المحاسبين القانونيين تحت مظلة وزارة التجارة والصناعة من خلال مراجعة وتطوير معايير المحاسبة والمراجعة وجميع الأمور التي تؤدي إلى تطوير هذه المهنة.
الهيئة العامة للزكاة والدخل	الهيئة العامة للزكاة والدخل هي الجهة الحكومية التابعة لوزارة المالية والمسؤولة عن تحقيق وجباية الزكاة الشرعية، وتحقيق وجباية الضريبة من الخاضعين لها وفقاً لما تقتضيه الأنظمة والتعليمات.

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي.

(1) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2011، ص154.

### المبحث الثاني: نظرة حول المحافظ محل الدراسة

لقد استطاعت محافظ الأوراق المالية تحقيق إنجازات وتطورات كبيرة ومنتالية في السوق المالي السعودي وقد طرحت العديد من المحافظ التي لاقت استحسانا في السوق على غرار محافظ الشجاع والجريء والمتوازن والمتحفظة التي طرحت من قبل الرياض المالية والتي سوف تمثل عينة دراستنا.

#### المطلب الأول: التعريف بالمحافظ محل الدراسة

توجد بالسوق السعودية العديد من المحافظ على اختلاف مالكيها والشركات التي قامت بإنشاءها، ولعل أبرز تلك المحافظ هي التي تعود لشركة الرياض المالية(بنك الرياض)، تمتاز محافظها بالتنوع الكفاء والإقبال الكبير من قبل المستثمرين في الاستثمار بها، كما حصلت الرياض المالية على المركز الأول كأفضل مدير استثمار، مما عزز ثقة المستثمرين بأداء محافظ الشركة، حيث بلغت نسبتهم 41% من عدد المستثمرين في السوق السعودية.

وعليه وقع اختيارنا على أربع محافظ مالية تشترك في النشأة تابعة لشركة الرياض المالية لتكون محل دراستنا وهي:<sup>(1)</sup>

- محفظة الجريء(الشامخ)؛
- محفظة المتوازن(المقدام)؛
- محفظة المتحفظة(الهادئ)؛
- محفظة الشجاع.

وافقت مؤسسة النقد العربي السعودي على تأسيس المحافظ بالخطاب رقم 20740/م أ ي/6790، بتاريخ 21 مارس 2001. بدأت المحافظ نشاطها بتاريخ 10 جوان 2001.

وهي محافظ مالية مكونة من مجموعة صناديق تدار بموجب اتفاقية بين الرياض المالية والمستثمرين بالمحافظ.

تعتبر إدارة المحافظ مسؤولة مدير المحافظ، وبموجب اتفاقية المحافظ، يجوز للمدير تفويض أو إسناد واجباته إلى واحدة أو أكثر من المؤسسات المالية داخل المملكة العربية السعودية أو خارجها. وفي تعامله مع مالكي الوحدات (المستثمرين بالمحافظ)، ينظر مدير المحافظ إلى المحافظ باعتبارها وحدة محاسبية مستقلة. وبناء على ذلك، يقوم المدير بإعداد قوائم مالية منفصلة للمحافظ.

تخضع المحافظ للائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن هيئة السوق المالية بتاريخ 24 ديسمبر 2006، والتي تم تعديلها في 23 ماي 2016، والتي تنص على المتطلبات التي يتعين على جميع المحافظ الاستثمارية في المملكة العربية السعودية اتباعها.

(1) الرياض المالية، التقرير السنوي، 2016، ص05.

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

### المطلب الثاني: أهداف المحافظ محل الدراسة

رغم اشتراك المحافظ في أغلب الأهداف المسطرة من قبل الرياض المالية، إلا أنها تختلف في الهدف الجوهرى والأسمى لكل محفظة. إذ نجد أن محفظة الجريء(الشامخ) ومحفظة الشجاع تهدفان إلى نمو رأس المال المستثمر على المدى الطويل، أما محفظة المتوازن(المقدام) تهدف إلى تحقيق التوازن بين نمو وحماية رأس المال على المدى المتوسط والطويل، بينما تهدف محفظة المتحفظ(الهادئ) إلى المحافظة على رأس المال المستثمر وتحقيق معدل عائد منافس على المدى القصير<sup>(1)</sup>.

ويمكن تلخيص مجمل أهداف المحافظ الأربع في الجدول التالي:

الجدول رقم(2): أهداف المحافظ محل الدراسة

المحفظة	أهدافها
محفظة الجريء(الشامخ)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ تنمية رأس المال؛</li> <li>✓ السيولة العالية؛</li> <li>✓ تخفيض التكاليف؛</li> <li>✓ التنوع النشاط والمدار بكفاءة</li> </ul>
محفظة المتوازن(المقدام)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ تنمية رأس المال؛</li> <li>✓ السيولة العالية؛</li> <li>✓ تخفيض التكاليف؛</li> <li>✓ التنوع النشاط والمدار بكفاءة.</li> </ul>
محفظة المتحفظ(الهادئ)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ المحافظة على رأس المال مع تعرض محدود للتقلبات في الأسهم؛</li> <li>✓ السيولة العالية؛</li> <li>✓ تخفيض التكاليف؛</li> <li>✓ التنوع النشاط والمدار بكفاءة.</li> </ul>
محفظة الشجاع	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ تنمية رأس المال والمحافظة عليه؛</li> <li>✓ السيولة العالية؛</li> <li>✓ تخفيض التكاليف؛</li> <li>✓ التنوع النشاط والمدار بكفاءة.</li> </ul>

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الرسمي للرياض

(1) الموقع الرسمي للرياض المالية، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds> ،

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

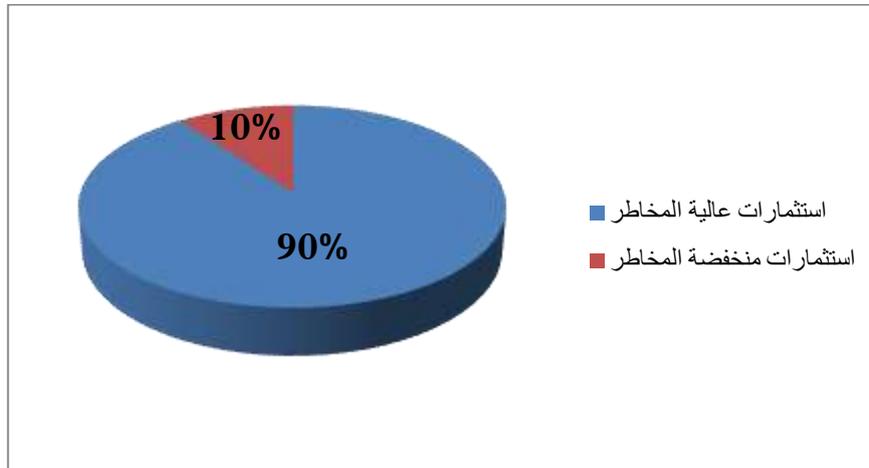
المطلب الثالث: مجالات وطبيعة استثمار المحافظ محل الدراسة

### 1. محفظة الجريء<sup>(1)</sup>

تستثمر هذه المحفظة الغالبية العظمى من أصولها بنسبة 90% في مجموعة من صناديق الأسهم المحلية والعالمية وصناديق التطوير العقاري وصناديق الملكية الخاصة وتستثمر الجزء المتبقي المتمثل في 10% من أصولها في مجموعة صناديق الدخل الثابت كصناديق السندات والصكوك والعقار والتوريق والصناديق المتدنية المخاطر كصناديق أسواق النقد والمرابحة.

والشكل التالي يوضح نسب توزيع استثمارات وأصول المحفظة:

الشكل رقم(7): نسب توزيع استثمارات وأصول محفظة الجريء



المصدر: من إعداد الطالبين اعتماداً على ما سبق.

يتبع مدير هذه المحفظة السياسة الهجومية حيث يتم الاستثمار وفق ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم(3): حدود استثمار محفظة الجريء

حد أعلى	حد أدنى	
بدون	بدون	الصناديق متدنية المخاطر
بدون	بدون	صناديق الدخل الثابت
بدون	70%	الصناديق عالية المخاطر

المصدر: نفس المرجع السابق.

<sup>(1)</sup> الموقع الرسمي للرياض المالية، محفظة الرياض الجريء، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-aljarei-fund> ، 16:51 ، 2020/06/18 .

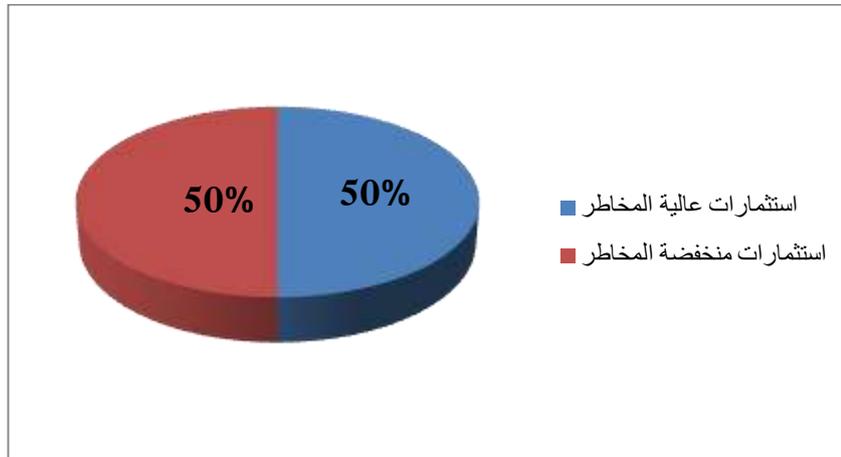
## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

### 2. محفظة المتوازن (المقدم)<sup>(1)</sup>

تستثمر هذه المحفظة أصولها في محفظة متوازنة بنسبة 50% من الصناديق المتدنية المخاطر كصناديق أسواق النقد والمرابحة وصناديق الدخل الثابت كصناديق السندات والصكوك والعقار والتوريق، ونسبة 50% في الصناديق العالية المخاطرة كصناديق الأسهم المحلية والاقليمية والدولية وصناديق التطوير العقاري وصناديق الملكية الخاصة.

والشكل التالي يوضح نسب توزيع استثمارات وأصول المحفظة:

الشكل رقم(8): نسب توزيع استثمارات وأصول محفظة المتوازن



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على ما سبق.

يتبع مدير هذه المحفظة السياسة المتوازنة حيث يتم الاستثمار وفق ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم(4): حدود استثمار محفظة المتوازن

حد أعلى	حد أدنى	نوع الاستثمار
بدون	20%	الصناديق متدنية المخاطر
بدون	20%	صناديق الدخل الثابت
بدون	25%	الصناديق عالية المخاطر

المصدر: نفس المرجع السابق.

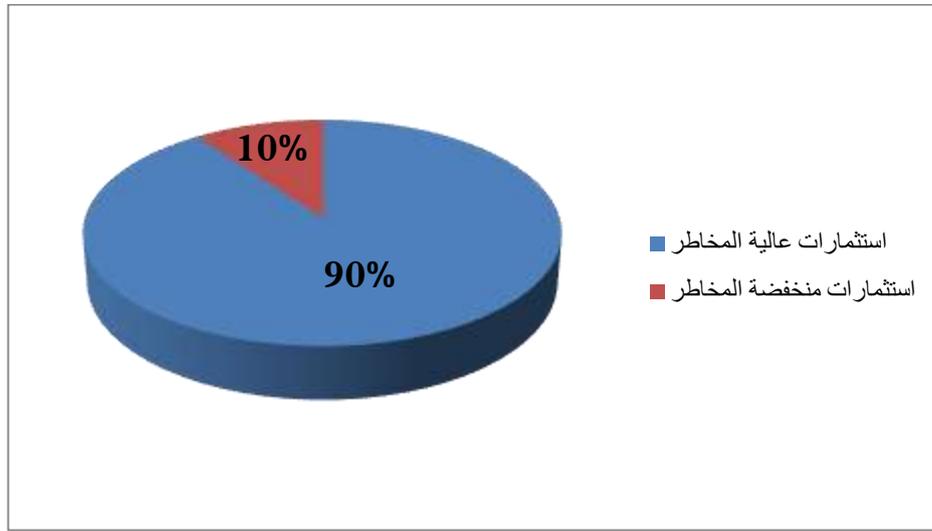
(1) الموقع الرسمي للرياض المالية، محفظة الرياض المتوازن، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-almutawazen-fund>، 2020/06/18، 16:32.

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

### 3. محفظة المتحفظ(الهادئ)<sup>(1)</sup>

تستثمر هذه المحفظة الغالبية العظمى من أصولها بنسبة 90% في صناديق متدنية المخاطر كصناديق أسواق النقد والمرابحة وفي صناديق الدخل الثابت كصناديق السندات والصكوك والعقار والتوريق، وبشكل ثانوي بنسبة 10% في صناديق عالية المخاطرة كصناديق الأسهم المحلية والإقليمية والدولية وصناديق التطوير العقاري وصناديق الملكية الخاصة. والشكل التالي يوضح نسب توزيع استثمارات وأصول المحفظة:

الشكل رقم(9): نسب توزيع استثمارات وأصول محفظة المتحفظ



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على ما سبق.

يتبع مدير هذه المحفظة السياسة الدفاعية حيث يتم الاستثمار وفق ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم(5): حدود استثمار محفظة المتحفظ

حد أعلى	حد أدنى	النوع
بدون	80%	الصناديق متدنية المخاطر
بدون	بدون	صناديق الدخل الثابت
10%	بدون	الصناديق عالية المخاطر

المصدر: نفس المرجع السابق.

<sup>(1)</sup> الموقع الرسمي للرياض المالية، محفظة الرياض المتحفظ، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-almutahafedh-fund>

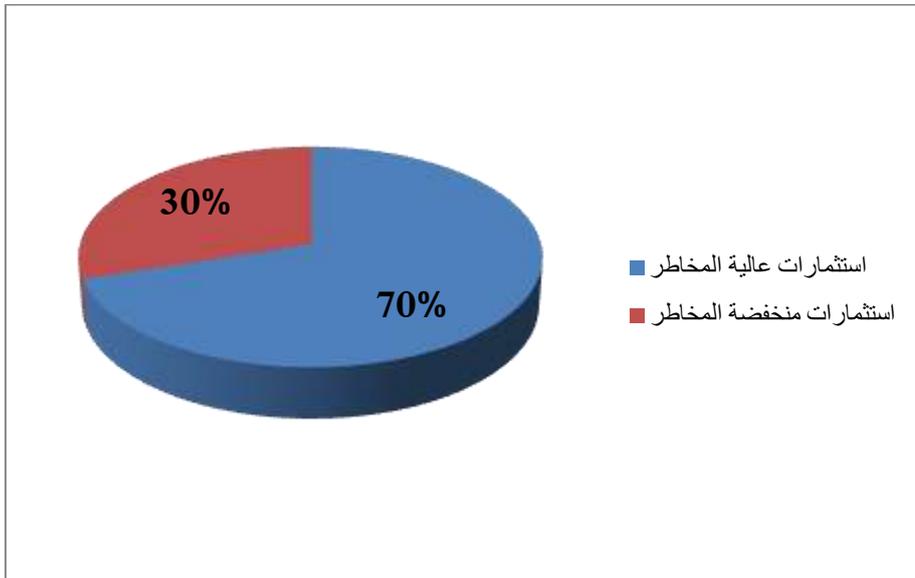
، 17:25 ، 2020/06/18 ، of-funds/riyad-almutahafedh-fund

### 4. محفظة الشجاع<sup>(1)</sup>

تستثمر هذه المحفظة أصولها بشكل رئيسي بنسبة 70% في صناديق عالية المخاطر كصناديق الأسهم المحلية والإقليمية والدولية وصناديق التطوير العقاري وصناديق الملكية الخاصة وجزء من أصولها يستثمر بنسبة 30% في صناديق الدخل الثابت كصناديق الصكوك والعقار والتوريق والصناديق المتدنية المخاطر كصناديق أسواق النقد والمرابحة.

والشكل التالي يوضح نسب توزيع استثمارات وأصول المحفظة:

الشكل رقم(10):نسب توزيع استثمارات وأصول محفظة الشجاع



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على ما سبق.

يتبع مدير هذه المحفظة السياسة الهجومية حيث يتم الاستثمار وفق ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم(6): حدود استثمار محفظة الشجاع

حد أعلى	حد أدنى	نوع الاستثمار
بدون	بدون	الصناديق متدنية المخاطر
بدون	بدون	صناديق الدخل الثابت
بدون	50%	الصناديق عالية المخاطر

المصدر: نفس المرجع السابق.

<sup>(1)</sup> الموقع الرسمي للرياض المالية، محفظة الرياض الشجاع، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-alshujaa-fund>

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

### المبحث الثالث: دراسة أثر التنوع على أداء المحافظ محل الدراسة

بعد التعريف بالمحافظ محل الدراسة بشكل مفصل، سنحاول في هذا المبحث وبالاعتماد على الانحدار الخطي البسيط دراسة أثر التنوع على أداء هذه المحافظ ميدانياً.

المطلب الأول: دراسة التنوع في المحافظ محل الدراسة

#### 1. عوائد ومخاطر المحافظ محل الدراسة

يوضح الجدول التالي عوائد ومخاطر المحافظ المدروسة بالإضافة إلى محفظة السوق:

الجدول رقم (7): عوائد ومخاطر المحافظ محل الدراسة

السوق	الشجاع	المتحفز	المتوازن	الجريء	المحافظ
عوائد المحفظة	السنوات				
8,15%	10,53%	2,04%	9,25%	12,85%	2010
-3,07%	-7,56%	-0,65%	-5,28%	-10,46%	2011
5,98%	11,02%	2,24%	8,51%	13,38%	2012
25,50%	17,69%	3,16%	13,82%	22,17%	2013
-2,37%	4,42%	1,15%	3,33%	5,26%	2014
-17,06%	-4,69%	0,04%	-2,52%	-3,37%	2015
4,76%	1,35%	1,52%	2,18%	2,35%	2016
-0,54%	13,42%	2,91%	11,22%	15,52%	2017
8,69%	-4,82%	1,99%	-2,66%	-11,28%	2018
6,62%	13,61%	2,73%	9,72%	17,58%	2019
3,666%	5,497%	1,713%	4,757%	6,4%	متوسط العوائد $\bar{Rp} = \frac{\sum Rpi}{n}$
10,33%	8,56%	1,17%	6,33%	11,21%	الانحراف المعياري $\delta p = \sqrt{\frac{(Rpi - \bar{Rp})^2}{n}}$
/	0.0054143088	0.0008741972	0.0040115338	0.006137507	التباين المشترك $cov(Rp, Rm) = \frac{\sum (Rpi - \bar{Rp})(Rmi - \bar{Rm})}{n}$
1	0.51	0.08	0.38	0.58	معامل بيتا $\beta = \frac{cov(Rp, Rm)}{\delta m^2}$
					العائد الخالي من المخاطر %2.78

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على التقارير السنوية للمحافظ.

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

نلاحظ من خلال الجدول السابق ما يلي:

- عرفت المحافظ تذبذبات في عوائدها حيث حققت في كل من سنة 2011، 2015، 2018 عوائد سالبة وهذا راجع إلى كل من أزمة الديون السيادية، انخفاض أسعار النفط.

- محفظة الجريء تنطوي على مخاطر مرتفعة وهذا ما يبرره الانحراف المعياري المقدر بـ 11.21%، وهي المحفظة الوحيدة التي سجلت مخاطر أكبر من مخاطر السوق، تليها محفظة الشجاع بـ 8.56% لأن النسبة المستثمرة في الأسهم مقدر بـ 70% مقارنة بـ 30% في أسواق النقد ذات المخاطر الأقل، ثم محفظة المتوازن بنسبة مخاطرة 4.757% حيث في هذه المحفظة يتم توزيع نسبة الاستثمار بالتساوي بين الأسهم ذات المخاطر المرتفعة وأسواق النقد ذات المخاطر المنخفضة، في حين أن نسبة المخاطرة في محفظة المتحفظ هي نسبة منخفضة مقدر بـ 1.713% وهذا راجع إلى أن النسبة المستثمرة في الأسهم تقدر بـ 10% و90% في أسواق النقد.

- معامل بيتا يعتبر مقياسا للمخاطر المنتظمة، وبيتا محفظة السوق دوما يساوي 1، أما بالنسبة للمحافظ الأربعة فنلاحظ أنها أقل من الواحد، وهو ما يعني أن مخاطر المحافظ أقل من مخاطر محفظة السوق.

### 2. قياس درجة تنوع المحافظ محل الدراسة

#### حساب معامل التحديد للمحافظ محل الدراسة

معامل التحديد  $r^2$  يمثل نسبة تغير عوائد المحفظة إلى التغير في عوائد مؤشر محفظة السوق من خلال المعادلة الرياضية التالية:<sup>(1)</sup>

$$r^2 = \frac{\delta_p^2}{\delta_m^2}$$

حيث

$r^2$ : معامل التحديد

$\delta_p^2$ : التباين في عوائد المحافظ المدروسة

$\delta_m^2$ : التباين في عوائد محفظة السوق

من خلال الجدول التالي يتم حساب معامل التحديد للمحافظ كالاتي:

(1) محمد شاهين، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، 2017، ص97.

الجدول رقم(8): حساب معامل التحديد للمحافظ محل الدراسة

معامل التحديد $r^2$	المحافظ
1.18	محفظة الجريء
0.38	محفظة المتوازن
0.01	محفظة المتحفظ
0.69	محفظة الشجاع

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم(7).

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه تفاوت في معامل التحديد بين المحافظ الأربعة وهذا ما يدل على اختلاف درجة التنوع بينها، فكلما ارتفع هذا المعامل دل ذلك على التنوع الجيد، إذ نلاحظ أن محفظة الجريء بالمقارنة بين المحافظ الأربعة تحوز على أكبر معامل وهو 1.18 وهو ما يدل على التنوع الجيد في مكوناتها، فيما تأتي محفظتا الشجاع والمتوازن خلفها بأقل درجة تنوع على التوالي 0.69 و0.38، وأخيرا تحقق محفظة المتحفظ أدنى معامل 0.01 من بين المحافظ وهو ما يدل على عدم التنوع الجيد لهذه المحفظة مقارنة بالمحافظ الأخرى.

المطلب الثاني: تقييم أداء المحافظ محل الدراسة

من بين مؤشرات تقييم المحافظ المالية اعتمدنا في دراستنا على ثلاث مؤشرات رئيسية وهي مؤشر شارب، ترينور، جنسن.

مؤشر شارب يعطى بالعلاقة التالية:

$$S = \frac{TRp - Rf}{\delta p}$$

مؤشر ترينور يعطى بالعلاقة التالية:

$$T = \frac{Rp - Rf}{\beta p}$$

مؤشر جنسن يعطى بالعلاقة التالية:  $Jp = (Rp - Rf) - \beta(Rm - Rf)$

والجدول التالي يوضح حساب مؤشرات تقييم الأداء.

الجدول رقم(9): حساب مؤشر شارب، ترينور، وجنسن للمحافظ محل الدراسة

مؤشر جنسن	مؤشر ترينور	مؤشر شارب	المحافظ
0.03	0.06	0.32	محفظة الجريء
0.02	0.05	0.31	محفظة المتوازن

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

محفظة المتحفظ	-0.91	-0.13	-0.01
محفظة الشجاع	0.32	0.05	0.02
محفظة السوق	0.09	0.009	0

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (7).

### التحليل

#### بالنسبة لمؤشر شارب

نلاحظ من خلال الجدول أن أداء المحافظ محل الدراسة أفضل من أداء محفظة السوق، ومحفظة الجريء والشجاع هي أفضل المحافظ من حيث الأداء.

**محفظة الجريء:** هي المحفظة الوحيدة التي سجلت معدل عائد المخاطر المقدرة بـ 11.21% أكبر من معدل عائد المخاطر في السوق المقدرة بـ 10.33%، العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.32 وحدة عائد، وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، حيث هناك فرق قدره 0.23 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح محفظة الجريء.

**محفظة المتوازن:** العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.31 وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطر في السوق 10.33% أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ 06.33% وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، حيث هناك فرق قدره 0.22 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح محفظة المتوازن.

**محفظة المتحفظ:** العائد الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ -0.91 وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطر في السوق 10.33% أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ 1.17% وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أصغر مقارنة بمؤشر السوق، حيث هناك فرق قدره 0.18 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح محفظة السوق.

**محفظة الشجاع:** العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.32 وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطر في السوق 10.33% أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ 08.56% وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، حيث هناك فرق قدره 0.23 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح محفظة الشجاع.

#### بالنسبة لمؤشر ترينور

**محفظة الجريء:** العائد الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 6% وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من 6.4% إلى 6% في ظل المخاطر المنتظمة.

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

محفظة المتوازن: العائد الإضافي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 5% وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة ارتفعت من 4.757% إلى 5% في ظل المخاطر المنتظمة.

محفظة المتحفظ: العائد الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 0.13%- وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من 1.713% إلى 0.13%- في ظل المخاطر المنتظمة.

محفظة الشجاع: العائد الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 5% وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من 5.497% إلى 5% في ظل المخاطر المنتظمة.

### بالنسبة لمؤشر جنسن

محفظة المتحفظ هي المحفظة الوحيدة التي سجلت قيمة المؤشر أصغر من 0، وهذا يعني أن أداء محفظة السوق أفضل من أداء محفظة المتحفظ.

نلاحظ أن المؤشر في باقي المحافظ أكبر من 0، وهذا يعني أن أداء المحافظ يعتبر أداء جيد مقارنة بمحفظة السوق.

### المطلب الثالث: اختبار فرضيات الدراسة وتحليل أثر التنوع على أداء المحافظ

#### 1. اختبار فرضيات الدراسة

في هذا الجزء سيتم اختبار فرضيات الدراسة، والتي تمت صياغتها بناء على مشكلة الدراسة، من خلال استخدام الأسلوب الإحصائي المناسب (الانحدار الخطي البسيط) لتحليل العلاقة بين المتغيرين.

#### \*اختبار الفرضية الأولى

إن اختبار الفرضيات أي قبولها أو رفضها يتم بمقارنة مستوى الدلالة المحسوب مع المعتمد، فإذا كانت قيمة ( $\alpha \leq 0.05$ ) في هذه الحالة فالنتيجة وجود أثر أو علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المدروسة.

الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية ( $\alpha \leq 0.05$ ) للتنوع على أداء محفظة الجريء.

قبل الوصول إلى اختبار هذه الفرضية، سوف نستعرض من خلال الجدول التالي التغيرات في معامل الارتباط بين أصول محفظة الجريء ومؤشرات تقييم أدائها باستخدام مؤشر شارب باعتبار أكثر المؤشرات استخداماً. ذلك خلال السنة الأولى ثم الثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات ومنذ الإنشاء، والتي سوف نستخدمها في تحديد الانحدار البسيط للتنوع على الأداء.

الجدول رقم(10): مؤشر التنويع ومؤشر أداء محفظة الجريء

منذ الإنشاء	10سنوات	5سنوات	3سنوات	سنة 1	
93.08	93.54	95.70	95.5	98.4	معامل الارتباط بين أصول المحفظة
0.28	0.46	0.15	0.14	0.24	مؤشر شارب

المصدر: الرياض للمالية:www.riyadcapital.com

يبين الجدول التالي نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع في أداء المحافظ محل الدراسة.

جدول رقم (11): نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع في أداء محفظة الجريء

Modèle النموذج	Coefficients non standardisés المعاملات غير النمطية		Coefficients standardisés المعاملات النمطية	T قيمة t المحسوبة	Sig. مستوى الدلالة
	A	Erreur standard الانحراف المعياري	Bêta		
الثابت	3,076	2,956		1,041	3,374
التنويع R	-0,030	0,031	-0,483	-0,955	0,410

a. Variable dépendante : charp(المتغير التابع)

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات برمجية (spss)

من خلال الجدول نلاحظ أنه لا يوجد تأثير للتنويع على محفظة الجريء للأوراق المالية وذلك لأن مستوى الدلالة لـ t يساوي 0,410 وهو أكبر من القيمة المعنوية 0.05. وعليه يمكن القول أن الفرضية الأولى مرفوضة.

\*اختبار الفرضية الثانية

والتي تنص على: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية ( $\alpha \leq 0.05$ ) للتنويع على أداء محفظة المتوازن.

قبل الوصول إلى اختبار هذه الفرضية، سوف نستعرض من خلال الجدول التالي التغيرات في معامل الارتباط بين أصول محفظة المتوازن ومؤشرات تقييم أدائها باستخدام مؤشر شارب باعتباره أكثر المؤشرات استخداما. ذلك خلال السنة الأولى ثم الثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات ومنذ الإنشاء، والتي سوف نستخدمها في تحديد الانحدار البسيط للتنويع على الأداء.

الجدول رقم(12): مؤشر التنويع ومؤشر أداء محفظة المتوازن

منذ الإنشاء	10سنوات	5سنوات	3سنوات	سنة 1	
73.26	54.05	94.54	94.88	97.20	معامل الارتباط بين أصول المحفظة
0.39	0.56	0.28	0.30	0.23	مؤشر شارب

المصدر: الرياض للمالية:www.riyadcapital.com

يبين الجدول التالي نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع في أداء المحافظ محل الدراسة

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

جدول رقم(13): نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنوع في أداء محفظة المتوازن

Modèle النموذج	Coefficients non standardisés المعاملات غير النمطية		Coefficients standardisés المعاملات النمطية	T قيمة t المحسوبة	Sig. مستوى الدلالة
	A	Erreur standard الانحراف المعياري	Bêta		
1 الثابت (Constante)	0,915	0,064		14,284	0,001
R التنوع	-0,007	0,001	-0,982	-8,965	0,003

a. Variable dépendante : treenour(المتغير التابع)

المصدر: من إعداد الطالبين اعتماداً على مخرجات برمجية (spss)

من خلال الجدول نلاحظ أنه يوجد أثر للتنوع على محفظة المتوازن للأوراق المالية وذلك لأن مستوى الدلالة لـ t يساوي 0,003 وهو أقل من القيمة المعنوية 0.05. وعليه يمكن القول أن الفرضية الثانية مقبولة.

\*اختبار الفرضية الثالثة

والتي تنص على: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية ( $\alpha \leq 0.05$ ) للتنوع على أداء محفظة المتحفظ.

قبل الوصول إلى اختبار هذه الفرضية، سوف نستعرض من خلال الجدول التالي التغيرات في معامل الارتباط بين أصول محفظة المتحفظ ومؤشرات تقييم أدائها باستخدام مؤشر شارب باعتباره أكثر المؤشرات استخداماً. ذلك خلال السنة الأولى ثم الثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات ومند الإنشاء، والتي سوف نستخدمها في تحديد الانحدار البسيط للتنوع على الأداء.

الجدول رقم(14): مؤشر التنوع ومؤشر أداء محفظة المتحفظ

منذ الإنشاء	10سنوات	5سنوات	3سنوات	سنة 1	
49	46.76	44.18	10.74	7.11	معامل الارتباط بين أصول المحفظة
0.52	0.57	0.86	0.9	1.41	مؤشر شارب

المصدر: الرياض للمالية: www.riyadcapital.com

يبين الجدول التالي نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنوع في أداء محفظة المتحفظ.

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

جدول رقم (15): نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنوع في أداء محفظة المتحفز

Modèle النموذج	Coefficients non standardisés المعاملات غير النمطية		Coefficients standardisés المعاملات النمطية	T قيمة t المحسوبة	Sig مستوى الدلالة
	A	Erreur standard الانحراف المعياري	Bêta		
الثابت (Constante)	1,302	0,199		6,556	0,007
1 R <sup>2</sup> التنوع	-0,014	0,005	-0,835	-2,630	0,078

a. Variable dépendante : jonson (المتغير التابع)

المصدر: من إعداد الطالبين اعتماداً على مخرجات برمجية (spss) من خلال الجدول نلاحظ أنه لا يوجد تأثير للتنوع على محفظة الجريء للأوراق المالية وذلك لأن مستوى الدلالة لـ t يساوي 0,078 وهو أكبر من القيمة المعنوية 0.05. وعليه يمكن القول أن الفرضية الثالثة مرفوضة.

### \*اختبار الفرضية الرابعة

والتي تنص على: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية ( $\alpha \leq 0.05$ ) للتنوع على أداء محفظة الشجاع قبل الوصول إلى اختبار هذه الفرضية، سوف نستعرض من خلال الجدول التالي التغيرات في معامل الارتباط بين أصول محفظة الشجاع ومؤشرات تقييم أدائها باستخدام مؤشر شارب باعتباره أكثر المؤشرات استخداماً. ذلك خلال السنة الأولى ثم الثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات ومنذ الإنشاء، والتي سوف نستخدمها في تحديد الانحدار البسيط للتنوع على الأداء.

الجدول رقم (16): مؤشر التنوع ومؤشر أداء محفظة الشجاع

منذ الإنشاء	10 سنوات	5 سنوات	3 سنوات	سنة 1	معامل الارتباط بين أصول المحفظة
88.77	83.19	95.46	95.77	97.68	مؤشر شارب
0.32	0.50	0.20	0.29	0.31	

المصدر: الرياض للمالية: www.riyadcapital.com

يبين الجدول التالي نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنوع في أداء محفظة الشجاع.

جدول رقم (17): نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنوع في أداء محفظة الشجاع

Modèle النموذج	Coefficients non standardisés المعاملات غير النمطية		Coefficients standardisés المعاملات النمطية	T قيمة t المحسوبة	Sig مستوى الدلالة
	A	Erreur standard الانحراف المعياري	Bêta		
الثابت (Constante)	1,694	0,547		3,096	0,053
1 R <sup>2</sup> التنوع	-0,015	0,006	-0,823	-2,508	0,087

a. Variable dépendante : jonson (المتغير التابع)

المصدر: من إعداد الطالبين اعتماداً على مخرجات برمجية (spss)

## الفصل الثالث أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق السعودي

من خلال الجدول نلاحظ أنه لا يوجد تأثير للتنوع على محفظة الجريء للأوراق المالية وذلك لأن مستوى الدلالة لـ  $t$  يساوي 0.087 وهو أكبر من القيمة المعنوية 0.05. وعليه يمكن القول أن الفرضية الرابعة كذلك مرفوضة.

### 2. تحليل وتفسير النتائج

قبل تفسير نتائج التحليل الإحصائي هناك بعض المعطيات التي يجب أخذها بعين الاعتبار في تحليل أثر التنوع على أداء المحافظ وهي الحالات المختلفة لمعامل الارتباط بين الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية:

- ✓ مخاطرة المحفظة الاستثمارية تكون في أعلى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة لها موجبا تماما. (يساوي +1)
- ✓ مخاطرة المحفظة الاستثمارية تكون في أدنى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد لأوراق المالية المكونة لها سالبا تماما (يساوي -1)
- ✓ مخاطرة المحفظة الاستثمارية تقع بين الحد الأعلى والحد الأدنى عندما يكون معامل الارتباط مساويا للصفر.

وعليه يمكن تفسير النتائج كالآتي:

بالنسبة لمحفظة الجريء محفظة الشجاع ومن خلال ملاحظة قيمة معامل الارتباط المقاسة خلال فترات مختلفة نجد أنها تقارب الواحد الصحيح مما يدل أن المحفظة تتمتع بخطورة عالية، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة أي ارتفاع عائد أحدها يعني ارتفاع عائد الآخر والعكس صحيح. هذا يعني أن أيا من الأصول لا يهتم في تحقيق الاستقرار في عائد المحفظة. وبذلك في هذه الحالة التنوع لم يقلل من درجة المخاطرة وبالتالي لم يكن له تأثير على أداء محفظة الجريء

أما بالنسبة لمحفظة المتحفظ فنلاحظ أن معامل الارتباط أقل مقارنة بمعامل الارتباط في كل من محفظة الجريء والشجاع أي أن درجة المخاطرة لمحفظة المتحفظ أقل من المحفظتين سالفتي الذكر، لكن وجود علاقة طردية بين عوائد أصول المحفظة لم يكن له أي تأثير على أداء محفظة المتحفظ.

في حين محفظة المتوازن بالرغم من درجة المخاطرة المرتفعة والعلاقة الطردية بين الأصول المكونة للمحفظة إلا أن ذلك انعكس سلبا على أداء المحفظة لأن وجود علاقة طردية بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة يعني أن أيا من الأصول لا يهتم في تحقيق الاستقرار في عائد المحفظة.

في الأخير يمكن القول أن التنوع الجيد يعكس مدى القدرة في تحقيق أعلى عائد بأقل درجة مخاطرة، والذي ينعكس إيجابا على أداء محفظة الأوراق المالية.

### خلاصة

يعتبر السوق المالي السعودي من بين أهم الأسواق المالية العربية، ومن بين أحسنها تنظيماً وأداءً، وهذا راجع لما حققه من إنجازات كبيرة في مجال الاستثمار، حيث أصبح السوق يلعب دوراً مهماً في جذب رأس المال الفائض واستثماره في مختلف القطاعات الاقتصادية.

لقد هدف هذا الفصل إلى دراسة أثر التنوع على أداء المحافظ المدروسة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط انطلاقاً من قياس درجة التنوع وكذا أداء المحافظ المدروسة، وكان من أهم النتائج رفض فرضيات الدراسة، وذلك لوجود علاقة طردية بين مكونات المحافظ المدروسة. ورفض هذه الفرضيات يمكن استنتاج أن التنوع لم يساهم في تحسين أو رفع أداء المحافظ المدروسة.

الخاتمة

### الخاتمة

إن تكوين محفظة الأوراق المالية بمثابة سياسة استثمارية تعمل على مزج البدائل الاستثمارية، بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف وعلى رأسها تحقيق أكبر عائد عند مستوى معين من المخاطرة، ويمكن تحقيق هذه الأهداف بالتنوع، أي تنوع موجودات المحفظة المالية بين الأصول الخطرة والأصول غير الخطرة، وبعد تكوين المحفظة تبدأ مرحلة إدارتها، هذه الأخيرة التي يمكن أن تتم بعدة أشكال وتتغير سياستها بتغير أهدافها، لذلك يسعى كل مستثمر إلى قياس أداء محفظته وذلك بهدف الاحتفاظ بمكوناتها أو التخلص منها والانتقال إلى محفظة أوراق مالية أخرى.

قد تكون درجة مخاطرة المحفظة أقل من درجة مخاطرة الأوراق المالية التي تكون هذه المحفظة وذلك بسبب التنوع، والتنوع هو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل تخفيض درجة المخاطرة. والتنوع يخفف من المخاطرة من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة، وهذا ما يسمى بأثر المحفظة، وعن درجة الانخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنوع تعتمد على درجة الارتباط بين العوائد المختلفة التي تكون هذه المحفظة في درجة واتجاه التغير بين المتغيرين، فإن أي تغير في عوائد أداة معينة سوف لن يكون مؤثراً على عوائد المحفظة ككل خاصة إذا كان معامل الارتباط بين الأدوات المكونة للمحفظة سالب فإن مستويات المخاطر تنخفض، فالخسائر الكبيرة في مجال معين يقابلها أرباح في مجالات أخرى.

بصفة عامة تقوم نظرية التنوع على أساس تعدد الأدوات الاستثمارية للمحفظة فكلما زادت درجة التنوع كلما أدى ذلك إلى تخفيض المخاطر للمحفظة المالية.

انطلاقاً من الجانب النظري والتطبيقي يمكن أن نستخلص أهم نتائج هذه الدراسة، التوصيات، بالإضافة إلى آفاق هذه الدراسة.

### 1. نتائج الدراسة

- المحفظة المالية هي تشكيلة متنوعة من الأصول المالية، يكون الهدف من تكوينها هو تقليل المخاطر وتحقيق أرباح نتيجة الاستثمار في هذه الأصول.

- يعتبر عنصر العائد والخطر محددى السياسة المتبعة في إدارة المحفظة المالية.

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

- يبقى الهدف الأول والأخير من تشكيل المحفظة المالية هو الوصول إلى المحفظة المثلى التي تحقق أكبر عائد بأقل مخاطرة.
- انطلاقاً من النظريات والنماذج المتعلقة بموضوع المحفظة المالية توصل الباحثون إلى مجموعة من المقاييس التي تمكننا من قياس الأداء الجيد للمحفظة، وعلى رأسها مقاييس كل من شارب، جونسن وترينور.
- يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مقومات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق، خطر موجودات المحفظة المالية، وأيضا التنوع.
- يساهم التنوع في الإدارة الفعالة للمحافظ المالية، من خلال تدنية المخاطر وتحقيق علاقة أفضل بين عائد وخطر المحفظة.
- عند اختيار الأوراق المالية يجب مراعاة تنوع جهة الإصدار، وبالتالي فشل أي ورقة لا يؤثر على الأصول الأخرى.
- إن تأثير التنوع على الأصول المالية يتوقف إلى حد بعيد على معامل الارتباط القائم بين عوائد هذه الأصول، وكلما انخفض معامل الارتباط زادت الاستفادة من مبدأ التنوع في تخفيض مخاطر المحفظة المالية، وتحسين أدائها.
- يعد السوق المالي السعودي من أفضل الأسواق المالية العربية وأكثرها نشاطاً وتنوعاً في المنتجات المالية.
- تتنوع سياسات المحافظ التابعة لبنك الرياض بين السياسة الهجومية، الدفاعية، والمتوازنة.
- فعالية التنوع في تدنية مخاطر محفظة الأوراق المالية تتوقف على درجة الارتباط بين مكونات المحفظة.
- سعت هذه الدراسة إلى تطبيق أسلوب الانحدار الخطي البسيط على المحافظ المدروسة في السوق المالي السعودي، وذلك من أجل دراسة أثر التنوع على أداء المحافظ، وقد أظهرت النتائج أنه بالرغم من أن المحافظ متنوعة جيداً، إلا أن التنوع لم يساهم في تخفيض درجة المخاطرة، وذلك راجع لوجود علاقة طردية بين مكونات المحفظة أولاً، ومعامل الارتباط الكبير ثانياً.

## 2. التوصيات

- قبل اتخاذ قرار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية لابد من تحديد ومعرفة كل نوع من أنواع المخاطرة والقيام بتحليلها تحليلًا دقيقًا ومعرفة العوامل المسببة لها، ومن ثم انتقاء أحسن الأوراق المالية المتاحة له للاستثمار فيها ضمن وحدة استثمارية واحدة.

- على المستثمر المالي أن يحدد درجة المخاطرة التي يرغب أو هو مستعد لتحملها وكذا مستوى العائد الذي يرغب في تحقيقه.
- على مدير المحفظة إتباع السياسة المتوازنة لأنها تبرز بين المغامرة والتحفظ وتسعى إلى تحقيق أرباح معقولة بمخاطر مقبولة.
- يجب على مدراء محافظ الجريء، الشجاع، المتوازن، المتحفظ مراعاة معامل الارتباط بين مكونات المحفظة ومحاولة تخفيضه لأقصى حد ممكن بغية تحسين أداءها بشكل أكبر.

### 3. آفاق الدراسة

- القيام بدراسة المحفظة المالية من المنظور الإسلامي من حيث مكوناتها وطريقة إدارتها.
- دراسة أثر التنويع على أداء المحفظة المالية وفق المقاييس الحديثة لقياس أداء المحافظ، والتي لم نتناولها في دراستنا.
- التطرق للتنويع الدولي من خلال دراسة أثره على أداء المحافظ المالية.
- القيام بدراسة قياسية لنفس الموضوع.

### 1. الكتب

- 1) أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية: أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 2) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004.
- 3) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 4) الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية): دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 5) برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، الطبعة العربية الأولى، قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة، 2006.
- 6) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 7) دريد محمد أحمد، الاستثمار: قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- 8) حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
- 9) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1998.
- 10) سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم؟: حالة سلطنة عمان، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 11) شقيري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
- 12) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر: أفراد - إدارات - شركات - بنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 13) طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 14) عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

- 15) عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 16) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 17) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 18) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عالم المكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 19) ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 20) مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الرياءة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 21) محمد شاهين، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، 2017.
- 22) محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 23) محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 24) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 25) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 26) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، الطبعة العربية الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 27) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008.
- 28) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية جلال حزي وشركائه، الإسكندرية.
- 29) منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- 30) ناظم محمد نوري الشمري، ظاهر فاضل البياتي، وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999.

### 2. المجالات

- 1) جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، العدد(38)، 2014.
- 2) حيدر نعمة الفرجي، أثر التنوع الدولي في عائد ومخاطرة المحفظة الدولية: دراسة تطبيقية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد(16)، 2008.
- 3) سعد مجيد الجنابي، أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية، مجلة المثلى للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة المثلى، العراق، العدد(1)، 2019.
- 4) نور الدين محرز، نعمان محصول، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات- العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، العدد(2)، 2018.

### 3. المذكرات

- 1) أمينة بديار، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2008-2016، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث تخصص تطبيقات الأسواق المالية، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، 2019/2018.
- 2) سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري: دراسة حالة بنك BNP Paribas، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007.
- 3) نعمان محصول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة أعمال المؤسسات، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2006/2007.

### 4. التقارير والوثائق

- 1) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2010.
- 2) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2011.
- 3) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2012.
- 4) الرياض المالية، التقرير السنوي، 2016.
- 5) هيئة السوق المالية، دليل الإدراج، 2016.
- 6) هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الاستثمار.
- 7) هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

### 5. المواقع الالكترونية

- 1) موقع أرقام، <https://www.argaam.com/ar/article/articleDetail/id/386293> ، 2020/05/30 ، 18:12.
- 2) السوق المالي السعودي، الخدمات،  
(15:42 ، 2020/06/01 ، <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/services?locale=ar>)
- 3) الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي،  
(<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about?locale=ar> ، 21:15 ، 2020/06/03
- 4) الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية، <https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx> ، 16:46 ، 2020/06/03
- 5) الموقع الرسمي للرياض المالية، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds> ، 17:18 ، 2020/06/16
- 6) الموقع الرسمي للرياض المالية، **محفظة الرياض الجريء**، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-aljarei-fund> ، 16:51 ، 2020/06/18
- 7) الموقع الرسمي للرياض المالية، **محفظة الرياض الشجاع**، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-alshujaa-fund> ، 14:36 ، 2020/06/19
- 8) الموقع الرسمي للرياض المالية، **محفظة الرياض المتحفظ**، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-almutahafedh-fund> ، 17:25 ، 2020/06/18
- 9) الموقع الرسمي للرياض المالية، **محفظة الرياض المتوازن**، <https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/funds-of-funds/riyad-almutawazen-fund> ، 16:32 ، 2020/06/18

### 6. المراجع باللغة الأجنبية

Cobbaut Gillet, Et d'autres, **gestion de portefeuille**, 4eme edition, de boeck, paris, 2004. -

## الملحق (1): العوائد السنوية لمحفظه الجريء

السنوات	عوائد المحفظه
2010	%12.85
2011	%-10.46
2012	%13.38
2013	%22.17
2014	%5.26
2015	%-3.37
2016	%2.35
2017	%15.52
2018	%-11.28
2019	%17.58

المصدر: التقرير السنوي 2019 لمحفظه الجريء.

## الملحق (2): العوائد السنوية لمحفظه المتوازن

السنوات	عوائد المحفظة
2010	09.25%
2011	-05.28%
2012	8.51%
2013	13.82%
2014	03.33%
2015	-02.52%
2016	2.18%
2017	11.22%
2018	-02.66%
2019	09.72%

المصدر: التقرير السنوي 2019 لمحفظه المتوازن.

## الملحق (3): العوائد السنوية لمحفظه المتحفظ

عوائد المحفظه	السنوات
%02.04	2010
%-0.65	2011
%02.24	2012
%03.16	2013
%01.15	2014
%0.04	2015
%01.52	2016
%02.91	2017
%01.99	2018
%02.73	2019

المصدر: التقرير السنوي 2019 لمحفظه المتحفظ.

## الملحق (4): العوائد السنوية لمحفظه الشجاع

السنوات	عوائد المحفظة
2010	%10.53
2011	%-07.56
2012	%11.02
2013	%17.69
2014	%04.42
2015	%-04.69
2016	%01.35
2017	%13.42
2018	%-04.82
2019	%13.61

المصدر: التقرير السنوي 2019 لمحفظه الشجاع.

## الملحق (5): العوائد السنوية لمحفظه السوق

السنوات	عوائد المحفظة
2010	%08.15
2011	%-03.07
2012	%05.98
2013	%25.50
2014	%-02.37
2015	%-17.06
2016	%04.76
2017	%-0.54
2018	%08.69
2019	%06.62
العائد الخالي من المخاطر	%02.78

المصدر: الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي، مؤشر تاسي.

## الملحق (6): نتائج التحليل الاحصائي لمحفظه الجريء

Variables introduites/supprimées<sup>a</sup>

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	r <sup>b</sup>	.	Entrée

a. Variable dépendante : charp

b. Toutes variables requises saisies.

## Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,483 <sup>a</sup>	,233	-,022	,131

a. Valeurs prédites : (constantes), r

ANOVA<sup>a</sup>

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,016	1	,016	,912	,410 <sup>b</sup>
1 Résidu	,051	3	,017		
Total	,067	4			

a. Variable dépendante : charp

b. Valeurs prédites : (constantes), r

Coefficients<sup>a</sup>

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	3,076	2,956		1,041	,374
1 r	-,030	,031	-,483	-,955	,410

a. Variable dépendante : charp

## الملحق (7): نتائج التحليل الاحصائي لمحافظة المتوازن

Variables introduites/supprimées<sup>a</sup>

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	r <sup>b</sup>	.	Entrée

a. Variable dépendante : charp

b. Toutes variables requises saisies.

## Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,982 <sup>a</sup>	,964	,952	,028

a. Valeurs prédites : (constantes), r

ANOVA<sup>a</sup>

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	,065	1	,065	80,373	,003 <sup>b</sup>
	Résidu	,002	3	,001		
	Total	,067	4			

a. Variable dépendante : charp

b. Valeurs prédites : (constantes), r

Coefficients<sup>a</sup>

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	,915	,064		14,284	,001
	r	-,007	,001	-,982	-8,965	,003

a. Variable dépendante : charp

## الملحق (8): نتائج التحليل الاحصائي لمحفظه المتحفظ

Variables introduites/supprimées<sup>a</sup>

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	r <sup>b</sup>	.	Entrée

a. Variable dépendante : charp

b. Toutes variables requises saisies.

## Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,835 <sup>a</sup>	,698	,597	,225

a. Valeurs prédites : (constantes), r

ANOVA<sup>a</sup>

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	,351	1	,351	6,918	,078 <sup>b</sup>
	Résidu	,152	3	,051		
	Total	,503	4			

a. Variable dépendante : charp

b. Valeurs prédites : (constantes), r

Coefficients<sup>a</sup>

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	1,302	,199		6,556	,007
	r	-,014	,005	-,835	-2,630	,078

a. Variable dépendante : charp

## الملحق (9): نتائج التحليل الاحصائي لمحفظه الشجاع

Variables introduites/supprimées<sup>a</sup>

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	r <sup>b</sup>	.	Entrée

a. Variable dépendante : charp

b. Toutes variables requises saisies.

## Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,823 <sup>a</sup>	,677	,569	,072

a. Valeurs prédites : (constantes), r

ANOVA<sup>a</sup>

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	,032	1	,032	6,288	,087 <sup>b</sup>
	Résidu	,015	3	,005		
	Total	,048	4			

a. Variable dépendante : charp

b. Valeurs prédites : (constantes), r

Coefficients<sup>a</sup>

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	1,694	,547		3,096	,053
	r	-,015	,006	-,823	-2,508	,087

a. Variable dépendante : charp

## الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية، وكذلك مدى مساهمته في تدنية مخاطر محفظة الأوراق المالية، وذلك من خلال الإجابة على إشكالية البحث " ما مدى تأثير التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية في السوق المالي السعودي؟"، على هذا الأساس تم اختيار أربع محافظ لشركة الرياض المالية الموجودة بالسوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019.

ولمعالجة إشكالية البحث واختبار فرضياته تم الاعتماد على التحليل الاحصائي، باستخدام مجموعة من الأدوات الاحصائية الوصفية كالوسط الحسابي، الانحراف المعياري، التباين المشترك، ومعامل التحديد، إضافة إلى أسلوب الانحدار الخطي البسيط لدراسة أثر التنوع على أداء المحافظ محل الدراسة بالتطبيق على برنامج .spss

وقد خلصت الدراسة إلى رفض جميع الفرضيات، وبالتالي التنوع لا يؤثر على أداء المحافظ، وهذا راجع إلى درجة المخاطرة الكبيرة التي تميز المحافظ الممثلة في درجة الارتباط القوي بين مكونات المحافظ المدروسة، إضافة إلى العلاقة الطردية بين مكونات هذه المحافظ.

**الكلمات المفتاحية:** محفظة الأوراق المالية، التنوع، المخاطر، معامل الارتباط، الانحدار الخطي البسيط، السوق المالي السعودي.

### Summary

The objective of this research is to examine the impact of diversification on the performance of the portfolio, as well as the extent to which it contributes to the risk of the portfolio, by answering the problem of research, how does diversification affect the performance of the securities portfolio in the Saudi financial market? " on this basis, four of Riyadh's existing securities portfolios were selected in the Saudi financial market from 2010 to 2019.

To address the problem of research and test its hypotheses, statistical analysis was based on a combination of meta-statistical tools such as arithmetic mean, standard deviation, common variation, and determinants, as well as a simple linear regression method to study the effect of diversification on the performance of the portfolio under study by applying to SPSS.

The study concluded that all claims were rejected, and consequently diversification does not affect the performance of the governor, because of the high risk that distinguishes the governor represented in the strong connection between the components of the studied governor, in addition to the critical relation between the components of this governor.

**Key words:** Portfolio of securities, diversification, risk, correlation coefficient, simple linear decline, Saudi financial market.

