

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جي-جل-



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

العنوان

أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في الحد من المخاطر
دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في
مؤشر ASE100 - بورصة عمان -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

جمال قدام

إعداد الطالبين :

- بن زايد رانيا

- بن عميروش خديجة

أعضاء اللجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذة سرحان سامية
مشرفا ومقرارا	جامعة جيجل	الأستاذ قدام جمال
ممتحنا	جامعة جيجل	الأستاذ بوميمز فيصل

السنة الجامعية: 2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " من اصطنع إليكم معروفا، فجازوه فإن عجزتم عن مجازاته فادعوا له حتى تعلموا أنكم قد شكرتم، فإن الشاكر يحب الشاكرين "

نشكر الله عز وجل الذي مدنا بالقوة والصبر على مواصلة هذا العمل وإتمامه كما نتقدم بأسمى معاني الشكر والعرفان إلى أستاذنا المشرف " **قدام جمال** " لقبوله الإشراف على هذا البحث وعلى توجيهاته القيمة وسهره الدائم على إتمام هذه المذكرة.

وكذلك نتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ " **بوميمز فيصل** " والأستاذ " **قيرة عمر** " وكذلك الأستاذ " **شرايطية حسان** " لمساعدتهم المستمرة في توجيهنا و تقليل الصعوبات العلمية لمتطلبات إنجاز هذا البحث وفي الأخير نشكر كل من مد يده للمساعدة في هذا العمل ولو بكلمة من قريب أو من بعيد.

الأهداء

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على أشرف المرسلين وعلى أصحابه أجمعين، أما بعد:

أهدي عملي هذا

إلى سبب وجودي ونجاحي، إلى الداعم الدائم والسند، إلى من كانت ولا زالت وستظل أعظم النساء في عيني

إلى الغالية أُمي

إلى من تعب وشقا لأجل دراستي، إلى من لم يبخل علي بشيء، إلى من شجعني إلى حد اليوم

إلى أبي الغالي

إلى من قاسموني أبسط التفاصيل " إخوتي و أخواتي " ، و إلى زميلتي في العمل " خديجة "

إلى أجمل و أنقى و أروع من وضعتهم الحياة في طريقي " جهيدة، جهينة، غنية، مريم، نعيمة، شبيلة، ماجدة،
أميرة، نوال، ويوسف "

رانيا

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام على أهدى و أصدق خلق الله سيدنا وحبیبنا " محمد صلى الله عليه وسلم "
أما بعد:

إنه لا يسعني في هذه اللحظات التي لعني لا أملك أغلى منها أن أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع إلى:
من أحمل اسمه بكل افتخار، ستبقى كلماتك نجوما في سماء العمر أهدي بها في درب الحياة اليوم وغدا و إلى
الأبد " أبي الغالي " رحمك الله و أسكنك فسيح جنانه.

إلى بسمة الحياة إلى من كان دعائي سر نجاحي " أُمي العزيزة حفظها الله "

إلى من كانوا لي بمثابة السند الذي أرتكز عليه، ولم يبخلوا علي بالدعم والتشجيع طوال مشواري الدراسي
" إخوتي و أخواتي "

إلى من تقاسمت معهم متاعب الدراسة وسعدت برفقتهم " صديقاتي " أتمنى لكم النجاح والتوفيق
وأخيرا إلى كل من أعانني من قريب أو من بعيد لإتمام هذه المذكرة أهدي عملي هذا.

خديجة

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
I	شكر وتقدير
II	الإهداء
III	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
VI	قائمة الملاحق
VII	قائمة المختصرات
أ-ج	مقدمة عامة
	الفصل الأول: الاستثمار في محفظة الأوراق المالية
7	تمهيد
8	المبحث الأول: مدخل للاستثمار
8	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي
9	المطلب الثاني: أنواع الاستثمار المالي
10	المطلب الثالث: دوافع و أهداف الاستثمار المالي
11	المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في الأسواق المالية
12	المطلب الأول: الأسهم
14	المطلب الثاني: السندات
16	المطلب الثالث: المشتقات المالية
23	المبحث الثالث: المحفظة الاستثمارية
23	المطلب الأول: نشأة وتعريف المحفظة الاستثمارية
24	المطلب الثاني: أهداف و أنواع المحفظة الاستثمارية
26	المطلب الثالث: المحفظة الاستثمارية المثلى
28	المبحث الرابع: إدارة المحفظة الاستثمارية
28	المطلب الأول: تعريف إدارة المحافظ الاستثمارية
29	المطلب الثاني: قيود و ضوابط تكوين المحفظة الاستثمارية
30	المطلب الثالث: خطوات و سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية
33	المطلب الرابع: استراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية

35	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: التنوع الاستثماري كأداة للحد من المخاطر
37	تمهيد
38	المبحث الأول: التنوع الاستثماري
38	المطلب الأول: نشأة و مفهوم التنوع الاستثماري
39	المطلب الثاني: أساليب التنوع الاستثماري
43	المطلب الثالث: عوامل نجاح سياسة التنوع الاستثماري
45	المبحث الثاني: عائد المحفظة الاستثمارية
45	المطلب الأول: تعريف العائد
46	المطلب الثاني: أشكال العوائد المالية
46	المطلب الثالث: طرق قياس عائد المحفظة الاستثمارية
47	المبحث الثاني: مخاطر المحفظة الاستثمارية
47	المطلب الأول: تعريف خطر المحفظة الاستثمارية
48	المطلب الثاني: أنواع ومصادر خطر المحفظة الاستثمارية
49	المطلب الثالث: تقدير خطر المحفظة الاستثمارية
55	المبحث الرابع: نظريات ونماذج إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية
55	المطلب الأول: نظرية ماركويتز
56	المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM
58	المطلب الثالث: نظرية تسعير المراجعة APT
58	المطلب الرابع: مقاييس تقييم أداء المحافظ الاستثمارية
62	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في الحد من المخاطر في سوق عمان المالي
64	تمهيد
65	المبحث الأول: الإطار العام للدراسة
65	المطلب الأول: تقديم مؤشر ASE100
66	المطلب الثاني: عينة ومتغيرات الدراسة
74	المطلب الثالث: الأسلوب الإحصائي المتبع
77	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
77	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

80	المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة
81	خلاصة الفصل
83	الخاتمة
87	قائمة المصادر والمراجع
93	الملاحق
103	الملخص

قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
20	أوجه التشابه و الاختلاف بين عقود الخيارات والمستقبلات	01
54	حالات معامل بيتا	02
67	عائد وخطر الأوراق المالية	03
69	تشكيلة الأوراق المالية المكونة للمحافظ الاستثمارية وفق تحليل العائد والمخاطرة	04
70	عوائد ومخاطر المحافظ محل الدراسة	05
72	معامل التحديد للمحافظ محل الدراسة	06
73	مؤشرات تقييم الأداء للمحافظ محل الدراسة	07
77	مؤشر التنوع ومخاطر المحفظة الهجومية	08
78	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنوع على مخاطر المحفظة الهجومية	09
78	مؤشر التنوع ومخاطر المحفظة الدفاعية	10
78	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنوع على مخاطر المحفظة الدفاعية	11
79	مؤشر التنوع ومخاطر المحفظة المتوازنة	12
79	نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنوع على مخاطر المحفظة المتوازنة	13

قائمة الأشكال:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	أدوات الاستثمار في الأسواق المالية	22
02	منحنى المحافظ المثلى	28
03	خطوات تكوين محفظة الأوراق المالية	33
04	التنوع الساذج لمحفظة الأوراق المالية	40
05	حالات معامل الارتباط	41
06	أنواع المخاطر من حيث مصدرها	49
07	قطاعات النشاط	67

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الشركات المكونة لمؤشر ASE100	87
02	الشركات المكونة لعينة الدراسة	90
03	عوائد شركات محفظة السوق	92
04	أثر التنويع الاستثماري على مخاطر المحفظة الهجومية	94
05	أثر التنويع الاستثماري على مخاطر المحفظة الدفاعية	95
06	أثر التنويع الاستثماري على مخاطر المحفظة المتوازنة	96

قائمة المختصرات:

الاختصار	المداول
CAMP	Capital asset pricing modal
ASE100	الرقم القياسي المرجح
SPSS	Statistical package for the social sciences

مقدمة عامة

مقدمة:

يعد الاستثمار في الأسواق المالية من أهم القرارات التي تواجه المستثمر في إطار العولمة الاقتصادية وظروف عدم التأكد المحيطة بعملية اتخاذ القرار، مما جعل المستثمرين في مواجهة مباشرة لمخاطر السوق (مخاطر أسعار الصرف، مخاطر أسعار الفائدة، عدم تماثل المعلومات، مخاطر تسعير الأصول... الخ) كما أن المستثمر يسعى دوماً إلى اختيار وسيلة الاستثمار المثلى (المحفظة المالية)، التي 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 وكانت بداية ظهور أولى النماذج والنظريات حول تكوين واختيار المحفظة المالية عام 1952 على يد الاقتصادي الأمريكي Harry Markowitz في مقاله 1952, portfolio Sélection أبرز فيها فكرة التنوع بشكل علمي دقيق، والتنوع الفعال حسب ماركويتز يقوم على قاعدة الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة وذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط) بين العوائد الناتجة عنها

الإشكالية

على ضوء ما سبق يمكننا طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى أثر استخدام إستراتيجية التنوع الاستثماري في تخفيض مخاطر محفظة الأوراق المالية في سوق عمان المالي؟

وتتدرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من التساؤلات الفرعية نوجزها فيما يلي:

- ما المقصود بمحفظة الأوراق المالية؟ وكيف يمكن إدارتها؟
- فيما تتمثل آلية التنوع كأداة للسيطرة على مخاطر المحفظة الاستثمارية؟
- هل يساهم التنوع الاستثماري في تخفيض مخاطر الأوراق المالية لسوق عمان المالي؟

فرضيات الدراسة

- ✓ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتنوع على مخاطر المحفظة الهجومية.
- ✓ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتنوع على مخاطر المحفظة الدفاعية.
- ✓ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتنوع على مخاطر المحفظة المتوازنة.

أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية العملية الاستثمارية في سوق عمان المالي، لا سيما وأن قرار اختيار المحفظة المثلى يعتبر قراراً صعباً وبالغ الأهمية، حيث يسعى المستثمر العقلاني إلى تحقيق أكبر عوائد ممكنة في ظل مستوى مقبول من المخاطرة

كما تعد هذه الدراسة بمثابة إضافة علمية في مجال الدراسات التطبيقية التي تناولت اختبار العلاقة بين العائد والمخاطر في الأسواق المالية عامة وبورصة عمان بصفة خاصة

أهداف الدراسة

- ضبط مختلف المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية وإبراز طرق تقييم أدائها.
- محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع التطبيقي في الميدان.
- محاولة تقييم أداء بعض أنواع المحافظ الاستثمارية في السوق المالي الأردني.
- اكتساب الخبرة في التعامل مع المعلومات والمؤشرات المدرجة في الأسواق المالية.
- فتح مجال البحث أكثر حول موضوع المحافظ المالية

المنهج المتبع والأدوات المستخدمة

قصد الإلمام بمختلف جوانب الموضوع وبغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة والأسئلة الفرعية، اعتمدنا على المنهج الوصفي لأنه مناسب لسرد الوقائع ونقل المعلومات خاصة عند عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالجانب النظري للدراسة، وكذا اعتمدنا على المنهج التحليلي من خلال تحليل النتائج المتعلقة بالجانب التطبيقي.

وتتمثل مختلف الأدوات المستعملة في هذه الدراسة في العناصر التالية:

- ❖ الجانب النظري: تم الاعتماد فيه على الكتب المختلفة، المذكرات وأطروحات الدكتوراه والماجستير وكذلك المقالات والمجلات العلمية.
- ❖ الجانب التطبيقي: فيما يخص القوائم المالية لشركات عينة الدراسة تم الاعتماد على المواقع الإلكترونية كما تم الاستعانة ببرنامج (Excel) و (SPSS) في معالجة البيانات.

أسباب اختيار الموضوع

هناك عدة أسباب لاختيار الموضوع منها ما هو ذاتي وما هو موضوعي يمكن إيجازها فيما يلي:

- الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع كونه مرتبط بمجال التخصص.

- نقص الدراسات والبحوث التي تناولت موضوع التنوع في المحافظ الاستثمارية.
- يعد من المواضيع الجديرة بالاهتمام والبحث من قبل الخبراء والباحثين.
- الرغبة في إثراء المعارف العلمية حول هذا الموضوع

إطار الدراسة

- ❖ الإطار المكاني: سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على عينة من الأوراق المالية المدرجة في مؤشر عمان ASE100
- ❖ الإطار الزمني: سيغطي البحث الفترة الممتدة ما بين (2010/2019) والتي تعتبر كافية لاختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية المطروحة.

الدراسات السابقة

– دراسة بديار أمينة بعنوان: "فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية"، دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة (2008/2016).

تهدف هذه الدراسة إلى إدارة مخاطر السوق المالية بالاعتماد على إستراتيجية التنوع الاستثماري في البورصتين، واستخدمت في ذلك عدة نماذج من أجل اختبار طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة في البورصتين، ولقد تم الاعتماد على البيانات السنوية لعوائد الشركات المدرجة في البورصتين محل الدراسة للفترة 2008/2016، كما تم استخدام (الارتباط، الانحدار الخطي، بالإضافة إلى أسلوب البرمجة التربيعية لتحليل البيانات، 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 اتجاههما في البورصتين.

– دراسة بلعزوز بن علي ونعاس مريم نجاة بعنوان: " فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية"، دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر للفترة (2011/2016).

قامت هذه الدراسة باختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر لتحديد مدى قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطر مقابل توظيفاتهم الاستثمارية، حيث استخدمت الدراسة اختبار نموذج الانحدار الذاتي مشروط بعدم تجانس الأخطاء معمم Garche، وقد بينت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين العوائد والمخاطر في بورصة الجزائر لمدة الدراسة، فارتفاع وانخفاض مؤشر الدراسة مرتبط بارتفاع وانخفاض التذبذب بالعوائد.

– دراسة إلياس خضير الحمدوني بعنوان: " فاعلية التنوع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية" دراسة في عينة من شركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم.

سعت هذه الدراسة لدراسة فاعلية تنويع المحفظة الاستثمارية في تقليل مخاطرة المحفظة الاستثمارية، وغطى البحث عام 2009، ولتحقيق أهداف البحث تم اختيار 45 شركة مساهمة مسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم كعينة للبحث وواقع 15 شركة لكل من قطاع التأمين، القطاع الخدمي، والقطاع الصناعي، وقد توصلت الدراسة إلى أن للتنويع الفعال أثر واضح في تخفيض مخاطرة المحفظة الكلية و المخاطر الغير نظامية وبشكل متساوي في كافة القطاعات التي شكلت 3 محافظ استثمارية، وذلك كون المخاطر غير النظامية التي واجهتها الشركات كانت متساوية مع محدودية المخاطر الكلية

- Ikhlās garrīb and saad alshrani , « Diversification in portfolio risk management»: the case of the UAE financial market Intrnational jorنال of trade.

يعالج هذا البحث إدارة مخاطر المحفظة في سوق الإمارات المالية من خلال تطبيق نظرية المحفظة الحديثة مع التركيز الخاص على نموذج ماركويتز في إيجاد المحفظة المثلى، تستند البيانات أساساً على القطاعات الأعلى أداءً في اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة، حيث تم اختيار 20 شركة مدرجة في بورصة الإمارات من مختلف القطاعات الاقتصادية وذلك من أجل اختبار فعالية التنويع، وكانت من أهم نتائج الدراسة أن مخاطرة الاستثمار في المحفظة أقل من مخاطرة الاستثمار في الأسهم الفردية، كما كشفت الدراسة أيضاً أن استخدام أسهم 20 شركة يسمح بالحصول على محفظة مثلى ذات عائد متوقع قدره 5% ومخاطرة قدرها 2.68%.

ومقارنة بالدراسات السابقة التي تناولها يمكن القول ان ما يميز دراستنا هذه عن الدراسات السابقة هو:

- اعتمدنا في دراستنا على عينة تتكون من 30 شركة مدرجة في المؤشر ASE100 على عكس الدراسات السابقة التي لم تعتمد في دراساتنا على هذا المؤشر.
- عند تحديد عينة الدراسة اعتمدنا في تشكيل المحافظ الاستثمارية على تحليل العائد والمخاطرة بينما في الدراسات السابقة لم تشر إلى كيفية اختيار الأصول المالية المكونة للمحافظ
- الفترة الزمنية المدروسة قدرت ب 10 سنوات (2010/2019) وهي أطول مقارنة بالفترة المدروسة.

هيكل الدراسة

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية وبغية تحقيق أهداف البحث والتأكد من صحة الفرضيات، فقد تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول فصلين نظريين وفصل تطبيقي، تضمن الفصل الأول: الاستثمار في محفظة الأوراق المالية تم تقسيمه إلى أربع مباحث، خصص المبحث الأول لماهية الاستثمار المالي أما المبحث الثاني فتضمن أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، في حين تناول المبحث الثالث المحفظة الاستثمارية، أما المبحث الرابع والأخير فقد تناولنا فيه إدارة المحفظة الاستثمارية.

أما الفصل الثاني من الدراسة فقد تضمن التنويع الاستثماري كأداة للحد من المخاطر وقد تم تقسيمه إلى أربعة مباحث: المبحث الأول خصص للتنويع الاستثماري وفي حين تضمن المبحث الثاني والثالث عائد وخطر المحفظة الاستثمارية أما المبحث الرابع فتناولنا فيه نظريات ونماذج إدارة المخاطر .

أخيرا تضمن الجانب التطبيقي من الدراسة فصلا واحدا حاولنا من خلاله دراسة أثر التنويع على تخفيض مخاطر بعض الشركات المدرجة في مؤشر ASE100 وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى الإطار العام للدراسة، في حين خصص المبحث الثاني لعرض وتحليل نتائج الدراسة.

صعوبات الدراسة

واجهتنا بعض الصعوبات والعراقيل عند إعدادنا لهذا البحث والتي تتمثل في:

- ❖ الجانب النظري: نقص المراجع التي تتناول التنويع الاستثماري ونقص الدراسات السابقة المشابهة للموضوع محل البحث باعتباره موضوع حديث.
- ❖ الجانب التطبيقي: صعوبة الحصول على بعض المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية داخل المحافظ الاستثمارية مما جعلنا نتخذ منحنى آخر للوصول إلى نتائج الدراسة.

الفصل الأول:

الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

المبحث الأول: مدخل للاستثمار

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في

الأوراق المالية

المبحث الثالث: المحفظة الاستثمارية

المبحث الرابع: إدارة المحفظة

الاستثمارية

تمهيد

يعد الاستثمار في الأوراق المالية من الأنشطة التي تزداد أهميتها يوم بعد يوم، نظرا لانتشار التعامل بها في أوساط المستثمرين وأيضا لضخامة الأموال المستثمرة فيها واتساع الفرص الاستثمارية المتاحة، فأصبح بذلك نشاطا اقتصاديا أساسيا وله تأثير واضح على الاقتصاديات المحلية والدولية، وكذلك تعتبر المحافظ المالية من أهم التطورات التي شهدتها عالم الاستثمار، وقد حظيت محفظة الأوراق المالية باهتمام الكثير من المستثمرين والباحثين لما تحققه من عوائد مترتبة عن الإدارة الكفؤة لها وفق أسس وأساليب متبعة تساعد على تحسين مستوى أدائها.

ومن خلال هذا الفصل سوف نتطرق إلى مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية مع التركيز على الجانب النظري للمحفظة الاستثمارية وإبراز سياسات واستراتيجيات إدارة هذه المحفظة، ولإلمام بمختلف جوانب هذا الموضوع قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث، حيث أخذنا المبحث الأول كمدخل للاستثمار بينما تطرقنا في المبحث الثاني لأدوات الاستثمار في الأسواق المالية والمبحث الثالث تناولنا أهم ما جاء في المحفظة الاستثمارية أما إدارة المحفظة فتم تناولها في المبحث الأخير.

المبحث الأول: مدخل للاستثمار

لقد أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة هامة في الدراسات الاقتصادية الحديثة، حيث أولى بعض الاقتصاديين أهمية كبيرة لعنصر الاستثمار واعتبروه محركا أساسيا للنمو الاقتصادي، وعليه سننظر في هذا المبحث إلى مختلف الجوانب المتعلقة بالاستثمار من مفهوم وأهمية وأنواع ودوافع.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي

يعد الاستثمار من أهم الموضوعات في الاقتصاد، حيث أصبح يأخذ حصة الأسد في الدراسات الاقتصادية.

أولاً: تعريف الاستثمار المالي

- الاستثمار هو التضحية الآنية بالأموال وتخصيصها في مجالات مختلفة على أمل تحقيق عوائد مستقبلية أو تعظيمها، فهو بذلك التزام تكتفه مخاطر كبيرة.
 - الاستثمار المالي عبارة عن امتلاك أصل من الأصول المالية من خلال توظيف الأموال في مجالات عديدة على أمل تحقيق عوائد مستقبلاً¹.
 - الاستثمار المالي عبارة عن شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكة حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية.
- وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية مختلفة خلال فترة زمنية طويلة على أمل تحقيق فوائد وأرباح مستقبلية، وبالتالي فإن المحرك الأساسي للاستثمار هو التطلع إلى تحقيق عوائد مما يترتب عليه مخاطرة وهو ما يعني أن القرار الاستثماري مبني على أساس مقارنة العوائد المنتظر تحقيقها مستقبلاً مع معدل الفائدة على التوظيفات المالية².

ثانياً: خصائص الاستثمار المالي

هناك مجموعة من الخصائص تميز الاستثمار المالي عن باقي الاستثمارات الأخرى نذكر منها ما يلي³:

¹ أرشد فؤاد النيمي، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص16.
² طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص13.
³ مروان شموط، كنجو عيود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص28.

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى، فبجانب السوق الأولية والسوق الثانوية توجد أحيانا سوق ثالثة ورابعة، وبجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها مما يزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.
- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى كون الأوراق التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة الحقيقية.
- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، حيث أن أسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.
- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة في المستثمر كذلك المطلوب توفرها في المستثمر في الاستثمارات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أيا كانت إمكانياته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسامسة من هم على استعداد لتقديم المشورة.

المطلب الثاني: أنواع الاستثمار

يقسم الاستثمار المالي وفق عدة معايير نذكر منها¹:

أولاً: من حيث وسائله

1. استثمار مباشر: وهو الاستثمار في جميع أنواع المشاريع باستثناء المتعلقة بالمساعدات والمعونات المالية والفنية والتقنية التي تقدم إلى الدولة.
2. استثمار غير مباشر: وهو الاستثمار الذي يتم عن طريق شراء أوراق مالية لشركات تسهم في النشاط الاقتصادي المباشر بهدف الربح عن طريق البيع.

ثانياً: من حيث دوافعه الاقتصادية على أطراف الاستثمار الرئيسية

1. الاستثمار الحكومي (استثمار الدولة): وهو الذي يخطط للتنمية الاقتصادية والاجتماعية للدولة والاتجاه السياسي والفكري القائم فيها.

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص22-23.

2. **الاستثمار الخاص:** وهو استثمار القطاع الخاص الذي تطور من المشروع الفردي أو العائلي المحصور إلى نشاط محدود لشركات ومؤسسات تضم عددا من المستثمرين من مختلف الشرائح الاجتماعية الذين يقومون بتوظيف مدخراتهم في مختلف المشاريع الإنتاجية والخدمية، ومع التطور التقني خاصة في مجال المعلومات والاتصالات الذي حول العالم إلى قرية بقي استثمار القطاع الخاص محدود إزاء الاستثمار الأجنبي.

3. **الاستثمار الأجنبي:** هو عبارة عن الاستثمارات الخارجية التي أصبحت من مصادر التمويل الهامة لمشاريع التنمية الاقتصادية خاصة في البلدان النامية ودول أوروبا الشرقية، وقد تميز عقد التسعينيات وما بعده بالتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال، وتقلص دور البنوك التجارية في تمويل الاستثمارات. ويمكن تقسيمه إلى¹:

- أ. **استثمار حقيقي:** هو الاستثمار في الأصول الحقيقية ويشمل الاستثمارات التي تؤدي إلى الزيادة في رأس مال المجتمع، بمعنى زيادة طاقته الإنتاجية كسواء الآلات والمعدات والمصانع.
- ب. **استثمار مالي:** ويعبر عن الاستثمارات التي لا يترتب عنها سوى انتقال الملكية للسلع الرأسمالية من طرف لآخر دون إحداث زيادة في الطاقة الإنتاجية للمجتمع، فهو يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وغيرها.

المطلب الثالث: دوافع و أهداف الاستثمار المالي

تختلف أهداف ودوافع الاستثمار باختلاف الجهة التي تقوم بعملية الاستثمار.

أولاً: دوافع الاستثمار المالي

هناك مجموعة من العوامل تزيد من دافع استثمار الأموال الفائضة وتوظيفها في أوجه مختلفة، نذكر منها ما يلي²:

1. **توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات :** إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود الناتجة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم.

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص36.

² حسني علي خريوش وآخرون، الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص 184 - 185.

2. توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار: وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس الأفراد والقطاعات الاقتصادية المختلفة مما يحفزهم على الاستثمار.
3. تعددت الأدوات الاستثمارية مما يوفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تسمح لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، إلا أن ذلك يتوقف على وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة.

ثانياً: أهداف الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي¹:

1. تأمين المستقبل: عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سناً معيناً وهم على أبواب التقاعد، حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة.
2. تحقيق أكبر دخل جاري: يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.
3. تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول: يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس المال المستثمر على الدوام حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر مضاف إليها العائد المحصل.
4. حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم: إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية للنقود المستثمرة.
5. حماية الدخل من الضرائب: أي الاستفادة من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات التنظيمات المعمول بها في مجالات استثمارية معينة.
6. تعظيم الثروة: يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم من عوائد إذا صدقت توقعاتهم أو مخاطرة في حالة العكس.

¹ حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 184.

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في الأسواق المالية

ظهرت الأدوات المالية بغرض تلبية حاجات المتعاملين بها من خلال عمليات التبادل التي تتم عل
وتعتبر دورها من أهم السلع المالية المتعامل بها في الأسواق المالية.

المطلب الأول: الأسهم

السهم عبارة عن سند مالي يعبر عن حق ملكية الفرد وهو أداة للملكية.

أولاً: تعريف الأسهم

تعرف على أنها عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، أو صكوك لها الحق في حصص شائعة في ملكية
رأسمال الشركة المصدرة لها، بشكل يسمح لصاحبها أن يصبح شريكا تناسبيا في الشركة كما تعد هذه الأوراق
أداة تمويلية رئيسية لتكوين رأس مال شركة الأموال.

السهم هو حق المساهم في شركة أموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق، قابل للتداول وفقا لقواعد القانون
التجاري ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، حق التصويت فيها، حق الانتخاب، حق
الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة عند
تصنيفها بسبب الانقضاء.

كما عرف بأنه عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي الأصول لشركة
مساهمة أو توصية بالأسهم، ويضمن الحق في الحصول على حصته من أرباح الشركة تناسبا مع ما يملكه من
أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم¹.

ثانياً: خصائص الأسهم

للسهم عدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى منها²:

- صك ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، وحملة الأسهم العادية هم أصحاب الشركة.
- الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية.
- يمكن لحملة الأسهم المشاركة في إدارة الشركة والاشتراك في الجمعيات العمومية ولهم حق التصويت
- أرباح السهم غير محدودة مسبقا، وتعتمد على الموقف المالي للشركة.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: - أسهم - سندات، الدار الجامعية الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص230.

² دفع الله المكي حسن الرضي، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013/2018)، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة النيلين، الخرطوم، 2018، ص15.

- تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث يمكن تحويلها إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.

- قابلية السهم للتداول وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.

- تساوي قيم الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.

ثالثاً: أنواع الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم إلى عدة أنواع، تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم¹:

1. من حيث الشكل: وفقاً لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم إلى ما يلي:

أ. **أسهم لحاملها:** وهي أسهم تشبه النقود، مالکها هو الشخص الذي يحوزها، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة.

ب. **أسهم اسمية:** هي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتنتقل ملكيتها بالقيد في دفاتر الشركة.

ت. **أسهم لأمر:** هي أسهم تصدر لأمر شخص معين (أو أشخاص) تتم عملية تداولها عن طريق التظهير، دون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة.

2. حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم: استناداً لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

أ. **الأسهم النقدية:** هي أسهم تمثل حصص نقدية في رأس مال الشركة، يدفع المكنتب قيمتها نقداً ولا يصبح السهم قابلاً للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.

ب. **الأسهم العينية:** هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.

ج. **أسهم أو حصص التأسيس:** هي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدموه من جهد وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة، وهي أسهم قد تكون اسمية أو لحاملها، تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية.

3. حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها: استناداً لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

أ. **الأسهم العادية:** هي النوع السائد والمألوف من الأسهم، يعتبر حملتها أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة استفادة في حالة نجاحها، لكنها أكثر الأطراف، التي تتحمل الضرر والمخاطر في حالة فشل الشركة.

¹ حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 202-210.

ب. **الأسهم الممتازة:** هو عبارة عن ورقة مالية تمثل حق ملكية وحق مديونية في آن واحد، يحصل حملة الأسهم الممتازة على امتياز يتمثل في زيادة عدد الأصوات التي يتمتعون بها في التصويت بالإضافة إلى امتياز الأولوية في الحصول على نصيب من أموال التصفية قبل توزيعها على حملة الأسهم العادية.

وللأسهم الممتازة عدة أنواع منها:

- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح وغير مجمعة الأرباح.
- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح.
- الأسهم الممتازة القابلة للسداد (الاستدعاء).
- الأسهم الممتازة ذات الحق في التصويت.
- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

ج. **الأسهم الخاصة:** وهي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة بهدف الحصول على التمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأس مالها، كما أن إصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة وقواعد لتداولها، تختلف نوعاً ما عن الأسهم العادية والممتازة، وللأسهم الخاصة عدة أنواع أهمها:

- شهادات الاستثمار.
- سندات المساهمة.
- السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم.

المطلب الثاني: السندات

السند ورقة مالية ذات قيمة معينة وهي أحد أوعية الاستثمار تعبر عن الدين (أداة دين).

أولاً: تعريف السندات

يعتبر السند قرصاً من المساهمين إلى الشركة وتتعهد الشركة المصدرة للسند بدفع قيمته في تاريخ محدد، مقابل الحصول على فائدة محددة سنوية من القيمة الاسمية له حتى تاريخ استحقاقه¹.

ولذلك تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويلة الأجل ويوجد عدد من التعريفات المرتبطة بالسندات لابد أن يلم بها كل مستثمر²:

1. القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السندات.

¹ أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 48 - 49.

² فليح حسن خلاف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 241.

2. **معدل الكوبون:** وهو ما يعبر عن سعر الفائدة (الاسمي) على السند المصدر ويطلق عليها معدل الكوبون حيث يحصل المستثمر على فوائد دورية طبقاً لهذا المعدل.
3. **أجل الاستحقاق:** وهو تاريخ استحقاق السند أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين .
4. **حق استدعاء السندات:** قد ينص في عقد إصدار السندات على أنه يحق للشركة أن تقوم باستدعاء السندات في أي وقت ولا بد أن تخطر حملة السندات بهذا الأمر، وغالباً ما تلجأ الشركات إلى هذا النوع من الاستدعاء إذا انخفض سعر الفائدة السوقي عن سعر الفائدة على السندات، وذلك لتسفيد الشركة مصدرة السندات بفروق مدفوعات الفوائد.

ثانياً: أنواع السندات

تقسم السندات وفقاً لعدة معايير إلى خمسة أنواع كما يلي¹:

1. **حسب الجهة المصدرة:** يمكن تصنيفها إلى:
 - أ. **السندات العامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة أو من يمثلها وهذا في حالة حاجتها إلى الأموال.
 - ب. **السندات الخاصة:** تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حال احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.
2. **حسب ما تتمتع به من ضمان:** حسب هذا المعيار نجد نوعين من السندات:
 - أ. **السندات المضمونة:** هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز الشركة المصدرة لها عن الوفاء بأصل الدين أو فائدته.
 - ب. **السندات غير المضمونة:** هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد الشركة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها اتجاه الدائنين.
3. **حسب العائد:** يمكن التمييز بين نوعين من السندات:
 - أ. **السندات ذات العائد الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة، لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.
 - ب. **السندات ذات العائد المتغير:** هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتحدد هذا الأخير حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو تبعاً لمؤشرات اقتصادية معينة.
4. **حسب ما تتمتع به من حقوق و امتيازات:** تصنف السندات حسب هذا المعيار إلى:

¹ حياة نجار، محاضرات في الهندسة المالية، تخصص ماستر إدارة مالية، جامعة جيجل، 2018 - 2019، ص25.

- أ. **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** سندات يمكن تحويلها إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك.
- ب. **السندات غير القابلة للتحويل:** هي الشكل الشائع لسندات الإقراض، حيث أن الأصل في السندات هو عدم قابليتها للتحويل.
5. **حسب طريقة تداولها وتملكها:** تقسم إلى:
- أ. **سندات اسمية:** سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقته، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل من حيث الدين الأصلي و الفائدة، أو مسجلة تسجيلًا جزئيًا (القيمة الاسمية فقط)، أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تخصم منه بمجرد استحقاقه لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.
- ب. **سندات لحاملها:** سندات تخلو من اسم حاملها، يتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها موافقة الشركة المصدرة أو إثباته في سجلاتها، تحصل فوائدها (كوبونات مرفقة بالسند) مباشرة ومن الجهة المختصة عند الاستحقاق.
- ج. **سندات ذات شرط الاستدعاء:** يعطي هذا الشرط حقا للشركة المصدرة إعارة شراء واستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، يسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

أدوات مالية تستمد قيمتها من أداء أصل حقيقي أو مالي أو من أداء أحد المؤشرات السوقية.

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر التزام مماثل، والعقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات أو كمية من السلع أو يتعلق بمؤشر من المؤشرات، وهذا العقد قد يربط الطرفين (طرفي العقد) بطريقة ملزمة أو يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدمه ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد¹.

وتعرف أيضا على أنها عقود مالية اشتقت قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد يطلق عليه الأصل الأساس (أسهم، سندات، أو عملات....) يتم تسويقها في تاريخ مستقبلي ولا تتطلب استثمارات مبدئية وإنما مبلغ

¹ حماد طارق عيد العال، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، القاهرة، 2009، ص59.

مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، ومن أبرز أشكالها العقود الآجلة، عقود المستقبلات، عقود المبادلة والخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة¹.

كما يعرف صندوق النقد الدولي المشتقات بأنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"².

ثانيا: أهمية المشتقات المالية

تؤدي المشتقات المالية دورا مهما في الأسواق المالية ويبرز ذلك من خلال ما يلي²:

1. **تسيير المخاطر:** عن طريق المشتقات المالية يمكن ابتكار طرق جديدة لإدارة المخاطر فمن خلالها يمكن تجزئة المخاطر الموجودة بالأدوات المالية التقليدية، كمخاطر تقلب الأسعار ومخاطر أسعار الفائدة، تسيير كل من هذه المخاطر عن طريق عملية التحوط.
2. **زيادة الاستثمار:** تمكن المشتقات المالية من دعم فرص تحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح، من خلال زيادة الفرص الاستثمارية وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق، فضلا عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين الأمر الذي من شأنه أن يزيد عدد المتعاملين من الجهات التي تقدم هذه الخدمات.
3. **تخفيض التكلفة:** تقلل المشتقات المالية من تكاليف المعاملات التقليدية في الأسواق وتكاليف الأجهزة الرقابية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدل من دفع مبلغ العقد كاملا منذ البداية، الأمر الذي يسهم في زيادة الكفاءة التشغيلية للأسواق المالية.
4. **السيولة:** تتمتع المشتقات بسيولة عالية، مما يمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغائها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس الوقت، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز أو إلغائها تبعا لحاجياته ورغباته.
5. **إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين:** يدخل المضارب طرفا في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يدفع المضارب في عقود المستقبلات المالية سواء كان مشتريا أو بائعا، قيمة الهامش المطلوب، أما في عقود الخيارات فيدفع المشتري قيمة علاوة الخيار.

¹ بلعوز بن علي ، إدارة المخاطر - المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص124.

² عبد الحميد رضوان سمير ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص59.

² المرجع السابق، ص60.

ثالثا: أنواع المشتقات المالية

من أشهر المشتقات المالية وأكثرها تداولاً في الأسواق المالية، نجد عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، وعقود المبادلات.

1. العقود المستقبلية:

أ. **تعريف العقود المستقبلية:** تعرف بأنها عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها في الأسواق المنظمة وتخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر. كما تعرف أيضاً أنها التزام نمطي إما لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي يتم التنفيذ في المستقبل، والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد، بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل¹.

ب. **خصائص العقود المستقبلية:** تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية²:

- نمطية شروط التعاقد فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته أو جودته.
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض.
- هي عقود تبرم من خلال غرفة المقاصة في الأسواق المنظمة.
- يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة.
- التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل من الطرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان (الهامش المبدئي).
- أسواق العقود المستقبلية تلعب دوراً في توفير المعلومات الخاصة بالأسعار الحاضرة والمستقبلية.

2. العقود الآجلة:

أ. **تعريف العقود الآجلة:** العقد الآجل For Ward contracte هو عقد يبرم بين الطرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق، ولا يختلف العقد الآجل عن المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص12.

² المرجع السابق، ص12 - 13

ويعرف أيضا بأنه اتفاق لشراء أو بيع أصل ما في تاريخ مستقبلي بسعر متفق عليه يتحدد عند التعاقد، ولا يتم تداول العقد الآجل في البورصة. ويعرفه البعض على أنه عقد بين طرفين يلتزمان بموجبه باستلام أو تسليم كمية من أصل معين بسعر معين في زمان محدد ومكان محدد. وعرفها صندوق النقد الدولي: العقد الآجل يقتضي باتفاق الطرفين على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أو ماليا بكميات معينة في تاريخ معين وبسعر متفق عليه، والعقود الآجلة ليست عقود مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام سنوية العقود في تاريخ معين³.

ب. **خصائص العقود الآجلة:** تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية¹:

- المرونة حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف.
- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى فإذا رغب البائع والمشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.
- تتضمن مشكلة محتملة وهي التي تتعلق بمخاطر الائتمان أو مخاطر العجز عن السداد وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزامه.
- يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تدوينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين.
- تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عن بداية العقد.

3. عقود الخيارات:

أ. **تعريف عقود الخيارات:** هو عقد بين طرفين مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة، هذه المكافأة تدفع عند التعاقد وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة، بعبارة أخرى هي مبلغ يدفع للمشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، حيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد أو خسارته في ذات اللحظة.

وهذا ويطلق على مشتري العقد صاحب المركز الطويل بينما يطلق على المحرر صاحب المركز القصير وكما يبدو في تعريف عقد الخيار أنه قد يعطي الحق في الشراء ومن ثم يطلق عليه عقد خيار الشراء كما يعطي الحق في البيع ومن ثم يطلق عليه خيار البيع¹.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 6.

¹ بن علي بلعزوز، مرجع سبق ذكره، ص 123 - 124.

بأ. خصائص عقد الخيار²:

- للعقد طرفان الأول وهو المحرر ويطلق عليه غالبا البائع ويتخذ مركزا قصيرا والآخر المشتري ويطلق عليه مالك أو حامل الخيار ويتخذ مركزا طويلا.
 - يجب أن يحدد العقد نوع الموجودات محل العقد.
 - يجب أن يحدد العقد نوع الخيار فيما إذا كان شراء أو بيع، وأسلوب الخيار فيما إذا كان أمريكيا أو أوروبيا.
 - يجب أن يحدد العقد تاريخ نفاذ أو صلاحية الخيار ويطلق عليه أيضا تاريخ الاستحقاق.
 - تحديد سعر التنفيذ، وهو السعر الذي سيشتري أو سيبيع به الموجود بغض النظر عن السعر السائد في السوق عند التنفيذ، ويسمى أيضا بسعر الصفقة ويتم تحديده في بداية التعاقد.
 - مشتري الخيار يحصل على حق مقابل مبلغ من المال يدفع للبائع عند الاتفاق يطلق عليه علاوة أو سعر الخيار.
 - يجب أن يحدد العقد الغرض من الصفقة فيما إذا كان لإنشاء أو إغلاق مركز.
- الجدول رقم(1): أوجه التشابه والاختلاف بين عقود الخيارات والمستقبليات

عقود الخيارات	عقود المستقبليات
<p>أوجه التشابه</p> <p>* يغطي عقد الخيار فترة مستقبلية</p> <p>* قيمة عقد الخيار لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ.</p> <p>* عقود الخيارات تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع الأصل في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند التعاقد.</p> <p>* أن قيمة عقد المستقبليات لا يخول لحامله أي حق على الأصل محل التعاقد في أي لحظة قبل حلول ذلك التاريخ.</p> <p>* أن التعامل في سوق المستقبليات أيضا ينطوي على درجة عالية من الرفع.</p>	<p>أوجه الاختلاف</p> <p>* يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.</p> <p>* عقود حقيقية لشراء الأصل (سلعة أو ورقة مالية) محل التعاقد بالسعر المحدد،</p>

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الجزء3: عقود الخيارات، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص5 - 6.

² هاشم فوزي العبادي وجليل كاظم أعراضي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 108 - 109.

على أن يتم التسليم و دفع القيمة في تاريخ لاحق.	*تقتصر خسارة المشتري في عقود الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة.
*أن الخسارة في حالة العقود المستقبلية قد تمتد لتشمل (ولو نظريا) القيمة الكلية للعقد.	*لا يحق لمشتري الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر عند التعاقد.

المصدر: هشام فوزي دباس ألعابدي، الهندسة المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ص 99 - 100.

4. عقود المبادلات

أ. تعريف المبادلة: عرفها بعض الكتاب بأنها اتفاق تعاقدى بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق.

بينما عرفها صاحب معجم المشتقات بأنها تتضمن تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر سواء بقصد التحوط أو لأسباب ضريبية.

على خلاف العقود المستقبلية فإن المبادلات ليست سوى اتفاقيات ثنائية لا يجري التعامل بها في البورصات و إنما يجري التعامل بها في الأسواق غير الرسمية، ولذلك لم يكن مستغربا أن تكون هذه العقود غير متجانسة تماما أو أنها أدنى نمطية ذلك أن هذه العقود أو بالأحرى الاتفاقيات كانت المحصلة النهائية لمفاوضات خاصة بين الأطراف وتحدد الشروط في ضوء الاعتبارات التي يحرص عليها كل طرف من الأطراف¹.

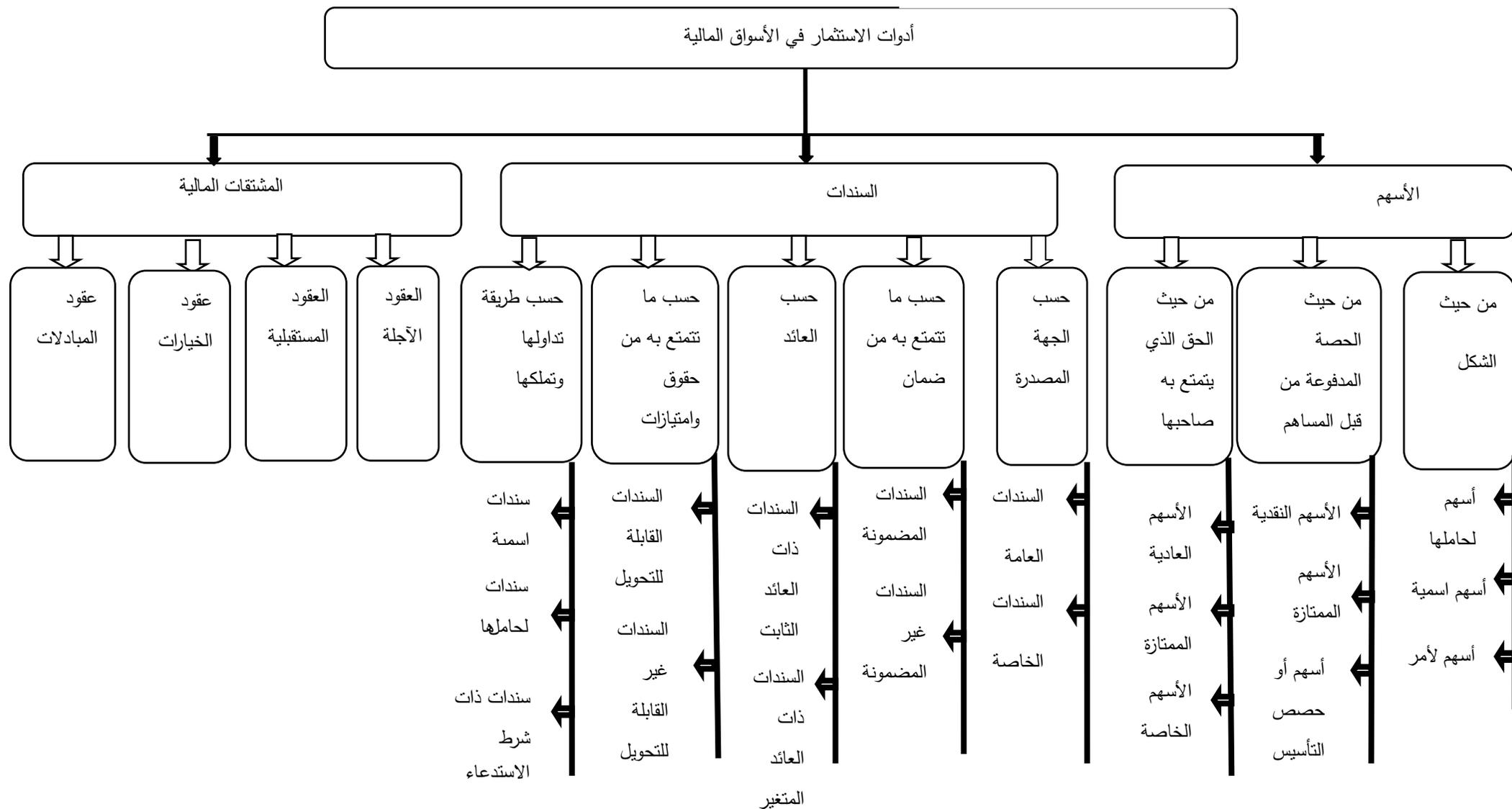
ب. خصائص المبادلة: هناك مجموعة من الخصائص التي تتصف بها المبادلات وهي²:

- أنها عقود ملزمة للطرفين.
- أنها عقود غير نمطية، وإنما تفصل حسب رغبة الزبون.
- يتم التعاقد بصورة مباشرة وغير مباشرة بين طرفي المبادلة.
- أنها تركز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
- أنها توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- لا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات لأغلب أنواعها.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص 238 - 239.

² هاشم فوزي دباس العباسي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

الشكل رقم(1): أدوات الاستثمار في الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد عما سبق

المبحث الثالث: المحفظة الاستثمارية

تعد محفظة 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: نشأة و تعريف المحفظة الاستثمارية

نتطرق في مطلبنا هذا إلى نشأة وتعريف المحفظة الاستثمارية كل على حدى.

أولاً: نشأة المحفظة الاستثمارية

إن أول اكتشاف لمنطق المحفظة الاستثمارية هو في المثل الشهير القائل "لا تضع كل البيض في سلة واحدة" فلا تضع مواردك في مشروع واحد.

ويعتبر المحلل الأمريكي ماركويتز "MARKOWITS" أول من كتب في المحافظ الاستثمارية بمفهومها الاقتصادي وذلك عام 1952م، ثم جاء بعده عدد من الدارسين والباحثين أمثال كورن "COREN" وشارب "CHARPE" وتعتمد نظريتها على تعظيم العائد وتقليل مخاطر الاستثمار عن طريق التنوع بين أدوات الاستثمار، حيث ظهر في بريطانيا والولايات المتحدة خلال عقد الخمسينات والستينات عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها، لكي تستثمرها لهم استثماراً صحيحاً تحقق من خلاله دخلاً جيداً للبنك وللمدخر مما أدى إلى ظهور عدد كبير من المحافظ، ولوجود عدد كبير من المديرين غير المتخصصين في إدارة المحافظ المالية الذين لم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ وبالتالي فشلوا في إدارتهم مما أدى إلى خروج عدد من المؤسسات من السوق وظلت المؤسسات التي يديرها مديرون متخصصون طبقوا نظريات المحافظ المالية العديدة في استثماراتهم المختلفة، فنجحوا نجاحاً كبيراً مما أدى بالباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ وبعد خمس وعشرون سنة من أبحاث العالم الأمريكي ماركويتز أصبحت إدارة المحافظ جنب إلى جنب مع مادتي إدارة الاستثمار والتسويق¹.

ثانياً: تعريف المحفظة الاستثمارية

للمحفظة دور هام في مجال الاستثمار نظراً للمنافع التي تحققها للمستثمر في السوق المالي المتمثلة في تخفيض المخاطر وتنويع العوائد الناتجة عن الأوراق المالية المقتناة.

من أهم التعاريف التي تناولت المحفظة الاستثمارية ما يلي:

¹ أحمد معجب العاتبي، المحافظ المالية الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ص 32 - 33.

- تعرف المحفظة الاستثمارية بأنها: أداة من أدوات الاستثمار المركبة لأنها تتكون في الغالب من أصلين أو أكثر، وتختلف أصول المحفظة في النوع مثلما تختلف في الجودة¹.
- كما تعرف أيضا: عبارة عن خليط من الأدوات المالية يؤدي تشكيلها إلى تخفيض المخاطر الكلية التي يتعرض لها المستثمر بهدف تحقيق أكبر مستوى من العائد².
- كما تعرف أيضا: مجموعة من الأصول المالية والاستثمارات المجمع في كيان استثماري واحد، بهدف إما تحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستويات المخاطرة المحيطة بالأسواق أو تحقيق أقل درجة من المخاطرة في ظل مستويات مختلفة من العوائد.
- وتعرف أيضا: عبارة عن توليفة أو مجموعة من الأدوات الاستثمارية سواء كانت حقيقية أو مالية التي يملكها المستثمر، بهدف تحقيق عائد عند مستوى معقول من المخاطرة من خلال تنويع مكوناتها باتباع الأساليب الصحيحة.
- وتعرف المحفظة الاستثمارية بصفة عامة بأنها: أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأصول الحقيقية والمالية التي يستثمر بها المستثمر أمواله كوحدة واحدة شريطة أن يكون هدف المستثمر من تكوينها هو تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق تنويع أصول المستثمر بها وزيادة العائد من جراء احتفاظه بتلك الأصول³.

المطلب الثاني: أهداف و أنواع المحافظ الاستثمارية

تقسم المحفظة المالية تبعاً للأهداف المرجوة منها وبحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها وبدرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها.

أولاً: أهداف المحفظة الاستثمارية

إن معظم المستثمرين يملكون محافظ استثمارية لكنهم يختلفون في الأهداف، فبعضهم لديه استعداد لامتلاك أصول مالية ذات درجة عالية من المخاطرة، لأنه يسعى إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر اعتماد أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى لو حصل على عائد أقل. وتتمثل الأهداف التي تدفع المستثمر للاستثمار في المحفظة في ما يلي⁴:

1. تحقيق أقصى عائد ممكن على رأس مال المحفظة: إن أهم هدف يسعى إليه المستثمرون في المحافظ الاستثمارية هو تحقيق أكبر عائد ممكن على رأس مال المحفظة.

¹ طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص257.

² مروان شموط و آخرون، أسس الاستثمار، الشركة العربية للتسويق والتوريد، القاهرة، 2008، ص257.

³ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص203.

⁴ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص289.

2. المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة: تعتبر المحافظة على رأس المال الأصلي من أهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها صاحب المحفظة الاستثمارية، ومن هذا فإن المستثمر قد يتعرض لنوع من الخسارة نتيجة لانخفاض أسعار الأوراق المالية أو يتعرض لدرجة عالية من المخاطر نتيجة لما تتمتع به الأوراق المالية من درجة مخاطرة عالية.
3. استقرار تدفق الدخل: يعد هدفا أساسيا من أهداف المحفظة الاستثمارية، حيث يتطلب من مدير المحفظة وخاصة الإدارة المحافظة على التدفقات النقدية للمحافظ الاستثمارية باعتبار الدخل مصدرا مهما للمساهمين في أصول المحفظة.
4. النمو في رأس المال: (زيادة رأس مال المحفظة) يعتبر من أهم الأهداف التي تسعى إليها دائما إدارة المحافظ الاستثمارية أو المستثمرين بصفة عامة.
5. التنويع: يعتبر تنويع أصول المحفظة من أهم الأعمال التي تهتم بها إدارة المحفظة الاستثمارية حيث الهدف من عملية التنويع المتوازن هو الحصول على أكبر العوائد بأقل درجات المخاطرة.
6. قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة: يتطلب هذا من إدارة المحفظة الاستثمارية إيجاد طريقة تمكن من تحويل أصولها إلى سيولة.

ثانيا: أنواع المحافظ الاستثمارية

تتنوع المحافظ الاستثمارية في ضوء مكانتها التي تحدد بعد وضع أهداف المستثمرين أو إدارة المحفظة، ويسعى المستثمر في المحافظ الاستثمارية إلى تحديد الأهداف بشكل واضح ودقيق وحسب الأولويات التي يطمح إليها المستثمر وفق أدوات استثمارية ملائمة.

وعليه سيكون لدينا أنواع متعددة من المحافظ الاستثمارية أهمها¹:

1. محفظة العائد: يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان.
 2. محافظ الربح: وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح، وما يتبع ذلك من ارتفاع في الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو، التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة أو صناديق الدخل والنمو معا، وهي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مسترد في استثماراتهم.
- إن شراء الأسهم التي ينتظر لها نمو عال ضمن محفظة الربح يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة

¹ سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص 74 - 75.

المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات بصورة دقيقة وواضحة حيث إن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي يحققها السوق بشكل عام، ولذلك فإن اختيار هذه الأسهم يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

3. محافظ الربح أو العائد: هي المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد وبعضها الآخر بتحقيق الربح، وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ. وأياً ما يكون نوع المحافظ فإنها تشترك في عدة أهداف أبرزها المحافظة على المال الأصلي لأنه أساسي لاستمرار المستثمر بالسوق، واستقرار تدفق الدخل وفقاً لحاجات الأفراد المختلفة ووفقاً لطبيعة المحفظة الاستثمارية في الأسهم والسندات التي تشكل لتلبية هذه الحاجيات. وعادة تسمى إدارة هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والمخاطرة.

المطلب الثالث: المحفظة الاستثمارية المثلى

إن تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى هو أحد الطرق التي تبين شكل العلاقة بين أعلى عائد ممكن تحقيقه وأقل مخاطرة في السوق المالية.

أولاً: تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى

تعرف بأنها 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، وهي تختلف من مستثمر لآخر أي أن لكل مستثمر محفظة استثمار تعد "مثلى" له، حيث يتوقف ذلك على درجة ميل المستثمر أو إقدامه على المخاطرة، فالمستثمر الذي يميل إلى المخاطرة من أجل تحقيق عائد مرتفع سوف يختار محفظة استثمار ذات مخاطر أعلى من تلك التي يختارها المستثمر الذي لا يميل بالدرجة نفسها إلى المخاطرة (يقنع بعائد منخفض نسبياً) ¹.

هذا وتندرج الغالبية العظمى للمستثمرين تحت النمط الأول وهو المستثمر الرشيد المتحفظ اتجاه عنصر المخاطرة والذي يمكن وفقاً لوجهة نظره تحديد إطار عام لمواصفات المحفظة المثلى كما يلي ²:

1. تحقق للمستثمر توازناً معقولاً بين عنصري العائد والأمان أو المخاطرة.
2. تتسم أصولها بقدر كاف من التنوع الإيجابي مع مراعاة ألا تقتصر أهداف مدير المحفظة على مجرد تنويعها فقط، بل تشمل أيضاً التنوع الجغرافي لأدوات الاستثمار فيها بما في ذلك آجال الأدوات

¹ مروان شموط، كنجو عيود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 259.

² المرجع السابق، ص 259.

والعمولات الأجنبية المقومة بها، وذلك حتى يكون بالإمكان تخفيض معظم المخاطر غير المنتظمة التي تتعرض لها الاستثمارات بما فيها المخاطر السياسية، ومخاطر أسعار الصرف الأجنبي.

3. أن تحقق أدوات المحفظة حد أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء أية تعديلات جوهرية يراها ضرورية وبأقل قدر من الخسائر.

ثانياً: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

تقوم عملية بناء المحفظة الاستثمارية المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاث مبادئ أساسية هي¹:

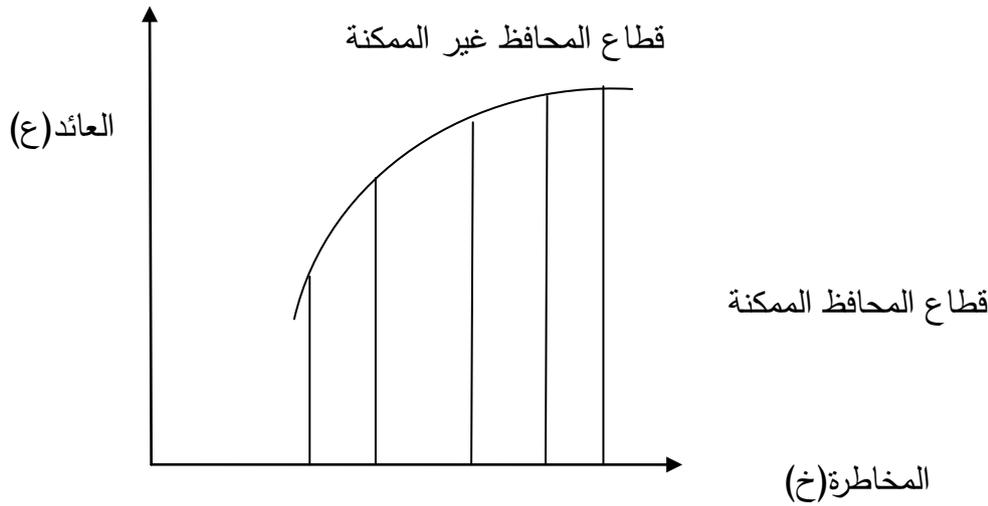
1. إذا ما خیر هذا المستثمر بين محفّتين استثماريتين تتحققان نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطرة الأقل.
2. إذا ما خیر بين محفّتين استثماريتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف العائد المتوقع لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.
3. أما إذا خیر بين محفّتين استثماريتين وكانت الأولى منهما مثلاً أعلى عائداً وأقل مخاطرة من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

ولبناء المحفظة الاستثمارية المثلى على هذه المبادئ الثلاث أعلاه، يتطلب الأمر من المستثمر أو من مدير المحفظة أن يحدد أولاً ما يعرف بمنحنى المحافظ المثلى والذي يطلق عليه الباحثون مصطلح الحد الفعال "Efficient frontier" ويمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى ويرسم عن طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصرى العائد والمخاطرة وذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة، وذلك مع مراعاة افتراض أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة هي فقط من النوع الخسر بحيث لا يوجد بينها أدوات استثمار خالية من المخاطر "Risk-Free Investments".

والشكل رقم (2) يوضح مجموعة المحافظ المتاحة أو الممكنة للمستثمر

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 110 - 113.

الشكل رقم (2): منحنى المحافظ المثلى



ونظرا للعلاقة الطردية بين العائد على الاستثمار والمخاطرة المصاحبة له والتي يكشف عنها الشكل أعلاه، نلاحظ أن من مصلحة المستثمر أن يختار محفظته المثلى في نقاط ما من نقاط القطاع الأعلى غير المظلل على يسار المنحنى، ذلك على اعتبار أن أية محفظة يختارها هناك وتحت مستوى مخاطرة معين، ستحقق له عائدا أعلى من العائد التي تحققه له أية محفظة يختارها من نقاط القطاع المضلل، لكن لأن المحافظ الواقعة في هذا القطاع ليست متاحة عمليا بالنسبة للمستثمر، لذا سيضطر حينئذ أن يبحث عن محفظته المثلى في حدود القطاع المضلل وفي نقطة عليه أن تحقق له أعلى عائد ممكن في حدود المخاطرة التي يتقبلها، وهنا يجد أن من مصلحته اختيار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط المنحنى، باعتبار أن هذا المنحنى هو أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة يمكن أن يذهب إليه المستثمر الرشيد في حياته.

المبحث الرابع: إدارة المحفظة الاستثمارية

تلعب المحافظ الاستثمارية دورا فعالا في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر ، وتهدف عملية إدارة المحفظة إلى تعظيم معدل العائد على الاستثمار عند مستوى مقبول من المخاطرة أو تدنيت خطرها عند مستوى عائد مستهدف لهذا على مدير المحفظة مراعاة أسس إدارتها مع الأخذ بعين الاعتبار بسياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية.

المطلب الأول: تعريف إدارة المحافظ الاستثمارية

هي تلك الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي هي أساسا ترجمة لأهداف المستثمر .

إن طبيعة هذه الأنشطة تتمثل في كيفية الحصول على رأس المال للمحفظة وزيادته وتحديد أهداف المحفظة من عملية الاستثمار وحصص الأوراق المالية والأدوات الأخرى التي تستثمر بها أموالها، وعادة تكون

هذه الأدوات عبارة عن أوراق مالية لشركات وعلى إدارة المحفظة أن تدرس عدد من العوامل الرئيسية التي تعتبرها شروط أساسية لقبول أوراقها المالية.

وبذلك فإن مهمة إدارة المحفظة كبيرة جدا لكونها تقرر اختيار التوقيت الملائم لاختيار قرار البيع والشراء للأوراق المالية وطبيعة المزج بين الأدوات المختارة.

وتعتمد إدارة المحفظة الاستثمارية مفهوم التنويع الإيجابي أساسا في عملها بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن مع استخدام الأدوات والوسائل الرياضية والإحصائية في قياس المخاطر ومحاولة تجنبها بهدف الوصول إلى أقل مخاطر مدروسة، كما تعمل إدارة المحفظة على رفع درجة السيولة بدون خسائر تذكر¹.

المطلب الثاني: قيود وضوابط تكوين المحفظة الاستثمارية

هناك بعض المعايير التي يجب وضعها في الاعتبار عند اختيار أنواع الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية ومنها معيار العائد والمخاطرة، حيث يتم تطبيق اختيار الأوراق المالية عن طريق معدل العائد والمخاطرة الخاصة بكل ورقة ويتم اختيار الورقة التي تعطي أقل مخاطرة وأكبر عائد، مع الأخذ بعين الاعتبار درجة الارتباط بين العوائد والمخاطرة في المحفظة.

فيحتاج مدير محفظة الأوراق الاستثمارية حتى يتمكن من التسيير الحسن لهذه المحفظة إلى تحديد مسبق لقيود عدة أو ضوابط يقوم بمناقشتها مع صاحب المحفظة حتى تأتي المحفظة مطابقة تماما لرغباته واحتياجاته، ويمكن تحديد هذه القيود والضوابط فيما يلي²:

أولاً: قيود وضوابط زمنية

يقصد بالقيود الزمنية المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمارية فيه مستثمرا لأمواله، بمعنى: هل سيكون قصيرا؟ أو متوسطا؟ أو طويلا؟، حيث كلما زادت مدة الاستثمار كلما اتسع مدى الحركة أمام مدير المحفظة ويكون قادرا على القيام بعمليات التنويع والتوزيع للأوراق المالية التي ستحتويها بشكل سليم وأكثر فعالية.

ثانياً: قيود و ضوابط رأسمالية

وهي تتصل بكمية الأموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء وحيازة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب من الأوراق المالية، وكلما كانت الأموال والموارد المالية المتاحة لمدير المحفظة كثيرة كلما كانت قدرته على الشراء أو تمويل شراء مزيج مناسب من الأوراق المالية أكبر أو أكثر توافقا، هذا فضلا

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2015، ص 37 - 40.

² السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010، ص 232.

عن أن وفرة الأموال تمكن مدير المحفظة من اقتناص الفرص السانحة وانتهازها للحصول على أوراق بعينها بسعر معين وعدم الاضطرار إلى بيع أوراق لديه في وقت غير مناسب تحت ضغط الحاجة إلى المال لدواعي توفير سيولة معينة لصاحب المحفظة.

ثالثا: قيود و ضوابط الحاجة إلى تسييل المحفظة

كثيرا ما يضع صاحب المحفظة قيودا على مدير المحفظة، في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل، أو جانب كبير منها و بشكل فجائي، أو في الأجل القصير لاعتبارات معينة مما يجعل مدير المحفظة يتخير أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق له الهدف ولا يختار أنواعا أخرى من الأوراق التي لا تتوافق مع هذا القيد، أي يقوم باختيار أسهم وسندات و صكوك سريعة التداول عليها طلب كبير في البورصة، ويوجد متعاملين راغبين في حيازتها والحصول عليها والمضاربة على أسعارها والتي عندما يقرر بيع أي جزء منها يتمكن بسهولة من ذلك.

رابعا: قيود وضوابط ضريبية التزاميه

كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات مزايا وإعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة، أو لشركات بذاتها، أو مناطق جغرافية محددة، أو لأنشطة ذات طابع خاص، وقد تكون هذه الإعفاءات لفترات زمنية منصوص عليها، أو نظير تحقيق شرط من الشروط، ومن ثمة يكون مدير الاستثمار في البورصة على علم ومعرفة بهذا كله وما هو المطلوب مراعاته عند تكوين محفظة الأوراق المالية من هذه الأوراق، بل الأهم هو: متى سيزول هذا الإعفاء؟ أو متى ستتحصر هذه المزايا؟ حيث قد تتأثر القدرة الإردية وربحية المشروعات باختفاء الدعم.

أو المزايا التي تقدمها الدولة من خلال قوانين وتشريعات تشجيع الاستثمار، وبالتالي تهتز قيمة الأسهم ومدى جاذبيتها في البورصة تبعا لذلك.

خامسا: قيود وضوابط المخاطرة والأخطار

تتنوع وتختلف درجة تحمل وتقبل الخطر من فرد إلى آخر، ومن مستثمر إلى آخر، ومن ثم فإن استعداد الفرد المستثمر للحصول على عائد مرتفع يعني في اللحظة ذاتها استعداده لتحمل مخاطرة مرتفعة مقابل الحصول على هذا العائد، ومن ثمة يقوم مدير الاستثمارات باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر و قدرته على قبول وتحمل المخاطر .

سادسا: قيود وضوابط نفسية ومعنوية

إن ميول ورغبات واحتياجات الأفراد واتجاهاتهم الاستثمارية وقراراتهم تتأثر بالميول والنوازع العاطفية وتفضيلات كل منهم، والتي تتدخل مجموعة عوامل نفسية ومعنوية في تشكيلها، وبصفة خاصة في التأثير على:

1. إدراك الفرد المستثمر وقدرته على رؤية الأمور وتحديد الاتجاهات الاستثمارية واشتقاق الفرص الاقتصادية والاستثمارية السانحة في البورصة، وملاحظة ورصد المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل.
2. دوافع وحوافز الاستثمار لديه ومحرضات السلوك وتطلعات ورغبات وآمال وأهداف الاستثمار لديه وما يبتغيه ويسعى للوصول إليه من تكوين وإدارة المحافظ المالية.
3. الخبرات والتجارب وأحداث السعادة والحزن وارتباطاتها الشرطية، وما مر به خلالها وما اكتسبه من قناعات حاكمة لسلوكه، ويتأثر هذا كله بمدى الاستقرار النفسي والتوازن العاطفي للفرد وإدارة وتدوير الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل كبير.

المطلب الثالث: خطوات و سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية

تختلف خطوات بناء محفظة الأوراق المالية من مسير لآخر وهذا يعود إلى أن طبيعة هذه الخطوات متداخلة ومتشابكة مع بعضها البعض، ورغم ذلك فإن هناك عدد من الخطوات يجب إتباعها في تكوين محفظة الأوراق تتمثل فيما يلي:

1. **تحديد أهداف تكوين وتسيير محفظة الأوراق المالية:** تختلف أهداف تكوين المحافظ المالية باختلاف أولويات واحتياجات مالكي المحفظة، فالأهداف التي تسعى صناديق التوفير إلى تحقيقها من تكوين المحفظة تختلف عن تلك التي تسعى إلى تحقيقها شركات التأمين والبنوك، ومن الأهداف الرئيسية من تملك المستثمرين لمحافظ الأوراق المالية تحقيق العائد والتحكم في المخاطرة، بالإضافة إلى هذين الهدفين هناك أهداف أخرى ومنها:
 - أ. حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم.
 - ب. تنمية المحفظة، أي تضخيم قيمتها السوقية.
 - ج. تحقيق تنمية مستمرة في الأموال المستثمرة.
 - د. تثبيت واستقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع.
 - هـ. تقليل الضرائب، حيث أن بعض الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب.
- ويتضح مما سبق أن أهداف بناء محفظة الأوراق المالية متعددة، فقد يكون الهدف مزيج من

بعض أو كل هذه الأهداف، حيث يسعى المستثمر إلى تحقيق تلك الأهداف من خلال سياسة الاستثمار المبنية على تحليل الظروف الاقتصادية الحالية والمستقبلية¹.

- 2. التحليل والتنبؤ بظروف البيئة الخارجية:** تتأثر سياسات بناء محفظة الأوراق المالية بشكل كبير بظروف البيئة الخارجية، وعلى الرغم من أنه لا يمكن إجراء تنبؤات دقيقة على البيئة الخارجية لأن تلك التنبؤات تخضع لظروف عدم التأكد، إلا أنه يمكن استخدام هذه التنبؤات كمؤشرات تساعد على اتخاذ القرار الرشيد لتسيير المحفظة أو الإجابة عن التساؤلات التي تواجه مدير المحفظة عند شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية ومن أهم هذه التساؤلات ما هي الأوراق المالية التي ينبغي شراؤها أو بيعها؟ وما هو التوقيت الملائم لذلك؟ وهو في ذلك يقوم بنوعين من التحليل هما: التحليل الأساسي والفني².
- 3. وضع سياسات تكوين محفظة الأوراق المالية:** تختلف سياسات إدارة محفظة الأوراق المالية باختلاف احتياجات كل مستثمر واختلاف كذلك السياسات المتبعة من مستثمر لآخر، ومما لا شك فيه أن نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في تسيير محفظته ستؤثر حتما على مكونات تشكيل أصولها، وتنقسم سياسات الاستثمار إلى الآتي²:

- أ. السياسة المخاطرة أو الهجومية:** تبنى عندما يكون الهدف الرئيسي تحقيق أعلى قدر من الأرباح الرأسمالية بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار أدوات الاستثمار المستخدمة، ويكون هم المستثمر تنمية رأس المال أكثر من استمرارية الدخل (محافظ رأس المال)، أفضل أدواتها هي الأسهم العادية ويتم استخدام هذه السياسة في حالة وجود مؤشرات ازدهار اقتصادي.
- ب. السياسة المتحفظة أو الدفاعية:** يكون المستثمر متحفظا جدا اتجاه المخاطرة حيث يعطي أهمية لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق عليها أيضا محفظة الدخل ومن أهم أدواتها السندات الحكومية والأسهم الممتازة وغالبا ما تستخدم في حالات الركود الاقتصادي.
- ج. السياسة المتوازنة (الدفاعية - الهجومية):** يتم فيها مراعاة تحقيق التوازن في المحفظة بحيث تؤدي إلى عوائد ومستويات بالمقابل معقولة من المخاطر ويتم توزيع رأس المال للمستثمر على أدوات استثمار تتيح تحقيق دخل ثابت ودخل متغير مع مراقبة درجة المخاطرة والنظر في أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة واستثمار طويل الأجل، مثل السندات وأذونات الحكومة.
- 4. التنفيذ، المتابعة والتقييم:** يقصد بالتنفيذ القيام بعمليات الشراء والبيع الفعلي لمحتويات المحفظة، وعليه يجب إعطاء المسؤولين عن تسيير المحفظة التفويض والمرونة الكافية، وذلك حتى يستطيعون اتخاذ القرارات الاستثمارية بالسرعة اللازمة في الوقت المناسب، ومراجعة المحفظة بصورة دورية. ويقوم المستثمر بعملية المتابعة وتقييم الأداء، وبما أن تكوين المحفظة يقوم على أساس المزج بين العائد

¹ نعمان محصول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية (دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص علوم التسيير، فرع إدارة أعمال المؤسسات، كلية علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006/2007، ص 103.

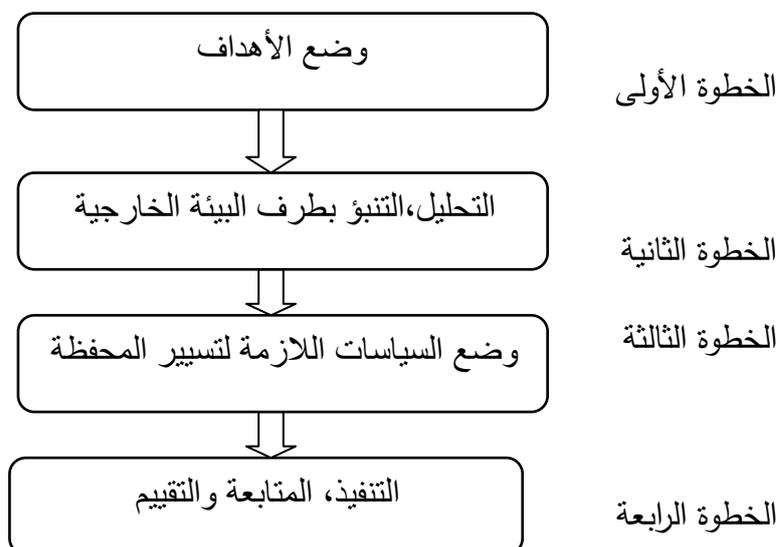
² المرجع السابق، ص 104.

² وليد صافي وأسن البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009، ص 208.

والمخاطرة وهو الجانب الرئيسي للتقييم من جهة وتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية من جهة أخرى¹.

والشكل أدناه يوضح خطوات تكوين محفظة الأوراق المالية:

الشكل رقم(3): خطوات تكوين محفظة الأوراق المالية



المصدر: نعمان محمول، مرجع سبق ذكره، ص 103.

المطلب الرابع: استراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية

توجد عدة استراتيجيات يؤدي إتباعها إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية ومن أهم هذه الاستراتيجيات ما يلي²:

أولاً: إستراتيجية اختيار الأوراق المالية

تقتضي إستراتيجية اختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل الأساسي والفني، وكذا سبل تقييم الأسهم بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار ضمها إلى مكونات المحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة وعن ظروف كل صناعة والوقوف على أفضل المنشآت التي تنتمي للصناعة أي أنه في حاجة لمعرفة مستقبل كل صناعة وكل منشأة تنتمي إليها، فضلاً عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم وحجم

¹ نعمان محمول، مرجع سبق ذكره، ص 107

² ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص 140.

التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم والتي على ضوءها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية من مكونات المحفظة.

ثانياً: إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة

هي تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي إلى القطاعات الأخرى، ومن الشائع تقسيم أسهم القطاعات في أربع مجموعات، أسهم منشآت حساسة للتغير في أسعار الفائدة كأسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وأسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة والتي يطلق عليها الأسهم الدورية كأسهم شركات إنتاج الثلجات، وأسهم السلع الرأسمالية وهي أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية كالآلات والعتاد، ثم الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية والأغذية وتقوم هذه الإستراتيجية على انتقال بين أسهم المجموعات خلال فترات الكساد والرواج لأسهم هذه المجموعات.

ثالثاً: إستراتيجية توقيت السوق

تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى، بعبارة أخرى تقتضي تلك الإستراتيجية بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية أو يقلل المخاطرة لو أنه أدرك متى يدخل إلى سوق الأسهم ومتى يستمر ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منها موجهاً حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل، كالودائع المصرفية وأذونات الخزينة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم، كما تقتضي تلك الإستراتيجية بأنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية.

خلاصة الفصل

تعددت أساليب ووسائل الاستثمار وفقا لرؤية المستثمر وميوله، ولعل أهم هذه الوسائل والأدوات هي تكوين محفظة الأوراق المالية التي يسعى في إطارها المستثمر إلى توفير نوع من الحماية ضد المخاطر وتقلبات القيمة الاسمية لمكونات المحفظة.

وتتجلى أهمية المحفظة في تنوع الأصول التي تحتوي عليها والتي تختلف من حيث طبيعتها وتشكيلها والعناصر المحددة لكيفية المفاضلة بين مكوناتها، هذه المكونات شهدت تطورا ملحوظا بالتوازي مع التطور الذي شهده الاقتصاد العالمي.

الفصل الثاني:

التتويج الاستثماري كأداة للحد من
المخاطر

المبحث الأول: التتويج الاستثماري

المبحث الثاني: عائد المحفظة

الاستثمارية

المبحث الثالث: خطر المحفظة

الاستثمارية

المبحث الرابع: نظريات ونماذج إدارة

خطر المحفظة

تمهيد

إن هدف المستثمر هو اختيار وسيلة الاستثمار الأنج ع (المحفظة الاستثمارية) التي تحقق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى مقبول من المخاطرة برأس المال أي تحقيق هدفين متناقضين

في هذا السياق طرحت فكرة التنوع الاستثماري كألية لإدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية، وبرزت فكرة التنوع بشكل علمي دقيق في نظرية المحفظة الحديثة استنادا إلى المقالة التي نشرها ماركويتز سنة 1952.

كما و يعد قرار المزج أو تنوع المحفظة الاستثمارية من القرارات الإستراتيجية لإدارة المحفظة كونه يأخذ بالحسبان كل الظروف المحيطة بالأدوات الاستثمارية المتاحة لذلك فإن هذا الفصل يعنى بتحليل الموضوعات التالية بشيء من التفصيل حيث أخذنا في المبحث الأول التنوع الاستثماري بينما تطرقنا في المبحث الثاني والثالث إلى عائد وخطر المحفظة الاستثمارية والمبحث الرابع تناولنا نظريات ونماذج إدارة مخاطر المحفظة.

المبحث الأول: التنوع الاستثماري

يعتبر تنوع المحفظة الاستثمارية المبني على أسس علمية وصحيحة، من أهم استراتيجيات التقليل من المخاطر إلى حدها الأدنى، حيث يعدد الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة من حيث جهة إصدارها ونوعها والقطاع الذي تنتمي إليه

المطلب الأول: نشأة ومفهوم التنوع الاستثماري

أولاً: نشأة و تعريف التنوع الاستثماري

انتشرت ممارسة التنوع قبل فترة طويلة من ظهور المقال الذي نشره ماركويتز عام 1952 حول اختيار المحفظة المالية، وما يثبت ذلك التقارير السنوية لشركات الاستثمار سنة 1941، والتي أظهرت حيازة هذه الشركات لعدد كبير من الأوراق المالية بالرغم من أنها لم تكن أول من قام بتوفير التنوع لعملائها، كانت بداية هذه الشراكات في ممارسة التنوع مع صناديق الاستثمار لاسكتلندا و انجلترا وذلك في منتصف القرن 19 ولم يكن التنوع جديداً آنذاك و الدليل على ذلك مقولة تاجر البندقية شكسبير في هذا الصدد: " مالي المغامر به في المشروع التجاري ليس مودعا في سفينة واحدة ولا في مكان واحد ولا ممتلكاتي هي موزعة على زمن واحد" من الواضح على المشهد الأول من المسرحية أن شكسبير كان يعمل بالتنوع دون إدراكه، فقد كان متنوع عبر السفن، الأماكن ، الوقت، ما كان ينقص قبل 1952 هو النظرية المناسبة للاستثمار والتي تقدم تحليلاً مناسباً للعلاقة بين العائد و المخاطرة في المحفظة، وتساعد على توضيح آثار التنوع على عائد المحفظة و ذلك عندما تكون المخاطرة مرتبطة مع بعضها البعض.

برزت فكرة تنوع الاستثمار واستحدثت بها نظرية سلوك المستثمر على يد ماركويتز عام 1952 حيث بين و أثبت رياضياً أنه يجمع أكثر من سهم على حدى، وهو إحدى استراتيجيات إدارة المخاطر، يقوم على توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة المالية على أكثر من سهم واحد لشركات متنوعة وذلك بهدف تخفيض مخاطر المحفظة ، حيث يشير (James c , van Horn, John M,wachowicz, Jr,1998) بأن مفهوم التنوع يعتمد على مبدأ تقسيم المخاطر على عدد من الأصول المالية أو الاستثمارات، أو بصورة أخرى على المثل القائل " لا تضع البيض كله في سلة واحدة" بمعنى أنه عند وضع المبلغ المخصص للاستثمار في سهم واحد فإننا سنحصل على عائد ذلك السهم وفي نفس الوقت نتحمل مخاطر ذلك السهم، أما في حال تقسيم مبلغ الاستثمار على سهمين مثلاً فإن العائد و الخطر سوف يقسم على هذين السهمين وبالتالي نتعرض لمخاطرة أقل من مخاطر الاستثمار في سهم واحد¹.

¹ بديار أمينة، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية(دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر)،رسالة دكتوراه تخصص تطبيقات الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2019/2018، ص35-

التنوع الاستثماري في المحفظة حسب (Cobbaut,2004) هو توزيع الاستثمار على مجموعة من الأوراق المالية بكم و نوع معين، كما عرفه أيضا بأنه بلوغ أدنى قيمة للخطر عند مستوى معين من العائد وهو ما سماه بالتنوع الفعال، وحسب (Bodie, 2011) التنوع الاستثماري هو تقنية لنقل المخاطرة، أما نظرية المحفظة لماركويتر 1952 فقد قدمت مفهوم التنوع الاستثماري باستخدام درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية و عرفت تنوع المحفظة على أنه إستراتيجية تسعى إلى الجمع بين أصول المحفظة ذات العوائد المرتبطة عكسيا وذلك بغرض تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة دون التضحية بالعائد¹.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن التنوع الاستثماري هو إيداع أصول مالية في استثمارات مختلفة لزيادة فرص الحصول على أرباح كبيرة و حماية ضد مخاطر الخسائر وأحد الأسس المنطقية للتنوع هو توجيه المزيد من الاستثمارات نحو هدف الربح من خلال التعامل مع المخاطر و محاولة التحكم فيها²

ثانيا: أهمية التنوع الاستثماري

يعد تنوع المحفظة الاستثمارية أمرا ضروريا للمستثمر الذي يرغب في تقليل المخاطر وتعظيم العائد، بحيث يتم تشكيل هذه المحفظة من مكونات ذات ارتباط ضعيف، وبطريقة تبعث الأمان للمستثمر من جهة المخاطر بصفة خاصة ، كما يجب على المستثمر أو مدير المحفظة في عملية التنوع الاعتماد على عدة إستراتيجيات وذلك للوصول إلى التنوع المناسب و الأمثل مع مراعاة جملة من العوامل التي تساعد بشكل عام في نجاح سياسة التنوع وبعبارة أخرى فإن التنوع مهم جدا لأنه يقلل فرصة وجود عامل سلبي واحد يؤثر على كامل المحفظة³

المطلب الثاني: أساليب التنوع الاستثماري

يعد اختيار الأسلوب المناسب للتنوع أمرا ضروريا للمستثمر، وذلك حسب نوع محفظة الأوراق المالية و البيئة الاستثمارية التي ينشط فيها، وفي هذا الصدد ظهرت عدة أساليب لتنوع محفظة الأوراق المالية، ويمكن توضيح أهم أساليب تنوع محفظة الأوراق المالية في مطلبنا هذا.

أولاً: 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 هما :

¹ المرجع السابق، ص36.

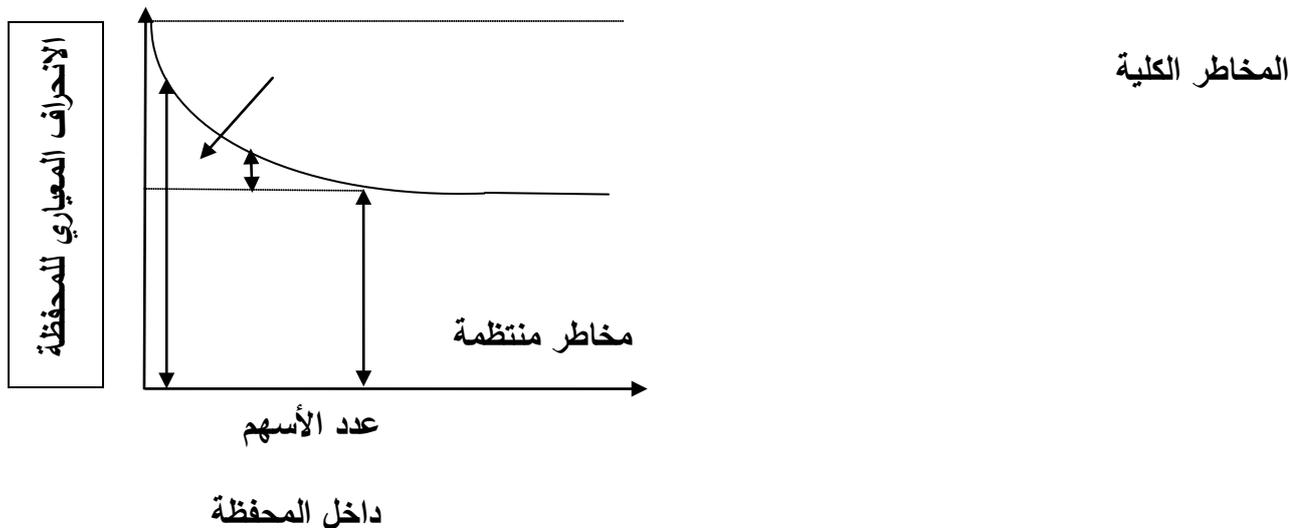
² قاسم منى، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007، ص93.

³ <https://admiralmarkest.com> , 16/04/2021 , 21:47

1. **التنوع الساذج:** يقوم أسلوب التنوع الساذج أو ما يطلق عليه بأسلوب التنوع البسيط على فكرة أساسية مفادها أنه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدتها، فمثلا المحفظة التي تتكون من عدد كبير من الأسهم يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي يتعرض لها محفظة أخرى تتكون من عدد أقل من الأسهم، وتشير الدراسة الشهيرة التي قام بها إفانز و آرشر إلى أن أسلوب التنوع الساذج يضمن التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر غير المنتظمة و ذلك إذا ما اشتملت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائيا وقد توصل إفانز و آرشر إلى:

- أن التنوع الساذج يسهم في تخفيض المخاطر غير المنتظمة أي المخاطر التي تتعلق بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية، بينما لا يسهم في تخفيض المخاطر المنتظمة، أي المخاطر التي تتعلق بالظروف العامة سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية أو غيرها.
- أن المستثمر يمكنه التخلص كلية من المخاطر غير المنتظمة أو الجانب الكبير منها إذا ما تضمنت المحفظة حوالي 15 ورقة مالية ومن المقترح أن لا يغالي المستثمر في تنوع مكونات المحفظة، إذ قد يترتب على تلك المغالاة آثار عكسية كصعوبة إدارة المحفظة وارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة تضاف إلى مكوناتها وارتفاع متوسط تكلفة الشراء نتيجة للاضطرار في بعض الأحيان لشراء كميات صغيرة من كل إصدار¹.

الشكل رقم(4): التنوع الساذج لمحفظة الأوراق المالية



المصدر: منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص389

¹ منير إبراهيم هندی، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015، ص387.

2. **تنوع ماركويتز:** يعتمد أسلوب ماركويتز أو ما يطلق عليه التنوع المثالي، على الطرق العلمية في اختيار وتنوع أصول المحفظة المالية وبعد دراسة جيدة، مع مراعاة معامل الارتباط بين الأوراق المالية المراد اختيارها بمعنى استخدام الأساليب الإحصائية والرياضية اللازمة لدراسة واختيار الأوراق المالية، ويفضل هذه الحالة أن لا يكون بين الأوراق المالية المراد اختيارها درجة عالية من الارتباط وذلك لتقليل المخاطر بأكبر درجة ممكنة.

فالتنوع الكفاء هو الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة لتخفيض المخاطر عند مستوى معين من العائد، حيث قدمت نظرية المحفظة مفهوم التنوع باستخدام درجة الارتباط بين العوائد للأصول، فكلما كان الارتباط بين عوائد الاستثمار أقرب إلى -1 وهو ارتباط يلبي كامل، يكون التنوع أفضل ويعطي نتائج جيدة في تخفيض المخاطرة، أما إذا كان الارتباط أقرب إلى +1 يكون أثر التنوع محدودا جدا وتكون درجة المخاطرة كبيرة جدا¹.

الشكل رقم(5): حالات معامل الارتباط



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاستعانة بالمرجع

¹ فاطمة الزهراء شعوفي، أثر سياسة التنوع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد السادس، جامعة طاهري محمد، بشار، العدد2، ديسمبر 2020، ص205.

ثانياً: تنوع تواريخ الاستحقاق

تشير العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية إلا أنتقلب أسعار الفائدة في السوق يترتب عليه تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل، بالمقارنة مع السندات قصيرة الأجل، وهكذا قد يوجد مدير محفظة الأوراق المالية معظلة تحتاج إلى حل، فإذا ما استثمر مخصصات المحفظة في سندات قصيرة الأجل فإنه يتجنب التقلب الكبير في أسعار تلك السندات وبذلك يقلل مقدار الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها تلك السندات، غير أن استثمار الأموال في تلك السندات سوف يترتب عليه تقلبات كبيرة في العائد من سنة لأخرى إذ ينبغي على البنك في هذه الحالة أن يقوم بسلسلة من الاستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة ومن ناحية أخرى إذا استثمر مخصصات المحفظة في سندات طويلة الأجل فسوف يحقق استقراراً أكبر في العائد السنوي المتولد عن تلك السندات، إلا أن أسعار تلك السندات سوف تتعرض لتقلبات شديدة مما قد يعرض البنك إلى تكبد خسائر رأسمالية، إذا ما اضطر إلى بيعها قبل تاريخ الاستحقاق.¹

في هذا الصدد توجد ثلاث أساليب للتنوع نذكر²:

1. الأسلوب الهجومي: وفق هذا الأسلوب يتم دراسة الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة ولظروف السوق

وعلى ضوء ذلك يتم التحول المستمر بين الأدوات الاستثمارية قصيرة وطويلة الأجل، وللأسلوب الهجومي مزايا كثيرة نظرياً مثل تحقيق عوائد دورية مرتفعة، لكن نجاحه على أرض الواقع يتوقف على مدى دقة التوقعات بشأن اتجاه أسعار الفائدة في المستقبل، حيث أن أي توقع خاطئ يعرض المستثمر لخسائر رأس مالية ناتجة عن انخفاض القيمة السوقية من جهة ويعرضه لتذبذبات كبيرة في العوائد الدورية التي يتحصل عليها من محفظته الاستثمارية، وبناءً على ذلك يجب على المستثمر أن يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة قبل اعتماده هذا الأسلوب في تنوع محفظته.

2. تدرج تواريخ الاستحقاق: في هذا الأسلوب يضع المستثمر حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكنه

قبوله، ومن ثم يقوم بتنوع محفظته بين أدوات استثمارية ذات تواريخ مختلفة، ويمكن أن يدخل المستثمر نوع من المرونة في هذا الأسلوب وذلك بتوزيع مخصصات الاستثمار بكميات غير متساوية على الأدوات الاستثمارية ذات الآجال المختلفة، وتتميز هذه الطريقة عن الأسلوب الهجومي بأنها أكثر أماناً للمستثمر لأن محفظته ستحتوي على مجموعة من الأدوات الاستثمارية ذات تواريخ الاستحقاق المختلفة.

3. التركيز على الاستثمارات قصيرة و طويلة الأجل: يتم استبعاد كل الأدوات الاستثمارية التي تتراوح مدة

استحقاقها من ثلاث سنوات إلى سبع سنوات، وهذا لأن الاستثمارات قصيرة الأجل تحقق متطلبات السيولة وهي التي يخصص لها القدر الأكبر من الموارد في حالة ارتفاع أسعار الفائدة والاستثمارات طويلة الأجل تحقق متطلبات الربحية وهي التي يخصص لها القدر الأكبر من الموارد في حالة انخفاض

¹ منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص214.

² بشار الشمراني، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية، رسالة مقدمة لاستكمال

الحصول على درجة الماجستير في الأسواق المالية، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، العراق، 2015، ص49-51.

أسعار الفائدة، إن هذا الأسلوب يحقق نفس العائد الذي يحققه أسلوب التنوع عن طريق التدرج بتواريخ الاستحقاق ولكن التقلب في عوائد هذا الأسلوب يكون أكبر، ولكن لهذا الأسلوب ميزة مهمة ألا وهي أنه يحقق سيولة أعلى من أسلوب التدرج بتواريخ الاستحقاق.

ثالثاً: التنوع الدولي

يقصد به التنوع من خلال الاستثمار في أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة، ويمتاز هذا الأسلوب بتنوع مكونات محفظة الأوراق المالية و توزيع رأس المال في أكثر من دولة .

إن التنوع بهذا الأسلوب يؤدي إلى التقليل من المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية الأجنبية صفراً أو سالباً أو موجباً غير تام، أما إذا كان معامل الارتباط (+ 1) أو قريباً من ذلك، فإن شراء الأوراق المالية الأجنبية لن يؤدي إلى تخفيض المخاطرة¹.

هناك العديد من الأسباب التي شجعت على التوجه نحو التنوع الدولي نذكر منها²:

1. عدم الاستقرار في العديد من البيئات المحلية مما شجع على التوجه نحو البيئات الدولية التي تتمتع باستقرار نسبي أكبر
2. إزالة القيود المالية والتجارية وزيادة حرية حركة الأموال بين الدول المختلفة خصوصاً الموقعة على اتفاقية التجارة الحرة
3. الإفصاح المالي وتطور الأنظمة المالية و المصرفية مما سهل عمليات الاستثمار عبر الانترنت وغيرها من وسائل الاتصال المختلفة
4. الاستفادة من مزايا التنوع حيث يمكن للأسواق الدولية أن توفر فرصاً استثمارية متعددة لا ترتبط بالأسواق الحرة

المطلب الثالث: عوامل نجاح سياسة التنوع الاستثماري

مما لا شك فيه أن معيار الحكم على نجاح أو فشل سياسة تنوع المحفظة الاستثمارية يتمثل في مدى تحقيق الهدف الرئيسي لهذه السياسة ممثلاً في تخفيض مخاطرتها المرجحة إلى حدها الأدنى، مع ضمان تحقيق العائد المرجح المتوقع منها في الوقت نفسه ذلك يتطلب من مدير المحفظة وعياً كاملاً لأبعاد سياسة التنوع والوقوف على متطلباتها ومحدداتها أيضاً، هذا يعني بأن حرية مدير المحفظة في انتهاج سياسة التنوع ليست مطلقة نظراً للعقبات و القيود الكثيرة التي قد تعترض سبيله في هذا المجال مما يفرض عليه أن يتوخى الحذر

¹ هزاع مفلح، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، جامعة حماه، كلية الاقتصاد، 2018/2019، ص73.

² ندير منوار، لعليلي وليد، أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة إحصائية لعينة من المحافظ المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة الصديق بن يحيى، جيجل، 2020/2019، ص36.

في انتهاج هذه السياسة إذ توجد حالات كثيرة قد تتقلب فيها المزايا المنتظرة من التنوع إلى عواقب وخيمة على المستثمر¹.

في هذا السياق على مدير المحفظة أن يراعي 3 اعتبارات هامة هي²:

أولاً: تنوع المخاطر الاستثمارية

فمخاطر الاستثمار متعددة المخاطر و الأسباب و تصنف إلى فئتين رئيسيتين هما: مخاطر سوقية وغير سوقية

فالمخاطر السوقية تسمى أيضا بالمخاطر العادية أو المنتظمة، وهي تلك التي ترتبط أسبابها بشكل عام بظروف السوق المالي، تتميز بالانتظام ويمكن توقعها ولكن لا يمكن تجنبها.

أما المخاطر غير السوقية وتسمى أيضا بالمخاطر غير العادية أو غير المنتظمة، فتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق المالي، لذا يصعب التنبؤ بحدوثها.

ومن المهم لمدير المحفظة أن يعلم بأن سياسة التنوع لا تتجح إلا في تخفيض النوع الثاني من المخاطر فقط، لكنها لا تجدي في تخفيض المخاطر السوقية والتي تكون آثارها عامة فتصيب جميع أصول المحفظة دون استثناء

ثانياً: عدد أصول المحفظة

فكلما زاد عدد أصول المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنوع في تخفيض المخاطر، وهذا طبقاً لقانون العينات العشوائية Randomsamples الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة واحتمال تركيز الخسائر في عنصر معين ، لكن على مدير المحفظة أن يراعي أيضاً وجود حد معقول لتعدد تشكيلة أصول المحفظة على جدوى سياسة التنوع، ولضغط نفقات إدارتها.

ثالثاً: معامل الارتباط بين أصول المحفظة

أ. من حيث نوع الارتباط: فقد يكون موجبا كما يحدث بين أسعار الأسهم و أسعار العقار، وقد يكون سالبا كما حدث في أزمة الـ 2008، عندما أدى الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى ارتفاع حاد في أسعار السندات

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص128.

² يعقوب عبد الرحيم الأمين مضوي ، محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي(تمويل)، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، أبريل 2019، ص27-28.

ب. من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط: تتراوح بين $1+$ و $1-$ ، فعلى مدير المحفظة أن يراعي عند تنويع الأصول كلا من نوع الارتباط وقوة معاملته، ففي حالة الارتباط السالب، تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الارتباط بين عوائد الأصول، بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الارتباط

حساسية التنويع لا تتجح في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الارتباط موجبا وقويا، لن عملية التنويع ماهي إلا تكرار لأصل من الأصول، على العكس عندما يكون الارتباط سالبا أو معدوما، فالتنويع يكون موجبا ومفيدا في تخفيض المخاطر، لأن الآثار ستعم وفي اتجاهات متعكسة.

المبحث الثاني: عائد المحفظة الاستثمارية

يمثل العائد على المحفظة نسبة الربح الصافي الذي يحققه المستثمر عند نسبة مخاطرة معينة

المطلب الأول: تعريف العائد

يمكن تعريف العائد على الاستثمار ب أنه "الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول محفظة الأوراق المالية خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام"¹

كما يمكن تعريف العائد بأنه " المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلا نظير استثماره لأمواله، والمستثمر يتطلع دائما لهذا العائد بهدف تنمية وزيادة ثروته وتعظيم أملاكه"²

ولقد ذهب العديد من الباحثين والكتاب إلى إطلاق تعاريف متعددة حول مفهوم العائد منطلقين بذلك من الزاوية التي ينظر منها كل منهم فقد ذهب (Geoff, 2007,3) إلى أنه الثروة المتحققة عند مستوى معين من الخطر ولفترة زمنية محددة ونتيجة لكفاءة الاستخدام، في حين ذهب (Nothrup,2004,103) إلى أنه دالة القياس التي يمكن من خلالها الحكم على مدى نجاح الاستثمار في تحقيق الأرباح، أما (walker,2005,6) فتفق مع (Nothrup,2004,103) في أنها دالة لإثبات مدى نجاح الاستثمار كونه يتجه الاتجاه الصحيح الذي يحقق الأهداف المرسومة والمتمثلة في الأرباح³.

وفي هذا الصدد لابد أن نميز بين عائد المحفظة الفعلي و المتوقع و المطلوب، إلا أن العائد الذي يشكل محور اهتمام المستثمرين هو العائد المتوقع

¹ محمد أحمد دريد ، الاستثمار:قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص119.

² سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري(دراسة حالة بنك BNP paribas)، مذكرة ماجستي في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007/2006، ص32.

³ سلمان مهدي عبد الرحمان، تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى للمنتجات، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد48، 2016، ص344.

المطلب الثاني: أشكال العوائد المالية

تأخذ عوائد الأوراق المالية ثلاث أشكال وهي¹:

أولاً: توزيعات الأرباح

إذا كانت هذه الأوراق تمثل حقوقاً في أموال ملكية مثل الأسهم وحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرته فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين

ثانياً: الفوائد

إذا كانت الأوراق تمثل أوراق اقتراض مثل السندات، وحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقرضة.

ثالثاً: الأرباح الرأسمالية

تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الأوراق المالية فحامل السهم أو السند إذا استطاع أن يبيعه بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق عبارة عن ربح رأس مالي

المطلب الثالث: طرق قياس عائد محفظة الأوراق المالية

يختلف عائد المحفظة الاستثمارية عن عائد الورقة المالية الفردي، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها مجموع الأصول المشكلة لها، وله عدة أنواع نذكرها فيما يلي²:

أولاً: العائد المتوقع

العائد المتوقع هو العائد الذي يتصف بدرجة التأكد الكامل، ويعرف أيضاً بأنه العائد على الأصول المحفوفة بالمخاطر المتوقع الحصول عليها في المستقبل، وبحسب العائد المتوقع كما يلي:

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

حيث:

- E(Rp): العائد المتوقع للمحفظة
- W_i: الوزن النسبي
- E(R_i): العائد المتوقع للأصول الفردية

ثانياً: العائد المطلوب

هو عبارة عن العائد الذي يطلبه المستثمر ويأمل في تحقيقه حتى يقبل على شراء السهم، ويعرف أيضاً بأنه العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر الذي سيتعرض لها الأصل أو

¹ سحنون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، العدد 31، جوان 2009، ص 121.

² توفيق عوض شبير، بناء المحافظ الاستثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015، ص 23-25.

أداة الاستثمار، وهو أدنى عائد يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار وهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار ويعطى بالعلاقة التالية:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + مقابل لعلاوة الخطر

أي أن معدل العائد الخالي من الخطر له تأثير على معدل العائد المطلوب لكافة الاستثمارات المرتقبة ويمكن التعبير عن العائد المطلوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من خلال معادلة خط سوق الأوراق المالية والتي تظهر كآتي:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا (β)

ثالثاً: العائد الفعلي (التاريخي)

يعرف على أنه العائد الذي يقتنع به المستثمر مقابل تنازله عن أمواله في الفترة الحالية بهدف الحصول على عائد مستقبلاً، كما يمكن أن يعرف على أنه العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة امتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار ويمكن حساب العائد الفعلي باستخدام المعادلة التالية:

$$Rp = \sum_{i=1}^n Pi \times Ri$$

=P

$$R_1 + P_2 R_2 + P_3 R_3 + \dots + P$$

□□

حيث:

- Rp: معدل العائد على الأموال المستثمرة في المحفظة

- Pi: تمثل وزن الاستثمار داخل المحفظة

- Ri: تمثل معدل العائد الفعلي على الاستثمار الفردي

- n: تمثل عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة

المبحث الثالث: خطر المحفظة الاستثمارية

تعد المخاطر شيئاً لا يرغب المستثمر في حدوثه، لذلك يسعى دائماً إلى أخذ الحيطة والحذر، وذلك عن طريق التنوع في مكونات المحفظة للتقليل منها لأن لها أثر سلبي على عائد المحفظة

المطلب الأول: تعريف خطر المحفظة الاستثمارية

من الممكن تعريف المخاطرة بأنها عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساساً إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، فالاستثمار الذي يحتمل مثلاً أن يعطي عائداً بنسبة 10% إذا استمرت الظروف الاقتصادية الجيدة، ويحتمل في نفس الوقت أن يحقق خسارة بنسبة 10% في ظل ظروف اقتصادية غير جيدة، يقال أنه استثمار محفوف بالمخاطرة

وبذلك فإن المخاطرة المتعلقة بأي استثمار تعود إلى ظروف عدم التأكد الخاصة بنتائج هذا الاستثمار، كما أن لكل استثمار درجة معينة من المخاطر، وأن ما يسعى إليه المستثمر العادي هز تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره¹.

المطلب الثاني: أنواع و مصادر خطر المحفظة الاستثمارية

للخطر عدة مصادر و أنواع تتمثل في:

أولاً: أنواع مخاطر المحفظة الاستثمارية

مفهوم المخاطرة في الاستثمار بدأ يستحوذ على اهتمامات كبيرة في الآونة الأخيرة وذلك إثر تطوير فرع استثماري جديد وهو إدارة المحافظ الاستثمارية ولتحديد ما يقصد بالمخاطر فإنه يمكن القول أن المخاطر تعني ببساطة احتمالات الخسائر ويمكن تقسيمها إلى²:

1. المخاطر النظامية

وهي تلك المخاطر التي تتعلق بالنظام نفسه، وبالتالي فإن تأثيرها يشمل عوائد و أرباح جميع الأسهم التي تتداول في البورصة، والمخاطر النظامية تحدث في العادة عند وقوع حادث كبير تتأثر معه السوق بأكملها، ومثال ذلك حدوث حرب أو تغيير في النظام السياسي أو تفشي بعض الأحداث الداخلية غير المواتية فعند وقوع أي من هذه الأحداث العامة الشاملة فإنه لا يوجد وسيلة لحماية المخاطر الناجمة عنها، إلا أنه يجب على المستثمر أن يعرف مقدماً مقدار احتمال تأثر الأسهم التي يحملها بهذا النوع من المخاطر والتي يعم تأثيرها على جميع الأسهم بدرجات متفاوتة، وتتبع طريقة ال"بيتا" في قياس تلك المخاطر الشاملة والتي سوف نتطرق إليها لاحقاً.

2. المخاطر غير النظامية

وهي المخاطر التي تبقى بعد طرح المخاطر النظامية من إجمالي المخاطر التي يمكن أن يتعرض إليها السهم في السوق، وهذا النوع من المخاطر يرجع في العادة إلى أحداث معينة قد تؤثر على عوائد و أرباح سهم معين، مثال ذلك شركة تنتج سيارة معينة لم يصادفها إقبال شديد أو نجاح في السوق كما كان متوقع لها، عندئذ فإن سهم هذه الشركة يمكن أن يتعرض إلى ضغط شديد وبالتالي لانخفاض حاد نظراً لاحتمال هبوط أرباح الشركة ككل والمستثمر يتمكن من حماية نفسه ضد هذه المخاطر عن طريق تنويع محفظته الاستثمارية بأنواع متعددة من الأسهم والتي لا يمكن أن تتأثر جميعها بوقت واحد يمثل هذه المخاطر المتفرقة

¹ حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 41-42.

² محمد صالح جابر جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات و إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 10.

الشكل رقم(6): أنواع المخاطر من حيث مصدرها



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ما سبق

ثانياً: مصادر المخاطر الاستثمارية

هناك مصادر عديدة للمخاطر الاستثمارية، ولكن يمكن تقسيم هذه المصادر حسب نوع المخاطرة التي تسببها، فهناك عوامل تسبب المخاطر المنتظمة، وهناك عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة

1. مصادر المخاطر غير المنتظمة: وتنقسم إلى أربع مصادر وهي كالاتي¹:

¹ سعاد زيان، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحافظ الاستثمارية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة البويرة، 2014/2015، ص.139

- **المخاطر الإدارية:** يترتب عن الأخطاء الإدارية في المؤسسات، اختلال بين العائد المتوقع من الاستثمار والعائد الفعلي، بالرغم من قوة المركز المالي لهذه المؤسسات فهذا النوع من الأخطار قد يتسبب في انخفاض معدل العائد الفعلي
- **المخاطر التشغيلية:** وتعود هذه المخاطر إلى تراجع نظام المعلومات أو الرقابة الداخلية والتي تترجم في تذبذب عوائد العمليات التشغيلية للمؤسسة والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال بما يلي: التغير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة، التغير في أسعار المدخلات، درجة الرفع التشغيلي.
- **المخاطر القانونية:** ترتبط المخاطر القانونية لمؤسسة ما بالتغيرات التنظيمية وتغير النظام القانوني فيؤدي تغير التشريعات إلى عرقلة النشاط التجاري للمؤسسة وبالتالي التأثير على أدائها.
- **مخاطر الرفع المالي:** تحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية.

2. مصادر المخاطر النظامية: تنشأ هذه المخاطر من عدة مصادر نوجزها فيما يلي¹:

- أ. **مخاطر أسعار الفائدة:** وهي التغيرات التي تحدث في عوائد الأصول المالية نتيجة تحركات أسعار الفائدة فإذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق تحركت أسعار الأوراق المالية في اتجاه معاكس لعدة أسباب نذكر أهمها:
 - أن أسعار الفائدة هي مؤشرات لمعدلات الخصم التي تستخدم في تقييم الأصول المالية (كلما ارتفع معدل الخصم ينخفض سعر الأصل المالي)
 - زيادة عرض الأصول المالية يؤدي إلى انخفاض أسعارها بسبب أن المستثمر يفضل بيع هذه الأصول والاحتفاظ بثمنها كوديعة في البنك (أقل مخاطرة)
 - ارتفاع أسعار الفائدة سيؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال لدى المنشآت، وهذا ما سيخفض أرباحها مما يؤدي بالتبعية إلى انخفاض أسعار أصولها المالية
- ب. **مخاطر التضخم:** وتعرف على أنها مخاطر انخفاض القوة الشرائية للدخل، الناتج عن الاستثمار المالي نتيجة الارتفاع المتسارع في مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل، ومنه فإن التضخم يعمل على خفض معدل العائد الحقيقي للاستثمارات المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، ويكون هذا التأثير أقوى على الاستثمارات في الأصول ذات الدخل الثابت مثل السندات منها على الأصول ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية.

¹ سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية- دراسة قياسية -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس1، سطيف، 2017/2018، ص12.

أ.ج. المخاطر السوقية: تسهم تقلبات السوق في المخاطر المنتظمة، مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار إجمالي الأصول المالية المتداولة، والمخاطر السوقية تتوقف على عوامل عديدة أهمها: الإضرابات العامة، الكساد، الانتعاش، الاضطرابات السياسية... الخ

المطلب الثالث: تقدير خطر المحفظة الإستثمارية

من أهم المتغيرات التي تهتم المستثمر في الأوراق المالية هي المخاطرة، حيث أن المستثمر يتجه نحو الإستثمارات التي تحقق له أقل مخاطرة وبعائد مقبول، لذا يقوم بقياس مخاطرة الأوراق المالية قبل اتخاذ قرار الإستثمار.

أولاً: التباين: variance

يعد التباين أحد مقاييس المخاطرة، فكلما ازداد التباين في النتائج المتوقعة للشركة كلما دل ذلك على عدم تجانسها وتشتتها وعلى ثباتها وتعدد احتمالاتها وبتعبير دراستنا دل ذلك على زيادة المخاطرة ويستخرج على النحو التالي¹:

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i \dots \dots (1)$$

إذ أن: δ^2 : التباين

R_i : العائد المحقق

\bar{R} : الوسط الحسابي للعائد المحقق

P_i : الوزن

ثانياً: الانحراف المعياري standard deviation

يعد الانحراف المعياري من المقاييس الإحصائية المناسبة لتقدير المخاطر التي تحيط بالاستثمارات، حيث يعكس الانحراف المعياري كنموذج شكل التشتت المتوقعة لاقتراح ما حول الوسط الحسابي للعائد المتوقع، إذ يمثل الوسط الحسابي للعائد المتوقع مدى اتساع منحنى التوزيع لمعدل العائد المتوقع، فكلما كان الانحراف المعياري منخفضاً دل ذلك على انخفاض درجة المخاطرة التي تحيط بالمقترح الإستثماري والعكس صحيح، وتحسب وفق الصيغة التالية²:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i}$$

إذ أن: σ = الانحراف المعياري

σ^2 = التباين

¹ أسوء بهاء الدين الداودي، أثر استراتيجيات إدارة المحافظ الإستثمارية على عوائدها ومخاطرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2020، ص65.

² سامية فقير، محاضرات في تفسير المحافظ الإستثمارية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2017/2018، ص31.

P_i = احتمال الحصول على العائد i

\bar{R}_i = الوسط الحسابي للعائد المحقق

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

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{N-1}}$$

إذ أن: σ = الانحراف المعياري

R_i = العائد المحقق

\bar{R}_i = الوسط الحسابي للعائد المحقق

N = عدد المشاهدات (السنوات)

ثالثا: التباين المشترك (التغاير): covariance

يعد التباين المشترك أحد المقاييس الأساسية في تحليل المخاطرة والعائد للمحفظة، إذ يمزج التباين

المشترك بين تباين عوائد أحد الأسهم وحساسية هذه العوائد لتقلبات عوائد الأسهم الأخرى، فالتباين المشترك بين

السهمين يتحركان بنفس الاتجاه أم أن تحركاتهما ستكون باتجاهين مختلفين ويحسب وفق الصيغة التالية¹:

$$\text{Cov} = \sum (R_{i1} - \bar{R}_{i1})(R_{i2} - \bar{R}_{i2})P_i$$

إذ أن: cov = التباين المشترك بين الورقتين الأولى والثانية

R_{i1} = عائد الورقة المالية الأولى

R_{i2} = عائد الورقة المالية الثانية

\bar{R}_{i1} = متوسط عائد الورقة المالية الأولى

\bar{R}_{i2} = متوسط عائد الورقة المالية الثانية

P_i = الاحتمال

رابعا: معامل الاختلاف: coefficient of variation

هو مقياس نسبي لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر (مقاسا بالانحراف المعياري) وبين العائد (مقاسا

بالقيمة المتوقعة) ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلا عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين

عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر.

¹ جهرة شنافة، أثر الأسواق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980/2016، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس-1، سطيف، 2017/2018، ص152.

إن معامل الاختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر وبحسب وفق الصيغة الآتية¹:

$$Cv = \frac{\sigma}{\bar{R}_i}$$

إذ أن:

Cv = معامل الاختلاف

σ = الانحراف المعياري

\bar{R}_i = متوسط العائد المتوقع

خامسا: معامل بيتا: Beta coefficient

هناك مقياس آخر للمخاطرة وهو عبارة عن مقياس إحصائي لقياس المخاطر المنتظمة، وهو يقيس حساسية عائد السهم اتجاه عائد محفظة السوق (الشركات التي يتم احتساب مؤشر السوق عليها). ويتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق ويفضل أن يتم احتسابها بناء على فترة 60 شهر، وينظر إلى معامل بيتا للسوق على أنه مساوي إلى الواحد في حين أن معامل بيتا للاستثمارات ذات المخاطر إما أن يكون موجبا أو سالبا وقد يكون أقل أو أكبر من واحد فإذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد فإنه يعتبر من الاستثمارات الهجومية لأنها تتحرك بمعدل أسرع من معدل التغير في محفظة السوق وقد يكون باتجاه السوق عندما يكون المعامل موجبا أو باتجاه معاكس للسوق عندما يكون المعامل سالبا أما المعامل الأقل من الواحد فإنه يشير إلى الطبيعة الدفاعية للاستثمار إذ أنه يتحرك بمعدل أقل من محفظة السوق أما باتجاه السوق إذا كان موجبا أو بعكس اتجاه السوق إذا كان سالبا وبحسب وفق الطبيعة التالية²:

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{\sigma^2 R_m}$$

إذ أن: β = بيتا

cov = التباين المشترك

R_i = معدل عائد السهم

$\sigma^2 R_m$ = معدل عائد السوق

¹ مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال: دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة الممتدة من 2014/2015، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص70.

² سامي حطاب، تقرير حول المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار - هيئة الأوراق المالية والسلع -، أبو ظبي، آذار 2007، ص20.

الجدول رقم(2): حالات معامل بيتا

التفسير	حالات بيتا
تقلب عوائد السهم أكبر من تقلب عوائد السوق نقول أن السهم هجومي	إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد ($1 < \beta$)
تقلب عوائد السهم أقل من تقلب عوائد السوق نقول أن السهم دفاعي	إذا كان معامل بيتا أصغر من الواحد ($1 > \beta$)
يتحرك السهم بنفس اتجاه السوق نقول أن السهم حيادي	إذا كان معامل بيتا يساوي الواحد ($1 = \beta$)
يتحرك السهم بعكس اتجاه السوق	إذا كان بيتا سالب

Source : Franck Teyssonier ,karimkheirat,corali esmette, concieil et gestion de fortune, Edition Economica, Paris,2005,p.410

سادسا: معامل الارتباط (r): coefficient of correlation

يقصد بالارتباط بين متغيرين وجود علاقة بينهما، يعني أن التغير في أحدهما مرتبط بالتغير في الآخر، أي أن الزيادة أو النقصان في قيم أحد المتغيرين يصاحبه زيادة أو نقصان في قيم المتغير الآخر، ويحدد الارتباط قوة العلاقة وكذلك اتجاههما فقد يكون الارتباط بين متغيرين قويا أو ضعيفا وقد يكون موجب الاتجاه (طرديا) يعني زيادة قيم المتغير الأول مرتبط بزيادة قيم المتغير الثاني، يستخدم لقياس العلاقة بين الاستثمارات أو الموجودات المكونة للمحفظة، ويعتبر هذا العامل من أكثر العوامل حسما في نجاح أو فشل سياسة تنوع موجودات المحفظة ويحسب وفق الصيغة التالية¹:

$$r = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\delta R_i \delta R_m}$$

إذ أن: $r =$ معامل الارتباط

$\text{Cov}(R_i, R_m) =$ التباين المشترك للمعامل

$\delta R_i \delta R_m =$ الانحراف المعياري لعائد السهم مضروب في الانحراف المعياري لعائد السوق

سابعا: معامل التحديد R^2 : coefficient of determination

هو مقياس يوضح مقدار ما يفسره المتغير المستقل من تذبذب أو اضطراب في المتغير التابع، وتكون قيمة معامل التحديد محصورة بين الصفر و الواحد ($0 \leq R^2 \leq 1$)، فكلما ارتفعت قيمته ذل ذلك على أن المتغير

¹ أسوء بهاء الدين الداودي، مرجع سبق ذكره، ص 69-70

المستقل يؤثر بدرجة كبيرة على المتغير التابع والعكس صحيح، يستخرج معامل التحديد من مربع معامل الارتباط بين متغيرين وفق الصيغة التالية¹:

$$R^2 = (r_{Ri Rm})^2$$

حيث أن: R^2 = معامل الارتباط

$(r_{Ri Rm})$ = مربع معامل الارتباط بين عائد السهم و عائد السوق

المبحث الرابع: نظريات و نماذج إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية

للمحفظة الاستثمارية العديد من النظريات والنماذج التي تساعد المستثمر على قياس أدائها والتقليل من المخاطر التي تعترضها لتحقيق العائد المتوقع منها.

المطلب الأول: نظرية ماركويتز (Markowitz)

نشر ماركويتز في عام 1952 بحثا تضمن المبادئ الأساسية لبناء المحفظة الاستثمارية وقد قامت على ما يلي:²

- 1 تحليل نمطي لشخصية مستثمر عقلائي بما يجب أن يعمله واقتراح صيغ لتحديد المعدل المتوقع لعائد المحفظة ولقياس المخاطر المتوقعة أيضا، ولهذا الغرض اعتمد ماركويتز على تباين معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة في ظل فرضيات مقبولة واستخرج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفة من خلال العلاقة بين العائد والمخاطرة، وقد وجد بأن الارتباط إن كان موجبا فإن ذلك يؤكد إمكانية التأثير التعويضي للخسائر وبالعكس إذا كان ارتباطا سالبا، وقد اعتمد ماركويتز في بناء نموذج على الفرضيات الأساسية التالية:
- 1 يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية
- 2 يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة
- 3 يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة علما بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة، وعليه يضع المستثمرون قراراتهم على ما يتوقعونه من علاقة العوائد بالمخاطرة وتكون منحنيات منافعهم الاستثمارية دوال للعوائد المتوقعة من جانب وللتباين (أو الانحراف المعياري) المتوقع لهذه العوائد فقط
- 4 يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني وبالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر أو أنهم يفضلون العوائد المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد

واعتمادا على هذه الفرضيات وضع ماركويتز تقييم كمي لعلاقة العوائد بالمخاطر وطور أسلوبا يجري بموجبه تحديد المحفظة المثلى التي تقوم على فكرة أساسية مفادها أن منفعة المستثمر تفسر من خلال دالة تعتمد على متغيرين مستقلين أحدهما العائد المتوقع والآخر التباين (الانحراف المعياري) لهذا العائد، وهنا فإن

¹ المرجع السابق، ص 70-71.

² معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 240-242.

المستثمر يفضل في النهاية عائدا متوقعا أعلى وتباينا أدنى للعائد المتوقع ، ويتطلب تطبيق نموذج ماركويتز في صورته الأساسية معلومات عديدة فمثلا عند تحليل عشر أدوات استثمارية لابد من تحديد كل من العائد المتوقع والتباين لكافة هذه الأدوات وبقوة $\frac{n(n-1)}{2}$ أي $\frac{10(9)}{2}$ أي 45 فيكون التقدير متعدد الجوانب

إن عدم إمكانية الاعتماد على العائد(المتوسط) المتوقع في ظروف عدم التأكد هو الذي دفع ماركويتز إلى إيجاد نموذج المتوسط -التباين- وذلك لربط العائد بالمخاطرة في ظل الافتراضات السابقة المحددة لمحفظه متنوعة تنتم أدواتها بالمخاطر، ولقد حدد ماركويتز العائد المتوقع للمحفظة $E(Rp)$ بترجيح عوائد الأدوات المشكلة للمحفظة وميز مخاطر المحفظة عن طريق قيم التباين (σ^2p) أو الانحراف المعياري (δp) ، وبين أن مخاطر المحفظة تتضمن نوعين رئيسيين هما:

- مخاطر كل أداة تضمنها المحفظة على انفراد

- المخاطر المشتركة لعوائد الأدوات التي تتكون منها المحفظة

وهنا تقاس الحركة المشتركة لأدوات المحفظة بأسلوب التباين المشترك فتظهر مخاطر نظامية للموجودات حيث أن جزءا من التباين الكلي لأداة ما يعود إلى تغيير محفظة السوق وتظهر مخاطر غير نظامية وهي تعود إلى خصائص المحفظة، وعليه تتضمن مقاييس المخاطرة:

1 -تباين معدلات العوائد σ^2

2 - الانحراف المعياري لمعدلات العوائد σ

3 -معامل تباين معدلات العوائد $\frac{\delta}{R_i}$ حيث δ متوسط العائد

4 -التباين المشترك مع محفظة السوق

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

قدم كل من ويليام شارب 1964، جون لينتنر 1965، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM كتطوير لنظرية المحفظة التي قدمها ماركويتز، ويعتمد هذا النموذج على¹:

المفاضلة بين المخاطر والعائد، وقد قدمها بافتراضين رئيسيين إضافيين، الافتراض الأول هو إمكانية الافتراض والإقراض بسعر خالي من المخاطر، أي أنه يمكن للمستثمرين الافتراض أو إقراض أي مبلغ من المال بسعر عائد خال من المخاطر، أما الافتراض الثاني هو أن جميع المستثمرين لديهم توقعات متجانسة مما يؤدي إلى

¹ عمار زودة وآخرون، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات و أبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، العدد2،

تقدير توزيعات الاحتمالية المتطابقة للعائد في المستقبل، أي الاتفاق الكلي على توزيع عائدات الأصول من الفترة t-1 إلى الفترة t

وبالتالي تصبح جملة الفروض التي يبني على أساسها هذا النموذج تتمثل في:

- 1 أن المستثمر يختار المحافظ المالية البديلة على أساس العائد والمخاطرة وعليه تقوم بتوزيع العائد المحتمل توزيع طبيعي
- 2 أن المستثمر هدفه الحصول على أكبر عائد، فلو اختار بين محافظتين متماثلتين من جميع النواحي فإنه يختار المحفظة ذات العائد الأكبر
- 3 -الأصول المالية قابلة للتجزئة، أي أن المستثمر يستطيع شراء أي كمية من الأوراق المالية مهما كان حجمها
- 4 -السوق مكونة من مجموعة مستثمرين يحاول كل واحد منهم تجنب المخاطرة وتعظيم المنفعة المتوقعة خلال نفس الفترة فيحاول كل مستثمر التقليل من التباين خلال نفس الفترة
- 5 -تجانس توقعات المستثمرين مما يعني أن جميع المستثمرين يتوقعون نفس العائد المتوقع و الانحراف المعياري و التباين المشترك للاستثمارات
- 6 -المستثمر يستطيع الإقراض و الاقتراض على أساس معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة
- 7 -عدم وجود ضرائب وأن المعلومات التي تصل إلى المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة

ويقسم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية مخاطر المحفظة إلى نوعين هما¹:

- مخاطر منتظمة
- مخاطر غير منتظمة

فالمخاطر المنتظمة هي ببساطة مخاطر حيازة المحفظة السوقية وعندما تتغير ظروف السوق فإن الاستثمارات التي تكون المحفزة سوف تتأثر، أما المخاطر غير المنتظمة فهي التي تؤثر على الورقة المالية ولا ترتبط بتحركات السوق.

ويحدد العلاقة بين العائد المطلوب و المخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة حيث يحدد هذا النموذج معدل العائد المطلوب على الاستثمار الخطر من خلال إضافة علاوة المخاطر إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة .

وتعبر المعادلة التالية عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

$$r_i = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

¹ السيد متولي عد القادر، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010، ص222.

حيث أن: $r_i =$ معدل العائد المطلوب على السهم

$r_f =$ معدل العائد الخالي من الخطر

$\beta_i =$ معامل بيتا للسهم

$(r_m - r_f) =$ علاوة مخاطر السوق

$r_m =$ معدل العائد على محفظة السوق

$\beta_i(r_m - r_f) =$ علاوة المخاطرة إلى معدل العائد المطلوب إضافة إلى معدل العائد الخالي من

المخاطرة

المطلب الثالث: نظرية تسعير المراجعة

تبحث نظرية تسعير المراجعة أيضا في العلاقة بين العائد والمخاطرة، وهي تعتبر نظرية بديلة لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية، وقد وضع Steven Ross أسس هذه النظرية في دراسته نشرته سنة 1976، وهي بذلك تكون أحدث نظرية لتفسير العائد على الاستثمار في الأوراق المالية تستند هذه النظرية إلى 3 افتراضات رئيسية وهي¹:

- المنافسة التامة في أسواق رأس المال .
- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف عدم 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 تقترض عدم وجود تأثير للمخاطر غير المنتظمة على العائد، والتي يمكن التخلص منها عن طريق التنوع.

المطلب الرابع: مقاييس تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

يتطلب قياس أداء المحافظ الاستثمارية وجود مؤشرات تساعد على ترتيب المحافظ الاستثمارية وفقا لأدائها الاستثماري والذي يأخذ بعين الاعتبار عنصري العائد و المخاطرة معا، لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب

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

تناول أهم الأساليب المستخدمة لقياس أداء المحافظ والتي تتضمن الأسلوب البسيط والمزدوج إضافة إلى وجود أساليب أخرى

أولاً: الأسلوب البسيط

يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة ويناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته ويمكن تحديد مقياس أداء مدير المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة لوحدها ويعطى بالعلاقة التالية:

$$R = Dt + (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

حيث: $R =$ العائد على الاستثمار

$Dt =$ الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة

$P_t =$ سعر الأصل في الزمن t (سعر البيع)

$P_{t-1} =$ سعر الأصل في الزمن $t-1$ (سعر الشراء)

إن الأسلوب لم يأخذ بعين الاعتبار بالمخاطر سواء المنتظمة وغير المنتظمة وإنما اقتصر على معدل العائد على الاستثمار وهذا يعتبر غير كاف لتقييم الأداء فيمكن أن نجد معدل عائد مرتفع مقابل مخاطر عالية جداً، كما يمكن أن نجد معدل عائد بنفس المقدار ولكن بمخاطر أقل، وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يعرف بالأسلوب المزدوج¹.

ثانياً: الأسلوب المزدوج

يعتمد هذا الأسلوب على معدل العائد للمحفظة مع مخاطر المحفظة، ويندرج تحت هذا الأسلوب مقاييس (نماذج) أخرى لتقييم الأداء ومن أهمها نذكر:

1. مقياس شارب:

صمم هذا المقياس من طرف الاقتصادي وليام شارب، ويقاس عائد الاستثمار مقابل كل وحدة واحدة من مخاطرة الورقة أو المحفظة، وتعطى صيغته بالشكل التالي²:

$$Sp = \frac{Rp - Rf}{\delta p}$$

حيث Sp : إلى نسبة شارب للمحفظة

أما Rp : العائد السنوي للأصل

و Rf : معدل العائد السنوي الخالي من المخاطرة

أما δp : المخاطر المطلقة للاستثمار في الأصل

¹ عمر عيو وآخرون، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة التنمية و الاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد (1)، 2017، ص 103-104
² رفيق مزهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2014/2015، ص 49.

(Rp – Rf) :عائد المحفظة مقابل المخاطرة وتدعى بعلاوة المخاطرة

هذا وتجدر الإشارة إلى أن مقياس شارب يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة (باستخدام الانحراف المعياري) والتي تتضمن من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، وعلى ذلك فإن معادلة شارب تحدد في الواقع العائد الإضافي التي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة ، ولا يمكن استخدام هذا المقياس إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط ، كذلك فإن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة¹

2. مقياس ترينور:

قدم ترينور نمودجه الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها جيدا وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (الخاصة)، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة (العامة) باستخدام معامل بيتا β كمقياس لمخاطر المحفظة و تظهر المعادلة رقم (2) نموذج ترينور²:

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \dots \dots (2)$$

وجدير بالذكر أن معامل β لمؤشر السوق دائما يساوي الواحد الصحيح ويقاس كما يلي:

$$\beta = \frac{COV_{pm}}{\delta_m^2}$$

حيث (COV_{pm}) هو التغاير بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق

δ_m^2 تباين عائد (محفظة) السوق

ويعرف التغاير covariance بين عائد محفظة ما وعائد محفظة السوق بمجموع حاصل ضرب انحرافات عائد المحفظة في انحرافات عائد السوق مقسوما على عدد الفترات مطروحا منها درجة حرية واحدة.

¹ محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014، ص 194-195.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013، ص 288-289.

3. مقياس جنسن:

قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف "بمعامل ألفا"، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد¹:

- المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.
- المقدار الثاني: فيتمثل في حاصل ضرب المعامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي أطلق عليها علاوة خطر السوق.

وإن هذا النموذج يقوم على الفكرة الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي يفرض وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة.

وعليه يمكن صياغة المعادلة على النحو التالي:

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

حيث: $R_p =$ عائد المحفظة

$R_f =$ تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي المخاطر

$R_m =$ تمثل عائد السوق

وتشير المعادلة إلى أن معامل α إما أن يكون موجبا وهذا يدل على الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل α يساوي الصفر فيشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

ويركز هذا المؤشر على تحويل معادلة الانحدار الخطي واستخدامها في قياس أداء المحفظة الاستثمارية ويفترض جنسن توازن السوق المالي مما يؤدي إلى أن تكون ألفا المحفظة مساوية للصفر، أما إذا كانت ألفا سالبة فإن دليل الأداء الضعيف للمحفظة وإذا كانت مساوية للصفر عند ذلك دليل على الأداء الضعيف للمحفظة وإذا كانت مساوية للصفر ذلك دليل على أن أداء المحفظة يماثل محفظة السوق.²

¹ حاج قويدر قرين وآخرون، المعيار في الحقوق والعلوم السياسية والاقتصادية، المجلد 10، مجلة فصلية محكمة، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي، تيسمبيلت، 2 جوان 2019، ص 143-144.

² أسو بهاء الدين الداودي، مرجع سبق ذكره

خلاصة الفصل:

تنوع المحفظة الاستثمارية هو مفهوم جوهري في الاستثمار للمخططين الماليين ومدراء الصناديق الاستثمارية والمستثمرين الأفراد على حد سواء وللتنوع دور فعال في تقليل الخسائر وجعلها في حدها الأدنى، من خلال البحث على أفضل تركيبة من الأوراق المالية المختلفة حيث تتم عملية التسيير وفق أساليب وسياسات متبعة طبقاً لأهداف وغايات المحفظة وقد تم تزويد المستثمرين بعدد من نظريات وأساليب تقييم الأداء، التي تقوم على أساسها المفاضلة بين أداء المحافظ المالية ليتم تحديد المحفظة المثلى التي تحقق للمستثمر أعلى عائد بأقل درجة مخاطرة.

الفصل الثالث:

أثر تنويع المحفظة الاستثمارية في

الحد من المخاطر في سوق عمان

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

المبحث الثاني: تحليل وتفسير نتائج

الدراسة

تمهيد:

بعد التطرق في الفصلين السابقين إلى عموميات حول المحافظ المالية وكيفية قياس أدائها وتقييمها بالإضافة إلى التطرق لأهم المفاهيم المتعلقة بالتنويع الاستثماري في تخفيض المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، سنقوم في هذا الفصل بدراسة وتحليل أثر التنويع على تخفيض مخاطر المحافظ باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط وذلك بالتطبيق على عينة من المحافظ المتواجدة في سوق عمان المالي.

لذلك سنحاول في هذا الفصل تطبيق أهم نماذج تقييم أداء المحافظ ، وكذا مدى تأثير التنويع على مخاطر المحافظ محل الدراسة، وذلك بتقسيم الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة.

المبحث الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة.

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

تعد أسواق الأوراق المالية العربية أسواقاً ناشئة مقارنة بالإمكانات المتاحة لها ويعتبر سوق عمان المالي من أكبر الأسواق المالية على مستوى الدول العربية كما أنها تحتل مراتب متقدمة في تصنيفها بين الأسواق الناشئة.

المطلب الأول: تقديم مؤشر ASE100

يعد مؤشر الرقم القياسي المرجح ASE100 من أهم المؤشرات في سوق عمان وقبل التطرق له يجب التطرق أولاً إلى بورصة عمان.

أولاً: لمحة عامة عن بورصة عمان

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية حيث تدار من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

تهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض و الطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة، كما تسعى بورصة عمان إلى توفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتوفير بيئة آمنة لتداول الأوراق المالية لزيادة الثقة بسوق الأوراق المالية وخدمة الاقتصاد الوطني (الموقع الرسمي لبورصة عمان، 2019)¹.

ثانياً: طريقة احتساب المؤشر العام لبورصة عمان ASE100

نتيجة للتطورات العالمية في مجال احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق قامت بورصة عمان بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف من حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بتخفيض ثقلها وبذلك يوفر التنويع في مكونات عينة الرقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته².

¹ نرجس رزق الله و براهيمى زرزور، اختبار كفاءة سوق مالي ناشئ عند المستوى الضعيف دراسة بورصة عمان، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد2، جامعة العربي تبسي، تبسة، جويلية2020، ص364.

² <http://www.ase.com.jo/ar/asar-alswq/mwshrat/tryqt-alahtsab> le:1/05/2021 à 11:43.

ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد ويتم احتسابه من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة ويتم حسابه وفق الصيغة التالية:

$$\text{INDEX T} = \frac{\sum_1^t (\text{pti} \times \text{sti} \times \text{fti})}{\text{Dt}}$$

حيث: Pti: سعر إغلاق سهم الشركة في الزمن اليوم (t)

Sti : عدد الأسهم المدرجة للشركة i كما هي في الزمن اليوم (t)

Fti: المعامل للشركة i كما هي في الزمن اليوم (t)

Dt: مقام الرقم القياسي Divisor في الزمن اليوم (t)

وهذا المعامل (F) هو عبارة عن رقم أكبر من 0 وأقل من 1 ويتم احتسابه بناء على نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحا منه الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون 5% فأكثر وملكيات الحكومات.

ويتم تغيير هذا المعامل في كل ربع بناء على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي وتعد قيمة هذا المعامل بناء على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة¹.

ثالثا: المؤسسات المكونة لمؤشر ASE100

يتكون مؤشر ASE من أكبر 100 مؤسسة أردنية والملحق رقم (01) يوضح المؤسسات المدرجة في مؤشر ASE خلال الفترة 2019/2010².

المطلب الثاني: عينة ومتغيرات الدراسة

قمنا في هذا المطلب بتحديد مجتمع وعينة الدراسة والمتغير المستقل والتابع وكذا عرض هذه المتغيرات.

أولا: مجتمع وعينة الدراسة

اخترنا إجراء هذه الدراسة على سوق عمان الأردني للأوراق المالية وتحديدًا تشكلت عينة هذه الدراسة من بعض الشركات المدرجة في مؤشر ASE100.

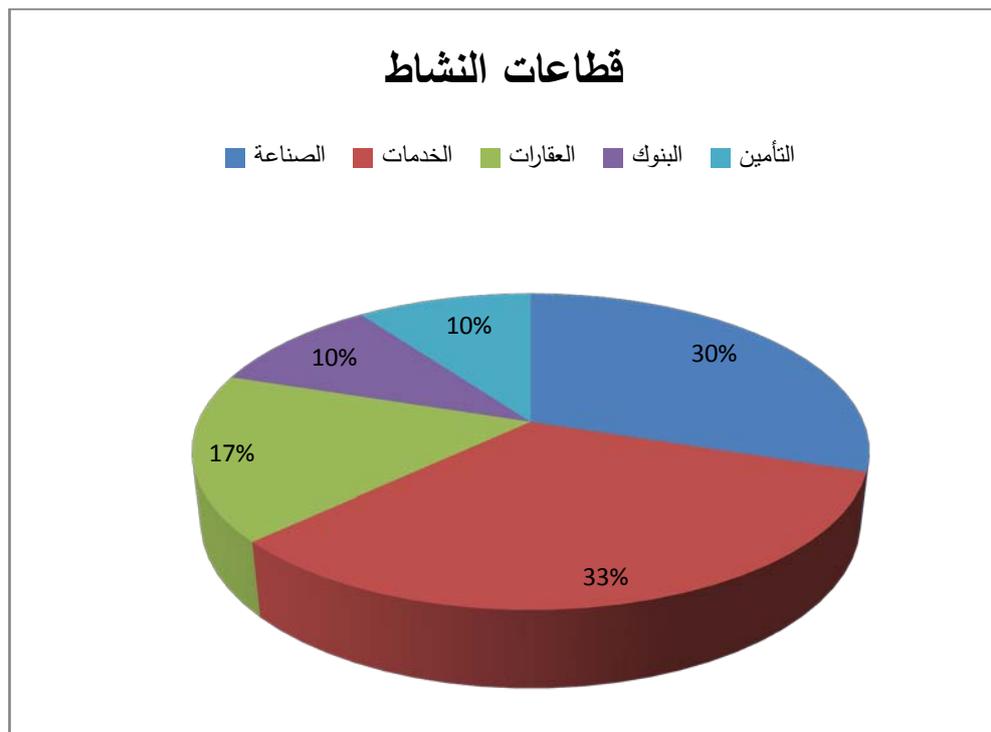
¹http://www.ase.com.jo، مرجع سبق ذكره،

²http://www.ase.com.jo/ar/asar-alaswq/mwshrat/almkwntat/mkwntat-alrqm-alqyasy le:1/05/2021 à:12:05.

تتعلق هذه الدراسة من جمع المعطيات الخاصة بمئة شركة المدرجة في هذا المؤشر، وتتمثل هذه المعطيات تحديداً في العوائد السنوية الخاصة بهذه الشركات التي تم تجميعها من خلال القوائم المالية موضحة في الملحق رقم (02) على مدار 10 سنوات (2010/2019)، أي أننا تحصلنا في الأساس على 100 شركة (سلسلة) كل منها مكونة من 11 قائمة مالية إضافة إلى السلسلة التي تعكس تطور السوق.

ولاستحالة المسح الشامل لمجتمع الدراسة تم الاعتماد على أسلوب المعاينة العشوائية في اختيار عينة الدراسة، حيث تم تصنيف هذه العينة إلى قطاعات النشاط كما هي موضحة في الشكل الآتي:

الشكل رقم (07): قطاعات النشاط



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نشرة التداول

بعد الوقوف على أهم خصائص الأوراق المالية وفق تحليل العائد والمخاطرة ويتضح ذلك من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (03): عائد وخطر الأوراق المالية

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	متوسط العوائد	الانحراف المعياري
APOT	1.95	3.6	2.39	1.57	1.2	1.57	0.75	1.08	1.5	1.82	1.7418	0.7995
JDFS	2.37	1.13	1.07	1.29	2.02	2.15	2.35	1.13	1.26	1.09	1.5857	0.5593
IREL	1.91	1.05	1.51	0.43	0.82	0.42	1.07	0.7	0.71	0.44	0.9056	0.4943

JOPH	1.07	3.42	1.76	0.02	0.26	0.45	-1.08	-0.58	0.57	0.26	0.6171	1.2604
JOPT	0.41	0.68	0.67	0.71	0.52	0.42	0.34	0.33	0.37	0.44	0.4871	0.1486
ARBK	0.27	0.49	0.49	0.65	0.38	0.24	0.33	0.3	0.68	0.66	0.449	0.1695
HPIC	0.05	0.1	0.18	0.21	0.25	0.24	0.25	0.26	0.33	0.35	0.2223	0.0929
JTEL	0.38	0.36	0.33	0.21	0.17	0.06	0.1	0.13	0.11	0.1	0.1949	0.1190
PHIL	-0.14	-0.08	-0.18	0.22	1.01	0.54	0.09	0.11	0.14	0.17	0.1875	0.3545
ZEIC	0.3	0.19	0.24	0.28	0.24	0.22	0.14	0.1	0.05	0.04	0.1791	0.0927
EMAR	0	-0.03	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03	-0.05	-0.03	-0.02	-0.05	-0.029	0.0145
PROF	-0.02	-0.01	0.01	0.01	0.03	0	0.02	0.01	0.02	0	0.007	0.0149
SANA	-0.01	-0.01	0	-0.03	-0.03	-0.05	-0.03	-0.03	-0.04	-0.01	-0.024	0.0158
ZARA	0.07	-0.01	0.008	-0.009	0.003	-0.02	0.01	0.03	0.03	0.04	0.0161	0.0269
INVB	0.14	0.11	0.11	0.12	0.12	0.14	0.15	0.15	0.15	0.16	0.135	0.0184
FINS	0.02	0.02	0.05	0.04	0.06	0.05	0.08	0.09	0.1	0.08	0.059	0.0281
OFTC	0.02	0.02	0.004	0.01	0.02	0.03	0.08	0.04	0.02	0.02	0.0249	0.0202
MBED	0.14	0.15	0.16	0.2	0.15	0.14	0.19	0.17	0.17	0.2	0.1663	0.0222
UCIC	0.02	-0.001	0.005	0.03	0.001	0.02	0.007	0.03	-0.05	-0.02	0.0028	0.0233
HIPR	-0.01	-0.08	-0.05	-0.02	-0.01	0	-0.01	-0.01	-0.01	0	-0.02	0.0254
EXFB	0.03	0.01	0.13	0.21	0.18	0.02	0.06	0.12	0.15	0.13	0.104	0.07
THIC	0.03	0.05	0.06	0.08	0.09	0.15	0.16	0.13	0.07	0.08	0.09	0.0432
JOFR	0.02	-0.08	-0.03	0.02	0.12	0.13	0.18	0.14	0.12	0.16	0.078	0.0885
AALU	0.06	0.09	0.08	0.11	0.13	0.07	0.07	0.08	-0.002	0.002	0.0699	0.0421
ICAJ	0.04	0.08	0.13	0.13	0.07	0.004	0.002	0.008	0.005	0.01	0.0481	0.0516
JEIH	0.05	-0.01	0.01	0.06	0.15	-0.01	0	-0.02	0.04	-0.08	0.019	0.0612
ULDC	0.01	-0.07	-0.14	0.05	-0.04	0.01	0	0.03	0.08	0.02	-0.005	0.0635
RUMM	0.001	-0.05	0.03	-0.006	0.1	0.13	0.03	-0.08	-0.03	0.02	0.0139	0.0634
NATC	0.04	0.03	0.06	-0.03	0.004	0.006	-0.11	-0.16	0.03	0.1	-0.003	0.0774
JOIT	0.03	-0.05	-0.11	0.01	0.01	0.01	0.04	0.02	-0.01	0.19	0.014	0.0760

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية للشركات المدرجة.

تأتي الآن مرحلة اختيار أيها الأنسب للدخول في تشكيلة المحفظة الاستثمارية، مع الأخذ بعين الاعتبار بأن الهدف الأساسي لهذه الدراسة هو تشكيل مجموعة من المحافظ المختلفة لإبراز أثر التنويع في تخفيض مخاطر هذه الأوراق المالية، وبالرغم من أن تحليل ماركويتز قدم الإستراتيجية الأنسب لبناء المحفظة إلا أن الواقع العملي يظهر وجود اختلافات في تفضيلات المستثمرين راجعة لاختلاف الإستراتيجية الاستثمارية المتبعة (الهجومية، الدفاعية، المتوازنة)، إذ ستضم كل محفظة أسهم الشركات التالية:

الجدول رقم(4): تشكيلة الأوراق المالية المكونة للمحافظ الاستثمارية وفق تحليل العائد والمخاطرة

المحفظة المتوازنة	المحفظة الدفاعية	المحفظة الهجومية
EXFB -	EMAR -	APOT -
TIIC -	PROF -	JDFS -
JOFR -	SANA -	IREL -
AALU -	ZARA -	JOPH -
ICAG -	INVB -	JOPT -
JETH -	FINS -	ARBK -
ULDC -	OFTC -	HPIC -
RUMM -	MBED -	JTEL -
NATC -	UCIC -	PHIC -
JOIF -	HIPR -	ZEIC -

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول السابق

ثانيا: تحديد متغيرات الدراسة

بناء على الدراسات السابقة التي عالجت أثر التنويع الاستثماري في تخفيض المخاطر قمنا باختيار متغيرات الدراسة التي اعتمدها لتفسير العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

1-المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع في مخاطر الأوراق المالية ولتقدير هذه المخاطر نقوم بحساب الانحراف المعياري ومعامل بيتا (β)، ولقد تم الاعتماد على هذا المقياس في دراسة (موسى وآخرون، 2012) (الحمدي، 2013)، (مريم هاني، 2016).

أ-الانحراف المعياري: يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي يقيس انحراف تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد ويحسب وفق الصيغة التالية:

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}$$

ب-معامل بيتا (β): يعد معامل (β) من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر المنتظمة لقياس حساسية عائد الورقة المالية (السهم) ونتيجة لتغير محفظة سوق الأوراق المالية، ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة التالية:

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{\delta_m^2}$$

2-المتغير المستقل: يتمثل المتغير المستقل في التنويع الاستثماري ولقياس درجة تنويع المحافظ محل الدراسة حيث تم الاعتماد على هذا المقياس في دراسة كل من: (الحمدي، 2012) و(Giron and all, 2016)، ولقد قمنا بحساب معامل التحديد R^2 وذلك وفق الصيغة الآتية:

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

ثالثاً: عرض متغيرات الدراسة

1. عوائد ومخاطر المحافظ محل الدراسة

يبين الجدول التالي عوائد ومخاطر المحافظ المدروسة بالإضافة إلى محفظة السوق.

الجدول رقم(5): عوائد ومخاطر المحافظ محل الدراسة

السوق	المتوازنة	الدفاعية	الهجومية	المحافظ
عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	السنوات
0.751667	0.029780	0.060133	1.437496	2010
1.162816	0.007415	0.042152	2.208610	2011
0.876658	0.018892	0.054235	1.633602	2012
0.374436	0.077088	0.066067	0.945508	2013
0.460555	0.072876	0.060838	0.982407	2014
0.505762	0.047249	0.059422	1.059546	2015
0.471968	0.043414	0.084797	0.973549	2016
0.387562	0.042713	0.082063	0.794627	2017
0.476649	0.048576	0.077925	1.004785	2018
0.444490	0.054467	0.092990	0.980287	2019
0.591256	0.044247	0.068062	1.202042	متوسط العوائد
0.257264	0.021711	0.015815	0.434038	الانحراف المعياري $\delta_p = \sqrt{\frac{(RP - \bar{RP})^2}{n}}$
/	-0.004812	-0.003061	0.110907	التباين المشترك $Cov(Rp ; Rm) = \frac{(RP - \bar{RP})(Rm - \bar{Rm})}{n}$
1	-0.08	-0.05	1.86	معامل بيتا $\beta = \frac{cov(Rp;Rm)}{\delta_m^2}$
□ 5.5				العائد الخالي من المخاطرة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج (EXCEL)

إن القراءة الأولية لمعطيات الجدول أعلاه، تعكس لنا بوضوح التذبذب الذي عرفته عوائد مختلف المحافظ المالية في فترة الدراسة الممتدة من السنة 2010 إلى غاية 2019، حيث سجلت المحفظة الهجومية أقصى عائد لها سنة 2011 قدر بـ 2.2086 في حين سجلت أدنى عائد لها سنة 2013 بقيمة 0.9455، أما بالنسبة للمحفظة الدفاعية سجلت أقصى عائد لها سنة 2019 بقيمة 0.09299 أما أدنى عائد لها كان سنة 2011 بقيمة 0.04215 وفي نفس الوقت سجلت المحفظة المتوازنة كذلك أدنى عائد لها قدر بـ 0.007414 أما أقصى عائد فقد سجلته سنة 2013 بقيمة 0.07708 أما بخصوص محفظة السوق حققت أقصى عائد لها سنة 2011 بقيمة 1.1628 وأدنى عائد سجل سنة 2013 قدر بـ 0.3744، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى أزمة الديون السيادية وتداعياتها التي امتدت في السنوات اللاحقة من ركود اقتصادي وانخفاض الطلب على النفط مما أدى إلى انخفاض أسعاره وما نجم عنها من تذبذب على مستوى الأسواق المالية العالمية.

كما نلاحظ أيضا أن المحفظة الهجومية حققت أعلى متوسط عوائد قدر بـ 1.2020 مقارنة بكل من متوسط عوائد المحفظة الدفاعية والمتوازنة ومحفظة السوق والتي قدرت على التوالي بـ 0.0680، 0.0442، 0.5912، وهذا راجع إلى طبيعة المستثمر في هذه المحفظة والذي يسعى دائما إلى تحقيق أكبر العوائد دون الاكترتات لمقدار الخطر المصاحب له مع ملاحظة أن أدنى متوسط عوائد تم تحقيقه من خلال المحفظة المتوازنة وتفسير ذلك يعود إلى كون أن الاستثمار في المحفظة الهجومية حقق عوائد مرتفعة نظير المخاطرة الكبيرة التي تحملها المستثمرون (الشركات) ويتجلى ذلك بشكل واضح في نسبة الانحراف المعياري والمقدر بـ 43.40، وهي نسبة أكبر من مخاطر السوق والتي قدرت بـ 25.73، في حين قدرة نسبة المخاطر الخاصة بكل من المحفظة الدفاعية والمتوازنة بـ 1.58 و 2.17 على التوالي.

أما بالنسبة لمعامل بيتا (β) والذي يعبر عن مقياس المخاطر النظامية التي تواجه المحافظ المالية، حيث نلاحظ أن معامل بيتا للمحفظة الهجومية (1.86) أكبر من معامل بيتا لمحفظة السوق والذي يقدر دائما بـ 1، وهذا يعني أن هذه المحفظة تتسم بدرجة مخاطرة جد عالية، في حين تشير المعطيات أن معامل بيتا للمحفظة الدفاعية والمتوازنة سالب 0.05 و -0.08 على التوالي، وتفسير ذلك أن العوائد المحققة من الأوراق المالية التي تضمها هذه المحافظ (الدفاعية والمتوازنة) تميل للارتفاع عندما تنخفض عوائد الأوراق المالية لباقي المحافظ المالية (الهجومية)، إلا أن عوائد هذه المحافظ (الدفاعية والمتوازنة) منخفضة ويرجع ذلك إلى عوامل خاصة بها تتمثل أبرزها في قطاع النشاط.

2. قياس درجة تنويع المحافظ محل الدراسة

أ. حساب معامل التحديد للمحافظ المدروسة:

معامل التحديد R^2 يمثل نسبة التغير عوائد المحفظة إلى التغير في عوائد مؤشر محفظة السوق من خلال المعادلة الرياضية التالية:

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

حيث: R^2 : معامل التحديد

δ_p^2 : التباين في عوائد المحافظ المدروسة

δ_m^2 : التباين في عوائد محفظة السوق

من خلال الجدول التالي يتم حساب معامل التحديد للمحافظ كآتي:

الجدول رقم(6): حساب معامل التحديد للمحافظ محل الدراسة

المحافظ	معامل التحديد
المحفظة الهجومية	1.84
المحفظة الدفاعية	0.003
المحفظة المتوازنة	0.007

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج (Excel)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه تفاوت في معامل التحديد بين المحافظ الثلاث إذ بلغ متوسط معامل التحديد للمحفظة الهجومية 1.84 أي أن محفظة السوق تفسر النسبة السابقة من تباينات عوائد أسهم هذه الشركات

فيما تأتي المحفظة المتوازنة خلفها بأقل معامل 0.007 وهذا يعني أن محفظة السوق تفسر فقط ما نسبته 0.71% من تباينات معدلات عوائد الأسهم أما النسبة المتبقية تعود لأسباب أخرى خاصة بالشركات، وأخيرا تحقق المحفظة الدفاعية أدنى معامل من بين المحافظ 0.0037 وهذا يعني أن محفظة السوق تفسر فقط 0.37% من تباينات معدلات هذه الأسهم في حين تفسر النسبة المتبقية بأسباب أخرى ليس لها علاقة بتقلبات السوق.

3. 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:

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\delta_p}$$

- مؤشر ترينور يعطى بالعلاقة التالية:

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

- مؤشر جنسن يعطى بالعلاقة التالية:

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

والجدول التالي يوضح حساب مؤشرات تقييم الأداء:

الجدول رقم (7): حساب مؤشرات تقييم الأداء للمحافظ محل الدراسة

المحافظ	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر جنسن
المحفظة الهجومية	2.64	0.62	0.15
المحفظة الدفاعية	0.83	-0.25	0.04
المحفظة المتوازنة	-0.5	0.13	0.03
محفظة السوق	2.08	0.54	0

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج (Excel)

تم التوصل من خلال نتائج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

أ. بالنسبة لمؤشر شارب: يقيس علاوة مخاطر المحفظة إلى المخاطر الكلية والتي يعبر عنها بالانحراف المعياري

- **المحفظة الهجومية:** هي المحفظة الوحيدة التي سجلت معدل عائد المخاطر المقدر بـ 0.4340 أكبر من معدل عائد المخاطر في السوق المقدر بـ 0.2573، العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطر كلية تقدر بـ 2.64 وحدة عائد، وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، حيث هناك فرق قدره 0.56 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح المحفظة الهجومية.

- **المحفظة الدفاعية:** العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطر كلية تقدر بـ 0.83 وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطر في السوق 0.2573 أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ 0.0158، وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أصغر مقارنة بمؤشر السوق، حيث أن هناك فرق قدره 1.25 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح محفظة السوق.

- **المحفظة المتوازنة:** العائد الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطر كلية تقدر بـ -0.5 وحدة عائد، وعليه معدل عائد المخاطر في السوق 0.2573 أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ 0.0217 وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أصغر مقارنة بمؤشر السوق حيث هناك فرق قدره 2.58 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح محفظة السوق.

ب. بالنسبة لمؤشر ترينور: تقيس علاوة مخاطر المحفظة إلى المخاطر المنتظمة والتي يعبر عنها بمعامل بيتا (β).

- **المحفظة الهجومية:** العائد الإضافي الذي حققته المحفظة من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ 0.62 وحدة عائد والذي يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة مع ربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من 1.2020 إلى 0.62 في ظل المخاطر المنتظمة.
 - **المحفظة الدفاعية:** العائد الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطر منتظمة تقدر بـ -0.25 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة مع ربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من 0.0681 إلى -0.25 في ظل المخاطر المنتظمة.
 - **المحفظة المتوازنة:** العائد الإضافي الذي حققته هذه المحفظة من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ 0.13 وحدة عائد والذي يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة مع ربحية السوق نظراً لارتفاع ربحية عوائد المحفظة من 0.0442 إلى 0.13 في ظل المخاطر المنتظمة.
- ج. بالنسبة لمؤشر جنسن: تقوم فكرة هذا النموذج بين مقدارين للعائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.

أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب (β_P) في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر ويطلق عليها علاوة خطر السوق.

وبالرجوع إلى نتائج الجدول أعلاه نجد أن $\alpha > 0$ لجميع المحافظ الاستثمارية المدروسة وهو ما يفسر الأداء الجيد للمحافظ مقارنة مع متوسط العوائد المحققة لمحفظة السوق.

المطلب الثالث: الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة

يعد العالم الإنجليزي (Francis Galton) أول من استخدم مفهوم الانحدار في التطبيقات البيولوجية، وينقسم الانحدار حسب نوع وطبيعة العلاقة المدروسة إلى انحدار خطي وانحدار لا خطي.

أولاً: مفهوم الانحدار الخطي البسيط:

إن العلاقة التي تربط بين متغيرين تسمى بالانحدار الخطي البسيط (Regression Simple Linear) فمجموع المشاهدات التي نريد أن نوفق لها خط مستقيم تتوقف على طبيعة الانحرافات الملازمة لتلك العلاقة المدروسة ويقترن مفهوم الانحدار الخطي البسيط بمفهوم الارتباط الخطي البسيط الذي يهتم بإيجاد القيمة العددية للعلاقة بين المتغيرات فالهدف من الانحدار الخطي البسيط هو تقدير معالم النموذج (a ; b)، إن الشكل الانتشاري للبيانات يبين فيما إذا كان المتغيرين مرتبطين فيما بينهما أو كان ارتباطهما سالبا أو موجبا وكذلك يبين إيجابية العلاقة فيما إذا كانت زيادة أحدهما يؤدي إلى زيادة الآخر أو العكس أو أن تكون معدومة أصلاً، وعندما نحاول إيجاد خط مستقيم لتلك النقاط العشوائية لتوضيح العلاقة فيما بينهما يتطلب ذلك إيجاد

قيمة كل من (a ; b) التي تحدد شكل واتجاه المستقيم، فالمستقيم الذي يتخلل ذلك الانتشار يحاول تقليل مجموع مربعات الخطئ إلى أقل ما يمكن ليكون أفضل خط مستقيم يعبر عن تلك العلاقة بين المتغيرين¹.

وتصاغ معادلة الانحدار الخطي البسيط على الشكل التالي²:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \epsilon_i$$

حيث: Y_i : تدل على قيم المتغير التابع

X_i : تدل على قيم المتغير المستقل

ϵ_i : تدل على قيم الخطأ العشوائي (البواقي)

β_0 : تدل على قيمة ثابت الانحدار

β_1 : تدل على ميل الخط المستقيم

وتعتبر طريقة المربعات الصغرى من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم النموذج، لأنها تجعل الخطأ العشوائي أقل ما يمكن، وفيها يتم إيجاد أفضل تصحيح خطي من خلال تقليل مربعات الانحراف بين القيم الفعلية والمقدرة، وهو ما يرمز له بـ

$$\hat{\epsilon}_i = Y_i - \hat{Y}_i \quad \left(\sum_1^n \hat{\epsilon}_i^2 \right) \quad \text{حيث}$$

وفي الغالب يستخدم تحليل الانحدار لتحقيق الأهداف الآتية³:

- الوصف: أي وصف شكل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.
- التقدير والتنبؤ: أي التنبؤ بالقيم المستقلة للمتغير التابع المناظرة لقيم المتغيرات المستقلة ويعد التقدير والتنبؤ من أهم استخدامات تحليل الانحدار في الجانب التطبيقي.
- التحكم: أي تفسير التغير في قيم المتغير التابع بدلالة التغير في قيم المتغير المستقل، باتخاذ المتغير المستقل متغير يمكن التحكم فيه.

ويستند تحليل الانحدار الخطي البسيط إلى عدة افتراضات لا بد من التحقق منها قبل إجرائه وهي:

1. العلاقة الخطية: أي أن تكون العلاقة خطية بين المتغير التابع والمستقل، ويتم التحقق من العلاقة الخطية باستخدام الرسم البياني وباستخدام اختبار نقص المطابقة إذا وجدت قيم مكررة.

¹مظهر خالد عبد الحميد، بناء نماذج برمجة الأهداف لتقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد 5، العدد 14، جامعة تكريت، العراق، 2009، ص 183/184.

²صبري حسن الطراونة، أثر معالجة القيم الشادة على تحقق افتراضات تحليل الانحدار الخطي البسيط، مجلة المنارة، المجلد 25، العدد 4، جامعة مؤتة، 2019، ص 386.

³ المرجع السابق، ص 386-388

2. التجانس: أي ثبات التغير في قيمة البواقي، وإذا كان هناك تجانس فإن البواقي ستكون متساوية عند حد ما عند جميع القيم، أو بمعنى آخر لن يلاحظ اتجاه لزيادة أو نقصان البواقي مع تغير قيمة المتغير المستقل، ويتم التحقق من التجانس باستخدام الرسم البياني أو باستخدام اختبارات إحصائية
3. استقلالية البواقي: أي أن الباقي لأي نقطة لا يعتمد على الباقي في النقطة أو النقاط السابقة ويتم التحقق من استقلالية البواقي باستخدام الرسم البياني أو باستخدام اختبار (Durbin Watson)
4. التوزيع الطبيعي للبواقي: يعتمد تحليل الانحدار على أن تكون البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً عند كل النقاط للمتغير المستقل، ويتم التحقق من التوزيع الطبيعي للبواقي باستخدام الرسم البياني أو باستخدام اختبار كولموجروف - سميرنوف -

ويمكن أن يؤثر وجود القيم الشاذة على تحقق افتراضات تحليل الانحدار الخطي البسيط، وقد تظهر هذه القيم في البيانات نتيجة لأسباب عدة منها: إن البيانات تعود إلى توزيعات غير متماثلة، أي يكون فيها التواء نحو اليمين أو نحو اليسار، أو أن البيانات آتية من نوعين من التوزيعات أحدهما يولد قيم جيدة بينما الآخر توزيع ملوث يولد قيم شاذة، وقد تحدث القيم الشاذة نتيجة لأسباب أخرى منها أخطاء يقع فيها الباحث عند تسجيل القياسات، أو نتيجة أخطاء الحسابات، وتعود الجذور التاريخية لاكتشاف القيم الشاذة إلى عام 1755 عندما حاول بوسوكوفيتش تحديد اهليجية الأرض من خلال استخدام 10 قياسات، وقام بوسوكوفيتش باستبعاد قياسين من هذه القياسات لتطرفهما الشديد.

والقيم الشاذة هي تلك المشاهدات التي تبدو غير منطقية إذا ما قورنت بباقي البيانات، وعرف غرين القيمة الشاذة بأنها القيمة التي تكون منحرفة بشكل كبير عن باقي القيم الموجودة في العينة، وتعرف القيمة الشاذة بأنها القيمة غير المتجانسة مع بقية البيانات، ويشير سيو إلى أن معظم مجموعات البيانات الحقيقية تحتوي على قيم شاذة، حيث تكون هذه القيم بعيدة بشكل واضح عن بقية البيانات وقد يؤدي وجود هذه القيم إلى انتهاك بعض الافتراضات التي تقوم عليها بعض التحليلات الإحصائية مثل تحليل الانحدار الخطي البسيط، ويشير رحمان والعمرى إلى أن القيم الشاذة هي قيم غير طبيعية من مجموع البيانات تكون كبيرة أو صغيرة مقارنة مع القيم الأخرى، وهناك نوعين من القيم الشاذة في تحليل الانحدار هما: النوع الأول هي القيم المتطرفة التي تظهر انحراف واضح وكبير عن باقي بيانات المتغير وعادة تكون في أحد الطرفين، والنوع الثاني هي عندما تكون البواقي المعيارية خارج حدود المدى عند رسم الانتشار ولا يشترط أن يكون موقع هذه القيم في أحد الطرفين.

ومن طرق الكشف عن القيم الشاذة طريقة الرسم الصندوقي وفيها تحدد القيم المتطرفة وغير المألوفة في البيانات لكل متغير بشكل منفرد، ومن الطرق كذلك طريقة متوسط البتر وفي هذه الطريقة يتم ترتيب البيانات تصاعدياً، وتحذف أكبر قيمة وأصغر قيمة من البيانات، ويتم حساب الوسط الحسابي للقيم المتبقية، أي إيجاد

الوسط المشذب وهو القيمة التقديرية، ويمكن إجراء تحويلات إما للمتغير التابع أو المستقل كالتحويل اللوغاريتمي والمعكوس والجذر التربيعي وغيرها¹.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

نههدف من خلال هذا المبحث إلى عرض وتحليل النتائج المتحصل عليها باستعمال البرنامج الإحصائي من خلال دراسة علاقة الارتباط بين المتغير التابع والمستقل ومن ثم تقديم تفسير اقتصادي لنموذج الدراسة.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

قمنا في هذا المطلب بعرض وتحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط لمتغيرات الدراسة وذلك لاختبار معنوية النموذج واختبار فرضيات الدراسة كما هو موضح في الجداول أدناه:

أولاً: عرض نتائج نموذج المحفظة الهجومية

والتي تنص على: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية ($\alpha < 0.05$) للتنويع على مخاطر المحفظة الهجومية قبل الوصول لاختبار هذه الفرضية، سوف نستعرض من خلال الجدول التالي التغيرات في معامل التحديد بين أصول المحفظة الهجومية والانحراف المعياري لقياس مخاطرها.

الجدول رقم(8): مؤشر التنويع ومخاطر المحفظة الهجومية

10سنوات	5سنوات	3سنوات	سنة 1	
2.84	2.65	3.61	28.37	معامل التحديد بين أصول المحفظة
0.34	0.52	0.4	0.21	الانحراف المعياري

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج EXCEL

يبين الجدول التالي نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع على مخاطر المحفظة الهجومية

¹ صبري حسن الطراونة، مرجع سبق ذكره، ص 388-389.

الجدول رقم(9): نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع على مخاطر المحفظة الهجومية

Modèle النموذج	Cofficient nonstandarisés المعاملات غير النمطية		Cofficient standardisés المعاملات النمطية	T قيمة t	Sig مستوى
	A	ErreurStandard الانحراف المعياري	Bêta	المحسوبة	الدلالة
الثابت	0.481	0.038		12.691	0.006
التنويع	-0.009	0.03	-0.931	-3.600	0.069

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات SPSS

من خلال الجدول نلاحظ أن مستوى الدلالة ل t يساوي 0.069 وهو أكبر من القيمة المعنوية 0.05 وبالتالي لا يوجد تأثير للتنويع على مخاطر المحفظة الهجومية وعليه يمكن القول أن الفرضية الأولى مرفوضة

ثانيا: عرض نتائج نموذج المحفظة الدفاعية

والتي تنص على: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية ($\alpha \leq 0.05$) للتنويع على مخاطر المحفظة الدفاعية قبل الوصول لاختبار هذه الفرضية، سوف نستعرض من خلال الجدول التالي التغيرات في معامل التحديد بين أصول المحفظة الدفاعية والانحراف المعياري لقياس مخاطرها.

الجدول رقم(10): مؤشر التنويع ومخاطر المحفظة الدفاعية

10سنوات	5سنوات	3سنوات	1سنة	معامل التحديد بين أصول المحفظة
0.003	0.0008	0.001	0.06	
0.015	0.009	0.009	0.01	الانحراف المعياري

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج EXCEL

يبين الجدول التالي نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع على مخاطر المحفظة الدفاعية
الجدول رقم(11): نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع على مخاطر المحفظة الدفاعية

Modèle النموذج	Cofficient nonstandarisés المعاملات غير النمطية		Cofficient standardisés المعاملات النمطية	T قيمة t	Sig مستوى
	A	Erreur standard الانحراف المعياري	Bêta	المحسوبة	الدلالة
الثابت	0.011	0.002		4.890	0.039
التنويع	-0.019	0.075	- 0.175	-0.251	0.825

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج SPSS

من خلال الجدول نلاحظ أن مستوى الدلالة ل t يساوي 0.825 وهو أكبر من القيمة المعنوية 0.05 وبالتالي لا يوجد أثر للتنويع على مخاطر المحفظة الدفاعية وعليه يمكن القول أن الفرضية مرفوضة

ثالثا: عرض نتائج نموذج المحفظة المتوازنة

والتي تنص على وجد أثر ذو دلالة إحصائية ($\alpha \leq 0.05$) للتنويع على مخاطر المحفظة المتوازنة قبل الوصول لاختبار هذه الفرضية، سوف نستعرض من خلال الجدول التالي التغيرات في معامل التحديد بين أصول المحفظة المتوازنة والانحراف المعياري لقياس مخاطرها.

الجدول رقم(12): مؤشر التنويع ومخاطر المحفظة المتوازنة

10سنوات	5سنوات	3سنوات	1سنة	
0.007	0.009	0.003	0.002	معامل التحديد بين أصول المحفظة
0.021	0.031	0.011	0.001	الانحراف المعياري

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج EXCEL

يبين الجدول نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع على مخاطر المحفظة المتوازنة

الجدول رقم(13): نتائج اختبار الانحدار الخطي البسيط لأثر التنويع على مخاطر المحفظة المتوازنة

Modèle النموذج	Cofficient nonstandarisés المعاملات غير النمطية		Cofficient standardisés المعاملات النمطية	T قيمة t	Sig مستوى
	A	Erreur standard الانحراف المعياري	Bêta	المحسوبة	الدلالة
الثابت	-0.002	0.004		-0.636	0.590
التنويع	3.432	0.559	0.975	6.142	0.025

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات SPSS

من خلال الجدول نلاحظ أن مستوى الدلالة ل t يساوي 0.025 وهو أصغر من القيمة المعنوية 0.05 وبالتالي يوجد أثر للتنويع على مخاطر المحفظة المتوازنة بحيث كلما ارتفع التنويع بوحدة واحدة انخفضت المخاطر ب 0.002، وعليه يمكن القول أن الفرضية مقبولة.

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

قبل تفسير نتائج التحليل الإحصائي هناك بعض المعطيات التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تفسير أثر التنويع على تخفيض مخاطر المحافظ محل الدراسة، والتنويع الكفاء حسب ماركويتز يعتمد على أساس علمي دقيق في اختيار مكونات المحفظة لتخفيض المخاطرة عند مستوى معين من العائد. وبالرجوع إلى نتائج نموذج الانحدار الخطي البسيط للمحافظ الثلاث يتضح بشكل جلي التفاوت الذي يعرفه هذا المعامل من محفظة إلى أخرى، وتجدر الإشارة إلى أنه كلما ارتفع هذا المعامل ذل ذلك على درجة التنويع الجيد

- بالنسبة للمحفظة الهجومية :

نلاحظ ارتفاع معامل التحديد (2.84) وبالتالي تنويع جيد إلا أنه لا يوجد أثر في التقليل من الخاطر (ارتفاع نسبة الانحراف المعياري 43.40 □)، ويرجع ذلك إلى مستوى المخاطر النظامية المرتفع الذي تتسم بها الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة مقارنة بمخاطر السوق، حيث أن مستوى المخاطر الذي تتطوي عليه هذه الأوراق المالية بحد ذاتها رغم تنوعها تحول دون انخفاض مستوى المخاطر

- بالنسبة للمحفظة الدفاعية:

نلاحظ أن معامل التحديد قدر ب 0.0037 وهو أدنى معامل، وهذا يدل على أن درجة التنويع منخفضة بشكل كبير مقارنة مع المحفظة الهجومية وكذا المحفظة المتوازنة، مما أدى إلى علاقة سلبية بين التنويع وتقليل المخاطر (1.58 □)، وهذا يعني عدم التنويع الجيد مقارنة بالمحافظ الأخرى انعكس سلبا على مستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذه المحفظة.

- بالنسبة للمحفظة المتوازنة:

فنلاحظ أن معامل التحديد قدر ب 0.0071، ويتضح أن مستوى التنويع منخفض جدا إلا أنه أعلى مقارنة بالمحفظة الدفاعية و أقل بكثير من المحفظة الهجومية، وهذا عند مستوى مخاطرة قدر ب 2.17 □

فبالرغم من ذلك أظهرت نتائج القياس أثر إيجابي لهذا التنويع على مستوى المخاطرة وهذا يرجع إلى التنويع الجيد على مستوى الأوراق المالية فبرغم من درجته المنخفضة إلا أنه ساهم في تخفيض المخاطر لكن مع عوائد أقل مقارنة بالمحفظة الدفاعية التي حققت عوائد أكبر منها وفي مستوى مخاطرة أقل وبدرجة تنويع أقل كذلك

خلاصة الفصل

هدفنا من خلال هذا الفصل إلى دراسة أثر التنويع في الحد من المخاطر في المحافظ المدروسة باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط انطلاقاً من قياس عائد وخطر كل محفظة وتقييم أدائها وكذا قياس درجة تنويعها (معامل التحديد)، وكان من أهم النتائج التي توصلنا إليها أن التنويع ساهم في تخفيض مخاطر المحفظة المتوازنة بينما لم يساهم في باقي المحفظتين (الهجومية والدفاعية) وبالتالي قبول فرضية واحدة من بين فرضيات الدراسة .

الخاتمة

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بأسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية وذلك لأنها تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد كان، حيث أصبحت هذه الأسواق تستقطب العديد من المستثمرين التي تختلف أهدافهم حسب طبيعة وإمكانية كل منهم، غير أن هؤلاء المستثمرين يظل لديهم هاجس القرار الاستثماري الرشيد الذي يتطلب تحقيق عوائد مرضية في ظل مخاطر مقبولة ومن هنا أصبحت تشكل المحافظ الاستثمارية عاملاً وأداة مهمة في عالم الاستثمار في الأسواق المالية والتي ساهمت في خلق بيئة تنافسية جديدة تقوم على أسس متنوعة، حيث كان لظهورها دور بالغ في تغيير خريطة الاستثمار العالمية، فجوهر الاستثمار فيها يتعلق أساساً بضرورة تحقيق أفضل العوائد عند أدنى مستوى من المخاطر التي يمكن للمستثمر تحملها، ولا يتحقق ذلك بالحدس والخبرة الشخصية وإنما عن طريق استخدام أفضل الأساليب والنماذج والتقنيات العلمية ولعل أهمها يتمثل في التنوع الذي يقوم بالقضاء على المخاطر غير المنتظمة بالمزج بين أكثر من ورقة مالية ذات خصائص مختلفة والتقليل من المخاطر المنتظمة بتكوين محفظة أوراق مالية معامل الارتباط بين أصولها سالب.

وقد قمنا من خلال الدراسة النظرية باستعراض أهم المفاهيم المتعلقة بموضوع المحافظ المالية ومؤشرات قياس أدائها و أثر التنوع في التقليل من مخاطرها، ولإبراز هذا الأثر في الواقع العملي حاولنا تطبيق ما تناولناه على مجموع محافظ أوراق مالية تم تشكيلها في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة (2010/2019).

أولاً: نتائج الدراسة

توصلنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع إلى مجموعة من النتائج نذكرها فيما يلي:

1. نتائج الدراسة النظرية

- تتمثل أدوات الاستثمار في الأسواق المالية في الأسهم والسندات والمشتقات المالية.
- تتشكل المحفظة الاستثمارية من مجموعة من الأوراق المالية ذات الخصائص المختلفة.
- تهدف المحفظة الاستثمارية إلى تحقيق أعلى عائد بأقل مخاطرة.
- تتحدد السياسة المتبعة في إدارة المحفظة المالية على عنصري العائد والمخاطرة.
- التنوع الفعال هو بلوغ أدنى قيمة للخطر عند مستوى معين من العائد.
- على مدير المحفظة مراعاة 3 اعتبارات هامة لضمان نجاح آلية التنوع وهي: تنوع المخاطر الاستثمارية، عدد أصول المحفظة و معامل الارتباط بين أصول المحفظة .
- هناك عدة أساليب لقياس أداء المحافظ من بينها مؤشر شارب، ترينور وجنسن.
- يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على مجموعة من الفروض والذي يقدر معدل العائد المطلوب للسهم.

2. نتائج الدراسة التطبيقية

توصلنا من خلال الدراسة التطبيقية لموضوع المحافظ المالية لمجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- يضم سوق عمان العديد من المؤشرات ومن أهمها مؤشر ASE100
- قمنا في هذه الدراسة بتشكيل 3 محافظ وفق سياسات تكوين المحافظ (هجومية، دفاعية، متوازنة)
- تشير الدراسة إلى أن عائد المحفظة الهجومية كان أكبر قيمة (120.2) مقارنة بالمحفظة الدفاعية والمتوازنة التي حققت على التوالي (6.81) (4.42)، وقد حققت المحفظة الهجومية أعلى نسبة مخاطرة قدرت ب (43.4) مقارنة بالمحفظة الدفاعية والمتوازنة والتي قدرت نسبة مخاطرتيها (1.58، 2.17) على التوالي.
- عند قياس درجة تنويع المحافظ المالية المشكلة توصلنا إلى أن المحفظة الهجومية حققت أعلى معامل تحديد مقارنة بالمحافظ الأخرى (الدفاعية والمتوازنة) وهذا يدل على التنويع الجيد لمكونات هذه المحفظة.
- عند تقييم أداء المحافظ المالية المشكلة توصلنا إلى أن المحفظة الهجومية حققت أحسن أداء حسب مؤشر شارب و ترينور وجنسن.
- استخدمنا في دراستنا نموذج الانحدار الخطي البسيط لدراسة أثر التنويع في الحد من مخاطر المحافظ المدروسة ولقد توصلنا إلى:
 - في المحفظة الهجومية لاحظنا أنه لا يوجد أثر للتنويع في الحد من المخاطر رغم أن المحفظة متنوعة بشكل ولها أعلى درجة تنويع .
 - المحفظة الدفاعية أيضا لم نلاحظ أثر للتنويع فيها رغم تنوعها.
 - أما المحفظة المتوازنة فقد لاحظنا وجود أثر للتنويع في الحد من المخاطر.

ثانيا : توصيات واقتراحات

من خلال دراستنا يمكننا الخروج بالتوصيات و الاقتراحات التالية:

- نقترح على المستثمر قبل دخوله في الاستثمار في هذه المحافظ أن يكون على دراية تامة بأوضاع السوق كاملة وبكل ما يمكن أن يواجهه وأن يسطر كل أهدافه من ناحية العائد والمخاطرة.
- القيام بمراجعة أداء المحافظ بصورة دورية.
- ضرورة التخلص من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة في حالة عدم تلبية طموحات المستثمر واستبدالها بأخرى.
- نوصي المستثمرين الأكثر حساسية للمخاطرة بالاستثمار في المحافظ الدفاعية أو المتوازنة التي تحقق أرباح معقولة بمخاطرة مقبولة.

ثالثًا: آفاق الدراسة

- دراسة أثر التنويع على نفس السوق المالي وباستخدام أساليب أخرى.
- القيام بدراسة مقارنة لأثر التنويع بين محافظ مشكلة من عدد قليل من الأوراق المالية وأخرى مشكلة من عدد أكبر في نفس السوق المالي أو أسواق مالية عربية أخرى.
- دراسة أثر الاستثمار في المحافظ المالية في تنشيط الاقتصاد الوطني لسوق ما.
- دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة عمان.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

1. الكتب

- 1) آل شبيب دريد كامل، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2015.
- 2) التميمي أرشد فؤاد، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 3) الحناوي محمد صالح وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013.
- 4) الحناوي محمد صالح، طارق الشهاوي، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014.
- 5) الداودي أسوء بهاء الدين، أثر استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية على عوائدها ومخاطرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2020.
- 6) الزبيدي حمزة محمود، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 7) الصيرفي محمد، البورصات، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008.
- 8) العابدي هاشم فوزي وجليل كاظم العارضي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 9) العابدي هشام فوزي دباس، الهندسة المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 10) العاتبي أحمد معجب، المحافظ المالية الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 11) المومني غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 12) بن علي بلعزوز، إدارة المخاطر - المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 13) جابر محمد صالح، الاستثمار بالأسهم والسندات و إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 14) حردان طاهر حيدر، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 15) حردان طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 16) حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 17) حماد طارق عبد العال، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، القاهرة، 2009.

- 18) حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: - أسهم - سندات، الدار الجامعية الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003.
- 19) خربوش حسني علي وآخرون، الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
- 20) دريد محمد أحمد، الاستثمار: قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- 21) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- 22) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- 23) شموط مروان وآخرون، أسس الاستثمار، الشركة العربية للتسويق والتوريد، القاهرة، 2008.
- 24) شموط مروان، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- 25) صافي وليد، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009.
- 26) عبد العزيز أمين، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 27) عرفه سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 28) عطا الله ماجد أحمد، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 29) علوان قاسم راييف، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 30) فليح حسن خلاف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 31) قاسم منى، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007.
- 32) متولي السيد عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010.
- 33) مطر محمد، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 34) مطر محمد، إدارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 35) مطر محمد، تيم فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 36) مفلح هزاع، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، جامعة حماه، كلية الاقتصاد، 2019/2018.

- 37) هندي منير إبراهيم ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- 38) هندي منير إبراهيم، إدارة المخاطر، الجزء3: عقود الخيارات، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007.
- 39) هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015.
- 40) هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء2، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 41) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 2.المجلات
- 1) الطراونة صبري حسن، أثر معالجة القيم الشاذة على تحقق افتراضات تحليل الانحدار الخطي البسيط،مجلة المنارة، المجلد25، العدد4، جامعة مؤتة، 2019.
- 2) رزق الله نرجس، براهيم زرزور، اختبار كفاءة سوق مالي ناشئ عند المستوى الضعيف دراسة بورصة عمان، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد2، جامعة العربي تيسي، تبسة، جويلية2020.
- 3) سحنون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، العدد31، جوان2009.
- 4) شعوفي فاطمة الزهراء، أثر سياسة التنوع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد السادس، جامعة طاهري محمد، بشار، العدد2، ديسمبر2020.
- 5) عبد الرحمان سلمان مهند، تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى للمنتجات، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد48، 2016.
- 6) عبو عمر وآخرون، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة التنمية و الاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد(1)، 2017.
- 7) فورين حاج قويدر وآخرون، المعيار في الحقوق والعلوم السياسية والاقتصادية، المجلد10، مجلة فصلية محكمة، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي، تيسمسيلت، 2 جوان2019.
- 8) مظهر خالد عبد الحميد، بناء نماذج برمجة الأهداف لتقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط،مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد5، العدد 14، جامعة تكريت، العراق، 2009، ص183/184.

3. الرسائل الجامعية:

- 1) الشعراني بشار، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في الأسواق المالية، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، العراق، 2015.
- 2) الرضي دفع الله المكي حسن، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2018/2013)، بحث تكميلي انيل درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة النيلين، الخرطوم، 2018.
- 3) بديار أمينة، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية (دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر)، رسالة دكتوراه تخصص تطبيقات الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2019/2018.
- 4) بن لخضر مسعودة، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال: دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة الممتدة من 2014/2009، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
- 5) بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري (دراسة حالة بنك BNP paribas)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007/2006.
- 6) جهرة شنافة، أثر الأسواق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2016/1980، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس-1، سطيف، 2018/2017.
- 7) حشايشي سليمة، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية - دراسة قياسية -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس 1، سطيف، 2018/2017.
- 8) زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحافظ الاستثمارية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة البويرة، 2015/2014.
- 9) شبير توفيق عوض، بناء المحافظ الاستثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015.
- 10) مزاهدية رفيق، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015/2014.

- 11) مضوي يعقوب عبد الرحيم الأمين، محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي (تمويل)، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، أبريل 2019.
- 12) منوار ندير، لعلي وليد، أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة إحصائية لعينة من المحافظ المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة الصديق بن يحيى، جيجل، 2020/2019.
- 13) نعمان محمول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية (دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص علوم التسيير، فرع إدارة أعمال المؤسسات، كلية علوم التسيير، جامعة جيجل، 2007/2006.

5. التقارير والوثائق:

- 1) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2010.
- 2) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2011.
- 3) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2012.
- 4) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2013.
- 5) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2014.
- 6) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2015.
- 7) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2016.
- 8) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2017.
- 9) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2018.
- 10) بورصة عمان، التقرير السنوي، 2019.
- 11) خطاب سامي، تقرير حول المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار - هيئة الأوراق المالية والسلع - ، أبو ظبي، آذار 2007.

4. المواقع الإلكترونية:

- 1) <http://www.ase.com.jo/ar/asar-alswq/mwshrat/almkwnnat/mkwnnat-alswq-alswq> le:1/05/2021 à:12:05.
- 2) <http://www.ase.com.jo/ar/asar-alswq/mwshrat/tryqt-alahtsab> le:1/05/2021 à :11:43.
- 3) <https://admiralmarkests.com> , 16/04/2021 , 21:47.

4. المحاضرات:

- 1) حياة نجار، محاضرات في الهندسة المالية، تخصص ماستر إدارة مالية، جامعة جيجل، 2018 - 2019.
- 2) فقير سامية، محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2018/2017.

الملاحق

الملحق رقم (01): الشركات المكونة لمؤشر ASE100

اسم الشركة	الرمز	الرقم
البنك الإسلامي الأردني	JOIP	1
البنك الأردني الكويتي	JOKB	2
البنك التجاري الأردني	JCBK	3
بنك الإسكان للتجارة والتمويل	THBK	4
بنك الأستثمار العربي الأردني	AJIB	5
بنك صفوة الإسلامي.	SIBK	6
بنك الاتحاد	UBSI	7
بنك المؤسسة العربية المصرفية/الأردن	ABCO	8
البنك الاستثماري	INVB	9
بنك المال الأردني	EXFB	10
بنك القاهرة عمان	CABK	11
بنك الأردن	BOJX	12
البنك الأهلي الأردني	AHLI	13
البنك العربي	ARBK	14
الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	15
الأردن الدولية للتأمين	JJIC	16
التأمين الإسلامية	TIIC	17
الأولى للتأمين	FINS	18
البلاد للخدمات الطبية	ABMS	19
الكهرباء الأردنية	JOEP	20
كهرباء محافظ أربد	IREL	21
الخطوط البحرية الوطنية الأردنية.	SHIP	22
الأردن ديكابولس للأملاك.	JDPC	23
التجمعات للمشاريع السياحية.	TAJM	24
الأسواق الحرة الأردنية.	JDFS	25
الاستثمارية القابضة للمغتربين الأردنيين.	JEIH	26
السلام الدولية للنقل والتجارة.	SITT	27
الثقة للاستثمارات الأردنية.	JOIT	28
الزرقاء للتعليم والاستثمار.	ZEIC	29
العربية الدولية للتعليم والاستثمار.	AIEI	30
التسهيلات التجارية الأردنية.	JOTF	31
زارة للإستثمار القابضة.	ZARA	32
الإتحاد للإستثمارات المالية.	UINV	32
الإتحاد لتطوير الأراضي.	ULDC	33
التجمعات لخدمات التغذية والإسكان.	JNTH	34
التجمعات الإستثمارية المتخصصة.	SPIC	35
النقلات السياحة الأردنية /جت.	JETT	36
الشرق العربي للإستثمارات المالية والإقتصادية.	AEIV	37

تطوير العقارات.	PEDV	38
المتحدة للإستثمارات المالية.	UCFI	39
مجموعة العصر للإستثمار .	CEIG	40
الدولية للفنادق والأسواق التجارية.	MALL	41
الإتصالات الأردنية.	JTEL	42
المجموعة الإستشارية الإستثمارية.	CICO	43
المقايضة للنقل والإستثمار .	NAQL	44
الشرق العربي للإستثمارات العقارية.	REAL	45
البنراء للتعليم.	PEDC	46
فيلادلفيا الدولية للإستثمارات التعليمية.	PIEC	47
العالمية للوساطة والأسواق المالية.	IBFM	48
مجموعة أفنك القابضة.	OFTC	49
العقارية الأردنية للتنمية.	JRCD	50
الامل الإستثمارات المالية.	AMAL	51
الفارس الوطنية للإستثمار والتصدير .	CEBC	52
عمد للإستثمار والتنمية العقارية.	AMAD	53
إعمار للتطوير والإستثمار العقاري.	EMAR	54
فينيكس العربية القابضة.	PHNX	55
ميثاق للإستثمارات العقارية.	METT	56
مسافات للنقل المتخصص.	MSFT	57
الكفاءة للإستثمارات العقارية.	HIPR	58
اتحاد المستثمرين العرب للتطوير العقاري.	UNAI	59
السنابل الدولية للإستثمارات الإسلامية.	SANA	60
الأولى للتمويل.	FFCO	61
الديرة للإستثمار والتطوير العقاري.	DERA	62
المنكاملة للنقل المتعدد.	ABUS	63
المستقبل العربية للإستثمار .	FUTR	64
مجموعة رم للنقل والإستثمار السياحي.	RUMM	65
الأردن الأولى للإستثمار .	FRST	66
المهنية للإستثمارات العقارية والإسكان.	PROF	67
دارات الأردنية القابضة.	DARA	68
سبانك للإستثمار .	SABK	69
الشرع للتطوير العقاري والإستثمارات.	SHRA	70
أمواج العقارية.	AMWJ	71
دار الأمان للتمويل الإسلامي.	DAIF	73
سرى للتنمية والإستثمار	SURA	74
مساكن الأردن لتطوير الأراضي والمشاريع الصناعية.	MSKN	75
أفاق للطاقة.	MANE	76
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها.	JPCC	77
العربية لصناعة الألمنيوم/ أرال.	AALU	78
الصناعية التجارية الزراعية/ الإنتاج.	ICAG	79

دار الدواء للتنمية والإستثمار .	DADI	80
مصانع الأجواخ الأردنية	JOWM	81
مناجم الفوسفات الأردنية.	JOPH	82
المنكاملة لتطوير الأراضي والإستثمار .	ATTA	83
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية.	WIRE	84
البوتاس العربية.	APOT	85
العالمية الحديثة للزيوت النباتية.	UMIC	86
الوطنية لصناعة الكلورين.	NATC	87
الموارد الصناعية الأردنية.	JOIR	88
انجاز للتنمية والمشاريع المتعددة.	ATCO	89
الباطون الحاضر والتوريدات الإنشائية.	RMCC	90
حديد الأردن.	JOST	91
مصانع الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر .	UTOB	92
الوطنية لصناعة الألمنيوم.	NATA	93
العربية لصناعة المواسير المعدنية .	ASPMM	94
مجمع الضليل الصناعي العقاري .	IDMC	95
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية.	MBED	96
الحياة للصناعات الدوائية.	HPIC	97
مصانع الكابلات المتحدة.	UCIC	98
فيلاذلفيا لصناعة الأدوية	PHIL	99
مصفاة البترول الأردنية /جويتروول.	JOPT	100

المصدر: <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/50>

الملحق رقم(02): الشركات المكونة لعينة الدراسة

السوق	قطاع النشاط	إسم الشركة
1	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	APOT
1	الخدمات التجارية.	JDFS
1	الطاقة والمنافع.	IREL
1	الصناعات الإستخراجية والتعدينية.	JOPH
1	الطاقة والمنافع	JOPT
1	البنوك	ARBK
1	الادوية والصناعات الطبية	HPIC
1	التكنولوجيا والاتصالات	JTEL
1	الأدوية والصناعات الطبية	PHIL
1	الخدمات التعليمية	ZEIC
1	البنوك	EXFB
1	التأمين	TIIC
1	التأمين	JOFR
2	الصناعات الإستخراجية والتعدينية	AALU
2	الصناعات الكيماوية	ICAG
2	الخدمات المالية المتنوعة	JEIH
2	العقارات	ULDC
2	النقل	RUMM
2	الصناعات الكيماوية	NATC
2	الخدمات المالية المتنوعة	JOIT
2	العقارات	EMAR
2	العقارات	PROF
2	الخدمات المالية	SANA
2	الفنادق والسياحة	ZARA
1	البنوك	INVB
1	التأمين	FINS
2	الخدمات التجارية	OFTC
1	الصناعات الكيماوية	MBED

2	الصناعات الكهربائية	UCIG
2	العقارات	HIPR

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على القوائم المالية للشركات

الملحق رقم (03): عوائد شركات محافظة السوق

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
JOIB	0,29	0,28	0,29	0,36	0	0,32	0,36	0,3	0,28	0,27
JOKB	0,52	0,4	0,46	0,47	0,47	0,39	0,3	0,27	0,42	0,3
JCBK	0,05	-0,02	0,02	0,03	0,12	0,15	0,08	0,03	0,04	0,04
THBK	0,31	0,35	0,37	0,4	0,48	0,48	0,49	0,39	0,29	0,26
AJIB	0,12	0,12	0,14	0,15	0,15	0,14	0,14	0,11	0,1	0,1
SIBK	-0,05	0,06	0,02	0,01	0	0,03	0,06	0,06	0,08	0,1
UBSI	0,21	0,1	0,15	0,2	0,24	0,23	0,23	0,2	0,22	0,2
ABCO	0,13	0,13	0,11	0,12	0,12	0,14	0,13	0,12	0,09	0,02
INVB	0,14	0,11	0,11	0,12	0,12	0,14	0,15	0,15	0,15	0,16
EXFB	0,03	0,01	0,13	0,21	0,18	0,02	0,06	0,12	0,15	0,13
CABK	0,35	0,37	0,35	0,41	0,36	0,26	0,19	0,17	0,17	0,15
BOJX	0,32	0,23	0,23	0,26	0,3	0,26	0,21	0,23	0,21	0,2
AHLI	0,21	0,18	0,16	0,1	0,2	0,13	0,04	0,07	0,11	0,11
ARBK	0,27	0,49	0,49	0,65	0,38	0,24	0,33	0,3	0,68	0,66
JOFR	0,02	-0,08	-0,03	0,02	0,12	0,13	0,18	0,14	0,12	0,16
JJJC	0,01	-0,05	-0,02	0,04	0,07	0,09	0,06	-0,03	0	0,02
TIIC	0,03	0,05	0,06	0,08	0,09	0,15	0,16	0,13	0,07	0,08
FINS	0,02	0,02	0,05	0,04	0,06	0,05	0,08	0,09	0,1	0,08
ABMS	0,001	0,084	0,115	0,093	0,138	0,113	-0,047	-0,296	0,006	0,006
JOEP	0,076	0,125	0,132	-0,14	0,033	0,302	0,164	0,095	0,109	0,114
IREL	1,914	1,052	1,509	0,425	0,815	0,419	1,069	0,699	0,71	0,444
SHIP	0,35	0,065	0,199	0,079	0,077	0,115	0,203	0,222	0,185	0,235
JDPC	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,27	-0,01	-0,01	-0,02	-0,03	-0,18
JOPT	0,406	0,683	0,674	0,706	0,517	0,415	0,338	0,327	0,366	0,439
JDFS	2,365	1,134	1,071	1,288	2,022	2,151	2,347	1,129	1,261	1,089
JEIH	0,05	-0,01	0,01	0,06	0,15	-0,01	0	-0,02	0,04	-0,08
SITT	0,069	-0,08	-0,085	0	-0,087	-0,043	0,009	0,03	0,034	0,068
JOIT	0,03	-0,05	-0,11	0,01	0,01	0,01	0,04	0,02	-0,01	0,19
ZEIC	0,3	0,185	0,242	0,279	0,239	0,216	0,142	0,096	0,052	0,04
AIEI	0,245	0,303	0,339	0,399	0,343	0,273	0,27	0,188	0,149	0,15
JOTF	0,088	0,084	0,086	0,104	0,09	0,138	0,129	0,187	0,188	0,18
ZARA	0,072	-0,007	0,008	-0,009	0,003	-0,016	0,011	0,034	0,026	0,039
UINV	0	0	-0,05	0,05	-0,05	-0,08	-0,04	-0,08	-0,02	-0,16

ذد

ULDC	0,01	-0,07	-0,14	0,05	-0,04	0,01	0	0,03	0,08	0,02
JNTH	-0,18	0,07	0,02	-0,03	-0,06	-0,01	-0,01	0	0,01	0,03
SPIC	-0,17	-0,22	-0,12	0,05	-0,18	-0,14	-0,1	0,01	0,9	0,1
JETT	0,214	0,125	0,143	0,159	0,159	0,056	0,1	0,151	0,179	0,269
AEIV	-0,12	-0,07	-0,12	-0,02	-0,04	-0,03	0,01	-0,01	-0,02	-0,03
REDV	-0,07	-0,03	-0,07	0,02	-0,04	-0,07	0,04	-0,01	-0,01	-0,02
UCFI	0,07	-0,06	0,06	-0,01	0,05	0,21	-0,13	-0,11	0,07	-0,02
PHIL	-0,143	-0,077	-0,178	0,217	1,008	0,542	0,087	0,114	0,135	0,17
MALL	0,07	0,062	0,072	0,068	0,062	0,053	0,123	0,024	0,009	0,011
JTEL	0,38	0,359	0,332	0,206	0,168	0,064	0,096	0,128	0,114	0,102
CICO	0,052	-0,044	0,047	-0,023	-0,072	-0,175	0,057	0,05	0,06	0,048
NAQL	0,008	0,006	0,075	-0,018	-0,116	0,008	0,012	-0,017	-0,196	-0,185
REAL	-0,31	-0,16	0	0,24	-0,01	0,04	-0,03	0,05	-0,04	0,03
PEDC	0,3	0,351	0,365	0,371	0,426	0,376	0,448	0,441	0,44	0,412
PIEC	0,159	0,182	0,195	0,235	0,321	0,321	0,315	0,29	0,176	0,116
IBFM	-0,05	-0,24	0,03	-0,03	0	-0,11	-0,27	-0,07	0,02	-0,08
OFTC	0,023	0,016	0,004	0,01	0,016	0,025	0,075	0,041	0,023	0,016
JRCD	-0,03	0,01	0,01	0	0,03	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01
AMAL	0,02	0,01	0,02	0,05	0,04	0,06	0,04	0,02	-0,05	0,03
AMAD	0,25	0,24	0,12	0,08	0,04	0,04	0,04	0,01	0	-0,02
EMAR	0	-0,03	-0,03	-0,02	-0,03	-0,03	-0,05	-0,03	-0,02	-0,05
PHNX	-0,01	-0,61	-0,04	-0,03	-0,03	-0,14	0	0	-0,03	0
MEET	-0,07	-0,04	0,03	-0,02	-0,02	-0,01	0,08	-0,02	-0,02	-0,04
MSFT	-0,023	-0,015	0,064	0,063	0,08	0,062	0,052	0,047	0,036	0,042
HIPR	-0,01	-0,08	-0,05	-0,02	-0,01	0	-0,01	-0,01	-0,01	0
UNAI	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
SANA	-0,01	-0,01	0	-0,03	-0,03	-0,05	-0,03	-0,03	-0,04	-0,01
FFCO	-0,28	0,09	0,06	0,09	0,1	0,11	0,1	0,09	0,05	0,05
DERA	0	0	0,06	-0,01	-0,02	0,02	0	0	-0,01	-0,04
FUTR	0,05	0,01	0,01	-0,26	0,01	-0,01	0	-0,03	-0,04	-0,05
RUMM	0,001	-0,048	0,025	-0,006	0,104	0,127	0,028	-0,079	-0,03	0,017
FRST	0,01	-0,01	-0,02	-0,03	0,02	0	-0,01	-0,02	-0,07	-0,04
PROF	-0,02	-0,01	0,01	0,01	0,03	0	0,02	0,01	0,02	0
DARA	-0,01	-0,06	0,01	-0,01	0	0	0,01	-0,05	-0,04	0,03

SABK	0,01	-0,07	0,01	0,02	0,01	0	0,01	0	-0,01	0,02
SHRA	-0,01	-0,18	-0,04	-0,02	-0,01	-0,17	0,26	-0,01	-0,04	-0,07
SURA	-0,571	0,006	0,014	-0,005	-0,004	-0,003	-0,002	-0,008	-0,004	-0,005
MSKN	-0,18	0	-0,01	-0,01	-0,01	0	-0,01	-0,09	0,01	-0,17
MANE	0,063	0,068	0,066	0,168	0,174	0,161	0,189	0,216	0,095	0,136
JPPC	0,03	0,01	0,011	0,007	0,02	0,059	-0,08	0,009	0,01	0,02
AALU	0,058	0,093	0,082	0,108	0,131	0,072	0,073	0,082	-0,002	0,002
ICAG	0,04	0,079	0,133	0,127	0,072	0,004	0,002	0,008	0,005	0,011
DADI	0,458	-0,251	-0,143	0,195	0,242	0,164	0,201	-0,388	-0,239	-0,294
JOWM	0,384	0,33	0,314	0,26	0,273	0,327	0,257	0,227	0,23	0,191
JOPH	1,07	3,419	1,763	0,02	0,264	0,45	-1,077	-0,576	0,573	0,265
ATTA	-0,21	-0,15	-0,05	-0,03	-0,01	-0,06	-0,04	0,02	-0,01	0,02
WIRE	0,042	-0,027	-0,112	-0,011	-0,012	-0,019	-0,084	-0,068	-0,064	-0,109
APOT	1,952	3,597	2,386	1,568	1,196	1,574	0,747	1,078	1,499	1,821
UMIC	0,037	0,037	0,063	0,084	0,161	0,211	0,228	0,176	0,112	0,117
NATC	0,037	0,034	0,058	-0,028	0,004	0,006	-0,106	-0,16	0,031	0,097
JOIR	0,057	0,025	0,027	0,036	-0,009	-0,058	-0,032	-0,025	-0,027	0,004
ATCO	-0,364	-0,124	0,163	0,056	0,1	0,055	0,088	0,086	0,041	0
RMCC	-0,02	-0,022	0,05	0,085	0,135	0,118	0,168	0,096	0,006	-0,143
JOST	0,104	0,163	0,001	0,006	-0,078	0,006	-0,009	-0,041	-0,056	-0,181
UTOB	0,167	-0,066	0,223	0,233	0,001	-0,028	-0,003	-0,244	-0,302	-0,263
NATA	-0,189	-0,089	0,095	0,083	0,084	0,036	0,04	0,02	0,005	-0,074
ASPM	0,179	0,23	0,224	0,096	0,087	-0,071	0,059	0,097	0,044	0,024
IDMC	-0,02	0	0	0	0,01	-0,02	0,04	0,04	0,04	0,05
MBED	0,141	0,149	0,16	0,196	0,148	0,144	0,186	0,168	0,168	0,203
HPIC	0,053	0,097	0,181	0,212	0,25	0,241	0,247	0,26	0,331	0,351
UCIC	0,015	-0,001	0,005	0,027	0,001	0,017	0,007	0,027	-0,05	-0,02

الملحق رقم 04 : أثر التنويع الإستثماري على مخاطر المحفظة الهجومية

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,931 ^a	,866	,800	,05765

a. Prédicteurs : (Constante), VAR00001

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1 Régression	,043	1	,043	12,963	,069 ^b
de Student	,007	2	,003		
Total	,050	3			

a. Variable dépendante : VAR00002

b. Prédicteurs : (Constante), VAR00001

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		Sig.
	B	Erreur standard	Bêta	t	
1 (Constante)	,481	,038		12,691	,006
VAR00001	-,009	,003	-,931	-3,600	,069

a. Variable dépendante : VAR00002

الملحق رقم 05 : أثر التنويع الإستثماري على مخاطر المحفظة الدفاعية

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,175 ^a	,031	-,454	,00387

a. Prédicteurs : (Constante), VAR00003

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1 Régression	,000	1	,000	,063	,825 ^b
de Student	,000	2	,000		
Total	,000	3			

a. Variable dépendante : VAR00004

b. Prédicteurs : (Constante), VAR00003

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
	B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1 (Constante)	,011	,002		4,890	,039
VAR00003	-,019	,075	-,175	-,251	,825

a. Variable dépendante : VAR00004

الملحق رقم 03 : أثر التنوع الإستثماري على مخاطر المحفظة المتوازنة

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,975 ^a	,950	,924	,00357

a. Prédicteurs : (Constante), VAR00005

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	,000	1	,000	37,730	,025 ^b
	de Student	,000	2	,000		
	Total	,001	3			

a. Variable dépendante : VAR00006

b. Prédicteurs : (Constante), VAR00005

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	-,002	,004		-,636	,590
	VAR00005	3,432	,559	,975	6,142	,025

a. Variable dépendante : VAR00006

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة فعالية التنوع في تخفيض مخاطر المحفظة الإستثمارية؛ تم الاعتماد على أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لإختبار العلاقة بين التنوع الإستثماري والذي تم قياسه من خلال معامل التحديد؛ وبين مخاطر المحفظة والتي تم قياسها إعتقادا على الإنحراف المعياري، التباين ومعامل بيتا (β)؛ ولقد تم تقدير النموذج بإستخدام برنامج (SPSS).

وعلى هذا الأساس أجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 30 شركة تتشط في بورصة عمان (الأردن) والمدرجة في مؤشر ASE 100 خلال الفترة الممتدة (2010/2019).

أخيرا خلص البحث إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لكل من التنوع ومخاطر المحفظة المتوازنة، بالنسبة للمحفظة الهجومية والدفاعية لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التنوع الإستثماري ومخاطرها. **الكلمات المفتاحية:** المحفظة الإستثمارية، التنوع الإستثماري، المخاطرة، الإنحدار الخطي البسيط، سوق عمان المالي.

Summary

This research work is aimed to study of the efficiency of investment diversity in decreasing or reducing investment portfolio risk. We adopted the simple linear regression method to check the relationship between investment diversity measured according to coefficient of determination (R-Squared), and portfolio risk measured according to standard deviation, variance and beta coefficient (β), SPSS programme has been used to estimate the sample.

On this basis the study was done on a sample of 30 societies in Aman stock Exchange (JORDAN) included in the Index ASE 100 during the period between 2010 and 2019.

We come to a conclusion of a statistical significance relationship of both diversity and balanced portfolio risk.

Concerning offensive and defensive portfolio there is no statistical significance between diversity of investment and their risk.

Key words: Investment portfolio, Investment diversity, Financial risk, Aman stock Exchange, Simple Linear Progression.