

وزارة التعليم العالي
المركز الجامعي نور بشير-البيض-
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: العلوم الاقتصادية، التسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم اقتصادية
التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي
بعنوان:

أثر التنويع على أداء محفظة الأوراق المالية
-دراسة حالة محافظ مالية لشركة الرياض المالية السعودية للفترة ما بين 2013-2022

تحت إشراف:

-د. صلعة سمية

إعداد الطلبة:

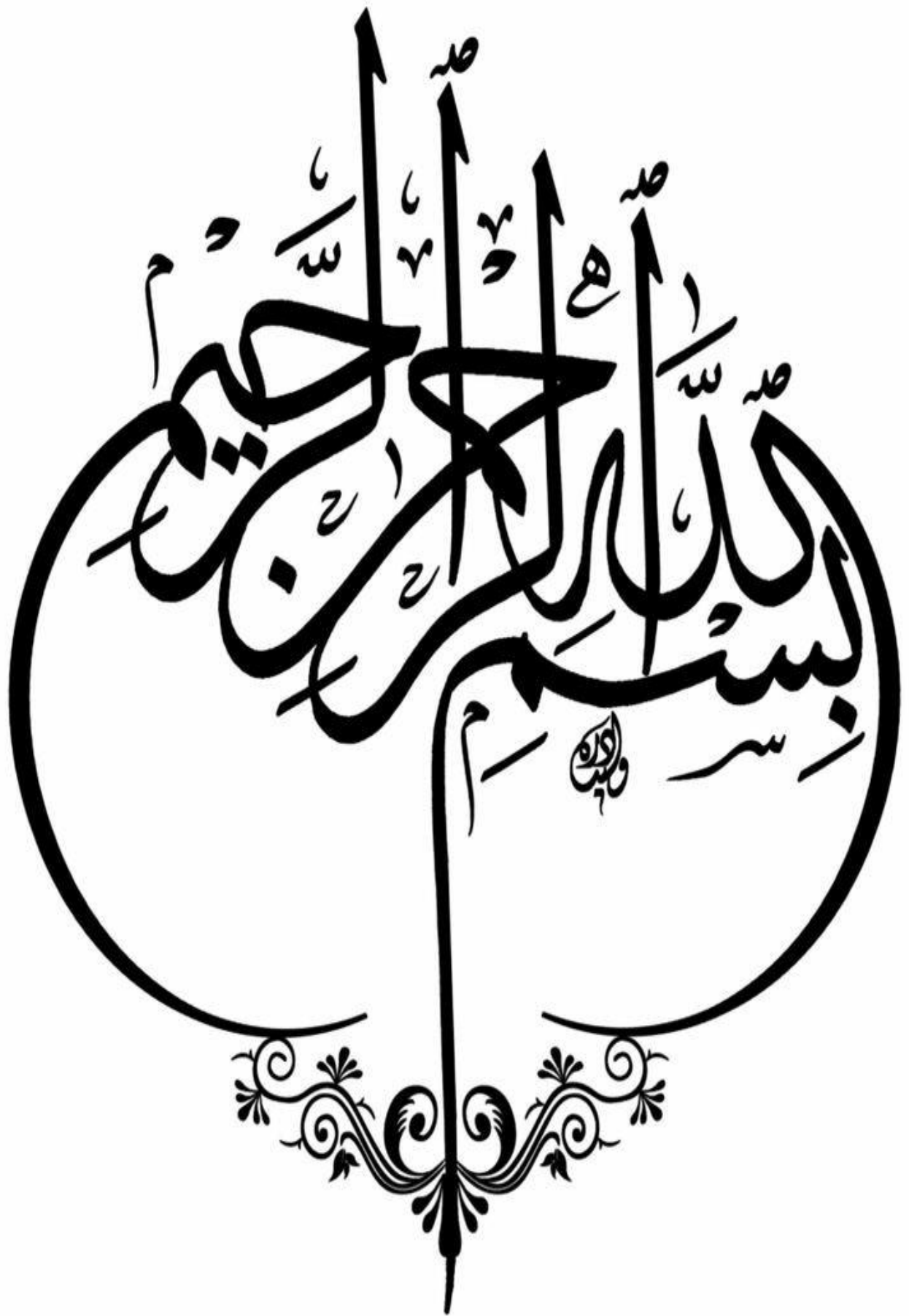
- هرياش إلهام

- نعيمة بشرى

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
- د. بورداش شهرزاد		المركز الجامعي نور بشير	رئيسا
- د. صلعة سمية		المركز الجامعي نور بشير	مشرفا
- د. مولاي أمينة		المركز الجامعي نور بشير	ممتحنا

السنة الجامعية: 2023/2022



شكر وعرافان

نحمد الله عز وجل الذي ألهمنا الصبر و الثبات و أمدنا بالقوة و العزم على مواصلة مشوارنا الدراسي و توفيقه لنا في إنجاز هذا العمل، فنحمدك اللهم و نشكرك على نعمتك و فضلك و نسألك البر و التقوى، و من العمل ما ترضى و سلام على حبيبه و خليله الأمين عليه أزكى الصلاة و السلام نتقدم بجزيل الشكر و التقدير للدكتورة الفاضلة صلعة سمية لتفضلها بالإشراف على هذا البحث و سعة صدرها على حرصها أن يكون هذا العمل في صورة كاملة لا يشوهه أي نقص، نسأل الله أن يجزيها عنا خير الجزاء على مجهوداتها التي بذلتها من أجلنا، و النصائح و التوجيهات العظيمة التي وضعتها نصب أعيننا و هي تتبع هذا البحث بكل اهتمام. جعل الله ذلك في ميزان حسناتها ليوم الدين.

إهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواضع إلى من وهبوني الحياة والأمل، ومن علموني وساندوني على أن أرتقي سلم الحياة

بحكمة وصبر، براء، وإحسانا، ووفاءً لهما: أبي العزيز، وأمي الغالية

إلى من وهبني الله نعمة وجودهم في حياتي إلى العقد المتين من كانوا عوناً لي في رحلة بحثي، إخوتي مليكة، أمال،

حنان، بلال

إلى البراعم أبناء إخوتي، فاطمة الزهراء، كوثر، ضحى، هبة، نهال، شمس، إسلام

إلى سندي ورفيق الدرب ياسين قرقيط

إلى من كاتفنتني ونحن نشق الطريق معا نحو النجاح في مشوارنا العلمي رفيقة دربي بشرى نعيمة

وأخيرا إلى كل من ساندني ولو بالكلمة الطيبة من قريب أو بعيد على إتمام هاته الدراسة

سائلة المولى أن يجزي الجميع خير الجزاء في الدنيا والآخرة.

إهام

إهداء

الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على الحبيب المصطفى وأهله ومن وفى أما بعد
إذا كان أول الطريق ألم فإن آخره تحقيق حلم، وإذا كان أول الانطلاقة دمعة فإن نهايتها بسملة، ولكل بداية نهاية،
وها هي السنوات قد مرت والحلم يتحقق فاللهم لك الحمد قبل أن ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد
الرضا، لأنك وفقتنا لإتمام هذا العمل.

أهدي ثمرة هذا العمل إلى روح أبي الطاهرة رحمة الله عليه

إلى صاحب السيرة العطرة والفكر المستنير جدي أطال الله في عمره

إلى من وضع المولى سبحانه وتعالى الجنة تحت أقدامهم ووقرهم في كتابه العزيز جدي وأمي

إلى إخوتي وسندي في الحياة محمد، أيوب وإلى كل العائلة الكريمة كل بإسمه

إلى سندي ورفيق دربي ووقوفي في هذا المكان ما كان يحدث لولا تشجيعه المستمر لي أسامة قادري

إلى رقيقات المشوار: نادية، سهام، حنان، فريدة، حفيظة، زهراء، زهرة، إيمان، مسعودة، أسماء، حليلة، شيماء،

عائشة، جمعة، فاطنة، فاطمة، خولة، نوسة، حنان، مريم

إلى من ساندني وخطت معي هذه الخطوات ويسرت لي الصعاب صديقتي وأختي إلهام

كما أرفع كلمة شكر للدكتورة صلعة سمية التي ساعدتنا على إنجاز هذا العمل.

بشرى

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان أثر التنويع على أداء محفظة الأوراق المالية، حيث تم إسقاط الدراسة على محفظتين ماليتين وهما محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومحفظة الرياض للأسهم الخليجية التابعتين لشركة الرياض المالية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2022. ومن خلال نتائج تقدير معادلة الانحدار الخطي البسيط للمتغير التابع المتمثل في أداء المحفظة المقاس بمقياس شارب والمتغير المستقل المتمثلة في معامل الارتباط تبين أنه لا يوجد تأثير لتنويع محفظة الرياض للأسهم الخليجية على أدائهما، ونفس النتائج توصلنا إليها مع محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة.

كلمات مفتاحية: محفظة الأوراق المالية، شركة رياض المالية، تنويع، أداء المحفظة

Abstract:

This study aims to show the impact of the diversification on the performance of the stock portfolio, where the study was dropped on two portfolios, which are the riyad portfolio for Saudi shares that are compliant with sharia and the riyad portfolio for gulf stocks, which belong to the riyad financial company listed in the Saudi financial market during the period from 2013 to 2022, and through the results of estimating the simple linear regression equation for the dependent variable represented by the performance of the portfolio measured by the Sharpe scale and the independent variable represented by the correlation coefficient show that there is no effect of diversifying the riyad portfolio for gulf stocks on their performance, and the same results we reached with the riyad portfolio for Saudi shares that are compliant with sharia.

Keywords: stock portfolio, Riyad capital diversification portfolio performance

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	شكر وتقدير
	الإهداء
	الملخص
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول والأشكال
أ-ث	مقدمة
02	مقدمة الفصل
	الفصل الأول: الأدبيات النظرية التطبيقية
	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية
7-3	المطلب الأول: عموميات حول تسيير محافظ الأوراق المالية
12-7	المطلب الثاني: مفهوم التنوع
15-12	المطلب الثالث: محفظة الأوراق المالية
21-15	المطلب الرابع: نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية
22	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
24-22	المطلب الأول: الدراسات المحلية
28-24	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية
30-28	المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسة الحالية بالدراسات السابقة
31	خاتمة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة حالة لعينة من محافظ مالية لشركة الرياض المالية السعودية
33	مقدمة الفصل
34	المبحث الأول: عرض منهجية الدراسة والأدوات المستعملة
34	المطلب الأول: منهجية الدراسة
35	المطلب الثاني: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

35	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل اليها
47-35	المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة
72-48	المطلب الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل اليها
73	خاتمة الفصل
76-75	خاتمة
80-77	قائمة المصادر والمراجع
84-81	قائمة الملاحق

قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
21	نماذج قياس أداء محفظة الأوراق المالية	(1 -1)
38	الأداء المالي لشركة الرياض	(1 -2)
41	نسب الاستثمار في كل مجال استثماري بحده الأعلى والأدنى	(2 -2)
42	العائد الإجمالي لمحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة خلال خمس سنوات	(3 -2)
45	نسبة الاستثمار في كل مجال استثماري بحده الأدنى والأعلى	(4 -2)
46	أصول محفظة الرياض للأسهم الخليجية	(5 -2)
47	العائد الإجمالي للصندوق خلال خمس سنوات	(6 -2)
48	عوائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية محل الدراسة	(7 -2)
52	معامل التغير ومعامل الارتباط بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة.	(8 -2)
53	معامل التغير ومعامل الارتباط بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض للأسهم الخليجية.	(9 -2)
56	قياس مخاطر المحافظ محل الدراسة خلال الفترة (2013-2022)	(10 -2)
58	نتائج مقياس ترينور لمحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومحفظة الرياض للأسهم الخليجية	(11 -2)
60	نتائج مقياس شارب لمحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومحفظة الرياض للأسهم الخليجية	(12 -2)
62	نتائج مقياس جونسن لمحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومحفظة الرياض للأسهم الخليجية	(13 -2)
64	جدول تحليل التباين (ANOVA)	(14 -2)
64	معاملات الانحدار ودلالاتها الإحصائية	(15 -2)
65	جدول تحليل التباين (ANOVA) لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية	(16 -2)
66	معاملات الانحدار ودلالاتها الإحصائية لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية	(17 -2)

قائمة الاشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
11	تأثير التنوع الساذج على المخاطر غير المنتظمة	(1-1)
14	التمثيل البياني لنظرية تسعير الأصول المالية	(2-1)
18	التمثيل البياني لنسبة ترينور	(3-1)
19	متغيرات نسبة شارب	(4-1)

قائمة الملاحق:

الصفحة	العنوان	الرقم
82-81	لنتائج تقدير معدلة الانحدار لمحفظة الرياض للأسهم SPSS مخرجات السعودية المتوافقة مع الشريعة	1
84-83	لنتائج تقدير معدلة الانحدار لمحفظة الرياض للأسهم SPSS مخرجات الخليجية	2

مقدمة عامة

لقد أصبحت للأسواق المالية أهمية كبرى مع تطور الزمن، وذلك بسبب اتصالها الوثيق بالحياة الاقتصادية من جميع النواحي خاصة بعد تأكيد تأثيرها المتزايد والفعال على مجرى النشاط الاقتصادي ومعدل نموه. لذا فإن وجود الأسواق المالية يعتبر وسيلة وأداة جد مهمة لتمويل النشاط الاقتصادي المعاصر، وبدون رواجها لا يمكن لأي اقتصاد تحريك المدخرات إلى قنوات استثمار، وكما هو معلوم فإن للاستثمار أساليب وأدوات عديدة ومتنوعة لعل من أهمها كوين المحفظة المالية.

فالمحفظة المالية تعتبر من المواضيع الحديثة التي برزت نتيجة لتزايد حاجيات المستثمرين بازدياد حجم الأموال التي تبحث عن مجالات لتوظيفها. وتعد هذه الأخيرة وسيلة فعالة في تدنية المخاطرة إلى حدودها وتحقيق عوائد مجزية اعتماداً على مبدأ التنويع. إذ وضع نظريتها هاري ماركويتز عام 1952، حيث شكلت أعماله الأساس الأول الذي مهد فيما بعد لظهور نماذج أخرى، كما أنه أظهر العلاقة بين مردودية الأصل المالي ومستوى مخاطرته. وأكد على مفهوم التنويع كمدخل لتخفيض المخاطر الكلية للمحفظة. فالاستثمار يجب أن يكون موزعاً بين مجموعة من الأصول ولا يتركز على أصل واحد.

مفهوم التنويع يقوم على بناء محفظة متكونة من مجموعة أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة، وللوصول إلى الهدف الرئيسي للتنويع المتمثل في تخفيض المخاطرة، لا بد من مراعاة درجة الارتباط بين عوائد ومكونات المحفظة، وبالتالي بناء محفظة ذات كفاءة تحقق أقصى عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة.

إشكالية الدراسة:

يتوفر السوق المالي السعودي على كافة الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة لجعله محط اهتمام وجذب للمستثمرين المحليين والأجانب، بالإضافة إلى توفير المعلومات والمعطيات حول الوحدات المالية النشطة فيه. وتعتبر شركة الرياض المالية أحد أهم الشركات المدرجة في السوق المالية في المملكة العربية السعودية مرخص لها لممارسة أعمال الأوراق المالية المتمثلة في التعامل، الترتيب، وإدارة الاستثمارات وتشغيل الصناديق، وتقديم المشورة والحفظ للأوراق المالية، ومن بين أهم المحافظ المدار من طرف الشركة نجد محفظة الرياض للأسهم الخليجية ومحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة.

ومن خلال ما سبق ارتأينا أن نطرح التساؤل التالي:

ما مدى تأثير التنويع على أداء محفظة الأوراق المالية في المحافظ محل الدراسة؟

الأسئلة الفرعية:

انطلاقاً من الإشكالية الرئيسية تدرج الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ ما المقصود بمحفظة الأوراق المالية؟
- ✓ ما المقصود بالتنوع وماهي أهميته على أداء محفظة الأوراق المالية؟
- ✓ ماهي المؤشرات الأنسب في تقييم أداء محفظة الأوراق المالية؟
- ✓ هل المحافظ محل الدراسة منوعة تنوعاً مجدياً؟

فرضيات الدراسة:

- محفظة الرياض للأسهم الخليجية ومحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة منوعة تنوعاً جيداً.
- أداء محفظة الرياض للأسهم الخليجية أعلى من أداء محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة.
- هناك أثر لتنوع المحفظتين محل الدراسة على أدائهما.

أهداف الدراسة:

يسعى موضوع الدراسة إلى تحقيق ما يلي:

- ✓ ضبط مختلف المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية، وإبراز أهم طرق تقييم أدائها.
- ✓ التعرف على مبدأ التنوع وفق أسسه العلمية.
- ✓ اكتساب الخبرة لدى الطالب في التعامل مع المعلومات والمؤشرات المدرجة في السوق المالي محل الدراسة.

أسباب اختيار الموضوع:

وقع اختيارنا على الموضوع لأسباب ذاتية وأخرى موضوعية، يمكننا تفصيلها كالآتي:

☒ الأسباب الذاتية

- ✓ الاهتمام المتزايد بموضوع المحافظ المالية من قبل المستثمرين.

✓ الميول الشخصي لمثل هذه المواضيع التي تستدعي البحث بهدف التحكم في المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية وفي مجال إدارة المحافظ المالية.

✓ تماشي الموضوع وطبيعة التخصص العلمي المدروس.

✘ الأسباب الموضوعية:

✓ يعتبر موضوع محفظة الأوراق المالية من الموضوعات المهمة في الاقتصاد.

✓ نقص الأبحاث التي تناولت موضوع التنوع في محافظ الأوراق المالية.

✓ الرغبة في إلقاء الضوء على بعض المحافظ في السوق المالي السعودي وتقييم أدائها.

حدود الدراسة:

✓ الحدود المكانية: سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على عينة من محافظ شركة الرياض المالية المدرجة في السوق المالي السعودي.

✓ الحدود الزمانية: الفترة الزمنية الممتدة من 2013 إلى 2022.

متغيرات الدراسة:

تتمثل المتغيرات الرئيسية للدراسة في المتغير المستقل (تنوع محفظة الأوراق المالية)، والمتغير التابع (أداء محفظة الأوراق المالية).

منهج الدراسة:

بناءً على طبيعة الإشكالية المطروحة، وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذا البحث، وقصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة والتمكن منه، سنحاول الاعتماد على المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية، وعليه فإن المنهج المستخدم سيكون منهجاً وصفيًا. لأنه يمكننا من توضيح جوانب الموضوع النظرية. من حيث الإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية والتنوع، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة حالة لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث. والذي يتضمن إسقاط ميداني على مجموعة من محافظ الأوراق المالية في السوق المالي السعودي.

هيكل البحث:

للإجابة على إشكالية الدراسة، ولتحقيق أهدافها قسمنا هذه الدراسة إلى مقدمة خاتمة، وفصلين، حيث خصصنا الفصل الأول للجانب النظري وذلك للإحاطة بجوانب الموضوع، كما خصصنا الفصل الثاني للدراسة

التطبيقية، وذلك لتحليل النتائج ومناقشتها. تضمن الفصل الأول دراسة حول الأدبيات النظرية والتطبيقية، حيث قسم إلى مبحثين، المبحث الأول بعنوان مفاهيم عامة حول أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية، والذي يتفرع بدوره إلى أربعة مطالب، المطلب الأول عموميات حول تسيير محافظ الأوراق المالية، والمطلب الثاني مفهوم التنوع، والمطلب الثالث نظريات محفظة الأوراق المالية، والمطلب الرابع نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية. أما المبحث الثاني يخص الدراسات السابقة، وقد قسم إلى ثلاث مطالب فيما يخص المطلب الأول بعنوان الدراسات المحلية، والمطلب الثاني الدراسات الأجنبية، والمطلب الثالث بعنوان مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة.

الفصل الثاني بعنوان دراسة حالة لعينة من محافظ مالية لشركة الرياض المالية السعودية، والذي تم تقسيمه لمبحثين، المبحث الأول عرض منهجية الدراسة والأدوات المستعملة والذي يتفرع بدوره لمطلبين، المطلب الأول منهجية الدراسة، والمطلب الثاني الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة. والمبحث الثاني عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها، المطلب الأول تقديم نتائج الدراسة، والمطلب الثاني عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها، الخاتمة: تضمنت أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث والتوصيات وآفاق الدراسة.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية والتطبيقية حول أثر التنويع

على أداء محفظة الأوراق المالية

مقدمة الفصل:

تعددت أساليب الاستثمار وفقا لرؤية المستثمر وميوله، وفي الآونة الأخيرة تزايد الاهتمام بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية. ولقد تنوعت طرق الاستثمار في هذه الأسواق ولعل أبرزها هو تكوين محفظة الأوراق المالية التي وضع نظريتها Markowitz عام 1952، وقواعدها الأساسية ليسترشد بها المستثمر ومديرو المحافظ المالية بعد ذلك تم تناولها من طرف charp و truner وغيرهم أبرز ما يواجه المستثمر من خلال الاستثمار في محفظة الأوراق المالية هي المخاطر والتي لا بد من العمل على القضاء عليها أو تخفيضها بما يسمى بالتنوع، والذي يعني تشكيل محفظة متنوعة من حيث مكوناتها للتقليل من مخاطرها وتحسين أدائها.

وعليه قمنا من خلال هذا الفصل بتقسيمه إلى مبحثين:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية

حاولنا من خلال هذا المبحث التطرق إلى معظم الجوانب التي لها صلة بالإطار النظري لأثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية، من تعريف لمحفظة الأوراق المالية وتحديد أنواعها وأهدافها وسياسات تكوينها، والتطرق لمفهوم التنوع وعوامل نجاح سياسة التنوع. وأيضاً التطرق إلى نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية.

المطلب الأول: عموميات حول محافظ الأوراق المالية

1 : مفهوم محفظة الأوراق المالية

هناك عدة مفاهيم لمحفظة الأوراق المالية نذكر منها:

محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن سلة من الأوراق المالية لشركات مختلفة يتم اختيارها وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد، وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن.¹

كما تعرف محفظة الأوراق المالية على أنها تشكيلة من الأوزان النسبية للأوراق المالية، بعبارة أخرى هي مجموعة النسب للأوراق المالية المملوكة لمستثمر ما، والتي تساوي في مجملها 100%²

ويمكننا أن نعرف محفظة الأوراق المالية كالتالي: هي عبارة عن التشكيلة المكونة من عدة أوراق مالية يحتفظ بها المستثمر، ويقوم بإدارتها للحصول على العائد المترتب من الاستثمار في تلك الأوراق المالية، مع إمكانية تحويل تلك الأوراق المالية إلى سيولة جاهزة في حالة احتياج المستثمر لذلك.³

¹. يوسفات علي، اختيار مكونات المحفظة المالية باستخدام البرمجة التريبيعية، دراسة على بعض أسهم وسندات بورصة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي، 2011، العدد 10، ص 87

². سعدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة المدبر، جوان 2018، ال عدد6، ص 170

³ بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، 2004، العدد 3، ص 37.

2 : أنواع المحافظ المالية

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها وتبعاً للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطر التي يمكن أن تتحملها إلى:

- **محفظة العائد (الدخل):** يتأتى 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.
- **محافظ الربح (النمو):** وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار السهم أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة، أو صناديق الدخل، وهي تناسب المستثمرين الراغبين في عائد من استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة. أو صناديق الدخل والنمو معا وهي تلي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم.
- **محافظ الربح والعائد (المختلطة):** هي المحافظ التي تجمع أسهماً مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها الآخر بتحقيق الربح. ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ.¹

3: سياسات تكوين محفظة الأوراق المالية

¹عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 205، 206.

يراعي المستثمر عند بناء محفظته السياسة التي يرغب في إتباعها لاختيار الأوراق المالية التي تكون تلك المحفظة، وذلك على أساس الهدف الذي يسعى إليه. وهناك ثلاث استراتيجيات رئيسية لتكوين وإدارة المحفظة تتمثل في:

1-3 الاستراتيجية الفعالة: تهدف هذه الاستراتيجية بشكل رئيسي في الحصول على أرباح رأسمالية نتيجة ارتفاع الأسعار السوقية لمكونات المحفظة، وهذه المحفظة تسمى محفظة رأس المال وتمتاز بالمخاطرة العالية وفي الغالب تتكون من الأسهم العادية، وتحقق هذه المحافظ أفضل النتائج في الأوقات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الأسهم.

2-3 الاستراتيجية المتوازنة: تحقق هذه الاستراتيجية استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة من أسهم عادية، أسهم ممتازة وسندات بحيث تؤمن فرص الحصول على دخل مستقر نسبيا في حدود لا تمنع مدير المحفظة من الاستثمار في فرص تحقق له عائد رأسمالي، وتتميز تلك الاستراتيجية في أنها تجمع بين الهجومية والدفاعية وقاعدتها الأساسية الملائمة بين السيولة والأمان والدخل.

3-3 الاستراتيجية السلبية: يركز هدف المدير في ظل هذه الاستراتيجية في تحقيق الأمان والحد من المخاطرة قدر الإمكان، وتعتبر أنسب الأدوات المالية لتحقيق هذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت مثل الأسهم الممتازة والسندات.¹

4: أهداف محفظة الأوراق المالية

- المحافظة على رأس المال الأصلي عن الاندثار.
- التنوع الذي يحقق التوازن بين أصول المحفظة من أجل الحصول على أكبر العوائد وبأقل درجات المخاطرة.
- الحفاظ على مستوى دخل مستمر وثابت.

¹. سعدي حنان، حشماوي محمد، مرجع سابق، ص 173

- النمو في رأس المال، حيث يعتبر تنمية رأس المال من أهم الأهداف التي يسعى إليها المستثمر أو مدير المحفظة.
- الحفاظ على قدر من السيولة من خلال الاستثمار في أدوات لها القابلية على التحويل إلى نقدية بدون خسائر ممكنة.¹

5-أهمية محفظة الأوراق المالية:

يمكن حصر أهمية المحافظ المالية في النقاط التالية:

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

¹. صيد تونس، دور المحفظة المالية في إدارة المخاطر بالبنك الجزائري (BEA) وكالة سوق أهراس، مجلة ارتقاء للبحوث والدراسات الاقتصادية، جامعة سوق أهراس، ديسمبر 2021، المجلد 2، العدد 2، ص 22

بالتزاماتها المالية المختلفة في الحجم والوقت المناسبين، مما يتطلب إيجاد أدوات استثمارية ومحافظ مالية تلي

حاجة هذه المؤسسات.¹

المطلب الثاني: أساسيات تنوع المحافظ المالية

1: مفهوم التنوع:

من بين تعاريف التنوع نجد ما يلي:

يعرف بأنه عملية دمج الموجودات بطريقة تقلل من مخاطر المحفظة.

هو عملية تقليل المخاطر بواسطة تشكيل محافظ من الأدوات المالية والعينية ذات العوائد المرتبطة بصورة

غير تامة.²

ويشير John wachowicz 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 حالة تقسيم مبلغ الاستثمار على سهمين مثلاً فإن العائد والخطر سوف يقسم

على هذين السهمين، وبالتالي نتعرض لمخاطرة أقل من مخاطر الاستثمار في سهم واحد.³

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 18

² جعفر كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص،

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، العدد (38)، 2014، ص 246

³ بديار أمينة، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية (دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب و الجزائر)، أطروحة دكتوراه تخصص

تطبيقات الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2019/2018، ص 35

وفي مجمل القول يمكن القول بأن التنوع هو القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، والتي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير على حجم العائد، ويسمح التنوع للمحفظة المالية بتخفيض المخاطر عند مستوى معين من العائد، أو تعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطر¹.

2: عوامل نجاح سياسة تنوع محفظة الأوراق المالية

حرية مدير المحفظة في انتهاج سياسة التنوع ليست مطلقة نظرا للعقبات والقيود الكثيرة التي قد يتعرض لها في هذا المجال لذلك يجب أن يراعي ثلاثة اعتبارات هامة وهي:

2-1 تنوع المخاطر الاستثمارية: فمخاطر الاستثمار متعددة المصادر و الأسباب و مع أن رجال الأعمال

يصنفوها تصنيفات مختلفة على أسس مختلفة، إلا أن التصنيف الأكثر شيوعا تقسم لفتتين رئيسيتين مخاطر سوقية و مخاطر غير سوقية، أما المخاطر السوقية و هي ما يمكن تسميتها أيضا بالمخاطر العادية أو المنتظمة فهي تلك المرتبطة أسبابها بشكل عام بظروف السوق المالي، لذا تنعكس آثارها على أسعار جميع أدوات الاستثمار المتداولة فيه و لو بنسب متفاوتة، و ذلك في صورة تقلبات سعرية، و أهم مميزات المخاطر السوقية أنها منتظمة في حدوثها، لذلك يمكن توقعها حسب دورات سوقية معينة، كما لا يمكن تجنبها. لكن المخاطر غير السوقية

والتي هي من النوع العادي أو غير المنتظم فتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق المالي، لذا يصعب التنبؤ بحدوثها، وفي حالة حدوثها تكون آثارها جسيمة جدا على أسعار أدوات معينة من أدوات الاستثمار دون غيرها، ومن المهم لمدير المحفظة أن يعلم بأن سياسة التنوع لا تنجح إلا في تخفيض النوع الثاني من المخاطر، أي المخاطر غير السوقية فقط، لكنها لا تجدي في تخفيض المخاطر السوقية

¹ راضية كروش، غالية ميلك، عبد الغني دادن، تأثير الأزمات المالية على عائد ومخاطر المحفظة المالية الدولية "حالة مجموعة من بورصات الأسهم المتطورة والناشئة 2007، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد الثاني، جوان 2016، ص 67

والتي تكون أصولها عامة فتصيب جميع أصول المحفظة بلا استثناء.

2-2 عدد أصول المحفظة: فكلما زاد عدد أدوات الاستثمار التي تتشكل منها المحفظة، كلما تزايدت مزايا

سياسة التنوع في تخفيض مخاطرها والعكس بالعكس، وهذه قاعدة منطقية تمتد جذورها من قانون العينات

العشوائية فكلما زاد عدد أصول المحفظة، تنخفض احتمالات تركيز الخسارة في أصل معين من هذه الأصول

والعكس بالعكس، لكن على مدير المحفظة أن يراعي أيضا وجود حد معقول لتعدد تشكيلة أصول المحفظة وذلك

للمحافظة على جدوى سياسة التنوع، ولضغط نفقات إدارتها.¹

2-3 معامل الارتباط بين أصول المحفظة: يعتبر هذا العامل من أكثر العوامل حسما في نجاح أو فشل سياسة

تنوع أصول المحفظة إذ على نوع الارتباط القائم بين عوائد و مخاطر أصول المحفظة من جهة، و قوة أو ضعف

معامل الارتباط بينها من جهة أخرى، فمن حيث نوع الارتباط توجد أدوات استثمار تربط عوائدها معا بعلاقة

ارتباط موجبة بمعنى أن زيادة أو نقصان في سعر أداة معينة يؤدي إلى زيادة أو نقصان في الأداة الأخرى و نفس

الشيء في حالة الارتباط السلبي، أما من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط فهذا يتوقف على مدى الاستجابة

أو قوة العلاقة بين الأصلين و التي تتراوح بين **+1** (يكون معامل الارتباط تام و موجب) إلى **-1** (عندما يكون

معامل الارتباط سالب)، لذلك على مدير المحفظة أن يراعي نوع الارتباط و قوة معاملته أيضا، ففي حالة الارتباط

السالب تزداد مزايا التنوع كلما قوي معامل الارتباط بين عوائد الأصول، بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد

مزايا التنوع كلما ضعف معامل الارتباط بين عوائد هذه الأصول.

¹ ربيعة عبو، دور نماذج التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية، دراسة حالة الأسواق المالية العربية الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص تحليل اقتصادي ومالي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، 2020، ص 25،27

3: التنوع الساذج وتنوع ماركويتز

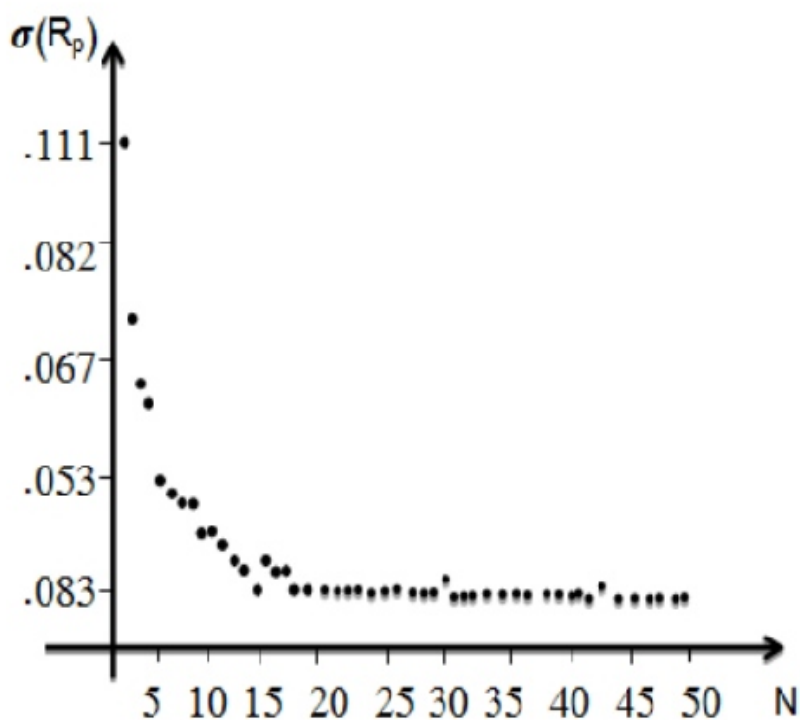
3-1 التنوع الساذج أو البسيط: يقوم أسلوب التنوع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مفادها أنه كلما زاد تنوع الأوراق المالية التي تضمنها المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها، ويكون اختيار هذه الأوراق بطريقة عشوائية دون دراسة أو تحليل، إلا أن المبالغة في التنوع يؤدي إلى إحداث آثار عكسية وهذا ما بينه كل من افانز EVANS وآرشر ARCHER، حيث توصلا إلى الآثار السلبية التالية:

- صعوبة إدارة المحفظة المالية
- تحمل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن استثمارات جديدة أكثر ضمانا
- اتخاذ القرارات غير الصائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية
- ارتفاع متوسط تكاليف الشراء وذلك لأن زيادة التنوع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع من الأوراق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة إلى السماسرة.¹

والشكل الآتي نعرض أثر التنوع الساذج على المخاطر غير المنتظمة:

¹ شعوبي فاطمة الزهراء، أثر سياسة التنوع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية "دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية"، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهري محمد، بشار، الجزائر، المجلد السادس، العدد 2، ديسمبر 2020، ص 205

الشكل رقم (1-1): تأثير التنوع الساذج على المخاطر غير المنتظمة



Source: Coepland, Weston and Shastri (From: fama E.F, foundation of Finance, 1976)

ويشير الشكل السابق والذي يمثل محوره الأفقي التنوع، ومحوره العمودي المخاطر الكلية للمحفظة إلى تأثير زيادة عدد الأوراق المالية على قيمة المخاطر غير المنتظمة، حيث يتضح بأن المخاطر غير المنتظمة تأخذ في التناقص كلما ارتفع عدد الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة إلى الحد الذي تنعدم فيه عند قدر معين من التنوع (15 ورقة مالية)، وبعدها تصبح مخاطر المحفظة المالية الكلية منتظمة فقط للمخاطر المنتظمة والتي لا يمكن إزالتها بالتنوع، وعندها تصبح إضافة أي أوراق مالية أخرى خطوة غير مجدية لخفض المخاطر.

2- تنوع ماركويتز: يختلف المبدأ الأساسي للتنوع البسيط الذي يقوم على الاختيار العشوائي للأصول في المحفظة عن تنوع ماركويتز، إذ يعتمد أسلوب ماركويتز على الطرق العلمية السليمة في اختيار أصول المحفظة. فوجد ماركويتز أن مفتاح التنوع لا يعتمد على عدد الأسهم التي تحتويها المحفظة بل على العلاقة الارتباطية بين عوائد الأصول التي تنوع منها المحفظة.¹

وبالتالي فإن تخفيض مخاطر المحفظة لا يعتمد على زيادة حجم المحفظة وإنما على التباين المشترك أو معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية في المحفظة، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها.²

المطلب الثالث: نظريات محفظة الأوراق المالية

1: نظرية تسعير الأصول المالية

استمد هذا النموذج من العلاقة الطردية ما بين العائد و المخاطرة و هذا يعتبر أساسا لتنظيم الأوراق المالية، حيث يعتمد هذا النموذج على أساس أن المخاطر التي يتحملها المستثمر وهي المخاطر النظامية التي تقاس بمعامل بيتا) لا يمكن أن يتحملها المستثمر إلا إذا كان هناك عائد يعوض هذه المخاطرة، أما المخاطر غير النظامية فلا تعيننا هنا ويمكن السيطرة عليها بأساليب أخرى كأساليب الإدارة الكفوة و طرق التنوع المختلفة إلى غير ذلك ويعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model و المعروف اختصارا ب

¹ بلعوز بن علي، نعاس مريم نجة، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية "دراسة قياسية لحالة ببورصة الجزائر(2016،2011)"، مجلة رؤى الاقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي،الجزائر،العدد 10، جوان 2016، ص 13

² . بديار أمينة، مرجع سابق تم ذكره، ص 37

CAMP من أفضل النماذج تمثيلا للعائد حيث يعتبر هذا النموذج مؤشرا مرجعيا لتقييم الاستثمارات الرأسمالية و عوائدها المتوقعة.

1-1 معالم النموذج:

يتكون نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من ثلاثة عناصر أساسية تتمثل فيما يلي:

✓ **معدل العائد الخالي من المخاطرة:** ويمثل ثمن الانتظار وتعويض المستثمر عن حرمانه من استغلال أمواله

في المخاطر، ويمثل ثمن الانتظار وتعويض المستثمر عن حرمانه من استغلال أمواله في المخاطر، ويمثل

المعدل العائد الخالي من المخاطرة سعر الفائدة على السندات قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

✓ **معدل عائد محفظة السوق:** يطلق عليه أيضا عائد مؤشر السوق، ويقصد به متوسط عائد الأصول

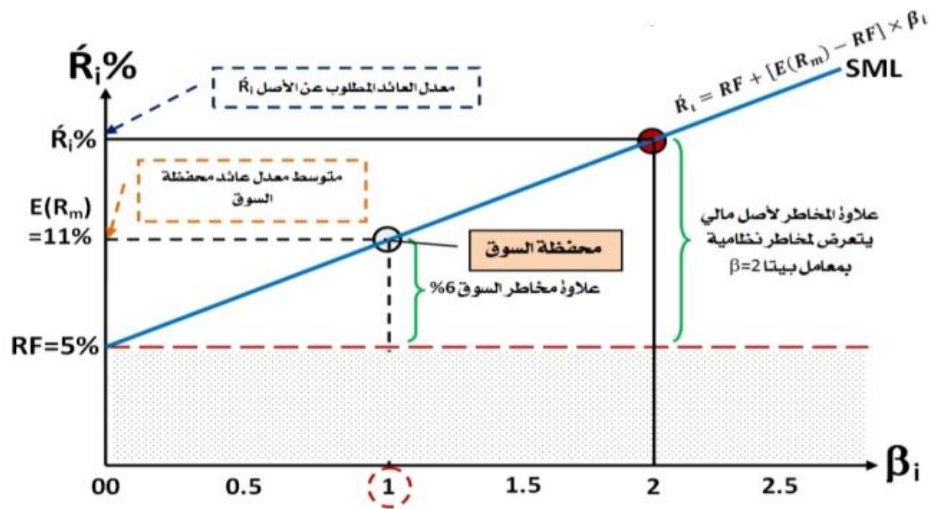
المتداولة في سوق الأوراق المالية ويحسب بالعلاقة التالية:

✓ **معامل بيتا:** يمثل مقدار التغير النسبي الموقع حدوثه في عائد المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط

عائد السهم المتداولة في سوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه عائد السهم السوقي.¹

¹محفوظ بصيري، فريدة سليمان، تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية " دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية خلال الفترة (2013-2017)، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، جامعة حسنية بن بوعللي، الشلف، المجلد 12، العدد 02، ص 64

الشكل (1-2): التمثيل البياني لنظرية تسعير الأصول المالية



المصدر: عمار زودة، عبد الغاني بن علي، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، نظرة عامة حول النظرية، مجلة

دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 07، العدد 02، 2020، ص 108

2: نظرية تسعير المرجح

طور خلال السبعينات نموذج آخر يفسر العلاقة بين المخاطرة المنتظمة و العائد المتوقع هو نموذج التسعير المرجح، طرح هذا النموذج من قبل روس "Steven Ross" عام 1976، بني هذا النموذج على فكرة أنه في الأسواق المالية الكفؤة يكون العائد المعدل بالمخاطرة متساوي و متماثل لعموم المستثمرين، و أنه يمكن تحقيق أكبر العوائد من أقل ثروة ممكنة و بدون التعرض للمخاطر، و تبرز أهمية نموذج التسعير المرجح في اعتماده على عوامل متعددة إضافة إلى معدل محفظة السوق في احتساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية،¹

¹ بن فريحة حسام، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص علوم مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، ص 70.

و يمكن الافتراض الذي جاء به روس بأن هناك وجهة نظر لمجموعة من الباحثين التي ترى في هذا النموذج مدخلا جديدا مختلفا عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، إذ أن هذا النموذج يحتاج إلى تحليل عدة عوامل اقتصادية لها تأثير على النشاط الاقتصادي الكلي مثل أسعار الفائدة، حيث يتطلب هذا نموذج التسعير المرجح تحديد العوامل الاقتصادية التي تؤثر على العائد المطلوب كمرحلة أولى، ثم تم عملية قياس علاوة المخاطر لكل من هذه العوامل، و في المرحلة الثالثة تحسب درجة حساسية معامل بيتا لكل سهم اتجاه هذه العوامل¹. وتتمثل فرضيات هذا النموذج فيما يلي:

✓ يتميز سوق رأس المال بالمنافسة التامة.

✓ يسعى المستثمر دائما لتعظيم ثروته.

✓ يكون عائد الورقة المالية نتاج محصلة لتأثير عدد من العوامل بحيث يكون في علاقة خطية معها.²

المطلب الرابع: نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية

تتعدد طرق تقييم وقياس أداء محفظة الأوراق المالية، إلا أن أهمها هي ثلاث طرق قدمت من طرف ترينور "Treynor" سنة 1965، وشارب "Sharpe" سنة 1966، و جونسن "Jonsen" سنة 1968.

ويعتمد قياس أداء المحفظة على ضرورة الأخذ بعين الاعتبار عنصري العائد والمخاطرة معا عند القياس، حيث أن ترتيب المحافظ وفقا لمعدلات العوائد المحققة سيعني إهمال دور المهارة الإدارية في المساعدة على تقليل مخاطر

¹ بن فريجة حسام، مرجع سابق، ص71.

² Reilly Frank and Bron Keith Investment Analysis and Portfolio Management South Western USA 2002 P 281.

المحفظة، ومن ثم فإن ذلك سيعكس صورة غير حقيقية عن أداء المحفظة الاستثمارية. إن تقييم المحفظة يجب أن يتم من آن إلى آخر أثناء عملية إدارة المحفظة.¹

1. نموذج ترينور:

الفكرة الأساسية لمقياس ترينور تستند على افتراض مفاده أن للمخاطرة عنصرين هما: المخاطرة الناجمة عن تقلب السوق والمخاطرة الناجمة عن التقلب الفردي للأوراق المالية للمحفظة، وقد اهتم ترينور بمقياس أداء يكون صالحاً لكل المستثمرين.

و بناءاً على التطوير في نظرية سوق رأس المال Development in Capital market Theory فقد أدخل الأصل عديم المخاطرة الذي يمكن إشراكه مع محافظ مختلفة، لتشكيل الخط المستقيم للمحفظة الممكنة، وقد بين أن المستثمرين الرشد متجنبى المخاطرة يفضلون دائماً خط المحفظة مع ميل كبير لأن مثل هذا الميل المرتفع سيضع المستثمرين على منحنيات سواء عالية.²

ويؤخذ هذا المؤشر الذي يعتمد في حسابه على نموذج تسعير الأصول المالية CAPM، بالعلاقة التالية:

$$TR = (R_{it} - R_{ft}) / B_i$$

بحيث TR هو مؤشر ترينور Treynor Ratio

R_{it} هي عوائد الأصل المالي i .

R_{ft} هي العوائد بدون مخاطرة.

B_i بيتا السوق للأصل المالي i .

¹ حسن شاكر الشمري، نور حليم جواد، تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقاً للمخاطر السوقية باستخدام القيمة المعرضة للخطر (دراسة تحليلية لعينة من الشركات الاستثمارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، العدد 1، المجلد 2020، 17، ص 87

² مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 304

و تمثل **B** المخاطر النظامية المتعلقة بالأصل **i**، والتي يمكن تقديرها من خلال التباين المشترك بين عوائد الأصل المالي و عوائد محفظة السوق The market benchmark return، و تباين عوائد محفظة السوق على النحو التالي:

$$\beta_i = \frac{cov(R_{i,t}, R_{M,t})}{\sigma^2(R_{M,t})}$$

بحيث:

R_{MT} تمثل عوائد محفظة السوق.

$COV(R_{it}, R_{mt})$ يمثل التباين المشترك بين R_{it} و R_{mt}

يمثل تباين عوائد محفظة السوق.

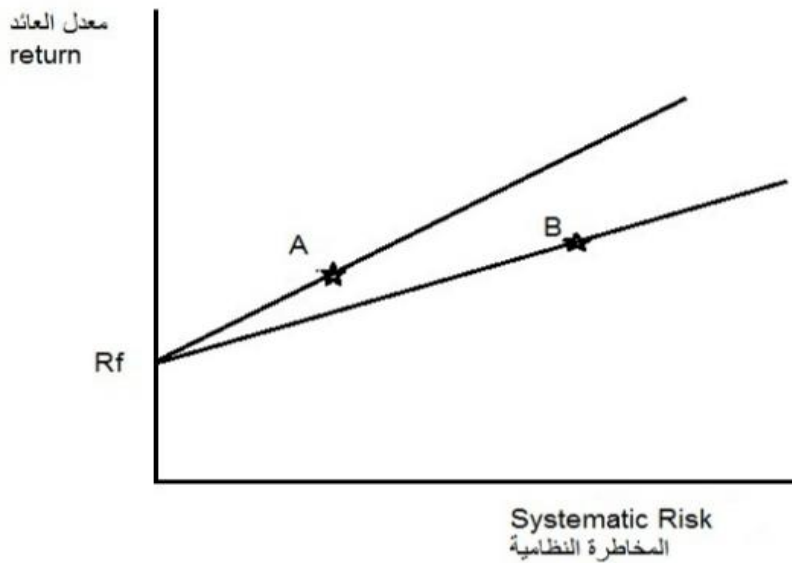
وكلما كان هذا المؤشر أعلى كان ذلك دلالة على الأداء الجيد للأصل المالي، لكن يوجه بعض الباحثين انتقادا

لهذا المؤشر بوصفه بالمحدودية نظرا لارتباطه بقيمة بيتا¹

وفي التمثيل البياني أدناه نستعرض نسبة ترينور:

1- عصام بوزيد، عبد المجيد قدي، محاولة لقياس أداء مؤشرات الأسهم المالية: دراسة تطبيقية على مؤشرات داو جونز الإسلامي، مجلة الباحث، 2018، ص 65

الشكل (1-3): التمثيل البياني لنسبة ترينور



المصدر: إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة

جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية و الإدارية، المجلد 4، العدد 7، 2011، ص 321

2- نموذج شارب: قدم ويليام شارب مؤشر Sharpe's Index لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، وهو مقياس

مركب يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء المحفظة. وأطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد.

ويقوم مقياس شارب على عدة نقاط:

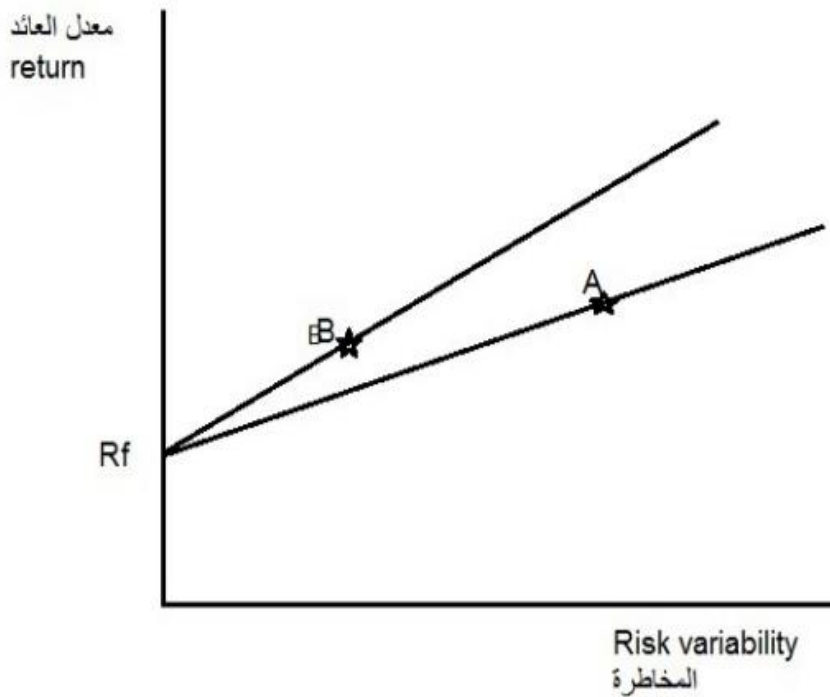
- معدل العائد الخالي من المخاطر
- متوسط معدل العائد للصندوق
- المخاطر الكلية للصندوق مقاسا بدلالة الانحراف المعياري

ويصاغ المؤشر رياضيا على الشكل التالي¹:

1- حاج قويدر قورين، عمر عبو، كمال قسول، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة "دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية"، مجلة المعيار، المركز الجامعي تيسمسيلت، جوان 2019، المجلد العاشر، العدد 2، ص 142

$$D_p = \frac{R_p - R_f}{\delta}$$

الشكل (1-4): متغيرات نسبة شارب



المصدر: إلياس خضير الحمدوني، مرجع تم ذكره، ص 310.

3- نموذج جنسن: يعرف باسم ألفا ويقوم على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد الحقيقي وهما: المقدار

الأول يتمثل في الفرق بين متوسط عائد المحفظة، ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة. وهو

ما يسمى بالعائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد محفظة

السوق والعائد الخالي من المخاطرة.¹

¹ ابن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2013، ص 128.

وعلى هذا الأساس يمكن توضيح نموذج جنسن كما يلي:

$$\alpha = (R_p - R_f) - B (R_M - R_f)$$

حيث أن:

α = معامل ألفا حسب نموذج جنسن.

B = تمثل معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة.

R_p = متوسط عائد المحفظة محل التقييم.

R_M = متوسط عائد محفظة السوق.

ومن خلال المعادلة يتضح أن نموذج جنسن يشير إلى حقيقة هامة، وهي أن كلما كانت المحافظ متنوعة تنوعاً

كاملاً يسهل تفسير معامل " ألفا " حيث إذا كان:

$\alpha > 0$ أداء سيء للمحفظة

$\alpha < 0$ أداء جيد للمحفظة

$\alpha = 0$ توازن بين عائد المحفظة و عائد السوق.

وكذلك أن العائد الحقيقي للمحفظة هو دالة في كل من معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ومن ثم

فإن هذا النموذج يقوم على الفكر الأساسي لنموذج تسعير الأصول المالية الذي يفترض من وجود دالة خطية بين

العائد والمخاطرة.¹

¹ بن اعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص 129.

الجدول رقم(1-1): نماذج قياس أداء محفظة الأوراق المالية

اسم النموذج	السنة	المعادلة
نموذج ترينور	1965	$TR = (R_{it} - R_{fi}) / B_i$
نموذج جنسن	1968	$\alpha = (R_p - R_f) - B (R_M - R_f)$
نموذج شارب	1966	$D_p = \frac{R_p - R_F}{\delta}$

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ما سبق

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات السابقة التي تطرقت لموضوع أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية، وتناولته من زوايا مختلفة. وقد تنوعت هذه الدراسات بين العربية والأجنبية، وسوف نستعرض في هذا المبحث جملة من الدراسات التي تم الاستفادة منها. ونشير إلى أن هذه الدراسات قد تمت في فترات زمنية مختلفة وعينات مختلفة، مما يشير إلى تنوع إطارها الزمني والجغرافي.

المطلب الأول: الدراسات المحلية

1- دراسة (بلعزوز ونعاس، 2016) بعنوان:

فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر
(2011، 2016)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر، لتحديد مدى قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة المخاطر مقابل توظيفاتهم الاستثمارية، وقد طبقت هذه الدراسة على مؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2011/05/23 و 2016/05/18، حيث استخدمت الدراسة اختيار نموذج الانحدار الذاتي مشروط بعدم تجانس الأخطاء المعمم GRACH. وقد بينت الدراسة أن هنالك علاقة إيجابية بين العوائد والمخاطر في بورصة الجزائر محل الدراسة، فارتفاع وانخفاض مؤشر البورصة مرتبط بارتفاع وانخفاض التذبذب بالعوائد، أي أن زيادة المخاطر تقود إلى زيادة في مقدار علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي قد يتعرضون لها.

2- دراسة (بديار، 2019) بعنوان:

فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية: دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة

2016/2008

تهدف هذه الدراسة إلى إدارة مخاطر السوق المالية بالاعتماد على استراتيجية التنوع الاستثماري في كل من بورصة الجزائر و المغرب، و ذلك بتطبيق نماذج تكوين المحفظة الاستثمارية منها نموذج ماركويتز لتحديد المحفظة المثلى، و نموذج تسعير الأصول المالية من أجل اختبار طبيعة العلاقة بين العائد و المخاطرة في البورصتين، و من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على البيانات السنوية لعوائد الشركات المدرجة في البورصتين محل الدراسة للفترة الممتدة ما بين 2008، 2016، كما تم استخدام الأساليب الإحصائية (الارتباط، الانحدار الخطي) بالإضافة إلى أسلوب البرمجة التربيعية لتحليل البيانات لاختبار الفرضيات.

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

3- دراسة (Kazzar، 2022)، بعنوان:

Effets de l'inclusion de l'or dans les portefeuilles boursiers algériens pour la période de 2015/2019

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد كيف يساعد إدراج الذهب في محافظ الأوراق المالية التي يحتفظ بها الجزائريين، على تحسين كفاءتها. استخدمت الدراسة الأسعار الشهرية للذهب من الفترة الممتدة من يناير 2015 إلى

يناير 2020، والأوراق المالية المدرجة في بورصة الجزائر، بعدها حساب العوائد الشهرية ومتوسط العائد لفترة الدراسة باستخدام برنامج اكسل.

وقد توصلت الدراسة إلى أن إضافة الذهب إلى محافظ الأسهم يؤدي بالفعل إلى تحسين العلاقة بين أداء المحفظة وعائد المخاطرة.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

1-دراسة (Wayane – Sheila 1971)، بعنوان:

The Effect of Diversification On risk

سعت هذه الدراسة إلى توضيح كيف أنه يمكن استخدام التنوع لتعويض مخاطر الأوراق المالية، و ذلك عن طريق إتباع تجربة الاستثمار الفعلي، تم تشكيل عينة الدراسة من مجموعة محافظ مالية مدرجة في السوق الأمريكي. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن معدل العائد على المحافظ منخفضة المخاطر، المنوعة بشكل جيد هو في الواقع أقل بكثير من معدل العائد على المحافظ المنوعة بشكل جيد ذات المخاطر العالية. وأن المحافظ المالية التي تتكون من أعداد كبيرة من الأوراق المالية عالية المخاطر، أقل خطورة من المحافظ المالية التي تتكون من أعداد صغيرة من الأوراق المالية منخفضة المخاطر، ومع ذلك تكتسب معدل عائد أعلى بكثير.

2-دراسة (حيدر، 2008)، بعنوان:

أثر التنوع الدولي على عائد ومخاطرة المحفظة الدولية (دراسة تطبيقية).

هدفت الدراسة لاختبار إمكانية الاستفادة من التنوع الدولي في تخفيض مخاطر المحفظة و تحقيق علاقة أفضل بين العائد و المخاطرة، من وجهة نظر المستثمر الأمريكي، فشكلت عينة البحث من ثلاثة مؤشرات للأسواق المالية

اعتمادا على معاملات الارتباط بينها، و لمعالجة الموضوع استخدمت بيانات لفترات نصف شهرية لهذه المؤشرات، و حساب عائد و مخاطر كل المحافظ المشكلة سواء المحلية أو الدولية عن طريق المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري و معامل الاختلاف، و الاعتماد على أسعار صرف العملات الأجنبية، للفترة الممتدة من 2003/10/08 إلى غاية 2005/01/03 و قد توصلت الدراسة إلى أنه يمكن الاستفادة من التنوع الدولي في بعض الحالات عندما يكون معامل الارتباط صفريا أو سالبا بين عوائد الأصول الأجنبية، و سبب ذلك أنه يزداد كل من عائد و مخاطرة المحفظة بزيادة نسبة الاستثمار في الموجودات ذو العائد الأعلى وينطبق ذلك على المخاطرة.

3-دراسة (الحمودي،2011)، بعنوان:

فاعلية التنوع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية: دراسة في عينة من شركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم.

سعت هذه الدراسة لدراسة فعالية تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل مخاطرة المحفظة الاستثمارية، وغطى البحث عام 2009، وطلب تحقيق أهداف البحث اختيار 45 شركة مساهمة مسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم كعينة للبحث. وواقع 15 شركة لكل من قطاع التأمين، القطاع الخدماتي، القطاع الصناعي.

وقد توصلت الدراسة إلى أن للتنوع الفعال أثرا واضحا في تخفيض مخاطر المحفظة الكلية والمخاطرة غير النظامية بشكل متساو في كافة القطاعات، التي شكلت ثلاث محافظ استثمارية، وذلك كون المخاطرة غير النظامية التي واجهت الشركات كانت متساوية مع محدودية المخاطر الكلية.

4- دراسة (هوارى وغالية، 2013)، بعنوان:

أثر التنوع الدولي على خصائص المحفظة المالية، دراسة ميدانية لمجموعة من الأسواق المالية خلال الفترة 2013/2010.

يهدف هذا البحث إلى دراسة مدى مساهمة التنوع الدولي في الإدارة الفعالة للمحافظ المالية من خلال تدنئة المخاطرة وتحقيق علاقة أفضل بين عائد ومخاطر المحفظة، ومدى إمكانية الاستفادة منه في ظل التحوط من مخاطر الصرف. وعلى هذا الأساس تم اختيار وتكوين عينة الدراسة من مجموعة مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية وهي سوق دبي المالي، سوق الكويت المالي، سوق السعودية المالي، سوق لبنان المالي، سوق المغرب المالي، سوق طوكيو المالي، سوق ميلانو المالي، سوق وارسو المالي، سوق باريس المالي، سوق وول ستريت المالي، سوق تورونتو المالي، سوق ساو باولو المالي، للفترة ما بين جوان 2010 إلى أبريل 2013. وتوصلت الدراسة إلى أن كل من معامل الارتباط والوزن النسبي للأصل، والتحوط من مخاطر الصرف محددات أساسية في تحسين خصائص المحفظة الدولية من خلال التنوع الدولي.

5- دراسة (بتال، 2016)، بعنوان:

تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنوع.

هدفت هذه الدراسة إلى تطبيق نموذج البرمجة التربيعية على قطاعات سوق دبي المالي للفترة 2014/2009، لاختيار المحافظ الاستثمارية المثلى. وإظهار أثر التنوع على المحافظ الاستثمارية، على افتراض إتباع ثلاث سياسات للتنوع (منخفضة، متوسطة، مرتفعة). وتم استخدام برنامج اكسل لحل مسألة البرمجة التربيعية للحصول على المحفظة المثلى، وقد توصلت الدراسة إلى أن تطبيق سياسة التنوع على المحافظ الاستثمارية

المثلى في سوق دبي، أدى إلى تدنية المخاطر بنسب أكبر من انخفاض العوائد. وأظهرت النتائج أن هنالك علاقة طردية بين العوائد الممكنة والمخاطر التي تقابلها المحافظ الاستثمارية في ظل سياسة التنوع المختلفة.

6-دراسة (عبو وآخرون، 2017)، بعنوان:

مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية: دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي.

سعت هذه الدراسة إلى تطبيق مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية على بعض المحافظ المتواجدة بالسوق المالي السعودي، وذلك بالتركيز في قياس أداء المحافظ المدروسة على الأسلوب المزدوج الذي يشمل مؤشر شارب وترينور وجنسن. وقد توصلت الدراسة إلى أن المحافظ الاستثمارية قيد الدراسة قد تأثرت بالأزمات التي حدثت، وهذا ما يفسره العائد السالب للمحافظ. وجميع المحافظ الاستثمارية أفضل أداء من محفظة السوق.

7-دراسة (شعوفي، 2020)، بعنوان:

أثر سياسة التنوع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية: دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية

سعت هذه الدراسة إلى دراسة مدى إمكانية تطبيق النظريات الحديثة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية من خلال توضيح مدى مساهمة التنوع الاستثماري في تدنية المخاطر التي تتعرض لها الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة، وقد طبقت هذه الدراسة على مؤشرات البورصات العربية (الكويت، عمان، السعودية، مسقط، دمشق، أو ظبي). من خلال تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة من خلال دراسة إحصائية وقياسية لتغيرات سلوك عوائد مؤشرات البورصة قيد الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى أن التنوع الدولي يؤدي إلى تحقيق علاقة أفضل بين عائد وخاطرة المحفظة المالية على مستوى البورصات العربية، ويحقق التنوع الدولي أقصى مزاياه عندما كان معامل الارتباط بين أسهم البورصات المنوع بينها سالباً أو موجباً ضعيفاً.

8-دراسة (صقر والمهر، 2020)، بعنوان:

تأثير المخاطر على أداء المحافظ الاستثمارية: دراسة تطبيقية على أداء المحفظة الاستثمارية طويلة الأجل

التابعة للمؤسسة الليبية للاستثمار خلال الفترة 2019/2016

تناولت هذه الدراسة كيفية بناء المحفظة الاستثمارية المثلى، وكيفية التقليل من المخاطر عن طريق التنوع في الاستثمار. وتناولت الدراسة أيضا قياس المخاطر المالية على مخاطر السوق ومخاطر السيولة ومخاطر الأعمال، وتم قياس عائد المحافظ خلال الفترة 2019/2016 وذلك عن طريق استخدام نموذج ترينور وشارب. توصلت الدراسة إلى أنه يوجد تأثير معنوي للمخاطر المالية على أداء المحفظة الاستثمارية الليبية طويلة الأجل، بدرجة تأثير قدره 33.02% بمقياس شارب، وقدرة تأثيرية 26.10% بمقياس ترينور.

المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة

قبل رصد أوجه التشابه أو الاختلاف سنحاول مناقشة الدراسات السابقة من حيث الهدف، الأسلوب، عينة الدراسة، وكذا النتائج المتحصل عليها.

☒ من حيث الهدف:

اتفقت جل الدراسات على هدف مشترك وهو دراسة فعالية التنوع في ادارة مخاطر محفظة الأوراق المالية في كل من دراسات (بلعزوز ونعاس، 2016)، (حيدر، 2008)، (الحمدي، 2011) و (بديار، 2019)، و(Wayne – Sheila 1971). فيما ركزت كل من دراسة (لهواري وغالية، 2013) ودراسة (شعوبي، 2020)، على دراسة أثر التنوع الدولي على خصائص المحفظة المالية، أما دراسة (بتال، 2016)، فقد هدفت إلى تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى ظل سياسة التنوع. أما دراسة (عبو وآخرون، 2017)، تناولت مؤشرات

تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، في حين قامت دراسة (صقر والمهر، 2020) بتحليل أثر المخاطر على أداء المحافظ الاستثمارية، وهدفت دراسة (Kazzar، 2022) إلى تحديد كيف يساعد إدراج الذهب في محافظ الأوراق المالية التي يحتفظ بها الجزائريين، على تحسين كفاءتها.

☒ من حيث عينة الدراسة:

اختلفت الدراسات السابقة من حيث عينات الدراسة، بحيث تناولت كل من دراسة (بلعزوز ونعاس، 2016) ودراسة (Kazzar، 2022) حالة الجزائر، أما دراسة (بديار، 2019) فقد تناولت بورصتي الجزائر والمغرب. في حين استخدمت دراسة (Wayane – Sheila 1971)، ودراسة (حيدر، 2008) أمريكا كدراسة حالة، عالجت دراسة (الحمدوني، 2011) سوق عمان لتبادل الأسهم، أما دراسة (لهواري وغالية، 2013)، تناولت دراسة ميدانية لمجموعة من الأسواق المالية في حين ركزت دراسة (بتال، 2016)، علة دبي، عاجلن دراسة (عبو وآخرون، 2017)، حالة السوق المالي السعودي. ركزت دراسة (شعوفي، 2020)، على البورصات العربية (الكويت، عمان، السعودية، مسقط، دمشق، أبو ظبي) أما دراسة (صقر والمهر، 2020)، فقد كانت بليبيا.

☒ ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة:

تميزت دراستنا بأنها:

1-أوجه التشابه:

- جل الدراسات السابقة تطرقت لدراسة أثر التنوع على أداء المحافظ المالية.
- معظم الدراسات السابقة تشابهت أساليبها لقياس أداء المحافظ المالية.
- أغلبية الدراسات السابقة توصلت إلى أنه ليس للتنوع أثر إيجابي على أداء المحافظ.
- أغلبية الدراسات تشاركت في أن عينة البحث من الأسواق المالية العربية.

2-أوجه الاختلاف:

- اختلفت الدراسات السابقة عن دراستنا من جانب متغيرات الدراسة.
- الاختلاف في الإطار الزمني والمكاني بين هذه الدراسة والدراسات السابقة.

خاتمة الفصل:

لقد تناولنا في هذا الفصل أهم المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية وذلك بتعريفها وذكر أنواعها وأهدافها، وسياسات تكوين المحفظة، وبعد ذلك انتقلنا إلى مفهوم التنوع وعوامل نجاح سياسة التنوع، وتطرقنا لنظرية التنوع الساذج أو البسيط ونظرية هاري ماركويتز.

كما تناولنا بالشرح طرق قياس أداء محفظة الأوراق المالية وهي نفسها الطرق المستخدمة في الجانب التطبيقي من دراستنا، أما فيما يتعلق بالمبحث الثاني من هذا الفصل فقد قمنا بمسح لمختلف الدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع، لمعرفة أهدافها وأهم النتائج المتوصل إليها. ومقارنتها مع دراستنا.

الفصل الثاني:

دراسة حالة لعينة من محافظ مالية لشركة الرياض المالية السعودية

مقدمة الفصل:

بعد استكمالنا للجانب النظري للدراسة والذي تناولنا فيه الإطار النظري المتعلق بالمفاهيم الأساسية حول أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية، وبعد استعراضنا لبعض الدراسات السابقة. وسعياً لتحقيق الأهداف المرجوة من دراستنا وللإجابة على الإشكالية نقوم في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري صندوقين استثماريين مدرجين في شركة الرياض المالية التابعة للسوق المالي السعودي، واخترنا السوق المالي السعودي لإجراء دراسة حالة فيه نظراً لتوفيره كافة الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة لجعله محط اهتمام وجذب المستثمرين المحليين والأجانب، بالإضافة إلى توفير المعلومات والمعطيات حول الوحدات المالية النشطة فيه.

ولقد قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: عرض منهجية الدراسة والأدوات المستعملة.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول: عرض منهجية الدراسة والأدوات المستعملة

سنقوم في هذا المبحث بتوضيح طريقة جمع بيانات الدراسة من خلال اختيار المجتمع والعينة، كذلك مصادر جمع المعلومات، بالإضافة إلى الأدوات المستخدمة ومحددات الدراسة.

المطلب الأول: منهجية الدراسة

تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة كان من الضروري الإحاطة بمجتمع و عينة الدراسة و الأساليب المعتمدة في الدراسة.

1-مجتمع وعينة الدراسة

إن مجتمع الدراسة يعتبر الركيزة الأساسية لإجراء الدراسات الميدانية والتطبيقية الهادفة، وهذا من خلال عملية جمع المعلومات اللازمة التي تساعدنا من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الدراسة، كما ذكرنا سابقاً هذا المبحث يناقش أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية، فبالنسبة لمجتمع الدراسة هي شركة الرياض المالية النشطة في السوق المالي السعودي.

أما بالنسبة لعينة الدراسة فقد اشتملت على محفظتين تابعتين لشركة الرياض المالية وهما:

- محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة
- محفظة الرياض للأسهم الخليجية

المطلب الثاني: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

لدراسة أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية تم الاعتماد على المنهج الوصفي، وذلك لوصف شركة الرياض المالية وكيفية تسييرها. وقياس معامل الارتباط بين محفظة الرياض للأسهم الخليجية و محفظة السوق ثم قياس معامل الارتباط بين محفظة الرياض للأسهم الخليجية و محفظة السوق، ثم سنقوم بعد ذلك بتقييم أداء المحفظتين الاستثماريين المدرجتين في الشركة بالاعتماد على تطبيق مقياس تقييم الأداء لشارب و ترينور و جنسن. ثم قياس أثر التنوع على أداء المحافظ المالية محل الدراسة باستخدام معادلة الانحدار الخطي البسيط باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

سنقوم في هذا المبحث بالتعريف بالشركة محل الدراسة، ثم عرض نتائج الدراسة بطريقة متسلسلة وفق مجموعة من الخطوات تهدف إلى الإجابة على فرضية الدراسة، بعد ذلك تحليل هذه النتائج ومناقشتها.

المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة

قبل استعراض نتائج الدراسة وتحليلها سنحاول التعريف بالشركة والمحافظ الاستثمارية محل الدراسة.

1- وصف بيانات الدراسة

1-1 التعريف بشركة الرياض المالية

1-1-1 نشأة شركة الرياض المالية:

تأسست شركة الرياض المالية وبدأت بممارسة نشاطاتها في 8 يناير 2008 كشركة مساهمة مغلقة مملوكة بالكامل لبنك الرياض، بسجل تجاري رقم 1010239234. مرخصة ومنظمة من قبل هيئة السوق المالية في المملكة

العربية السعودية بموجب الترخيص رقم (37-07070)، لممارسة أعمال الأوراق المالية المتمثلة في التعامل، الترتيب، وإدارة الاستثمارات وتشغيل الصناديق، وتقديم المشورة والحفظ للأوراق المالية، برأس مال قدره 500 مليون ريال، مقرها مدينة الرياض، واحة غرناطة 2414 حي الشهداء، وحدة رقم 69، الرياض 13241-7279 المملكة العربية السعودية.

1-1-2 الأنشطة التي تقوم بها شركة الرياض المالية:

• إدارة الأصول: ويتضمن ذلك ما يلي:

-**استثمارات الأسهم:** شهدت صناديق الأسهم المحلية والمحافظ الاستثمارية المدارة من قبل الرياض المالية أداء متميزا امتدادا لأدائها في السنوات السابقة، حيث حقق صندوق الرياض للفرص أعلى عائد صندوق في عام 2022 بعائد سنوي أعلى من 27%.

-**استثمارات أسواق النقد والدخل الثابت العالمية:** تقوم إدارة استثمارات أسواق النقد والدخل الثابت العالمية بإدارة العديد من أكبر الصناديق الاستثمارية والرائدة في السوق السعودي، فقد كان لها العديد من الإنجازات في عام 2022، من خلال إدارة الصناديق والمحافظ الاستثمارية والتي تميزت بأدائها المتين والمنافس في السوق المحلية، وكان من أبرزها ارتفاع ملحوظ في أداء الصناديق الاستثمارية وكذلك ارتفاع حجم أصول المحافظ الاستثمارية الخاصة والتي من شأنها تلبية احتياجات العميل الاستثمارية. كما قامت الرياض المالية خلال عام 2022 بالتوسع في منتجاتها المقدمة لتكون السباق في إنشاء العديد من الصناديق المطروحة طرحا خاصا تستثمر في أدوات الدخل الثابت وأدوات الدين والتمويل المباشر وغير المباشر والتي تعد الأولى ممن نوعها في السوق المالي السعودي.¹

¹الموقع الرسمي للرياض <http://www.riyadhcapital.com>، 2023/06/04، 15:00.

-الاستثمارات العقارية: تعتبر الرياض المالية رائدة في الاستثمار العقاري وتوفير المنتجات الاستثمارية العقارية حيث استثمرت الشركة في طرح منتجات استثمارية فريدة من نوعها من خلال بناء محفظة استثمارية عقارية متنوعة على مستوى عالمي في ثلاث قارات تضم أكثر من 2.5 مليون متر مربع من العقارات. تشكل ما قيمته أكثر من 19 مليار ريال سعودي، في محافظ مكونة من 40 عقار محلي وعالمي ويشمل أكثر من 161 مستأجر في 18 مدينة.

● **المصرفية الاستثمارية للشركات:** يضم فريق العمل لدى إدارة المصرفية الاستثمارية للشركات نخبة من المحللين و المستشارين ذوي الخبرة و الكفاءة العالية في تقديم الاستشارات المالية المتخصصة في مجالات إدارة الطروحات الأولية العامة، و طروحات الملكية الخاصة، و إدارة الصكوك، و إدارة عمليات الاندماج والاستحواذ، وتقديم منتجات التمويل الهيكلي.

● **الوساطة و القنوات البديلة:** خلال عام 2022 استمرت الرياض المالية بتقديم المزيد من المبادرات والخدمات من أجل تعزيز مكانها في أسواق المال و الحفاظ على موقعها من بين المنافسين، حيث تم إطلاق المرحلة الأولى من تطبيق الرياض المالية الجديد كمنصة لتداول في السوق السعودي بما يخدم تطلعات العملاء و يعزز التمكين الرقمي لقنوات الرياض المالية و الخدمات المقدمة لربائنها.¹

● **إدارة الثروات:** استمرت إدارة الثروات خلال عام 2022 في السعي لتكون الخيار الأمثل للمستثمر من خلال تعزيز مفهوم الثقافة الاستثمارية لدى عملائها و تقديم الحلول الاستثمارية المميزة التي تقدمها الشركة لعملائها بهدف مساعدتهم في تحديد خياراتهم الاستثمارية بمنهجية و احترافية و عناية شاملة، من خلال المساهمة في ابتكار منتجات متنوعة و متميزة و لها أثر ملموس على رضا العملاء.

¹ الموقع الرسمي للرياض <http://www.riyadhcapital.com>، 2023/06/05، 21:00.

- خدمات الأوراق المالية: استمرت إدارة خدمات الأوراق المالية بالنمو في عام 2022 على جميع الأصعدة، بما في ذلك التنوع في تقديم الخدمات والنمو في عدد العملاء، وحجم الأصول تحت الحفظ والمساهمة في تحقيق الإيرادات، كما استمرت إدارة خدمات الأوراق المالية في العمل على تطوير وتحسين الاستراتيجية والتوسع في منتجاتها وخدماتها.

3-1-1 الأداء المالي لشركة الرياض المالية:

في الجدول أدناه نستعرض الأداء المالي لشركة الرياض من سنة 2018 إلى غاية سنة 2022 والمبالغ بملايين الريالات:

الجدول رقم(2-1): الأداء المالي لشركة الرياض

التغيير %	2022	2021	2020	2019	2018	
%1	801	791	582	448	287	إجمالي الإيرادات
%3	288	279	221	219	157	إجمالي المصروفات
-	513	512	361	229	130	صافي الدخل
%15	2.858	2.477	1.820	1.461	1.070	أجمالي الأصول
%20-	561	703	269	260	1.07	إجمالي الخصوم
%29	2.298	1.774	1.551	1.202	963	حقوق المساهمين

المصدر: الموقع الرسمي للرياض <http://www.riyadhcapital.com>

نمت إجمالي الإيرادات لعام 2022 لتبلغ 801 مليون ريال على الرغم من الانخفاض في أحجام التداولات في الأسواق المالية والذي أثر على نشاط الوساطة، وكان ذلك نتيجة لاستمرار الرياض المالية بالنمو في طرح

وإدارة صناديق الاستثمار في الأسواق المحلية والعالمية، كما حققت ارتفاعاً في إيرادات المصرفية الاستثمارية للشركات وخدمات الأوراق المالية والحفظ بنسبة تتجاوز 30% و65% على التوالي.

1-2 التعريف بالمحافظ الاستثمارية محل الدراسة :

✓ محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة:

أنشئت بتاريخ 21 نوفمبر 1996، ووافقت هيئة السوق المالية على الاستمرار في طرح وحداتها بتاريخ 06 نوفمبر 2022، تستثمر في الأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية المقررة من الهيئة الشرعية ويهدف إلى تحقيق تنمية رأس المال على المدى الطويل.

أنواع الأوراق المالية التي تستثمر فيها المحفظة بشكل أساسي:

تستثمر المحفظة أصولها بشكل رئيسي في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية من مختلف الأحجام والقطاعات التي يحددها المؤشر. ولتحقيق أهدافها يمكن للمحفظة أن تستثمر فيما يلي:

- الاستثمار في أسهم الشركات الواقعة خارج المؤشر والأسهم المدرجة في سوق الأسهم الموازي، والأسهم الخليجية.
- الاستثمار في الشركات السعودية المدرجة في الأسواق المالية خارج السعودية.
- الاستثمار في الطروحات الأولية.
- الاستثمار في الحقوق الأولية المتداولة.
- الاستثمار في الصناديق العقارية المتداولة.¹

¹الموقع الرسمي للرياض <http://www.riyadhcapital.com>، 2023/06/05، 22:00.

-الاستثمار في أدوات أسواق النقد والصكوك المتوافقة مع الضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية والمصدرة من

أطراف نظيرة سعودية وخليجية ذات تصنيف ائتماني استثماري.

-الاستثمار في جميع الأوراق المالية بما فيها تلك التي يصدرها مدير المحفظة، أو بنك الرياض

-و يمكن للصندوق بعد موافقة اللجنة الشرعية الاستثمار كذلك في:

الصور الجائزة من المشتقات المالية لأغراض التحوط و تحسين الأداء و الصور الجائزة من البيع على المكشوف.

و في الجدول الموضح أدناه نستعرض نسبة الاستثمار لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية في كل مجال استثماري

بحده الأدنى و الأعلى:

الجدول رقم(2-2): نسب الاستثمار في كل مجال استثماري بحده الأعلى و الأدنى

نوع الأصول	الحد الأدنى	الحد الأعلى
أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية من مختلف الأحجام والقطاعات التي يحددها المؤشر	%75	%100
أسهم الشركات الواقعة خارج المؤشر والأسهم المدرجة في سوق الأسهم الموازي والأسهم الخليجية.	%0	%10
الشركات السعودية المدرجة في الأسواق المالية خارج السعودية.	%0	%10
الطروحات الأولية.	%0	%10
الصناديق العقارية المتداولة.	%0	%10
أدوات أسواق النقد والصكوك المتوافقة مع الضوابط الشرعية قصيرة ومتوسطة الأجل.	%0	%25
وحدات صناديق الاستثمار التي تقوم بشكل رئيسي بالاستثمار في المجالات الاستثمارية.	%0	%25
الصور الجائزة من المشقات المالية.	%0	%15
الصور الجائزة من البيع على المكشوف.	%0	%10

المصدر: نفس المرجع السابق

ما يمكن ملاحظته من الجدول أعلاه أنه يسمح للمحافظة في الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية من مختلف الأحجام و القطاعات التي يحددها المؤشر كحد أدنى بنسبة %75 و كحد أقصى بنسبة %100 ، بينما في باقي أنواع الأصول الأخرى

الحد الأدنى المسموح بالاستثمار به 0%. بينما الحد الأعلى فنجد نسبة 10 % بالنسبة لكل من أسهم الشركات الواقعة خارج المؤشر و الأسهم المدرجة في سوق الأسهم الموازي و الأسهم الخليجية و الشركات السعودية المدرجة في الأسواق المالية خارج السعودية و الطروحات الأولية و الصناديق العقارية المتداولة و الصور الجائزة من البيع على المكشوف. و بنسبة 25% لكل من أدوات أسواق النقد و الصكوك المتوافقة مع الضوابط الشرعية قصيرة و متوسطة الأجل و وحدات صناديق الاستثمار التي تقوم بشكل رئيسي بالاستثمار في المجالات الاستثمارية، و نسبة 15% الصور الجائزة من المشتقات المالية.

والجدول الآتي يوضح العائد الإجمالي للمحفظة خلال خمس سنوات:

الجدول رقم(2-3): العائد الإجمالي لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة خلال خمس سنوات

الفترة الزمنية	عائد الصندوق
منذ سنة	5.50%
منذ ثلاث سنوات	64.06%
منذ خمس سنوات	104.28%
منذ التأسيس	1254.54%

المصدر: نفس المرجع السابق

تلاحظ من خلال الجدول أن العائد الإجمالي للمحفظة منذ التأسيس كانت نسبته 1254.54% وهذه النسبة

تعبر عن الأداء الجيد للمحفظة منذ إنشائها. وحققت المحفظة أدنى عائد خلال سنة 2022 المقدر ب

5.50%.

✓ محفظة الرياض للأسهم الخليجية:

تأسست هذه المحفظة في 14 فيفري 2006، تنتمي للقطاع المالي، و يستثمر مدير هذه المحفظة في أسهم الشركات الخليجية المدرجة في أسواق الإمارات العربية و الكويت و قطر و البحرين و عمان، و كذلك الاستثمار في الأدوات النقدية كالودائع أو ما يقابلها في المصارف الإسلامية، و الصكوك و السندات الصادرة عن حكومات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي أو بضمانتها سواء كانت بالدينار الكويتي أو أي عملة أجنبية أخرى و كذلك الاستثمار في الصناديق الاستثمارية، بناءً على التوقعات الاستثمارية و الاستراتيجية التي يقررها مدير المحفظة، و يسعى لتحقيق تنمية رأس المال على المدى الطويل. ويعتمد على سياسة استثمارية تتيح له إمكانية تركيز استثماراته فئات متنوعة من الأوراق المالية، و تقليص المخاطر التي تنطوي عليها أسواق أسهم شركات دول مجلس التعاون الخليجي. حيث سيساهم هذا التنوع بين مختلف دول مجلس التعاون الخليجي على تحقيق أهداف هاته المحفظة.

أنواع الأوراق المالية التي تستثمر فيها المحفظة:

-تستثمر أصول المحفظة بشكل رئيسي في أسهم الشركات الخليجية المدرجة في أسواق الإمارات العربية والكويت وقطر والبحرين وعمان

-الاستثمار في أسهم الشركات الواقعة خارج المؤشر، والأسهم المدرجة في أسواق الأسهم الموازية.

-الاستثمار في أسهم الشركات الخليجية المدرجة خارج بلدانها.¹

¹الموقع الرسمي للرياض <http://www.riyadhcapital.com>، 2023/06/05، 22:35.

-الاستثمار في الطروحات الأولية.

-الاستثمار في حقوق الأولية المتداولة.

-الاستثمار في الصناديق العقارية المتداولة.

-الاستثمار في صناديق المؤشرات

-الاستثمار في أدوات أسواق النقد و الصكوك

و من ميزات محفظة الرياض للأسهم الخليجية ما يلي:

✓ سهولة الحصول على السيولة أسبوعياً.

✓ الاستثمار في أسهم شركات ذات أسس قوية ومستقبل جيد على المدى الطويل.

✓ مخاطر التقلب في الصندوق عالية.¹

و الجدول أدناه يمثل نسبة الاستثمار في كل مجال استثماري بحده الأدنى و الأعلى :

¹الموقع الرسمي للرياض <http://www.riyadhcapital.com>، 2023/06/05، 21:00.

الجدول رقم(2-4): نسبة الاستثمار في كل مجال استثماري بحده الأدنى والأعلى

نوع الأصول	الحد الأدنى	الحد الأعلى
أسهم الشركات الخليجية المدرجة في أسواق الإمارات العربية والكويت وقطر والبحرين وعمان.	75%	100%
أسهم الشركات الواقعة خارج المؤشر والأسهم المدرجة في أسواق الأسهم الموازية	0	10%
أسهم الشركات الخليجية المدرجة خارج بلدانها.	0	10%
الطروحات الأولية	0	10%
حقوق الأولوية المتداولة	0	10%
الصناديق العقارية المتداولة	0	25%
صناديق المؤشرات	0	10%
أدوات أسواق النقد و الصكوك	0	25%
وحدات صناديق الاستثمار التي تقوم بشكل رئيسي بالاستثمار في المجالات الاستثمارية	0	25%

المصدر: نفس المرجع السابق

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن محافظة الرياض للأسهم الخليجية تستثمر ما نسبته 75% كحد أدنى في أسهم الشركات الخليجية المدرجة في أسواق الإمارات العربية والكويت وقطر والبحرين وعمان، و100% كحد أعلى.

أما بالنسبة ل أسهم الشركات الواقعة خارج المؤشر والأسهم المدرجة في أسواق الأسهم الموازية

و أسهم الشركات الخليجية المدرجة خارج بلدانها و الطروحات الأولية و الحقوق الأولية المتداولة و صناديق المؤشرات بنسبة 10 % كحد أعلى، أما بالنسبة لصناديق العقارية المتداولة و أدوات أسواق النقد و الصكوك و وحدات صناديق الاستثمار التي تقوم بشكل رئيسي بالاستثمار في المجالات الاستثمارية بنسبة 25 % كحد أعلى.

الجدول رقم(2-5): أصول محفظة الرياض للأسهم الخليجية

السنة	صافي قيمة أصول	صافي قيمة أصول	أعلى	أقل	عدد	قيمة	نسبة
	الصندوق	الصندوق	صافي	صافي	الوحدات	الأرباح	المصروفات
	لكل وحدة	لكل وحدة	قيمة أصول	قيمة أصول	المصدرة	الموزعة	
	لكل وحدة	لكل وحدة	لكل وحدة	لكل وحدة	لكل وحدة	لكل وحدة	
2020	183.136.96	10.78	10.80	7.55	16.98	لا يوجد	2.397
2021	225.873.271.7	14.05	14.43	10.85	10.07	لا يوجد	2.414
2022	147.136.965	14.08	16.80	14.06	10.45	لا يوجد	2.321

المصدر: نفس المرجع السابق

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أعلى صافي قيمة أصول محفظة الرياض للأسهم الخليجية سجلت سنة 2021 بقيمة 225.873.271.7، وأدنى قيمة سنة 2022 بقيمة 147.136.965. وبالنسبة لصافي

قيمة أصول الصندوق لكل وحدة سجلت أعلى قيمة سنة 2022 بقيمة 14.08 وأدنى قيمة سنة 2020 بقيمة 10.78. وبالنسبة لأقل صافي قيمة أصول لكل وحدة سجلت أعلى قيمة سنة 2022 بقيمة 14.06 بالنسبة لعدد الوحدات المصدرة سجلت أعلى قيمة سنة 2020 بقيمة 16.98. أما فيما يخص نسبة المصروفات كانت متقاربة خلال السنوات الثلاثة.

الجدول رقم(2-6): العائد الإجمالي للصندوق خلال خمس سنوات

الفترة الزمنية	عائد الصندوق
منذ سنة	1.28%
منذ ثلاث سنوات	34.84%
منذ خمس سنوات	42.98%
منذ التأسيس	41.91%

المصدر: نفس المرجع السابق

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن محافظة الرياض للأسهم الخليجية منذ التأسيس حققت عائداً إجمالياً يقدر بنسبة 41.91%، أما بالنسبة لسنة 2022 حققت عائداً إجمالياً يقدر بـ 1.28% وتدل هذه النسبة الضعيفة على الأداء السيئ للمحافظة خلال هاته السنة.

المطلب الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

1- عرض النتائج:

1-1 تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقا لمعدلات العائد والمخاطرة:

يوضح الجدول التالي عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية قيد الدراسة:

الجدول رقم(2-7): عوائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية محل الدراسة

السوق	الرياض للأسهم الخليجية	الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة	المحافظ	
			السنوات	عائد المحفظة %
عائد المحفظة %	عائد المحفظة %	عائد المحفظة %		
0,255	36.30	25.19		2013
-0,0237	-7.15%	-17.79		2014
-0,1706	6.86%	2.99		2015
0,0432	3.85%	-1.20		2016
-0,7657	-3.61%	-0.48		2017
3,6323	-3.63%	15.11		2018
0,0711	10.00%	8.17		2019
0,0365	%2.63	9.72		2020
0,2983	%29.72	41.74		2021

-0,0712	%1.28	5.50	2022
0,33052	7,625	8,895	متوسط العوائد
1,196	14,404	16,098	الانحراف المعياري
/	-1,762	4,513	التباين المشترك
1	-0,008	0,017	بيتا
RF= %2.34			العائد الخالي من المخاطر

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية والشهرية للمحافظ الاستثمارية

ما يمكن ملاحظته من الجدول رقم (2-7) ما يلي:

-عرفت المحافظ تذبذبا في عوائدها حيث حققت عوائد سالبة سنة 2014، 2016، 2017، 2018

-محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة تنطوي على مخاطر مرتفعة وهذا ما يبرره الانحراف المعياري

المقدر ب 16.098%، بينما محفظة الرياض للأسهم الخليجية تنطوي على مخاطر أقل حيث نسبة الانحراف

المعياري تقدر ب 14.404%، وكلتا المحفظتين سجلتا مخاطر أكبر من مخاطر السوق.

-معامل بيتا يعتبر مقياسا للمخاطر المنتظمة، وبيتا محفظة السوق يساوي دوما 1، أما بالنسبة للمحفظتين

فملاحظ أنها أقل من الواحد وهو ما يعني أن مخاطر المحافظ أقل من مخاطر محفظة السوق.

2-1 قياس درجة تنوع المحافظ محل الدراسة:

✓ درجة تنوع محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة:

سنعتمد كمقياس لدرجة تنوع المحافظ محل الدراسة معامل الارتباط وهو عبارة عن مقياس إحصائي، يعبر عن

العلاقة بين عوائد المحفظة محل الدراسة وعوائد محفظة السوق في هذه الحالة، ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$r_{EP_1,EM} = \frac{COV(EP_1, EM)}{\sigma_{EP_1} \times \sigma_{EM}}$$

حيث:

$r_{EP_1,EM}$: معامل الارتباط بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض للأسهم السعودية

المتوافقة مع الشريعة

$COV(EP_1, EM)$: التباين المشترك أو التغير بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض للأسهم

السعودية المتوافقة مع الشريعة

σ_{EP_1} : مخاطرة محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة مقاسة بالانحراف

المعياري

σ_{EM} : مخاطرة محفظة السوق مقاسة بالانحراف المعياري

قبل حساب معامل الارتباط لا بد من حساب معامل التباين المشترك أو التغير والذي يعطى وفق العلاقة التالية:

➤ **التغير:** يعبر التغير عن الصورة التي يتغير بها عاملان أو متغيران معا"بمعنى قوة الارتباط واتجاه التغير بين

متغيرين. وعند الحديث عن استعمال التغير في قياس المخاطر المنتظمة يكون المتغيرين المعنيين هما عائد

محفظة معينة وعائد السوق(ممثل بمتوسط عوائد إجماليا الأصول المتداولة فيه) حيث يقيس مدى تلازم

تغير عائد المحفظة مع عائد السوق، وعليه فإنه كلما زاد التغير زادت المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة، وكلما انخفض التغير كلما انخفضت معه تلك المخاطر.

ويحسب بالعلاقة التالية: 1

$$\text{COV}(EP_1, EM) = \frac{1}{n} \sum (EP_1 - \bar{R}_{EP_1})(EM - \bar{R}_{EM})$$

حيث:

$\text{COV}(EP_1, EM)$: معامل التباين المشترك أو التغير بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة

الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة

عوائد محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة EP_1

متوسط عوائد محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة \bar{R}_{EP_1}

عوائد محفظة EM

متوسط عوائد محفظة \bar{R}_{EM}

الجدول التالي يلخص حسابات معامل التغير ومعامل الارتباط بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة.

¹ Viviani J.L, *La gestion de portefeuille*, Dunod, Paris, 1997, p80.

الجدول رقم (2-8): معامل التباين ومعامل الارتباط بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض للأسهم

السعودية المتوافقة مع الشريعة.

السنوات	معامل التباين المشترك $COV(EP_1, EM)$	معامل الارتباط $\Gamma_{EP_1, EM}$
2013	1,629	0,0846
2014	0,945	0,0491
2015	0,296	0,0154
2016	0,290	0,0150
2017	1,028	0,053
2018	2,052	0,1065
2019	0,019	0,0009
2020	-0,024	-0,001
2021	-0,106	-0,005
2022	0,136	0,007

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2-7)

-نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معامل الارتباط بين محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومحفظة السوق خلال السنتين 2020 و 2021 كان بنسبة -0.001 و-0.005 على التوالي وهذا يدل على ارتباط سلبي بين عوائد المحفظتين وهو ما يمكن من تعويض الخسارة المحققة في إحدى المحفظتين بالعوائد المحققة في

المحفظة الأخرى أي القضاء على مخاطر المحفظتين نهائياً. و يؤدي هذا الارتباط لانتعاش السوق خلال هاته الفترة.

✓ درجة تنويع محفظة الرياض للأسهم الخليجية:

بنفس الخطوات السابقة ولنفس الغرض نقوم باحتساب معامل التغير لعوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض

للأسهم الخليجية ومعامل الارتباط بينهما، والنتائج مرفقة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (2-9): معامل التغير ومعامل الارتباط بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض للأسهم

الخليجية.

السنوات	معامل التباين المشترك	معامل الارتباط
	$cov(EP_2, EM)$	$\Gamma_{EP_2,EM}$
2013	-0,216	-0,012
2014	0,523	0,0304
2015	0,038	0,002
2016	0,108	0,006
2017	1,232	0,071
2018	-3,716	-0,216
2019	-0,062	-0,003
2020	0,147	0,008
2021	-0,071	-0,004
2022	0,255	0,015

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2-7)

-نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معامل الارتباط بين محفظة الرياض للأسهم الخليجية ومحفظة السوق خلال

السنوات 2013، 2018، 2019، 2021 كان بنسبة 0.012- و 0.216- و 0.003-

و 0.004- على التوالي و هذا يدل على ارتباط سلبي بين عوائد المحافظتين خلال هاته الفترة و هو ما يمكن

من تعويض الخسارة المحققة في إحدى المحافظتين بالعوائد المحققة في المحفظة الأخرى أي القضاء على مخاطر

المحفظتين نهائياً. و يؤدي هذا الارتباط لانتعاش السوق خلال هاته الفترة. 1

1-3 قياس مخاطر المحافظ محل الدراسة :

يقيس معامل بيتا مخاطرة السهم فيما يتصل إلى مخاطرة السوق، ومعامل بيتا هو مقياس للمخاطر النظامية الخاصة

بالموجودات، ولأن علاوة المخاطرة للموجودات تعتمد فقط على مخاطرتها النظامية، فإن الموجودات ذات البيت

الأكبر لها مخاطرة نظامية أكبر، وبذلك تكون عوائدها المتوقعة أكبر، فالمستثمر الذي يشتري سهماً له معامل بيتا

منخفض عليه أن يتوقع عائد منخفضاً من ذلك السهم على خلاف السهم الذي له معامل بيتا مرتفع الذي

يكون عائد المتوقع مرتفعاً.

ويقاس معامل بيتا وفق المعادلة الآتية¹:

$$\beta_P = \frac{COV(R_P R_m)}{V R_m}$$

حيث أن:

✓ β_P معامل بيتا؛

✓ $COV(R_P R_m)$ التباين المشترك بين عائد المحفظة و عائد السوق؛

¹ جليل كاظم و زيد عبد الزهرة، مرجع سابق، ص 253.

✓ VR_m تباين عائد محفظة السوق.

تتراوح قيمة معامل بيتا بين قيم موجبة وقيم سالبة، القيم الموجبة تعني أن التغير في عوائد المحفظة المالية وعوائد محفظة السوق تكون في نفس الاتجاه، أما القيمة السالبة فهي تعني أن التغير في عوائد المحفظة المالية وعوائد محفظة السوق تكون في اتجاهين متعاكسين، أي أن ارتفاع عائد محفظة السوق سيقابله انخفاض في عائد المحفظة المالية والعكس بالعكس .

فإذا كان معامل بيتا قيمته (2) فهذا يعني أن التغير في عوائد المحفظة المالية سيكون ضعف التغير في عائد محفظة السوق. بمعنى آخر يؤدي تغير في عائد محفظة السوق بنسبة 10 % سيؤدي إلى تغير في عائد المحفظة المالية بنسبة 20 % وفي نفس الاتجاه.

الجدول رقم (2-10): قياس مخاطر المحافظ محل الدراسة خلال الفترة (2013-2022)

السنوات	معامل بيتا لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة	معامل بيتا لمحفظه الرياض للأسهم الخليجية
2013	1,138	-0,151
2014	0,660	0,365
2015	0,207	0,027
2016	0,203	0,076
2017	0,718	0,860
2018	1,433	-2,596
2019	0,013	-0,043
2020	-0,017	0,1026
2021	-0,074	-0,049
2022	0,0953	0,178

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2-7)

- بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة فنلاحظ خلال سنة 2013 وسنة 2018 ارتفاع معامل بيتا وهذا يدل على أن المخاطر النظامية الخاصة بالموجودات لها مخاطر نظامية أكبر والعائد المتوقع منها مرتفع، والتغير في عوائد هذه المحفظه ومحفظه السوق هي في نفس الاتجاه. أما بالنسبة للسنوات 2014،2015،2016،2017،2019،2022 فنلاحظ أن انخفاض معامل بيتا وهذا يدل على أن

المخاطر النظامية منخفضة و تنطوي على عائد متوقع منخفض، و نلاحظ أنه خلال السنتين 2020 و 2021 سجلت المحفظة معامل بيتا سالب و هذا يدل على أن عوائد محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة و محفظة السوق في اتجاهين متعاكسين.

- بالنسبة لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية فنلاحظ أن المحفظة خلال السنوات 2013 و 2018 و 2019 و 2021 سجلت معامل بيتا سالب و هذا يدل على أن عوائد هاته المحفظة و محفظة السوق خلال هذه الفترة في اتجاهين متعاكسين، أما بالنسبة لباقي السنوات سجلت المحفظة معامل بيتا منخفض و هذا يدل على أن المخاطر النظامية منخفضة و تنطوي على عائد متوقع منخفض.

1-4-تقييم أداء المحافظ محل الدراسة:

سنحاول فيما يلي تقييم أداء محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومحفظة الرياض للأسهم الخليجية باستخدام أهم مقاييس ومؤشرات قياس الأداء.

✓ مقياس ترينور Treynor

يقوم مقياس ترينور (Treynor Measure) على أساس قسمة متوسط العوائد الإضافية للمحفظة على معامل بيتا، وبالتالي فإنه يفحص الأداء في المحفظة من زاوية قدرة الإدارة على تنويع على نحو يمكن معه التخلص إلى حد بعيد من المخاطر غير المنتظمة.

والجدول التالي يوضح النتائج المتحصل عليها للمحفظتين محل الدراسة

الجدول رقم (2-11): نتائج مقياس ترينور لمحظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومحظة

الرياض للأسهم الخليجية

السنوات	محظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة	محظة الرياض للأسهم الخليجية	محظة السوق
	$T_r = \frac{RP - r_f}{\beta_i}$		
2013	20,075	-224,505	-2,085
2014	-30,487	-25,959	-2,3637
2015	3,144	168,794	-2,5106
2016	-17,472	19,930	-2,2968
2017	-3,928	-6,9162	-3,1057
2018	8,908	2,299	1,2923
2019	443,762	-177,985	-2,2689
2020	-435,561	2,826	-2,3035
2021	-532,997	-550,601	-2,0417
2022	33,17	-5,953	-2,4112

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2-7)

-بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة أنه خلال السنوات 2013 و 2018 و 2019

و 2022 كان مؤشر ترينور مرتفع و هذا يدل على ارتفاع عوائد المحفظة نسبة إلى مخاطرتها، و بالتالي فأداء

المحفظة خلال هاته السنوات كان جيد.

-بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم الخليجية خلال السنوات 2015 و 2016 و 2020 سجلت أعلى نسبة

لمؤشر ترينور دل ذلك على ارتفاع عوائد المحفظة نسبة إلى مخاطرتها، و بالتالي فأداء المحفظة خلال هاته السنوات

كان جيد.

-بالنسبة لمحفظه السوق سجلت خلال السنوات 2014 و 2017 و 2021 أعلى نسبة ترينور وهذا يدل على

الأداء الجيد للمحفظة.

ما يمكن ملاحظته أن محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة و محفظة الرياض للأسهم الخليجية من

خلال مؤشر ترينور أفضل من أداء محفظة السوق.

✓ مقياس شارب Sharpe

يقوم هذا المقياس على أساس قسمة متوسط العوائد الإضافية للمحفظة المالية على الانحراف المعياري، وفي مايلي

نتائج قاس الأداء للمحفظتين محل الدراسة.

الجدول رقم (2-12): نتائج مقياس شارب لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومحفظه

الرياض للأسهم الخليجية

السنوات	محفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة	محفظه الرياض للأسهم الخليجية	محفظه السوق
	$\text{Sharpe Ratio} = \frac{R_P - R_F}{\sigma_P}$		
2013	1,419	2,357	-1,742
2014	-1,25	-0,658	-1,975
2015	0,04	0,313	-2,098
2016	-0,219	0,104	-1,919
2017	-0,175	-0,413	-2,595
2018	0,793	-0,414	1,080
2019	0,362	0,531	-1,896
2020	0,458	0,020	-1,925
2021	2,447	1,9	-1,706
2022	0,196	-0,073	-2,015

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2-7)

-بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة خلال السنوات 2017 و 2020 و 2021

و 2022 سجلت أعلى نسبة لمقياس شارب وهذا يدل على أدائها الجيد خلال هذه الفترة.

-بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم الخليجية سجلت أعلى نسبة لمقياس شارب خلال السنوات 2013

و 2015 و 2016 و 2019 و 2021 و دل هذا على الأداء الجيد للمحفظه.

-بالنسبة لمحفظه السوق فكانت أعلى نسبة لمؤشر شارب خلال سنه 2018. و هذا يدل على الأداء السيئ

للمحفظه.

✓ مقياس جونسن Jensen

مؤشر جونسون هو عبارة عن مقياس مطلق لا يستعمل لقياس أداء محفظه معينه بالنسبة لمؤشر محفظه السوق،

كما لا يعتبر كمقياس لإجراء ترتيب لأداء عدة محافظ مالية، وفيما يلي نتائج قياس الأداء للمحفظتين محل

الدراسة وفق هذا المقياس.

الجدول رقم (2-13): نتائج مقياس جونسن لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومحفظه

الرياض للأسهم الخليجية

السنوات	محفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة	محفظه الرياض للأسهم الخليجية
	$\alpha_P = (R_P - R_F) - [\beta_P (R_M - R_F)]$	
2013	25,223	33,644
2014	-18,569	-8,625
2015	1,168	4,587
2016	-3,074	1,684
2017	-0,590	-3,278
2018	10,917	-2,615
2019	5,859	7,562
2020	7,340	0,526
2021	39,249	27,278
2022	3,389	-0,630

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2-7)

-بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة خلال السنوات التالية: 2013 و 2015 و 2018 و 2019 و 2020 و 2021 و 2022 نلاحظ أن قيمة مؤشر جنسن موجبة مما يدل على الأداء الجيد للمحفظة.

-بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم الخليجية خلال السنوات 2013 و 2015 و 2016 و 2019 و 2020 و 2021 سجلت قيمة مؤشر جنسن موجبة مما يدل على الأداء الجيد للمحفظة.

1-5 قياس أثر التنويع على أداء المحافظ محل الدراسة:

✓ قياس أثر التنويع على أداء محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة:

سنحاول تقدير معادلة الانحدار الخطي البسيط وسنعمد كقياس لدرجة تنويع المحافظ محل الدراسة معامل الارتباط كمتغير مستقل وقياس التنويع مؤشر شارب كمتغير تابع ، ذلك أنه يتم استخدام شارب في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود مماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات وهو ما ينطبق على محفظة الرياض للأسهم السعودية وعليه يعطى نموذج دراستنا على النحو التالي:

$$SR_p = \alpha_1 + \beta_1 \text{CORRELATION}_p + \varepsilon_i$$

وسنعمد على تحليل جدول أنوفا (ANOVA) وهو جدول مهم في تحليل التباين لغرض اختبار معنوية نموذج الانحدار الخطي حيث نضع الفرضية الإحصائية التالية:

H0: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتنويع على أداء محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة.

H1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتنويع على أداء محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة.

الجدول رقم (2-14): جدول تحليل التباين (ANOVA)

النموذج	مجموع المربعات	قيمة df	متوسط المربعات	قيمة F	المعنوية
الانحدار	0,796	1	0,796	0,777	0.404

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS).

من خلال الجدول يتضح ما يلي:

نلاحظ أن قيمة F الجدولية تقدر ب 0,777 وعند مستوى دلالة 0.404 أكبر من 0.05 وعليه نرفض الفرضية البديلة H1 ونقبل الفرضية الصفرية H0 ونقول أن الانحدار غير معنوي وبالتالي لا توجد علاقة بين المتغير التابع المتمثل في أداء المحفظة المقاس بمقياس شارب والمتغير المستقل المتمثلة في معامل الارتباط.

وذلك ما تؤكدته نتائج معادلة الانحدار ودلالاتها المبينة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-15): معاملات الانحدار ودلالاتها الإحصائية

Ri	α_1 الحد الثابت غير المعياري	β_1
قيمة المعامل	0,367	-0,227
قيم اختبار T	1,135	-0,881
المعنوية	0,289	0,404

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS).

من الجدول (2-15) نستنتج أن المتغير المستقل (معامل الارتباط بين عوائد محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة وعوائد محفظة السوق) غير معنوي حسب اختبار t ($0.05 \leq P$) ، وكذلك الثابت غير معنوي وعليه لا يوجد تأثير للتنوع في محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة على أدائها.

✓ قياس أثر التنوع على أداء محفظة الرياض للأسهم الخليجية:

وبنفس الطريقة السابقة سنحاول تقدير معادلة الانحدار الخطي البسيط، معتمدين على تحليل جدول أنوفا

(ANOVA) لغرض اختبار معنوية نموذج الانحدار الخطي حيث نضع الفرضية الإحصائية التالية:

H0: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتنوع على أداء محفظة الرياض للأسهم الخليجية.

H1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتنوع على أداء محفظة الرياض للأسهم الخليجية.

الجدول رقم (2-16): جدول تحليل التباين (ANOVA) لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية

النموذج	مجموع المربعات	قيمة df	متوسط المربعات	قيمة F	المعنوية
الانحدار	0,032	1	0,032	0,028	0.871

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS).

من خلال الجدول رقم(2-16) يتضح ما يلي:

نلاحظ أن قيمة F الجدولية تقدر بـ 0,028 وعند مستوى دلالة 0.871 أكبر من 0.05 وعليه نرفض

الفرضية البديلة H1 ونقبل الفرضية الصفرية H0 ونقول أن الانحدار غير معنوي وبالتالي لا توجد علاقة بين

المتغير التابع المتمثل في أداء المحفظة المقاس بمقياس شارب والمتغير المستقل المتمثلة في معامل الارتباط.

وذلك ما تؤكده نتائج معادلة الانحدار ودلالاتها المبينة في الجدول الموالي:

الجدول رقم(2-17): معاملات الانحدار ودلالاتها الإحصائية لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية

Ri	α_1 الحد الثابت غير المعياري	β_1
قيمة المعامل	0,375	0,779
قيم اختبار T	1,108	0,168
المعنوية	0,30	0,871

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS).

من الجدول (2-17) نستنتج أن المتغير المستقل (معامل الارتباط بين عوائد محفظة الرياض للأسهم الخليجية وعوائد محفظة السوق) غير معنوي حسب اختبار t ($0.05 \leq P$) ، وكذلك الثابت غير معنوي وعليه لا يوجد تأثير للتنوع في محفظة الرياض للأسهم الخليجية على أدائها.

2-مناقشة النتائج واختبار الفرضيات:

1-2 مناقشة النتائج:

✓ تحليل عوائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية:

-يعد عائد المحفظة من المؤشرات المهمة والمعتمدة في تقييم أداء المحفظة المالية من قبل المستثمر، من خلال مقارنة عوائد المحفظة مع عوائد محافظ أخرى أو مقارنتها بعوائد نفس المحفظة خلال فترات سابقة.

بالنسبة لمحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة، يتبين لنا من خلال الجدول (2-7) أن عائد المحفظة متذبذب منذ إنشائها حيث يتراوح بين أقل نسبة -0.48% سنة 2017، وأعلى نسبة 41.71% سنة 2021.

وبالنسبة لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية حققت أقل عائد سنة 2017 بنسبة -3.61%، وأعلى نسبة 36.30% سنة 2013.

- الانحراف المعياري أو معدل المخاطرة هو المقياس الأساسي لمعدل المخاطرة، وهو يقيس مقدار التذبذب في السعر أو العائد عبر فترة من الزمن، فنلاحظ بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة تنطوي على مخاطر مرتفعة و هذا ما يبرره الانحراف المعياري المقدر ب 16.098%، بينما محفظه الرياض للأسهم الخليجية تنطوي على مخاطر أقل حيث نسبة الانحراف المعياري تقدر ب 14.404%، و كلتا المحفظتين سجلتا مخاطر أكبر من مخاطر السوق.

✓ تحليل درجة تنوع المحافظ محل الدراسة:

قبل تفسير نتائج درجة تنوع المحافظ محل الدراسة، هناك بعض المعطيات التي يجب أخذها بعين الاعتبار وهي الحالات المختلفة لمعامل الارتباط بين الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية:

☒ إذا كان الارتباط بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة يساوي الواحد الموجب أي $r=+1$ ، معنى ذلك وجود ارتباط تام موجب والتنوع بهذه الأصول يكون غير مجدي وهو ليس من مصلحة المستثمر.

☒ إذا كان الارتباط بين عوائد محفظة السوق وعوائد محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة يساوي الواحد السالب أي $r=-1$ ، معنى ذلك وجود ارتباط سلبي بمعنى أن الخسارة المحققة في إحدى المحفظتين معوضة تماما بالعوائد المحققة في المحفظة الثانية وهو يقضي نهائيا عن المخاطر.

☒ في حالة معامل الارتباط معدوم أي $r=0$ ، يعني عدم وجود ارتباط أو أن عوائد المحفظتين مستقلة تماما عن بعضها البعض أي أنه لا يوجد تأثير بين العوائد إلا أنه لا يقضي نهائيا عن المخاطر. وعليه يمكن تفسير النتائج كالاتي:

بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة ومن خلال ملاحظة قيمة معامل الارتباط المقاسة خلال فترات مختلفة، نجد أنها تقارب 1 مما يدل أن المحفظة تتمتع بخطورة عالية، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة، أي ارتفاع عائد أحدها يعني ارتفاع عائد آخر والعكس صحيح. وهذا يعني أن أيا من الأصول لا يهتم في تحقيق استقرار عائد المحفظة.

بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم الخليجية فنلاحظ أيضا قيمة معامل الارتباط المقاسة خلال فترات مختلفة، نجد أنها تقارب 1 مما يدل أن المحفظة تتمتع بخطورة عالية، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة، أي ارتفاع عائد أحدها يعني ارتفاع عائد آخر والعكس صحيح.

و بالتالي فيمكن القول أن التنوع الجيد يعكس مدى القدرة في تحقيق أعلى عائد بأقل درجة مخاطرة، والذي ينعكس إيجابيا على أداء محفظة الأوراق المالية.

✓ تحليل نتائج قياس مخاطر المحافظ محل الدراسة:

إذا كان مقياس الانحراف المعياري هو مقياس مطلق، فمعامل بيتا هو مقياس نسبي للمخاطرة وكما في الانحراف المعياري كلما كان معامل البيتة أصغر كانت المخاطرة أقل.

بالنسبة لمحفظه الرياض السعودية المتوافقة مع الشريعة نلاحظ من خلال الجدول (2-10) أن معامل بيتا متذبذب خلال السنوات العشر، فنلاحظ سنة 2013 أن المحفظة تنطوي على مخاطر مرتفعة وهذا ما يفسره نسبة معامل بيتا الذي قدر ب 1.138، ليتناقص خلال السنوات الأربع الموالية، ليرتفع خلال سنة 2018 بنسبة 1.433 وتسجل المحفظة أعلى مخاطرة خلال هذه السنة، وسجلت المحفظة أقل مخاطر خلال سنة 2020 فقدر معامل بيتا بسبة 0.17-.

- بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم الخليجية فنلاحظ أن المحفظة خلال السنوات 2013 و 2018 و 2019 و 2021 سجلت معامل بيتا سالب وهذا يدل على أن المخاطرة كانت أقل، أما بالنسبة لباقي السنوات

سجلت المحفظة معامل بيتا منخفض و هذا يدل على أن المخاطر النظامية منخفضة و تنطوي على عائد متوقع منخفض.

✓ تحليل نتائج تقييم أداء المحافظ محل الدراسة:

بالنسبة لمحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة:

مقياس ترينور: كان مؤشر ترينور خلال السنوات 2013 و 2018 و 2019 و 2022 مرتفع بنسبة 20.075، 8.908، 443.762، 33.17 على التوالي ويدل ارتفاع مقياس ترينور خلال هذه الفترة على ارتفاع عوائد المحفظة نسبة إلى مخاطرتها، وبالتالي الأداء الجيد للمحفظة وسجلت المحفظة أدنى نسبة للمقياس خلال سنة 2017 بنسبة -3.928.

مقياس شارب: خلال السنوات 2017 و 2020 و 2021 و 2022 سجلت المحفظة أعلى نسبة لمقياس شارب وهذا يدل على أدائها الجيد خلال هذه الفترة. وسجلت أدنى قيمة للمقياس خلال سنة 2017 بقيمة -0.175 وهذا يدل على أدائها السيئ خلال هذه السنة.

مقياس جنسن: خلال السنوات التالية: 2013 و 2015 و 2018 و 2019 و 2020 و 2021 و 2022 نلاحظ أن قيمة مؤشر جنسن موجبة مما يدل على الأداء الجيد للمحفظة خلال هذه الفترة. وسجلت المحفظة أدنى قيمة للمقياس خلال سنة 2017 بقيمة -0.590.

ونلاحظ مما سبق أن أداء المحفظة كان سيئا خلال سنة 2017 وهذا ما أثبتته نتائج المقاييس الثلاثة السابقة.

بالنسبة لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية:

مؤشر ترينور: خلال السنوات 2015 و 2016 و 2020 سجلت أعلى نسبة لمؤشر ترينور دل ذلك على ارتفاع عوائد المحفظة نسبة إلى مخاطرتها، وبالتالي فأداء المحفظة خلال هاته السنوات كان جيد. وسجلت أدنى قيمة للمقياس خلال سنة 2022 بنسبة -5.953 مما يدل هذا على أداء المحفظة السيئ خلال هاته السنة.

مؤشر شارب: بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم الخليجية سجلت أعلى نسبة لمقياس شارب خلال السنوات 2013 و2015 و2016 و2019 و2021 ودل هذا على الأداء الجيد للمحفظه. وسجلت أدنى قيمة للمقياس خلال سنة 2017 بنسبة -0.413.

مؤشر جنسن: خلال السنوات 2013 و2015 و2016 و2019 و2020 و2021 سجلت قيمة مؤشر جنسن موجبة مما يدل على الأداء الجيد للمحفظه، وسجلت أدنى قيمة للمقياس خلال سنة 2022 بنسبة -0.630.

✓ تحليل نتائج قياس أثر التنوع على أداء المحافظ محل الدراسة:

-بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة من خلال الجدول رقم(2-14) نلاحظ أن قيمة F الجدولية تقدر ب 0,777 وعند مستوى دلالة 0.404 أكبر من 0.05 وعليه نرفض الفرضية البديلة H1 ونقبل الفرضية الصفرية H0 ونقول أن الانحدار غير معنوي وبالتالي لا توجد علاقة بين المتغير التابع المتمثل في أداء المحفظه المقاس بمقياس شارب والمتغير المستقل المتمثلة في معامل الارتباط. وذلك ما تؤكدته نتائج معادلة الانحدار ودلالاتها المبينة في الجدول رقم (2-15) حيث نستنتج أن المتغير المستقل (معامل الارتباط بين عوائد محفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة وعوائد محفظه السوق) غير معنوي حسب اختبار t (P ≤ 0.05) ، وكذلك الثابت غير معنوي وعليه لا يوجد تأثير للتنوع في محفظه الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة على أدائها.

-بالنسبة لمحفظه الرياض للأسهم الخليجية نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-16) نلاحظ أن قيمة F الجدولية تقدر ب 0,028 وعند مستوى دلالة 0.871 أكبر من 0.05 وعليه نرفض الفرضية البديلة H1 ونقبل الفرضية الصفرية H0 ونقول أن الانحدار غير معنوي وبالتالي لا توجد علاقة بين المتغير التابع المتمثل في أداء المحفظه المقاس بمقياس شارب والمتغير المستقل المتمثلة في معامل الارتباط.

وذلك ما تؤكدته نتائج معادلة الانحدار ودلالاتها المبينة في الجدول رقم (2-17) نستنتج أن المتغير المستقل (معامل الارتباط بين عوائد محفظة الرياض للأسهم الخليجية وعوائد محفظة السوق) غير معنوي حسب اختبار t ($P \leq 0.05$) ، وكذلك الثابت غير معنوي وعليه لا يوجد تأثير للتنوع في محفظة الرياض للأسهم الخليجية على أدائها.

2-2 اختبار فرضيات الدراسة:

بنيت دراستنا على ثلاث فرضيات حولنا اختبار صحتها وتوصلنا إلى القرارات التالية بخصوصها:

الفرضية الأولى: محفظة الرياض للأسهم الخليجية ومحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة متنوعة تنوعاً جيداً. (فرضية مقبولة)

وهذا ما أثبتته نتائج معامل الارتباط لأنه في أغلب السنوات معامل الارتباط لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية سالب وضعيف.

الفرضية الثانية: أداء محفظة الرياض للأسهم الخليجية أعلى من أداء محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة. (فرضية مقبولة)

وهذا ما أثبتته نتائج قياس أداء المحافظ اعتماداً على مقياس ترينور وشارب فمحفظة الرياض للأسهم الخليجية كانت أعلى من محفظة الرياض السعودية المتوافقة مع الشريعة في أغلب السنوات.

الفرضية الثالثة: هناك أثر لتنوع المحفظتين محل الدراسة على أدائهما. (فرضية مرفوضة)

وهو ما أثبتته نتائج تقدير معادلة الانحدار الخطي البسيط للمتغير التابع المتمثل في أداء المحفظة المقاس بمقياس شارب والمتغير المستقل المتمثلة في معامل الارتباط حيث بينت نتائج أن التقدير غير معنوي وعليه لا يوجد

تأثير لتنويع محفظة الرياض للأسهم الخليجية على أدائهما، ونفس النتائج توصلنا إليها بخصوص محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة.

خاتمة الفصل:

تعتبر شركة الرياض المالية من بين أهم الشركات النشطة في السوق المالي السعودي، ومن بين أحسن الشركات تنظيمًا وأداءً، وهذا راجع لما حققه من إنجازات كبيرة في مجال الاستثمار. حيث أصبحت تلعب دورًا مهمًا في جذب رأس المال الفائض واستثماره في مختلف القطاعات الاقتصادية.

لقد هدفت هذه الدراسة أثر التنوع على أداء محفظة الأوراق المالية باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط، انطلاقًا من قياس درجة التنوع وكذا أداء المحافظ المدروسة، كان من أهم النتائج أن التنوع لم يساهم في تحسين أداء محفظة الأوراق المالية لعينة الدراسة.

خاتمة عامة

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 الذين تختلف أهدافهم حسب إمكانياتهم. و من هنا أصبحت تشكل المحافظ المالية عاملا و أداة مهمة في عالم الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، حيث يعتبر التنوع الإستراتيجية المثلى و الرئيسية في بناء هذه المحافظ، فمن شأن التنوع الجيد التخفيض من المخاطر التي قد تتعرض لها المحفظة، دون أن يحدث ذلك تأثير سلبي على العائد. لذلك يسعى كل مستثمر إلى قياس أداء محفظته و ذلك بهدف الاحتفاظ بمكوناتها أو التخلص منها و الانتقال إلى محفظة أخرى.

قد تكون درجة مخاطرة المحفظة أقل من درجة مخاطرة الأوراق المالية التي تكون هذه المحفظة و ذلك بسبب التنوع، و التنوع هو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل تخفيض درجة المخاطرة، و يخفض التنوع من المخاطرة من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد و المخاطرة. فإن أي تغير في عوائد أداة معينة سوف لن يكون مؤثرا على عوائد المحفظة ككل خاصة إذا كان معامل الارتباط بين الأدوات المكونة للمحفظة سالب، فإن مستويات المخاطر تنخفض، والخسائر في مجال معين سيقابلها أرباح في مجالات أخرى.

نتائج الدراسة: من خلال دراستنا توصلنا إلى مجموعة من النتائج التي يمكن إيجازها فيما يلي:

- المحفظة المالية هي تشكيلة متنوعة من الأصول المالية.
- الهدف من تشكيل المحافظ المالية تقليل المخاطر و تحقيق أرباح نتيجة الاستثمار في هذه الأصول.
- هناك عدة أساليب لقياس أداء محفظة الأوراق المالية من بينها: مؤشر شارب، جنسن، ترينور.
- يساهم التنوع في الإدارة الفعالة لمحفظة الأوراق المالية و تحسين أدائها.
- إن تأثير التنوع على الأصول المالية يتوقف على حد بعيد على معامل الارتباط القائم بين عوائد هذه الأصول، وكلما انخفض معامل الارتباط زادت الاستفادة من مبدأ التنوع في تخفيض مخاطر المحفظة المالية.

- سعت هذه الدراسة إلى تطبيق أسلوب الانحدار الخطي البسيط على المحافظ محل الدراسة التابعة لشركة الرياض المالية، و ذلك من أجل دراسة أثر التنويع على أداء المحافظ، و قد أظهرت النتائج أنه بالرغم من أن المحافظ متنوعة جيدا إلا أن هذا التنويع لم يساهم في تحسين أداء محافظها.

التوصيات:

- على مدير محفظة الأوراق المالية إتباع السياسة المتوازنة لأنها تجمع بين المغامرة والتحفظ، وتسعى إلى تحقيق أرباح معقولة بمخاطر معقولة.

- قبل اتخاذ قرار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية لا بد من تحديد ومعرفة كل أنواع المخاطرة والقيام بتحليلها ومن ثم انتقاء أحسن الأوراق المالية المتاحة للاستثمار فيها.

- القيام بمراجعة أداء المحافظ المالية بصفة دورية.

آفاق الدراسة: تناولنا في دراستنا أثر التنويع على أداء محفظة الأوراق المالية والذي يعد موضوعا خصبا للبحث فيه ولذلك نقترح مجموعة من العناوين كمواضيع يمكن تناولها من زوايا مختلفة:

- دراسة أثر التنويع على أداء محفظة الأوراق المالية على نفس السوق باستخدام أساليب أخرى.

- القيام بدراسة قياسية لنفس الموضوع.

- القيام بدراسة المحفظة المالية من المنظور الإسلامي من حيث مكوناتها و طريقة إدارتها.

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

1. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للطباعة والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
2. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
3. مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

ثانياً: الأطروحات:

1. أمينة بديار، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية (دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب و الجزائر)، أطروحة دكتوراه، تخصص تطبيقات الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، 2018/2019.
2. حسام بن فريجة، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه مقدمة ضمن نيل شهادة دكتوراه، تخصص علوم مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس،
3. ربيعة عبو، دور نماذج التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية، دراسة حالة الأسواق المالية العربية الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي ومالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2020.

ثالثا: المجلات

1. إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية و الإدارية، المجلد 04، العدد 07، 2011.
2. بن علي بلعزوز، نعاس مريم نجاة، التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية، دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2011،2016)، مجلة رؤى الاقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، العدد 10، جوان 2016.
3. تونس صيد، دور المحفظة المالية في إدارة المخاطر بالبنك الجزائري (BEA)، وكالة سوق أهراس، مجلة ارتقاء للبحوث والدراسات الاقتصادية، المجلد 02، العدد 02، 2021.
4. جعفر كاظم مذلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى " بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية، جامعة الكوفة، العراق، العدد 38، 2014.
5. حنان سعدي، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة المدير، العدد 06، جوان 2018.
6. راضية كروش، غالية ميلك، عبد الغني دادن، تأثير الأزمات المالية على عائد و مخاطر المحفظة المالية الدولية " حالة مجموعة من بورصات الأسهم المتطورة و الناشئة 2007، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية، العدد 02، جوان 2016.
7. علي يوسفات ، اختيار مكونات المحفظة المالية باستخدام البرمجة التريعية " دراسة على بعض أسهم وسندات بورصة الجزائر"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العلمي، العدد 10، 2011.

8. عمار زودة، عبد الغاني بن علي، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية" نظرة عامة حول النظرية"، مجلة دراسات و

أبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 07، العدد 02، 2020.

9. فاطمة الزهراء شعوفي، أثر سياسة التنويع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية، دراسة قياسية لحالة بعض

البورصات العربية، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهري محمد، بشار، المجلد 06، العدد 02، ديسمبر

2020.

10. كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 03، 2004.

11. محفوظ بصيري، فريدة سليمان، تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج

تسعير الأصول الرأسمالية" دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية، مجلة الأكاديمية

للدراستات الاجتماعية و الإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، المجلد 12، العدد 02،

رابعاً: التقارير

1. التقرير السنوي لمحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة، 2022.

2. التقرير السنوي لمحفظة الرياض للأسهم الخليجية، 2022.

خامساً: المواقع على الانترنت

1. <http://www.riyadhcapital.com>

سادساً: المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Coepland, Weston and Shastri (From: fama E.F, foundation of Finance, 1976)
- 2- Reilly Frank and Bron Keith Investment Analysis and Portfolio Management South Western USA 2002

3- Viviani J.L, La gestion de portefeuille, Dunod,Paris, 1997

الملحق رقم 01: مخرجات SPSS لتقدير معدلة الانحدار لحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1 Régression	,796	1	,796	,777	,404 ^b
Résidus	8,199	8	1,025		
Total	8,995	9			

a. Variable dépendante : SHARP

b. Prédicteurs : (Constante), CORRELATION

Coefficients^a

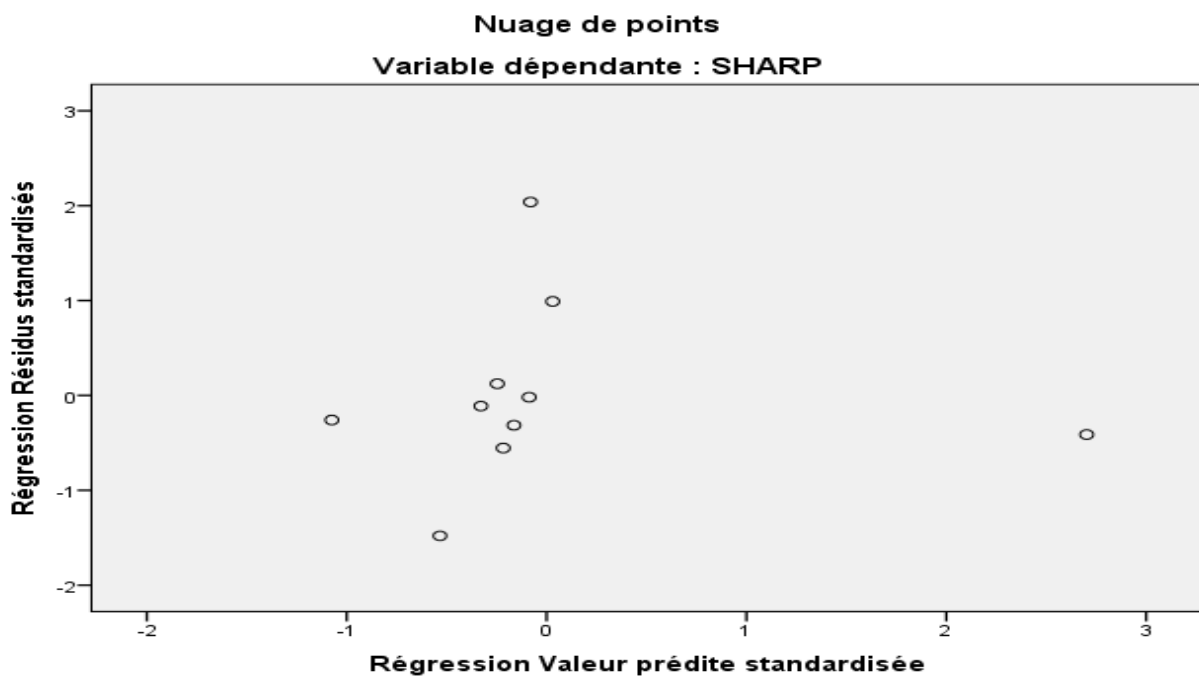
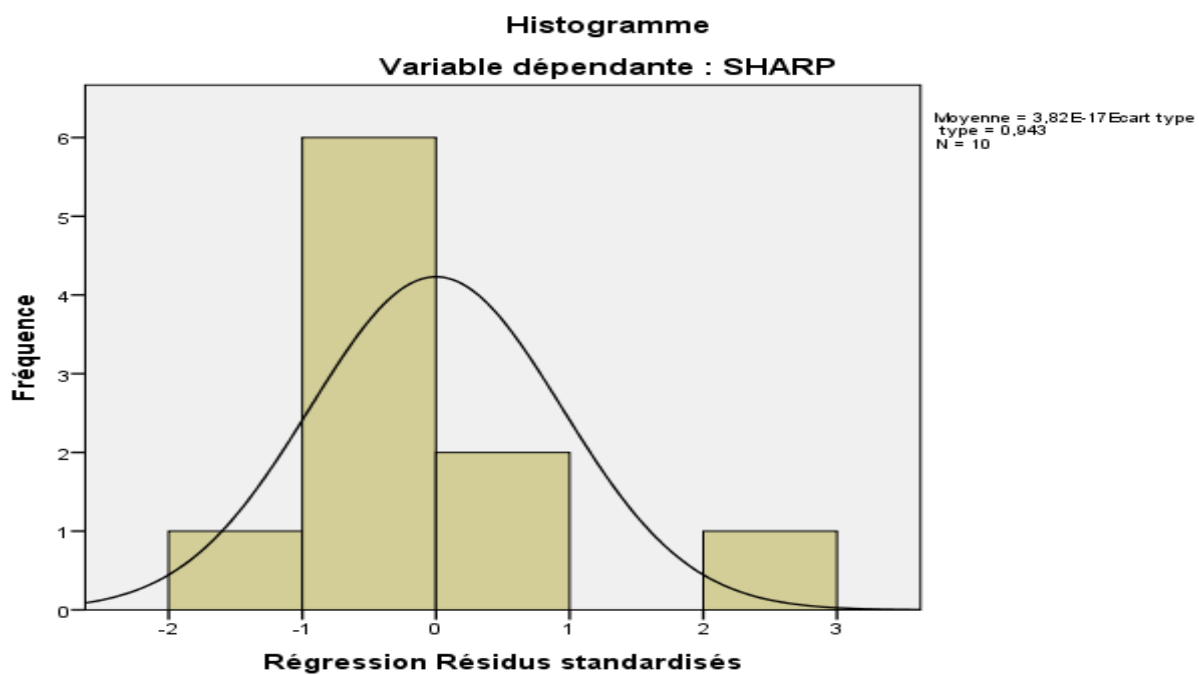
Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	,367	,323		1,135	,289
CORRELATION	-,227	,258	-,297	-,881	,404

a. Variable dépendante : SHARP

Statistiques des résidus^a

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	N
Valeur prédite	,0874	1,2107	,4071	,29740	10
Valeur prédite standardisée	-1,075	2,702	,000	1,000	10
Erreur standard de la prévision	,320	,966	,410	,202	10
Valeur prédite ajustée	,1521	5,5016	,8428	1,64012	10
Résidu	-1,49837	2,06378	,00000	,95445	10
Prévision standardisé	-1,480	2,039	,000	,943	10
Résidu de Student	-1,588	2,150	-,100	1,087	10
Résidu supprimé	-4,70863	2,29492	-,43572	1,83879	10
Résidu supprimé de Student	-1,796	3,094	-,030	1,359	10
Distance de Mahalanobis	,001	7,302	,900	2,277	10
Distance de Cook	,000	9,857	1,041	3,099	10
Valeur influente centrée	,000	,811	,100	,253	10

a. Variable dépendante : SHARP



الملحق رقم (02): مخرجات SPSS لتقدير معدلة الانحدار لحفظة الرياض للأسهم الخليجية

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,059 ^a	,004	-,121	1,05833

a. Prédicteurs : (Constante), CORRELATION

b. Variable dépendante : SHARP

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	,032	1	,032	,028	,871 ^b
	Résidus	8,961	8	1,120		
	Total	8,992	9			

a. Variable dépendante : SHARP

b. Prédicteurs : (Constante), CORRELATION

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	,375	,338		1,108	,300
	CORRELATION	,779	4,638	,059	,168	,871

a. Variable dépendante : SHARP

