

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي نور البشير - البيض
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
كلية: العلوم الاقتصادية، والعلوم التجارية وعلوم التسيير
الشعبة: علوم التسيير
التخصص: إدارة مالية
بعنوان:

تقييم أداء المحافظ الاستثمارية "دراسة حالة صناديق
استثمارية لشركة الراجحي المالية السعودية"

إشراف الدكتورة:
صلعة سمية

من إعداد الطلبة:
. معروف نور الهدى
. حاجي وفاء أميمة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2023/07/02

أمام أعضاء لجنة المناقشة:

الملاحظة	اسم الجامعة	الاسم واللقب
رئيسا	المركز الجامعي نور البشير البيض	1- نواري خيرة
مشرفا مقررًا	المركز الجامعي نور البشير البيض	2- صلعة سمية
ممتحنا	المركز الجامعي نور البشير البيض	3- مولاي امينة

السنة الجامعية: 2023/2022

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وتحليلها، ولغرض اختبار فرضيات البحث تم اختيار ثلاث صناديق استثمارية لشركة الراجحي المالية (صندوق الراجحي النمو متعدد الأصول، صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول).

حيث أظهرت نتائج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً لمقاييس شارب، ترينور وجنسن، أن جميع المحافظ محل الدراسة أفضل أداءً من محفظة السوق، وأن أداء صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول أعلى من أداء المحافظتين الاستثماريتين لصندوق الراجحي النمو متعدد الأصول و صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.

الكلمات المفتاحية: تقييم أداء، محافظ استثمارية، مقياس شارب، مقياس ترينور، مقياس جنسن، شركة الراجحي المالية.

Abstract:

This study aimed to assess and analyze investment portfolios performance, and for the purpose of testing research hypotheses, three investment funds were chosen for Al -Rajhi Financial Company (Al -Rajhi Fund for multi -asset growth, Al -Rajhi Fund for Saudi Income shares.)

The results of the evaluation of investment portfolios in accordance with the acute standards, Treenor and Jesus, showed that the performance of all the governor under study is better than the performance of the market portfolio, and that the performance of the Al -Rajhi Multilated Fund Fund is higher than the performance of Al -Rajhi's multi -asset portfolio. The performance of the two investment portfolios of the Al -Rajhi Fund for Multiple Assets and the Al -Rajhi Fund for Income for Saudi Stocks.

Key words: performance evaluation, investment portfolios, sharp scale, Treenor scale, Jensen scale, Al Rajhi Financial.

شكر وتقدير

في البدء نشكر الله عز وجل الذي وفقنا وأعاننا على انجاز هذا العمل وفتح لنا الأبواب من حيث لا نعلم. فما كنا لنصل إلى هذا لولا أن وفقنا الله، فالحمد لله حمدا كثيرا.

نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذة المشرفة الدكتورة **صلعة سمية** على ما بذلته من جهد و ما قدمته لنا من نصائح وتوجيهات السديدة ودعمها المستمر فجزاها الله عنا كل الخير.

نتقدم بوافر التقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين شرفونا بقبول مناقشة المذكرة.

كما نتوجه بالشكر إلى جميع السادة أساتذة قسم العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية والى كل أستاذ رافقنا في كامل مشوارنا الدراسي وكل من لقننا حرفا وساهم في وصولنا لما نحن عليه اليوم .

إلى كل هؤلاء نسمة معاني الشكر والتقدير.

إهداء

إلى من أفضلهما على نفسي إلى من ضحا من اجلي ولم يدخرا جهدا في سبيل إسعادي على
الدوام "أمي وأبي الحبيبان" .

إلى أختي سندي وكفائي واكتفائي "سناء"

إلى أخي ضلعي الثابت "محمد معاذ"

إلى أخي صغيري آخر عنقود البيت "عبد المغيث مصطفى"

إلى خالدة الذكر التي وفتها المنية منذ أيام وكان لها أثر على حياتي "جدتي زهرة رحمها الله
واسكنها فسيح جناته"

إلى جدتي وجدي والدا أبي أطال الله عمرهما والبسهما لباس الصحة والعافية .

إلى الأخت و صديقة العشرون ربيعا، رفيقة المشوار التي قاسمتني لحظاته رعاها الله ووقفها
"نور الهدى".

إلى الأستاذة الفاضلة "د. صلعة سمية" كل الشكر لما بذلته معنا من جهد

رعاها الله ووقفها في كل درب سلكته.

إلى كل عائلتي كبيرهم وصغيرهم ، إلى كل من أحبهم قلبي ونسيهم قلبي، أصدقائي ومعارفي
الذين اجلهم واحترمهم.

وفاء أميمة

إهداء

إلى من كلله الله بالهبة والوقار، إلى من أحمل اسمه بكل افتخار، ستبقى كلماتك نجوما في سماء
العمر أهتدي بها في درب الحياة اليوم وغدا وإلى الأبد "أبي الغالي حفظك الله "

إلى ملاكي في الحياة، وإلى معنى التفاني وسر الوجود إلى من يشتهي اللسان نطقها "أمي الحبيبة"
أطال الله في عمرها و ألبسها ثوب الصحة و العافية.

إلى من يذكرهم القلب قبل أن يكتبهم القلم، إلى من قاسموني حلو الحياة ومرها تحت سقف
واحد، إخوتي "بهاء الدين...زهرة... عمر الفاروق... رشيدة... و إلى زوجة أخي الكريمة إلى
فرحتي المتزل ابنة أخي فرح و ابنة أخي حنين سلوى.

إلى أحلى من لقاني به القدر و ساندي خطوة بخطوة في إنجاز هذا العمل.

إلى أخي التي لم تلدها أمي صديقتي ورفيقتي التي شاركتني هذا العمل "وفاء أميمة"

إلى الأستاذة الفاضلة "د. صلعة سمية" كل الشكر لما بذلته معنا من جهد

رعاها الله و وفقها في كل درب سلكته.

نور الهدى

قائمة

المحتويات

الصفحة	العنوان
I	شكر وتقدير
III - II	إهداءات
IV	ملخص
VI-V	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
أ - د	مقدمة عامة
الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية	
1	مقدمة الفصل
	المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول تقييم أداء المحافظ الاستثمارية
	المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية
3-2	1. تعريف المحفظة الاستثمارية
5-4	2. أنواع المحفظة الاستثمارية
8-5	3. تكوين المحفظة الاستثمارية
	المطلب الثاني: نظريات المحفظة الاستثمارية
9-8	1. نظرية المحفظة لمركويتز
12-10	2. نظرية تسعير الأصول الرأسمالية
14-12	3. نظرية التعسير بالمراجعة
	المطلب الثالث: مقومات و أساليب تقييم أداء المحفظة الاستثمارية
15	1. تنوع المحفظة الاستثمارية
23-16	2. العائد و المخاطرة
29-24	3. أساليب تقييم أداء المحفظة الاستثمارية
	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
32-30	المطلب الأول: الدراسات العربية السابقة

35-33	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية السابقة
37-36	المطلب الثالث: الفرق بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية
38	خاتمة الفصل
الفصل الثاني: دراسة حالة لعينة من صناديق استثمارية لشركة الراجحي المالية السعودية	
40	مقدمة الفصل
	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستعملة
	المطلب الأول: طريقة الدراسة
41	1. المجتمع وعينة الدراسة
41	2. طبيعة متغيرات الدراسة والأدوات المستعملة
42	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة.
	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
	المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة
63-43	1. وصف بيانات الدراسة
67-64	2. طرق و أساليب قياس أداء محافظ الصناديق الاستثمارية
	المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة
68	1. تحليل نتائج العائد والمخاطرة
70-69	2. تحليل ومقارنة أداء محافظ الصناديق
71	3. اختبار صحة الفرضيات
72	خاتمة الفصل
77-74	خاتمة عامة
85-79	قائمة المراجع
	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
47	تقسيم الحصص (نسبة إجمالي صافي الأصول) محفظة صندوق الدخل للأسهم السعودية.	1.2
49-48	خصائص محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.	2.2
50	تقسيم الحصص (نسبة إجمالي صافي الأصول) محفظة صندوق النمو متعدد الأصول.	3.2
52	خصائص محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.	4.2
53	تقسيم الحصص (نسبة إجمالي الأصول) محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.	5.2
55	خصائص محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.	6.2
56	العائد الإجمالي السنوي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.	7.2
56	العائد التراكمي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.	8.2
57	العائد الإجمالي السنوي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.	9.2
58	العائد التراكمي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لصندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.	10.2
59	العائد الإجمالي السنوي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.	11.2
60	العائد التراكمي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.	12.2
61	عائد ومخاطرة محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.	13.2
62	عائد ومخاطرة محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.	14.2
63	عائد ومخاطرة محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.	15.2
64	تقييم أداء محافظ صناديق الدراسة وفق مقياس ترينور.	16.2
65	تقييم أداء محافظ صناديق الدراسة وفق مقياس شارب.	17.2
67	تقييم أداء محافظ صناديق الدراسة وفق مقياس الفا جنسن.	18.2

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
19	تقسيم الخطر الكلي وتفسيره	1.1
25	منحنى نسبة شارب	2.1
27	منحنى نسبة ترينور	3.1
45	الهيكل التنظيمي لشركة الراجحي المالية	1.2
48	تقسيم الحصص (نسبة إجمالي صافي الأصول) محفظة صندوق الدخل للأسهم السعودية.	2.2
51	تقسيم الحصص (نسبة إجمالي صافي الأصول) محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول .	3.2
54	تقسيم الحصص (نسبة إجمالي الأصول) محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.	4.2
57	رسم بياني لأداء محفظة الصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.	5.2
59	رسم بياني لأداء محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.	6.2
60	رسم بياني لأداء محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.	7.2

مقدمة عامة

أثرت التطورات التي عرفتتها الحياة الاقتصادية على المناخ الاستثماري بشكل كبير، إذ تعددت وتتنوع وسائله وأدواته وأساليبه مما فرض على المستثمرين حتمية فهم العديد من الجوانب الهامة للقيام بعملياتهم المالية والاستثمارية بأكفاً الطرق، التي تمكنهم من التماسي مع الأحداث والتطورات الجارية.

حيث يعتبر الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد مرتفع وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، و بالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة ولتقادي المخاطر التي تعترض الاستثمار يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع، و هذا ما يعرف بتشكيل محفظة استثمارية متنوعة من حيث محتوياتها.

إذ تعرف المحفظة الاستثمارية على أنها مجموعة من الأصول إما أصول حقيقية أو أدوات مالية، والتي تحتاج إلى اتخاذ قرار سليم إذ يعتمد هذا القرار على ضرورة التخطيط والنقد بخطوات مدروسة ومحسوبة بعناية والأخذ بعين الاعتبار العائد وعوامل المخاطرة في ظل ظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ هذا الأخير.

وتعد متابعة وقياس أداء المحفظة الاستثمارية أمراً مهماً لأنه يساعد على القيام بالتغييرات الضرورية فإذا لم تحقق المحفظة الاستثمارية الحد الأدنى من العائد الذي أراده المستثمر فبإمكانه حينها إعادة توزيع أصوله الاستثمارية بشكل جزئي أو كامل، أو حتى زيادة رأسمال محفظته. كما يمكنه قياس الأداء من التلخص من أدوات والاستثمار في غيرها في حال تسببت في خفض أداء محفظته الاستثمارية أو تسببت بمخاطر إضافية للمحفظة أكبر مما يتحمله المستثمر.

و لعل من أبرز الإجراءات التي يجب القيام بها لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية هو إجراء التحليل اللازم للعائد و المخاطرة باعتبارهما أساس هذا التقييم، ثم القيام باستخدام مقاييس الأداء التي تعتبر مقاييس ضرورية عند الشروع في تكوين محفظة وتتمثل في مقياس شارب (Sharp) ومقياس ترينور (Treyner) وجنسن (Jensen) التي تهدف لتوضيح الغموض لدى المستثمر عند الاطلاع على النتائج المتوصل إليها مقارنة بعائد محفظة السوق سواء ارتفاعه أو انخفاضه عنه ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة التي يتبناها المستثمر.

إشكالية الدراسة:

عرف السوق المالي السعودي تطوراً وازدهاراً في السنوات الأخيرة وزاد إقبال المستثمرين المحليين والأجانب عليه بالنظر للمميزات التي يوفرها هذا السوق و لتوفر المعلومات والمعطيات حول الوحدات المالية الناشطة فيه وتميزه بإفصاح مالي عالي، و يعتبر "مصرف الراجحي السعودي" أحد أهم الشركات النشطة في هذا السوق إذ يتوفر هذا الأخير على العديد من الصناديق الاستثمارية ذات الميزات المتباينة والفرص الاستثمارية الواعدة ومن بين أهم محافظ صناديق الراجحي نجد صندوق الدخل، صندوق النمو و صندوق المحافظ .

• كيف نقيم أداء عينة من محافظ استثمارية لشركة الراجحي المالية؟

الأسئلة الفرعية:

- ماهي أهم أساليب ومؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية؟
- بما ترتبط نجاعة أساليب ومؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية؟
- أي من المؤشرات يعتبر الأنسب في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية؟

فرضيات الدراسة:

- أداء المحافظ الاستثمارية لعينة من صناديق الاستثمار لشركة الراجحي المالية أعلى من أداء السوق المالي السعودي.
- أداء المحفظة الاستثمارية لصندوق الراجحي المحافظ أعلى من أداء المحفظتين الاستثماريتين لصندوق الراجحي للدخل و صندوق الراجحي للنمو.

دوافع اختيار الدراسة:

- لقد انصب اهتمامنا على دراسة هذا الموضوع لعدة دوافع منها الذاتية و أخرى موضوعية يمكن تلخيصها كما يلي :
- معرفة أهم الجوانب المتعلقة بحوثيات الموضوع، و محاولة الاستفادة من أكبر قدر ممكن من المعلومات المتعلقة بالموضوع و ربطها بتخصصنا، و كذا محاولة منا إثراء مكتبتنا نظراً لنقص المراجع في هذا الموضوع.
 - و هذه الدوافع انبثقت أيضاً من الأهمية البالغة للموضوع و المتمثلة في ضرورة التقييم الدوري لأداء المدراء الماليين للمحافظ الاستثمارية، حيث تعد هذه الأخيرة محور التعامل

في الأسواق المالية، و نجاح تسييرها وإدارتها مرهون بتطبيق نماذج لحساب العوائد المتوقعة ولتسعير المخاطر من جهة و تقييم دوري لأداء تلك المحافظ من جهة أخرى.

أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية هذه الدراسة من خلال أهمية الموضوع المعالج بحد ذاته، من خلال التعرف على طرق وأساليب تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، كما تستمد الدراسة أهميتها من خلال الدور الفعال للمحافظ الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، إذ نرى أن الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية يشهد تزايداً وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية وفي معظم الاقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها.

أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى الوصول لعدة أهداف بحثية سواء من الناحية النظرية أو التطبيقية، ونظراً لكون أن هذه الدراسة تهدف إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، كان لا بد من البحث عن مؤشرات وأساليب قياس المحافظ الاستثمارية وتوضيحها في الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فالهدف منه هو التعرف على محفظة استثمارية للعينة محل الدراسة، وقد وقع إختيارنا على شركة الراجحي المالية بالإضافة إلى قياس أداء عينة من محافظ استثمارية مختارة وتقييم مدى نجاعة إدارتها، وهذا باستعمال أساليب ومؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية.

الإطار الزمني والمكاني:

من أجل الإلمام بإشكالية الدراسة وفهم مختلف جوانبها حددنا الدراسة كما يلي:

1- الحدود المكانية: لقد تم إسقاط الجانب التطبيقي لهذه الدراسة على "مصرف الراجحي

للمالية متعدد الأصول". مصرف سعودي ناشط في السوق المالية السعودية.

2- الحدود الزمانية: تم اختيار الفترة الزمنية من (2017 إلى 2022) للدراسة التطبيقية.

منهج الدراسة:

بغية الإجابة على الإشكالية المطروحة و التأكد من صحة الفرضيات المصاغة، إتبعنا المنهج الوصفي و ذلك لعرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بموضع الدراسة في الفصل الأول من الدراسة، كما إعتدنا على منهج دراسة حالة في الدراسة الميدانية حيث وقع إختيارنا على مصرف الراجحي للمالية متعدد الأصول.

هيكل الدراسة: من أجل تسهيل الدراسة وللإجابة على الإشكالية المطروحة ومختلف التساؤلات الفرعية، اتبعنا طريقة إمراد وعالجنا الموضوع في فصلين كالتالي:

- **الفصل الأول:** من خلال هذا الفصل سنقوم بتقديم الأدبيات النظرية والتطبيقية حول موضوع المحفظة الاستثمارية و تقييم أدائها، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول منه إلى ماهية المحفظة الاستثمارية و أهم نظرياتها إضافة إلى تكوين المحفظة الاستثمارية وأساليب تقييم أدائها و ذلك من خلال ثلاث مطالب. و التطرق في المبحث الثاني إلى الدراسات السابقة.
- **الفصل الثاني:** يضم الجانب الميداني للدراسة، إذ تضمن هذا الفصل بدوره مبحثين، تطرقنا في مبحثه الأول إلى الطرق و الأدوات المستعملة في الدراسة، ثم قمنا بمناقشة النتائج في المبحث الثاني.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية
والتطبيقية لتقييم أداء المحافظ
الاستثمارية

مقدمة الفصل:

شهد الاستثمار في الأصول المالية تطورات كبيرة من نواحي متعددة، و هنا جاء موضوع المحافظ الاستثمارية الذي يعد من الموضوعات المهمة في الإدارة المالية.

حيث يعتبر الهدف الرئيسي للمستثمر تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار في تلك الأصول وتخفيض المخاطرة إلى مستويات مقبولة و هذا ما يطلق عليه بالمحفظة الاستثمارية المثلى و الذي أوضحته العديد من النظريات و التي كان لها أثر كبير في إيجاد أساليب و نماذج تمكن من اتخاذ قرارات استثمارية بصورة رشيدة، و الوصول إلى معدلات العائد المطلوبة.

و من خلال هذا الفصل سنحاول الإلمام بالجوانب النظرية حول ماهية المحفظة الاستثمارية وأهم أساليب تقييم الأداء في المبحث الأول و نتناول في المبحث الثاني أهم الأدبيات التطبيقية التي عالجت هذا الموضوع المتمثلة في الدراسات السابقة.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

يلعب الاستثمار دورا هاما في النشاط الاقتصادي لذلك فإن وسائله وأساليبه تعددت وتتنوع وفقا لرؤية المستثمر وميوله، ولعل من أهم هذه الوسائل والأدوات هي تكوين محفظة استثمارية مثلى بالشكل الذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، وذلك بتوظيف أمواله في مجالات استثمارية مناسبة وإدارتها بشكل جيد من خلال تعظيم العوائد وتخفيض المخاطر التي يتعرض لها عند حيازة الأصول المالية.

سنحاول من خلال هذا المبحث تناول ماهية المحفظة الاستثمارية في المطلب الأول و في المطلب الثاني سنتطرق لأهم نظريات المحفظة و أخيرا مقومات و أساليب تقييم أداء المحفظة الاستثمارية في المطلب الثالث.

المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

هناك العديد من التعاريف التي يمكن من خلالها إعطاء مفهوم شامل و واضح للمحفظة الاستثمارية بأنواعها والتي تعد ركيزة أساسية في عالم الاستثمار، ولعل من أحد أهم خطوات عملية إدارة المحفظة هي تكوين أو تشكيل محفظة الاستثمار، وذلك بمراعاة القيود والضوابط المرتبطة بتكوينها إضافة إلى الأسس و السياسات التي تتناسب مع نوع هذه الأخيرة.

1. تعريف المحفظة الاستثمارية:

- هي مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق التوظيف الأمثل لما تتمثل هذه الأصول من أموال.¹
- هي أداة مركبة من أدوات من أدوات من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع الإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة الذي يكون مالك لها أو ماجورا فقط وتتنوع حسب أصولها إلى ثلاث أنواع: محافظ ذات أصول مالية، محافظ ذات أصول حقيقية، محافظ ذات الأصول المختلطة وهو النوع الغالب.²

¹ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، الطبعة الأولى، الأردن 2009 الصفحة 73.

² دريد محمد احمد، الاستثمار قراءة في مفهوم والأنماط والمحددات، دار أمجد للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2016، الصفحة 117.

- هي مجموعة من الأوراق المالية المختلفة كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وأيضا صكوك ملكية الأصول كالعقار أو الذهب أو الفضة، وهي كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية أو مالية من اجل تنمية قيمته.¹
- هي مجموعة من الأصول قد تكون الأصول مادية أو مالية مثل الأسهم والسندات وما إلى ذلك. لا يرغب المستثمر الفردي أو مدير الصندوق في وضع كل أمواله في أسهم شركة واحدة والتي من شأنها أن ترقى إلى مخاطرة كبيرة. لذلك، كان يتبع الحكمة القديمة القائلة بأنه لا ينبغي للمرء أن يضع كل البيض في سلة واحدة. يمكنه تحقيق الهدف المتمثل في تعظيم عائد المحفظة وفي نفس الوقت تقليل مخاطر المحفظة عن طريق التنوع. حيث أن إدارة المحفظة هي إدارة الأصول المالية المختلفة التي تتكون منها المحفظة.²
- المحفظة هي مزيج من الأوراق المالية مثل سندات الأسهم وأدوات سوق المال. تسمى عملية دمج فئات الأصول الواسعة معًا للحصول على عائد مثالي مع الحد الأدنى من المخاطر.³

من خلال ما سبق يمكن أن نستنتج أن المحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة من أصلين أو أكثر من أدوات الاستثمار قد تكون مالية حقيقية أو مختلطة، وهي ملك للمستثمر و الهدف من امتلاكها هو تعظيم القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة.

2. أنواع المحفظة الاستثمارية :

يمكن تصنيف المحافظ المالية حسب أنواع الأوراق المالية التي تحتويها وتبعاً للأهداف المرجوة منها ودرجة المخاطرة التي يمكن تحملها إلى الأنواع التالية:

¹ محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، جامعة السودان، صنعاء، 2013 الطبعة الثانية، صفحة 176.

² Pavan Kumar Mantha , Srinivasa Rao, Portfolio Management, Journal of Accounting & Marketing, India, Volume 4, Issue 2, 2015, page 1.

³ Neelam Kapoor, Financial Portfolio management, Overview and Decision Making in investment Process, International Journal of Research (IJR), India, Volume1, Issue10, November 2014, page 1363.

1.2 محفظة الدخل (العائد) :

الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للعوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية أو من فروقات الأسعار، وهنا يتحتم على مدير المحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد، لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلى الأسهم التي توزع أرباح عالية وقليلة المخاطرة، وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلا شهريا أو سنويا.¹

2.2 محافظ الربح (النمو):

تركز محفظة النمو على الأدوات الاستثمارية التي تحقق أرباح رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، وتعتمد هذه المحفظة أساسا على الاستثمار في أسهم الشركات التي تحقق نموا في مبيعاتها، وبالتالي في أرباحها على مر السنوات، وعلى الشركات التي تمر بمرحلة النمو.

ومن طبيعة الاستثمارات المكونة لمحفظة النمو إنها لا تهدف للحصول على توزيعات أرباح بل احتجازها وإعادة استثمارها لتحقيق المزيد من الأرباح الرأسمالية، وتنطوي هذه المحافظ وذلك نتيجة لطبيعة استثماراتها، لذا ينجذب إليها المستثمرون المضاربين المغامرين الذين يحبذون المخاطرة ويرغبون في تحقيق عائد مرتفع، وتتناسب أيضا مع المستثمرين المضاربين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في أغوية نفقات معيشتهم.²

3.2 محافظ مشتركة (متنوعة أو المختلطة) :

هي المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد وبعضها الآخر بتحقيق الربح وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ.

¹توفيق عوض توفيق شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة مقدمة للحصول على درجة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، عمادة الدراسات العليا، كلية التجارة ماجستير المحاسبة والتمويل، فلسطين 2015، صفحة 42.

²فرحات احمد محمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، دائرة الكتب الوطنية ببنغازي، الطبعة 1، بنغازي 2019، الصفحة 19_20.

وأيا كان نوع المحافظ فإنها تشترك في عدة أهداف أبرزها :المحافظة على رأس المال الأصلي لأنه أساسي لاستمرار المستثمر بالسوق واستقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة ووفقا لطبيعة المحفظة الاستثمارية في الأسهم والسندات التي تشكل لتلبية هذه الحاجات، والنمو في رأس المال والتنوع في الاستثمار وذلك للتقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر والقابلية للسيولة والتسويق وهذا يعني أن تكون الأصول المالية (الأسهم والسندات) من النوع الذي يمكن بيعه في السوق في أي وقت.¹

3. تكوين المحفظة الاستثمارية:

1.3 القيود والضوابط المرتبطة بتكوين المحفظة الاستثمارية:

يقوم المستثمر عند تكوينه لمحفظته بتحديد القيود والضوابط التي يخضع لها عند تكوينها، و التي تتمثل فيما يلي:²

- ضوابط و القيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمار فيه و قد تكون هذه المدة قصيرة، و متوسطة أو طويلة الجل حيث كلما زادت مدة الاستثمار كلما تنوعت الأوراق المكونة للمحفظة.
- ضوابط وقيود مالية أو رأس مالية: تتمثل في حجم ونوع الأموال المتاحة للمستثمر التي من خلالها يتم شراء وحياسة الأوراق المالية و القيام بعمليات التنوع في المحفظة، حيث كلما كانت الموارد المالية المتاحة لمسير المحفظة كبيرة كلما كانت قدرته على شراء مزيج مناسب من الأوراق المالية الكبيرة.
- ضوابط و قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة: كثيرا ما يضع صاحب المحفظة قيودا على مدير المحفظة في شكل إمكانية تسييل كامل للمحفظة أو جزءا منها بشكل فجائي أو في الأجل القصيرة لاعتبارات معينة، مما يجعل مدير المحفظة يختار أنواع معينة من الأوراق المالية التي تمكنه من تحقيق هذا الهدف.

¹ سالم محمد عبود، احمد محمد فهمي سعيد، الاستثمار وأدواته في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والأمريكي)، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية ، بغداد، الطبعة الأولى، 2014، صفحة119.

² سعدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة المدبر، العدد 6، جامعة الجزائر 3، جوان 2018، الصفحة 171.

- ضوابط و قيود ضريبية و إلزامية: على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار في تكوين محفظته القوانين والتشريعات التي تعطي مزايا و إعفاءات ضريبية للأوراق المالية لشركات بذاتها أو مناطق جغرافية معينة، حتى لا يتفاجئ بها .
- ضوابط و قيود المخاطرة: إن درجة تقلب المخاطر تنتوع من استثمار لآخر ومن ورقة مالية لأخرى، ومن درجة خطر معين لآخر، لذا لا بد على المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد.
- ضوابط و قيود نفسية و معنوية: تتأثر اتجاهات وقرارات المستثمرين بالنتفضيلات و الميولات والنوازح العاطفية لكل منهم وبالتالي فهي تؤثر في تكوين المحفظة للمستثمر .

2.3 أسس تكوين المحفظة الاستثمارية:¹

- تحديد الهدف من الاستثمار، بحيث نرى ما إذا كان الهدف هذا هو اقتناء أصل من الأصول المالية أو تعظيم الثروة أو الحفاظ على رأس المال...الخ.
- تحديد مستوى المخاطر التي يمكن للمستثمر تحملها، أي مدى قدرة المستثمر على امتصاص الخسارة حال وقوعها و تحديد الأساليب لإدارتها.
- تقييم و اختيار البدائل الاستثمارية في ضوء الهدف من الاستثمار و المخاطرة التي يمكن تحملها، فإذا كان الهدف هو تحقيق عائد اقل بمخاطرة اقل لا بد أن تكون اغلب الأصول للمحفظة الاستثمارية عبارة عن سندات مثل أذونات الخزينة، وهي السندات التي تصدرها الدولة.
- اختيار القطاعات الاقتصادية الواعدة و الأكثر أهمية في البورصة، وهي التي تحقق أرباحا أكثر وكما تتمتع بالاستقرار و الاستثمار.
- التنوع إلى اكبر حد من الأصول المالية، و ذلك حتى يتم توزيع المخاطر و تكون الخسائر في حال حدوثها في ادني مستوياتها.
- الميل دائما إلى توجيه الاستثمارات و بنسبة كبيرة لا يقل عن 30 % بالنسبة إلى الأصول التي تتميز بالعائد الخالي من المخاطرة.
- تجنب الاستثمار في صناعيتين بينهما درجة الارتباط عالية جدا، وهذا لأنه إذا انهار احدهما فحتما سوف تنهار الصناعات الأخرى.

¹ عبد العالي صالح، دور البرمجة الرياضية في إدارة المحافظ الاستثمارية المثلى " دراسة حالة بورصة عمان"، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، تخصص الطرق الامثلية في الاقتصاد، جامعة الجزائر 3، 2019، صفحة 4،5.

- الحرص على جمع المعلومات الاستثمارية و المالية من مصادر موثوقة وعدم الاكتراث بالشائعات.
- التقييم و المراجعة المستمرة للمحفظة، ففي حال الأصول المصدرة من مؤسسات تواجه منافسة حادة، فينبغي التخلص من هذه الأصول في اقرب وقت ممكن.

3.3 سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية:

هناك ثلاث سياسات متعارف عليها لدى رجال الأعمال عند إدارة المحفظة الاستثمارية والتي تتناسب مع نوعها، و هي كما يلي:

- سياسة المخاطر أو السياسة الهجومية: تتميز هذه السياسة بسرعة جني الأرباح الرأسمالية الاستثنائية وتستغل إدارة المحفظة عادة وجود اختلاف بين القيمة السوقية للأدوات المالية المختارة وبين قيمتها الحقيقية أو العادلة.

و نتيجة هذه السياسة هو الحصول على الأرباح الرأسمالية نتيجة لإعادة تقييم أصول هذه المحفظة باستمرار، وتتميز هذه السياسة بارتفاع درجة المخاطر نظرا للمتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الأدوات المختارة في هذه المحفظة. و المطلوب من إدارة المحفظة وخبراتها الدقة عند اتخاذ القرار خوفا من تحقيق خسائر كبيرة لان الحصول على ربح رأسمالي عالي سيقابل درجة مخاطر عالية وتسمى هذه المحفظة بالمحفظة الرأسمالية على أساس أنها تهدف للحصول على الربح الرأسمالي.¹

- *السياسة الدفاعية*: هي تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة تلبية لرغبة المستثمرين المحافظين فتكون حساسة للمخاطر وتمنح الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد، وأنسب الأدوات الاستثمارية هي الأدوات ذات الدخل الثابت مثل السندات والأسهم الممتازة والتي يطلق عليها بمحافظ الدخل وتقوم إدارة المحفظة باختيار هذه السياسة عندما تشعر بوجود مؤشرات تعكس توجه الاقتصاد نحو الركود الاقتصادي.²

- *السياسة المتوازنة*: إن هذه السياسة تحقق للمستثمرين استقراراً نسبياً في محافظهم و تعد هذه السياسة وسطا بين النمطين السابقين، والتي يوزعون رأسمال المحفظة الاستثمارية على أدوات استثمارية متنوعة بكيفية تحقق للمحفظة حداً أدنى من الدخل الثابت مع فرصة لتحقيق له عائداً رأس مالياً وتكون قاعدتها الأساسية من تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار التي تحقق الموازنة بين السيولة

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، 2009، صفحة 285،286 .

² عبو هدى، عبو ربيعة، سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، Revue Des Recherches En Sciences Financieres Et، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، N°: 04/2017، الصفحة 121.

والأمان والدخل كما أن هذه السياسة توفر للمستثمرين فرصة مفتوحة لجني أرباح رأسمالية متى ما توقع المستثمر ارتفاعاً محتملاً في أسعار الفائدة فإنه يستثمر في حولات الخزينة، وإذا حصل التوقع فإنه استبدل الحولات بسندات طويلة الأجل حتى يضمن أن تحقق تدفقا نقديا مستمراً وذلك بإتباع ما يعرف في عالم الاستثمار، بقاعدة الرجل الحريص مما يتيح لمديرها انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وذلك على وفق تقلبات الأسعار من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى وبذلك فإن رأس مال هذه المحافظ يكون موزعاً ما بين الدفاعي والهجومى في حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية في السوق المالي فإنه لابد من زيادة رأس المال المخصص للهجوم وفي حالة الكساد يتم زيادة رأس المال نحو الأسهم والسندات الدفاعية ويفضل تطبيقها في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة.¹

المطلب الثاني: نظريات المحفظة الاستثمارية

تعتبر نظرية المحفظة الاستثمارية بمثابة ثورة فكرية في عالم التمويل والاستثمار، حيث نادرا ما يحمل المستثمرون أصلاً مالياً واحداً، بل هم عادة ما يحملون مجموعة من الأصول المالية أكثر من اثنين، أي أنهم يحملون محفظة استثمارية، وتهتم نماذج نظرية المحفظة باختيار المحفظة الكفاء التي تحقق أعلى عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطرة، أو أدنى مخاطرة عند مستوى معين للعائد المتوقع. حيث يهدف هذا المطلب إلى التعرف على هذه النظريات و أهم افتراضاتها و الانتقادات التي وجهت لكل واحدة منها. والمتمثلة في:

- نظرية المحفظة لماركوفيتز.
- نظرية تسعير الأصول الرأسمالية.
- نظرية التسعير بالمراجعة.

1. نظرية ماركوفيتز:

1.1 تقديم نظرية ماركوفيتز:

يعد ماركوفيتز الحائز على جائزة نوبل سنة 1990 م، أول من أشار إلى مفهوم العائد والمخاطرة في الاستثمار، بالإضافة إلى تطرقه لأهميته التنوع و تدنية المخاطرة حيث قام بصياغة كل هذا في

¹ حسين عاشور العتاي، هناء مولى جعفر، التخطيط الأمثل للمحافظ الاستثمارية لتنمية السيولة المصرفية (بحث تطبيقي لعينة من المصارف التجارية العراقية الخاصة)، مجلة كلية تراث الجامعة، العراق، العدد 20، 2016، الصفحة 329.

نظرية المحفظة المثلى MPT* التي تتضمن ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات، فكلما كانت هذه العلاقة عكسية أو مستقلة أي ليس هناك علاقة، فإن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة تكون أقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد تلك الاستثمارات.¹

2.1 افتراضات نظرية ماركويتز:

- اعتمد هاري ماركويتز عند بنائه لنموذجه على الافتراضات الآتية:²
- يمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للفوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية.
- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغير العوائد المتوقعة.
- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة، علماً أن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة.
- يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني، وبالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر، أو أنهم سيفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد.

3.1 انتقادات الموجهة إلى نظرية ماركويتز:

- تجمع معظم الدراسات على الانتقادات الآتية حول نموذج ماركويتز:³
- يتطلب تطبيق هذا النموذج إلى الكثير من البيانات مثل تباين عوائد الأسهم وتقديرات لهذه العوائد.
- يتطلب تطبيق هذا النموذج كمية هائلة من العمليات الحسابية والإحصائية حيث سيكون هنالك عدد هائل من المحافظ التي يمكن تشكيلها من مختلف الأسهم المتاحة في السوق.

* MPT: Modern portfolio theory

¹ زواوي الحبيب، نعاس مريم نجاه، تقدير المحفظة الاستثمارية المثلى باستخدام الخوارزميات الجينية" حالة أسهم بورصة الجزائر"، مجلة الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، الجزائر، العدد22، السنة2014، الصفحة118.

² نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، الجزائر، المجلد15، العدد02، السنة2018، الصفحة59.

³ بهاء غازي عرنوق، اثر عوامل فاما و فرانش في التنويع بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة، شهادة دكتوراه، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، السنة2015، الصفحة66.

- العائد المتوقع وتباينه يجب أن يتم احتسابه ولكل سهم من أسهم المحافظ الاستثمارية والذي يعتبر غاية في التعقيد.

2. نموذج تسعير الأصول الرأس مالية CAMP :

تم تطوير CAMP* في أوائل الستينات من قبل ويليام شارب (1964)، جاك ترينور (1962)، جون لينتر (1965)، و جان موسين (1966).

1.2 تقديم النموذج:

يعتمد CAMP على فكرة انه لا ينبغي أن لا تؤثر جميع المخاطر على أسعار الأصول على وجه الخصوص ،فان المخاطر التي يمكن تنويعها بعيدا عن الاحتفاظ بها جنبا إلى جنب مع الاستثمارات الأخرى في المحفظة بطريقة حقيقية للغاية ليست مخاطر على الإطلاق حيث CAMP يعطينا رؤى حول نوع المخاطر المرتبطة بالعائد.¹

يعد CAMP أداة مفيدة لتقدير تكلفة رأس المال الشركات و العوائد التي يطلبها المستثمرون في الاستثمار في أصول الشركة و يوضح أيضا المقايضة بين عوائد الأصول و مخاطرها، و قياس مخاطر الأصول على أنها تباين عوائدها مع عائدات في السوق ككل.²

2.2 الصيغة الرياضية لنموذج:³

$$k = Rf + \beta i (Rm - Rf)$$

حيث:

Rf : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

βi : معامل بيتا الورقة المالية و هي مقياس للمخاطر السوقية.

* CAPM= Capital Asset Pricing Model.

¹ Andre´ F. Perold, The Capital Asset Pricing Model, Journal of Economic Perspectives, Volume 18, Number 3, Summer 2004, Page 3.

² Matteo Rossi, The capital asset pricing model: a critical literature review, Global Business and Economics Review, Volume 18, Number 5, summer 2016, page 605.

³ تكواشت رانية، نموذج تسعير الأصول الرأس مالية، مجلة اقتصاد المال و الأعمال، المجلد 04، العدد 01، أبريل 2020، الصفحة 175.

R_m : معدل العائد لمحفظه سوق الأوراق المالية.

يتضح من الصياغة الرياضية لنموذج CAMP أن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر على الموجودات المالية ذات المخاطرة يتكون من عائد خالية من المخاطرة و هو عائد ظروف التأكد التام وعلاوة الخاطرة الورقة المالية السوقية $(R_m - R_f)$ و هي تمثل سعر المخاطرة التي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي لقبوله الاستثمار و عليه فان المستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه و العائد المطلوب.

3.2 الافتراضات:¹

- يوجد العديد من المستثمرين و لكل منهم ثروته، التي تعد صغيرة جدا مقارنة مع الثروة الكلية للمستثمرين جميعا، و يعتبر هؤلاء المستثمرين متقلبين للسعر، أي أن أسعار الأوراق المالية لا تتأثر بصفقاتهم.
- يخطط المستثمرون جميعا لفترة احتفاظ واحدة بما يعني إهمال أي شيء ممكن أن يحدث بعد هذه الفترة.
- لا يدفع المستثمرون أي ضرائب على أرباحهم و لا حتى تكاليف معاملاتهم المالية
- يعد كل مستثمر إنسانا رشيدا يهدف لامتلاك محفظة مثلى.
- إن سوق رأس المال في حالة توازن.
- يقوم جميع المستثمرين بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة، حيث يملكون نفس الرؤيا الاقتصادية للعالم، و يصلون في النهاية إلى تحديد الحد لكفؤ.

4.2 الانتقادات:

على الرغم من الأهمية القصوى للنموذج في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة بمعادلة رياضية خطية بسيطة، ورغم انه مازال مستخدما حتى يومنا هذا في تقييم أداء المحافظ المالية وتحديد معدل العائد

¹ حسن مشرقي، أيمن شهاب، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأس مالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد36، العدد1، السنة2014، الصفحة 264.

المطلوب وقياس تكلفة التمويل، واجه CAMP العديد من الانتقادات بسبب افتراضاته المثالية وفشله في بعض الاختبارات التطبيقية، وفي ما يلي أهم هذه الانتقادات:¹

- يعتبر النموذج أن المستثمرين يمكنهم أن يقرضوا ويقترضوا بنفس معدل العائد الخالي من المخاطر، ولكن الإقراض بمعدل فائدة خالي من المخاطر أمر واقعي ويمكن أن يتحقق بشراء أدونات الخزينة، ولكن من غير المعقول أن يقترض المستثمر من الغير بنفس المعدل، وعلى رأس هؤلاء المشككين الذين ذهبوا إلى أبعد حد بلاك (1972) BLACK الذي اعتبر أن أدونات الخزينة ليست أوراق مالية خالية من المخاطر، وذلك لما تتعرض له من خطر التضخم، وبالتالي يمكن استبدال هذا التعبير بالاستثمار ذو المعامل بيتا المساوي للصفر.
- إن افتراض عدم وجود تكاليف للصفقات وهو في الواقع أمر يستحيل أن يحدث، لا يمكن أن تكون صفقة بالسوق المالية دون وجود تكلفة لها.
- يفترض CAMP عدم وجود ضرائب، وكما هو معلوم فالضرائب تختلف بين الأشخاص والشركات، وسوف تؤدي هذه الاختلافات إلى حدوث تباين واضح بين تقديرات المستثمرين لخط سوق الأوراق المالية SML.

3. نظرية تسعير المراجعة:

تم تطوير نظرية تسعير المراجعة APT* بشكل أساسي من قبل ROSS 1976 حيث يعتبر APT بديلا عن نموذج الأصول الرأس مالية CAMP.

1.3 تقديم النظرية:

يعتمد نموذج ROSS أساسا على افتراض أن النموذج الإحصائي المسمى بنموذج العوامل يصف عوائد الأصول المالية التي تؤثر عليها العديد من العوامل الاقتصادية، حيث تشير هذه العلاقة إلى وجود علاقة خطية بين العائد المتوقع للأصل و معاملات الحساسية لهذا الأصل للعوامل المشتركة التي تؤثر على جميع الأصول المالية.²

¹ زودة عمار، بن علي عبد الغاني، بوسمينة أمال، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية للطاقت المتجددة (JoeRRe)، المجلد 07، العدد 02، السنة 2020، الصفحة 109.

* APT= Arbitrage Précing Theory.

² Patrice Fontaine, Pierre hillion, Le modèle d'évaluation par l'arbitrage, l'APT (Arbitrage Pricing Theory), Journal de la Société Statistique de Paris, tome 133, no 4 (1992), page 142.

2.3 الصيغة الرياضية للنظرية:

تم صياغة نموذج التسعير المرجح فيما يلي:¹

$$R_{it} = E_i + \beta_{i1}f_{1t} + \beta_{i2}f_{2t} + \dots + \beta_{ik}fk_t + \varepsilon_{it}$$

حيث:

- . R_{it} : المردودية المسجلة في وقت لاحق في الزمن t للأصل i المحسوب في الزمن $t, t-1$.
- . E_i : الربحية المتوقعة للأصل i .
- . β_{i1} : معامل حساسية الأصل i للعامل الأول، أو مقياس المخاطرة الأول المقدر.
- . β_{ik} : معامل حساسية الأصل i للعامل رقم k ، أو مقياس المخاطرة k المقدر.
- . f_{1t} : القيمة المعطاة للعامل الأول في الزمن t .
- . fk_t : القيمة المعطاة للعامل k في الزمن t .
- . ε_{it} : المردودية غير المتوقعة الناجمة بسبب العوامل النظامية في الزمن t .

3.3 الفرضيات:

- تقوم (APT) على العديد من الافتراضات المتشابهة مع نظرية المحفظة و CAMP و لكن مع تقليص عدد هذه الافتراضات و استثناء جزء كبير منها، لتقتصر النظرية على الافتراضات التالية:²
- في حالة التأكد يفضل المستثمرون العائد الأعلى على العائد الأقل.
 - يمكن التعبير عن العملية العشوائية المولدة لعوائد الأسهم بتابع خطي لعدد من عوامل أو مصادر الخطر.
 - يوجد عدد كافي من الأوراق المالية في المحفظة لتكوين محافظ و تحييد المخاطر الخاصة بكل ورقة، و التي تختلف عن مصادر خطر الأوراق الأخرى.
 - السوق المالي لكفؤ، سوف يضمن عدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية من خلال عمليات المراجعة.
 - لا توجد تكاليف بخصوص الضرائب و المعاملات و لا توجد قيود للبيع على المكشوف فهذه النظرية تقوم على عدم وجود فرص للمراجعة على الرغم من أن اسمها يدل على عكس ذلك فالاسم هنا يدل على طريقة الاستنتاج و ليس على آلية التطبيق.

¹ بدروني عيسى، حمزة غربي، دراسة مقارنة لنماذج تسعير الأصول الرأس مالية في تفسير عوائد الأسهم في بورصة الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، المجلد 14، العدد 2، السنة 2020، الصفحة 306.

² أيمن الشهاب، اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة، أطروحة دكتوراه قسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سنة 2015، صفحة 115، 116.

4.3 الانتقادات:

تتمثل فيما يلي:¹

- لا تحدد العوامل المؤثرة على العائد، على عكس نموذج CAMP الذي يقضي وجود عامل مؤثر محدد، يمكن قياسه هو حجم المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا.
- أنه يفترض عدم وجود قيود على البيع بالمكتشف.
- كما أنها تتجاهل أهمية و دور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات الأسهم، حيث أن نظرية التسعير بالمراجعة ترى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عائدات الأسهم.

المطلب الثالث : مقومات و أساليب تقييم أداء المحفظة الاستثمارية.

بعد تشكيل محفظة الاستثمار يعد قرار التنوع من القرارات الإستراتيجية الهامة التي يتخذها المستثمرون بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطرة، ويوجد عدد كبير من المقاييس الرياضية التي يمكن من خلالها احتساب كل من العائد و المخاطرة و من ثم قياس أداء هذه المحفظة الاستثمارية، و هذا ما سنتناوله في مطلبنا حيث سنتطرق لكل من:

- تنوع المحفظة الاستثمارية.
- العائد و المخاطرة.
- أساليب تقييم أداء المحفظة الاستثمارية.

¹ برارمة ريمة، اثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية" دراسة حالة بورصة باريس و لندن" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف1، سنة 2019، الصفحة 25.

1. تنوع المحفظة الاستثمارية :

1.1 التنوع الساذج (التنوع البسيط) :

يقوم أسلوب التنوع الساذج " naive diversification " أو أسلوب التنوع البسيط على فكرة أساسية هي انه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تضمها المحفظة . انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها فمحفظة الأوراق المالية التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائدها لمخاطر اقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات أصدرتها المؤسسات والمحفظة التي تتكون من سندات أصدرتها أربع مؤسسات تعد أفضل (من وجهة نظر المخاطر) من المحفظة التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات وهكذا ، ويمكن التعبير عن أسلوب التنوع الساذج بالحكمة التي تقول :
Not putting all the eggs in one . لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة .

¹ **basket.or spreading the risks**

2.1 تنوع ماركويتز (التنوع الفعال):

بالمقارنة مع التنوع الساذج فان تنويه ماركويتز يركز على الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تشمل عليها المحفظة وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد الاستثمارات ،وبالتالي فان تخفيض مخاطرة المحفظة لا يعتمد على زيادة حجم المحفظة وإنما على التباين المشترك أو معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية في المحفظة ،فعندما تكون هناك علاقة ايجابية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فان المخاطر التي تتعرض لها تكون اكبر مما لو كانت العوائد تربطها علاقة عكسية ، وعليه يمكن تعريف التنوع الفعال بالتخفيض الفعال لخطر المحفظة المقاس بالتباين دون المساس بالعائد المتوقع من خلال الجمع بين الأصول المالية ذات الارتباط السالب والتغاير السالب.²

من جهة أخرى يعتمد البعض على تقسيم آخر للتنوع بحيث يقوم هذا التقسيم على ثلاث مبادئ، يشمل المبدأ الأول التنوعين سابقين الذكر التنوع الساذج و تنوع ماركويتز تحت مسمى التنوع بناء على جهة

¹ منير إبراهيم هندی، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال :الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، كلية التجارة، جامعة طنطا، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 2003، الصفحة 196 .

² بديار أمينة، بكرتي لخضر، التنوع الأمثل لمحفظة الأوراق المالية باستعمال نموذج ماركويتز، دراسة حالة بورصة الدار البيضاء 2008_2016 مستغانم، المركز الجامعي البيض، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، 2018، رقم 8، صفحة 129.

الإصدار، و المبدأ الثاني تنوع تواريخ الاستحقاق و الثالث التنوع الدولي، لكن يبقى تنوع الساذج وتنوع مركبتر هما أشهر تنوعين تم الاعتماد عليهما.

2. العائد والمخاطرة:

تتعامل إدارة المحافظ مع الأصول بخريطة المخاطرة والعائد إلى مستوى امثل من خلال تغيير تركيبة محفظة ما، إذ تعتمد إدارة المحافظ الكلاسيكية على القواعد الإرشادية التجارية بدرجة اكبر وتقوم على أقل قدر ممكن من التنوع أو تهدف إلى الحد من تركيزات المخاطرة في بعض الصناعات أو لدى بعض العملاء الكبار، في حين تقنيات إدارة المحافظ الجديدة تركز على أبعاد أخرى، إذ تعمل على تحسين خريطة العائد والمخاطرة وكيفية تقليل المخاطرة دون تكبد تضحية من حيث الربحية ومن هنا تظهر أهمية إدارة المخاطر والدور الذي تلعبه في إدارة المحافظ.¹

1.2 العائد:

➤ هو أحد المؤشرات الرئيسية في مجال استثمارات الأسهم، والتي من خلالها يمكن للمرء تقييم ربحيتها وجدواها الاقتصادية ومقارنتها مع بعضها البعض، لتقييم ربحية استثمار الأموال.²

➤ هو مقدار التغير في قيمة الأصل المستثمر فيه، سواء كان هذا المقدار معبرا عنه بالقيمة المطلقة أو بالنسبة مئوية، على الرغم من أن هذه الصيغة الأخيرة هي الأكثر استعمالا ولها دلالة أوضح من القيمة المطلقة.³

يتكون العائد من ثلاث أنواع رئيسية هي:

1.1.2 العائد المحقق: وهو العائد الفعلي وهو العائد الذي يتحقق فعلا في فترة زمنية معينة، ويحسب من خلال العلاقة بين تغيرات سعر السهم وتوزيعات الأرباح وبين سعر السهم عند تاريخ شرائه ويطلق عليه العائد التاريخي.¹

¹ بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر "إدارة المخاطر_المشتقات المالية_الهندسة المالية"، الطبعة الأولى، عمان، 2013، صفحة68.

² <https://www.litefinance.org> 14/02/2023_21 :39.

³ حبار محفوظ، الأسواق المالية"استراتيجيات الاستثمار والتحوط"، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة 2017، الجزائر، الصفحة 79.

ويمكن توضيح ذلك من خلال العلاقة التالية :²

$$R_p = \sum W_i R_i$$

حيث :

R_p : القيم المتوقعة للعائد .

W_i : الوزن النسبي للورقة المالية i .

R_i : العائد الفعلي أو التاريخي للمحفظة P .

2.1.2 العائد المتوقع :³

عند توافر المعلومات الكافية عن العائد المتوقع من اقتناء الورقة المالية في ظل الظروف المختلفة كظروف الرواج والكساد، أو العائد المتوقع في ظل درجات الحرارة المختلفة بالنسبة للشركات الزراعية، والذي يتوقف العائد المحقق فيه على الظروف الجوية السائدة .

ويتم التعبير عنه رياضيا كما يلي:

$$R_i = \sum P_i R_{ij}$$

حيث:

R_i : متوسط العائد المتوقع من اقتناء الورقة i .

R_{ij} : العائد المتوقع من الورقة i في ظل الظروف j حيث $j=1,2, \dots$

P_i : الاحتمال الخاص بحدوث حدث j بالنسبة للورقة i .

¹ عبد الله عنيشل، نمذجة قياسية للعائد والمخاطرة لبورصتي المغرب والكويت 'دراسة مقارنة لنموذجي (CAPM) و (APT) خلال الفترة 2012_2017، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه الطور علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجاري، تخصص دراسات مالية، غرداية، الجزائر، 2018، الصفحة 32.

² سلماني عادل، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، دراسة حالة ماليزيا، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص أوراق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014، صفحة 116 .

³ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية للنشر، شركة مساهمة مصرية، الطبعة الأولى، مصر، 2003، صفحة 380.

3.1.2 العائد المطلوب:

هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله الحالية وعادة ما يكون هذا العائد ملائماً لمستوى المخاطر القابلة له، أو يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار، ويتكون هذا العائد المطلوب من جزئيين هما العائد الخالي من المخاطر وبدل المخاطرة.¹

ويتكون العائد المطلوب من جزئيين هما:

- **العائد الخالي من الخطر:** تعرّف المخاطر المالية على أنها احتمال الخسارة المالية مما يعني أن الأصول الخالية من المخاطر لها انحراف معياري قدره صفر كما يمكن القول هو العائد الذي يحققه المستثمر لو انه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائياً أي مجالات خالية من الخطر.²
- **علاوة المخاطرة:**³

فائض عائد على عائد معدل خلو المخاطر المتوقع تحصيله من الاستثمار؛ كشكل من أشكال التعويض للمستثمرين الذين يتحملون مخاطر إضافية. على سبيل المثال، يتعيّن على كل جهة أخرى غير حكومة الولايات المتحدة أن تدفع علاوة المخاطر في شكل سعر فائدة أعلى على السندات حيث أن خطر التخلف عن السداد أقلّ في الأوراق المالية الحكومية من تلك الصادرة عن أي جهة إصدار أخرى .

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معامل بيتا.

2.2 المخاطر:

➤ هو احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتقاس المخاطرة بناءً لذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع.⁴

¹ مصطفى عبد اللطيف، خروبي يوسف: تقدير العائد والمخاطرة باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، جامعة غرداية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد10، مجلة المنهل، 2016، صفحة 4.

² T.HOOIJMAN ،'On the Risk-Free Rate' Financial Engineering and Management Department Industrial Engineering and Business Information Systems، university of Twente،May 25, 2016 page 05.

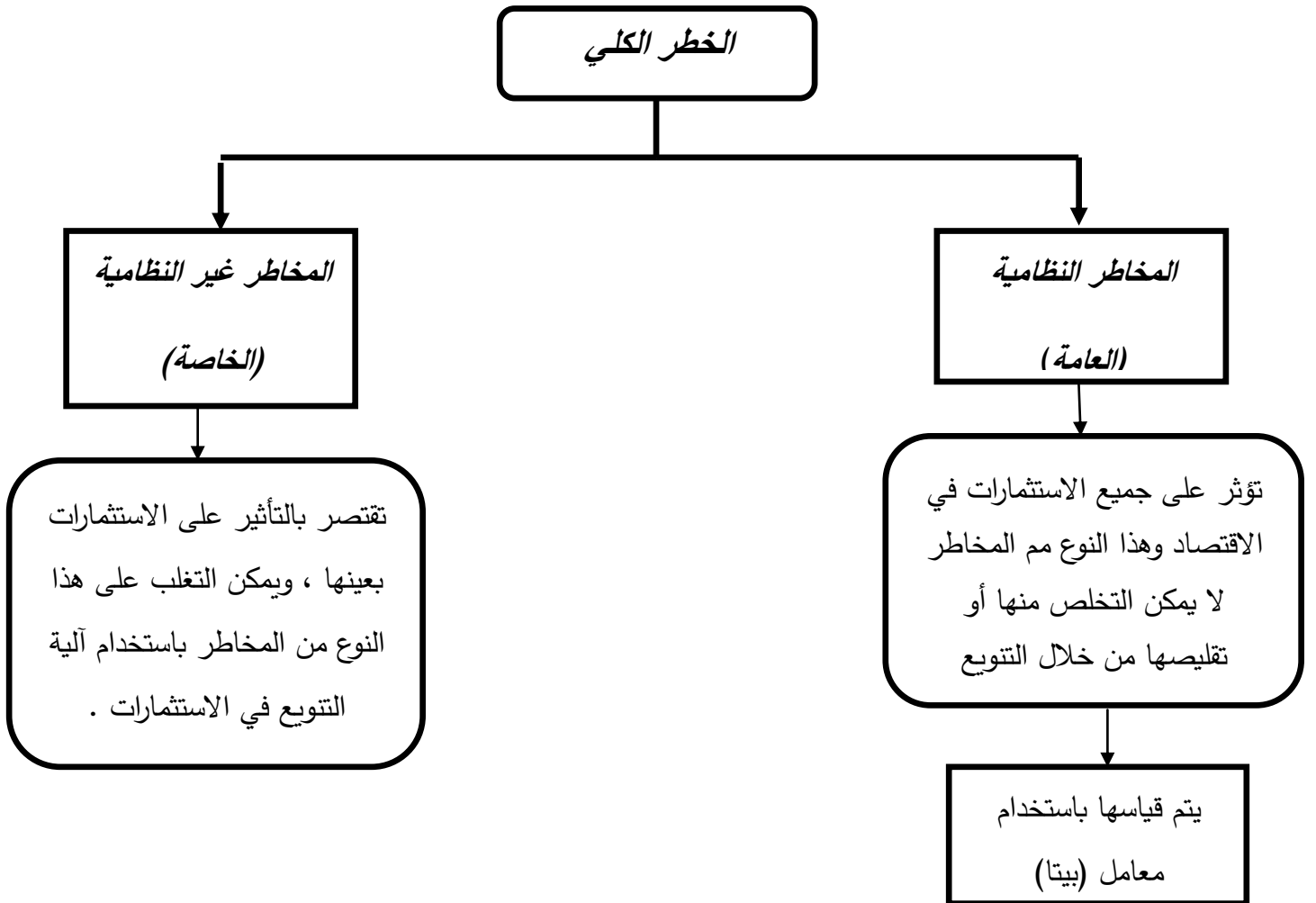
³ <https://www.unescwa.org/ar> 15/02/2023_20 :07

⁴ محمد مطر، فايز تيم ،إدارة المحافظ الاستثمارية ،جامعة البترا ، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى ،2005،الصفحة 32.

➤ ويستخدم مصطلح المخاطرة من الناحية الاقتصادية لإظهار درجة تشتت القيم الحقيقية عن المتوقعة، ولا يعني ذلك احتمالية تحقق الخسائر فقط، بل يعني احتمالية الخسارة والربح، أو بتعبير آخر البعد أو الانحراف عن اليقين (القيمة المتوقعة المرجحة) في الاتجاهين من الأعلى أو الأسفل ، عادة ما يتم التعبير عن تشتت القيم عن القيمة المتوسطة المرجحة بالانحراف المعياري أو التباين.¹

عموما يمكن تصنيف المخاطر المحيطة بالاستثمار المالي إلى نوعين:

الشكل رقم (1.1) : تقسيم الخطر الكلي وتفسيره.



المصدر : عبد العالي صالح، دوى البرمجة الرياضية في إدارة المحافظ الاستثمارية المثلى، دراسة حالة بورصة عمان، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص طرق أمثلية في الاقتصاد كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، صفحة 27.

¹ عبد اللطيف مصيطفي، عبد الله عنيشل، العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، عدد 07، 2017، صفحة 40 .

1.2.2 المخاطر المنتظمة : يطلق عليها أيضا المخاطر العامة أو السوقية وهي تلك التقلبات في العوائد نتيجة عوامل عامة في السوق تؤثر على جميع المنشآت ولا يقتصر تأثيرها على مؤسسة بعينها أو قطاع اقتصادي معين، ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كحالات الكساد أو ظروف التضخم، ويتعلق هذا النوع من المخاطر بعوائد السوق ولذا فإنها تعتبر مخاطر متعلقة بالسوق وهذه النوعية من المخاطر لا يمكن تجنبها عن طريق التنوع.¹

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام .
 - لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
 - تكون بها درجة المخاطرة مرتفعة في عدة حالات.
 - ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية.
- **قياس المخاطر المنتظمة:**

إن معامل بيتا β من أهم المقاييس المستخدمة في قياس المخاطر المنتظمة وخاصة قياس حساسية عائد الورقة المالية (السهم) نتيجة لتغير عائد محفظة الأوراق المالية ويكون معامل β اكبر من الواحد أو اقل من الواحد حيث يكون السهم ذو طبيعة هجومية إذا كان $\beta > 1$ ويكون ذا طبيعة دفاعية إذا كان $\beta < 1$.²

ويحسب بالعلاقة التالية:³

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

¹ حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات، دراسة حالة بورصة عمان، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، صفحة 134.

² سحنون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، العدد 31، المجلد ب، جوان 2009، صفحة 126.

³ حشايشي سليمة، مداخلة التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الاورو المغاربي، 20-21 أكتوبر 2009، الصفحة 12.

حيث:

β_i : معامل β للسهم.

R_m : معدل عائد المحفظة للسوق .

R_i : معدل عائد السهم .

$\text{COV}(R_i, R_m)$: هو حاصل ضرب معامل الارتباط بين m ، i في الانحراف المعياري R_m

و الانحراف المعياري R_i .

$\delta_m^2 \beta_i$: تباين معدل عائد المحفظة.

معامل β : درجة تغير العائد المتوقع للاستثمار مع تغير العائد المتوقع للسوق بصفة عامة / تباين العائد المتوقع للسوق بصفة عامة.

2.2.2 المخاطر غير المنتظمة : ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمكن إرجاعه إلى ظروف

المشروع أو الصناعة التي ينتمي إليها ،وتؤدي هذه المخاطر شأنها شأن المخاطر العامة إلى تقلب التدفقات النقدية للمشروع، غير انه نظرا لان المخاطر غير المنتظمة ترتبط بظروف الشركة والصناعة يستطيع المستثمر تجنبها بوسائل عديدة أهمها تنويع الاستثمارات، و تعتبر كل من مخاطر النشاط وخطر التمويل أهم أنواع المخاطر غير المنتظمة.¹

- قياس المخاطر غير المنتظمة :

الانحراف المعياري وتباين و معامل الاختلاف:²

ويعتبر المقياس الأكثر شيوعا لخطر المحفظة الاستثمارية ويمثل الجزء التريبيعي للتباين.

التباين: هو المتوسط الموزون لمربع الانحراف عن المتوسط.

¹ رابح شيلق، عمار بن نوار، الموازنة بين العائد والمخاطرة كأساس لاختيار القرارات المالية، مجلة الدفاتر الاقتصادية، العدد07، رقم 02، جامعة غرداية، جامعة تيارت، الجزائر، 20 اوت2016، صفحة 189 .

² خالد وهيب الراوي، ادارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، صفحة 188 .

- قياسهم :¹

• الانحراف المعياري:

يتم حسابه بالعلاقة الموالية :

$$\delta = \sqrt{\sum P_i (R_i - E(R))^2}$$

حيث:

δ: الانحراف المعياري.

P_i : احتمال حدوث العوائد المحتملة للسهم i.

R_i : العوائد المحتملة للسهم i.

E(R): متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.

أما القيمة المتوقعة للعوائد تحسب كما يلي:

$$E(R) = \sum P_i \cdot R_i$$

اما في حالة الاعتماد على معلومات تاريخية، فان الانحراف المعياري يحسب وفق العلاقة الآتية:

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

حيث : N: عدد السنوات.

• التباين V :

ويحسب بالعلاقة التالية:

$$V = \delta^2$$

¹محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد08، صفحة 33.

• معامل الاختلاف: C.V

ويحسب كالآتي:

$$C.V = \frac{\delta}{R}$$

أو يعطى بالعلاقة التالية:

$$C.V = \frac{\delta}{E(R)}$$

المخاطر الكلية¹:

تعرف بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار سواء كان ذلك استثمارا في أوراق مالية أم إي مجال استثماري آخر ،وتشمل المخاطر الكلية كل من المخاطر النظامية(مخاطر السوق) والمخاطرة غير النظامية أي أنها مجموع التباين في معدل العائد المتحقق عن المتوقع والنتائج عن مجموع المخاطرتين .

كما تشمل المخاطر أنواع أخرى منها:²

- المخاطر المالية : كمخاطر الائتمان و مخاطر السيولة ، مخاطر السوق .
- المخاطر غير المالية: كمخاطر التشغيل ،مخاطر سياسية وإستراتيجية.

3. أساليب تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:

عند اختيار المحافظ، يسعى المستثمر إلى تعظيم عوائد المحفظة المتوقعة نظرا لتحمله المخاطر، بدلا من ذلك يسعى المستثمر لتقليل المخاطر التي يتعرض لها بالنظر إلى بعض العوائد المتوقعة المستهدفة.³ حيث أن عملية تقييم أداء المحفظة الاستثمارية تعتبر من الأساليب التي تساعد على تحسينها و تتم هذه العملة قبل و أثناء و بعد إدارة المحفظة الاستثمارية و سنستعرض فيما يلي أهم الأساليب المستخدمة في القياس:

¹ ماجد جوسة جاسم، اثر المخاطرة الكلية في العائد على الموجودات والعائد على حق الملكية(دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة السابعة عشر، العدد الثاني، سنة 2019. صفحة 47 .

² محمد عادل ناولو، ادارة المخاطر المالية والمصرفية بين النظرية والتطبيق، دار سورية الفتاة، الطبعة الاولى، 2022، الصفحة4.

³ Pomela petersan droke, frank j fabozzi, the basic of finance, john wiley and sons.Inc, 2010, canada, page418.

1.3 الأسلوب البسيط: يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة، ويناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته ويمكن تحديد مقياس أداء مدير المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة لوحدها. ويعطى بالعلاقة التالية:¹

$$R = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

حيث:

R : العائد على الاستثمار.

D_t : الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة t ، P_t : سعر الأصل في الزمن t (سعر البيع)،

P_t : سعر الأصل في الزمن t (سعر الشراء)

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

2.3 الأسلوب المزدوج. يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار، تركيزه على العائد دون أن يأخذ المخاطر في الحسبان. فقد يحقق صندوق ما عائدا اكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه. مقارنة بالصندوق الثاني. ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار. وهي بدائل تأخذ في الحسبان كل من العائد و المخاطر. وهذا هو السبب الذي من اجله أطلقنا على هذه الأساليب بالأساليب المزدوجة.² فيما يلي سنتذكر أهم هذه الأساليب:

1.2.3 أسلوب شارب: تم تطوير نسبة شارب في عام 1966 من قبل William Forsyth

Sharpe. وتسمى هذه النسبة أيضًا نسبة المكافأة إلى التقلب. نسبة شارب هي صيغة مفيدة لمعرفة أداء المحفظة. يتم استخدامه لقياس العائد من الاستثمار مقابل كل وحدة من المخاطر. هنا يتم تقسيم علاوة مخاطر المحفظة على الانحراف المعياري للمحفظة ؛

¹عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح، نبيل مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 01، مارس 2017، الصفحة 103.

²منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003 الصفحة 172.

يكشف هذا المقياس أن علاوة المخاطر مقسومة على الانحراف المعياري للمحفظة ،
ويستخدم إجمالي المخاطر في هذه النسبة لقياس أداء المحفظة.¹
و يحسب بالعلاقة التالية:²

$$S_p = \frac{R_i - R_f}{\sigma_p}$$

حيث:³

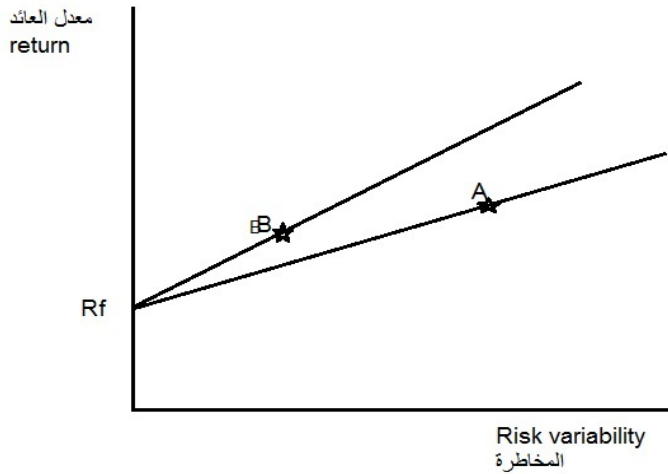
R_i : عائد المحفظة عادة على أساس سنوي

R_f : معدل خالي من المخاطر (سنوي إذا كان عائد المحفظة سنويًا)

σ_p : مخاطر المحفظة (التباين ، الانحراف المعياري للعائد) مرة أخرى سنويًا إذا كان
عائد المحفظة سنويًا.

والشكل التالي يوضح نسبة شارب:⁴

الشكل(1.2): نسبة شارب.



المصدر: الياس خضير الحمدوني، تقييم اداء المحفظة الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي،
مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية و الادارية، المجلد 4، العدد 7، 2011، الصفحة 320.

¹ S M Rakibul Anwar, Tanvir Mohammad Hayder Arif, Evaluation of Mutual Funds Performance in Bangladesh, Investors and Market Perspective, Global Journal of Management and Business Research, C Finance, Volume 16, Issue9, Version 1.0, Year 2016, page 5.

² ZVI BODIE, ALEX KANE, ALAN J. MARCUS, Investments TENTH EDITION, McGraw, Hill Education, New York, 2014, page840.

³ Pegah Kolbadi, Hamed Ahmadinia (Corresponding author), Examining Sharp, Sortino and Sterling Ratios in Portfolio Management, Evidence from Tehran Stock Exchange, International Journal of Business and Management, Vol. 6, No.4, April 2011, page 228.

⁴ الياس خضير الحمدوني، تقييم اداء المحفظة الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية و الادارية، المجلد 4، العدد 7، 2011، الصفحة 320.

2.2.3 أسلوب ترينور: مؤشر Treynor هو مقياس لأداء المحفظة تم تطويره بواسطة Jack Treynor وغالبًا ما يُطلق على هذا المؤشر نسبة المكافأة إلى التباين (افتراض أن المحفظة متنوعة بشكل جيد بحيث تكون المخاطر ذات الصلة في مخاطر منهجية أو تجريبية).

يربط مؤشر Treynor بين مستوى عائد المحفظة ومقدار المخاطر من المحفظة. الافتراض المستخدم من قبل Treynor هو أن المحفظة متنوعة بشكل جيد بحيث تكون المخاطر التي تعتبر ذات صلة هي مخاطر منهجية (تقاس بالبيتا).¹

ويحسب بالعلاقة التالية:²

$$T_p = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

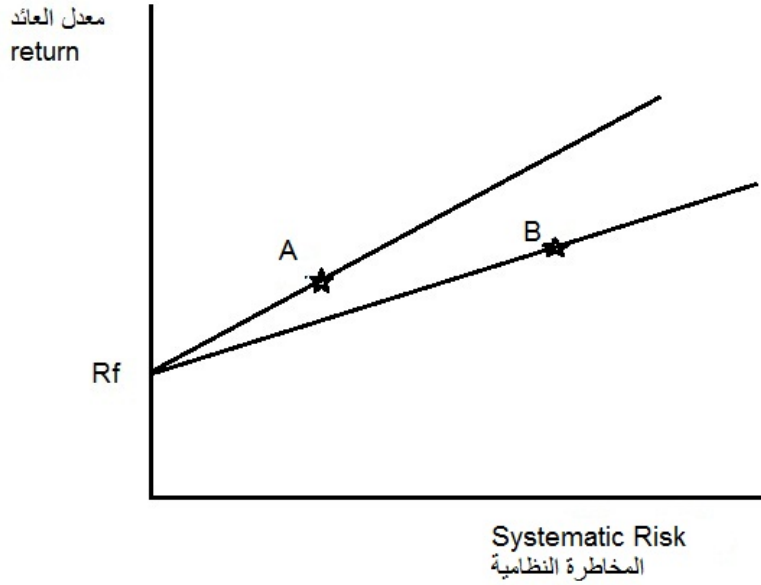
مقارنة بين عوائد الأسهم (R_i) والعائدات الخالية من المخاطر (R_f) مع بيتا (β_i). بيتا المستخدمة هي مخاطر نظامية بالنسبة لمخاطر السوق. كلما ارتفعت نسبة Treynor ، كان أداء المخزون أفضل.

¹ Hertina, D, Destriani, N, Naufal, M, D, Dauliah, R, D, Sinaga, D, S, Nursapriti, A, W, and Saudi, M, H, Sharpe, Treynor and Jensen Methods in Doing Stock Portfolio Performance Analysis, Review of International Geographical Education-11(5), SPRING, 2021, page 831.

² Happy Catherine, Robiyanto Robiyanto, performance evaluation of LQ45 stocks in the Indonesia stocks exchange during period of 2016, 2018, journal of Management And Entrepreneurship RESEARCH, Volume 01, Issue 1, 2020, page 40.

والشكل التالي يوضح نسبة ترينور:¹

الشكل(1.3):نسبة ترينور .



المصدر: الياس خضير الحمدوني، مرجع سبق ذكره، الصفحة 321.

3.2.3 أسلوب ألفا جنسن: جنسن ألفا هو مؤشر يستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

لتحديد ما إذا كان مدير الأموال قد تفوق على مؤشر السوق. في التمويل ، يتم استخدام ألفا لجنسن لتحديد العائد المطلوب (الزائد) للسهم أو الأوراق المالية أو المحفظة من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية. يستخدم مؤشر جنسن خط سوق الأمان كمعيار. في عام 1970 ، تم استخدام هذا المقياس لأول مرة في تقييم مديري الصناديق المشتركة.²

¹ الياس خضير الحمدوني، مرجع سبق ذكره، الصفحة 321.

² V.A. Zakarias, F. Tumewu, Evaluating Portfolio Performance of comp Anies' Stock Listed In LQ45 Based On sharpe, treynor and jensen Method , Jurnal EMBA, Vol.3, No.2, Juni 2015.

صيغة جنسن ألفا هي:¹

$$Rp_t = Rf_t + \beta p(Rm_t - Rf_t) + \epsilon p_t$$

حيث:

Rp_t : عائد المحفظة خلال فترة معينة.

Rf_t : معدل خالي من المخاطر خلال فترة معينة.

Rm_t : عائد محفظة السوق خلال فترة معينة فترة.

ϵp_t : خطأ عشوائي في المحفظة خلال فترة معينة.

كما يمكن تعريفه على انه:²

النموذج المعروف بـ "معامل ألفا" على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد بحيث:

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

$$\alpha = (Rp - Rf) - \beta(Rm - Rf)$$

حيث:

Rp : تمثل عائد الصندوق.

Rm : تمثل عائد السوق.

Rf : تمثل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

¹C.H. Asta Nugraha, The Evaluation of Portfolio Performance with Jensen Index Method toward Samuel Securities in January, December 2020, Saudi Journal of Economics and Financ, Feb, 2021, 5(2), page38.

²بوضياف جهاد، دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية- أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، صفحة 145.

4.2.3 أسلوب فاما و فرانش: (2015) Fama and French اقترح استخدام عوامل الربحية والاستثمار ، بالإضافة إلى العوامل الحالية (السوق والحجم والقيمة) في نموذج العوامل الثلاثة ، لالتقاط الأنماط في متوسط عوائد الأسهم. يوضح نموذج FF5 العلاقة بين العوائد الخمسة والعوائد المتوقعة للمحفظة من منظور نموذج خصم الأرباح ونظرية التقييم. في نموذج FF5 ، تعتبر R_i و R_f و R_m هي العائد المتوقع وخالية من المخاطر المعدل وعائد السوق على التوالي. SMB و HML و RMW و CMA هي عوامل علاوة المخاطرة ، والتي تشير إلى الحجم والقيمة والربحية وعامل الاستثمار على التوالي.¹

يتم التعبير عن النموذج على النحو التالي:²

$$R_{it}-R_{ft} = \alpha_i + \beta_{1.i}(R_{mt}-R_{ft}) + \beta_{2.i}(Smb_t) + \beta_{3.t}(HmL_t) + \epsilon_t$$

حيث:

R_{it} : العائد المحقق على المحفظة في الشهر t

R_{ft} : العائد الخالي من المخاطرة في الشهر t

R_{mt} : العائد المحقق في السوق في شهر t .

Smb_t : الفرق في عوائد الشركات الصغيرة والشركات الكبيرة خلال الفترة الزمنية t .

HmL_t : الفرق في عوائد الشركات ذات نسب القيمة الدفترية العالية للسوق (b/m)

وعوائد الشركات ذات نسب B/M المنخفضة.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: الحساسية المرتبطة بكل عامل مناظر.

ϵ_t : الأخطاء العشوائية

¹ Yu-Shang Kuo, Jen-Tsung Huang, Factor, Based Investing in Market Cycles, Fama French Five, Factor Model of Market Interest Rate and Market Sentiment , Journal of Risk Financial Manag, 15, 460, 2022, page3 of 24.

² Mona Al, Mwalla, Mahmoud Karasneh, Fama & French Three Factor Model, Evidence from Emerging Market, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 4, (2011), page 134.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

سنحاول من خلال هذا المبحث استعراض أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع العربية منها والأجنبية و مناقشتها و الوقوف على أوجه التشابه والاختلاف بينها وبين دراستنا الحالية.

المطلب الأول: الدراسات العربية السابقة

1. دراسة الياس خضير الحمدوني (2011) المعنونة ب: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق

في سوق عمان المالي.

هدفت الدراسة إلى توضيح أبعاد المحفظة الاستثمارية و أساليب القياس لهذه الأبعاد أما في الجانب التطبيقي فقد ركزت الدراسة على قياس أربع محافظ استثمارية تمثل قطاعات (الصارف، التأمين، الخدمات، الصناعة) في سوق عمان المالي باستخدام مؤشرات شارب و ترينور، جنسن. حيث اعتمدت الدراسة على منهجين المنهج الوصفي في الجانب النظري و المنهج الرياضي في الجانب التطبيقي، بينت نتائج التحليل أن استخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة في المفاضلة بين أداء المحافظ الاستثمارية هو أفضل من استخدام العائد و المخاطرة كل على حدة و ذلك لأن هذا المقياس يأخذ بالاعتبار العائد والمخاطرة معا.

2. دراسة بلعوز بن علي و آخرون (2016)، المعنونة ب: فعالية التنوع الاستثماري في إدارة

مخاطر محفظة الأوراق المالية دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2011_2016).

جاءت هذه الدراسة للإجابة عن الإشكالية التالية : ما مدى فعالية استخدام إستراتيجية التنوع الاستثماري في إدارة محفظة الأوراق المالية من مخاطر تقلبات عوائد أهمها على مستوى بورصة الجزائر في ظل العلاقة بين العائد والمخاطرة ؟ تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي من خلال الجانب النظري لمختلف المفاهيم البحث والمنهج التجريبي التحليلي من خلال نمذجة الرياضية والقياسية والمحاكاة. توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن ارتباط العائد والمخاطرة بصورة طردية له أهمية كبيرة كون هذه العلاقة تشكل تفضيلات المستثمر في بناء المحافظ الاستثمارية أين تميز مؤشر بورصة الجزائر بتذبذب مرتفع مما يعني ضعف كفاءة التسعير للسوق المالي في الجزائر للمخاطر التي تتعرض لها.

3. دراسة جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون (2016)، المعنونة ب: ادارة المحفظة الاستثمارية

المثلى- بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص 2008-2012.

هدف هذا البحث في تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى من خلال اعتماد المهام المتمثلة في تحليل المحفظة الاستثمارية لشركات القطاع الاستثماري الخاص من حيث عائد المحفظة ومعدل العائد المطروح

والمخاطرة وبناء محفظة استثمارية مثلى لشركات القطاع الصناعي الخاص المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تم الاعتماد في هذه الدراسة على منهجين الوصفي من خلال الجانب النظري والمنهج التجريبي والتحليلي من خلال النمذجة الرياضية والقياسية والمحاكاة . من بين النتائج التي توصل إليها هذا البحث أن من شروط تشكيل المحفظة الاستثمارية من الشركات الكفوؤة المستندة أساسا على أن يكون اختيارها ضمن المحفظة الاستثمارية حيث تعطي عائد أكبر مما تعطيه بقية الأوراق المالية أو الشركات الصناعية وأن تحمل نفس القدر من المخاطرة أو أقل .

4. دراسة عبو عمر وآخرون (2017) المعنونة ب: مؤشرات تقييم أداء المحافظ

الاستثمارية_دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ المتواجدة بالسوق المالي السعودي."

هدفت هاته الدراسة الوصفية للتعرف على مفهوم المحفظة الاستثمارية ، وأهم المؤشرات المستخدمة في تقييم أدائها، وأسقطت هذه المؤشرات على بعض المحافظ في السوق المالي السعودي . تم استخدام في هذه الدراسة المنهج الوصفي في المحورين الأول و الثاني في الجانب النظري ، فيما امتزج المنهج التحليلي مع المنهج التجريبي في الجانب التطبيقي . أهم ما توصلت له هذه الدراسة أن المحفظة الاستثمارية لها مفهومان الضيق يقتصر على الأصول المالية فقط ، والواسع الذي يشمل الأصول المالية والحقيقية معا ، كما أن هناك عدة أساليب لقياس أداء المحفظة الاستثمارية من أهمها الأسلوب البسيط يقتصر على معدل العائد على الاستثمار فقط وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يدعى بالأسلوب المزدوج ويشمل بدوره على عدة مؤشرات منها: مؤشر شارب، ترينور،جنسن والعائد المعدل بالخطر، حيث تم التركيز على هذا الأخير حيث توصلوا إلى إن جميع المحافظ الاستثمارية أفضل أداء من محفظة السوق .

5. دراسة فداء محمد ديب السرميني (2018) المعنونة ب: تكوين المحافظ الاستثمارية باستخدام

البرمجة التربيعية (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية).

هدفت الدراسة إلى تكوين محفظة استثمارية وفق منهجية علمية سليمة مستندة على أسس نظرية المحفظة في الاستفادة من مزايا التنوع في تعظيم العوائد و تخفيض المخاطر الاستثمارية و ذلك باستخدام البرمجة التربيعية، حيث اعتمدت على منهجين الوصفي في الجانب النظري و الأسلوب القياسي لاستخدامه النماذج الرياضية و أيضا التحليلي لتحليل البيانات المالية للشركات المدروسة، أشارت نتائج الدراسة إلى أن البرمجة التربيعية تعد أداة مناسبة يمكن الاعتماد عليها من قبل المستثمر عند اتخاذ القرار

المزج و تكوين المحفظة الاستثمارية و لكن بعد التحديد الدقيق للأسهم المرشحة لتركيبها و ذلك مع مراعاة العلاقة التبادلية بين العائد و المخاطرة ومعاملات الارتباط بين الأسهم.

6. دراسة نعمان محصول و آخرون (2018) دراسة معنونة ب: تقييم الاستثمار في الأوراق

المالية في ظل نظرية المحفظة.

هدفت هذه الدراسة إلى فهم الاستثمار في الأوراق المالية ونظرية المحفظة وتطورها ومن ثم تقييم أداء الاستثمار في محفظة الأوراق المالية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان. تم الاعتماد على منهجين الوصفي من خلال الجانب النظري والمنهج التجريبي التحليلي من خلال النمذجة الرياضية والقياسية والمحاكاة. من بين النتائج التي يمكن استخلاصها من هذه الدراسة أن الاستثمار في الأوراق المالية يتم من خلال بيع وشراء هذه الأخيرة المختلفة في سوق المال وله وجهان وجه يمثل العائد الذي يمكن تحقيقه والوجه الآخر يمثل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند استثمار أمواله، وضرورة التقييم الدوري لأداء المحفظة للعمل على تحسينها وتستخدم في ذلك مجموعة من النتائج أهمها نموذج البسيط والنموذج المزدوج (شارب ، ترينور،جنسن) .

7. دراسة بن فريحة حسام (2021) بعنوان: بناء و تسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية

الكفاءة الغير كاملة لأسواق رأس المال:

هدفت الدراسة إلى الإجابة على إشكالية ما هي الفرص الاستثمارية المتاحة في الأسواق المالية الإسلامية والعربية؟ حيث تبنى الباحث المنهج الوصفي التحليلي في سرد المفاهيم العامة والأسس النظرية المتعلقة بالموضوع بالإضافة إلى المنهج الإحصائي المتمثل في أساليب الإحصاء الوصفي للبيانات اليومية لمؤشرات الأسعار للأسواق محل دراسة. حيث أشارت نتائج التجريبية لهذه الدراسة إلى أن بعض أسواق الأسهم العربية تتكامل مع بعضها البعض وبعضها الآخر غير متكامل و ترتبط محفظة الأوراق المالية بإدارة عمليات الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال وذلك من خلال عمليات التداول لهذه الأوراق لتحقيق عائد اكبر يتناسب مع المخاطرة حيث يجب مراعاة كفاءة أسواق رأس المال و اعتبارات أخرى عامة و إدارية و فنية لتكوين محفظة الأوراق المالي.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية السابقة.

1. Amaneh Hasba et al (2011), Analyzing performance of investment companies listed in the Tehran stock exchange by selected ratios and measures.

هدفت هذه الورقة تقييم أداء محفظة الاستثمار الإيراني عن طريق تحليل أداء الشركات الاستثمارية المدرجة في بورصة طهران Exchange الذي كان لديه إدارة محفظة نشطة من 2006 إلى 2010 بواسطة المؤشرات Sharp و Treynor و Sortino بما في ذلك حجم الأعمال والسيولة والحجم وتنوع المحفظة بعد جمع بيانات الاختبار المطلوبة و الاختبارات الإحصائية ذات الصلة. تم استخدام في هذه الدراسة المنهج الوصفي في المحورين الأول و الثاني في الجانب النظري ،فيما امتزج المنهج التحليلي مع المنهج التجريبي في الجانب التطبيقي. أظهرت النتائج أن الشركات لديها ضوابط أفضل على المخاطر المنهجية من المكونات الأخرى ، كما أظهرت أن استخدام معدل دوران المحفظة في الشركات كان له تأثير إيجابي وهام في أداء الشركات أكثر من الإجراءات الأخرى ، من جهة أخرى فإن النسب التي استخدمت لتقييم أداء هذه الشركات فتمت الإشارة إلى أن نسبة Treynor هي نسبة مناسبة للتقييم أداء شركات الاستثمار ، كما أشار باحثون آخرون إلى أن نسبة sharb أيضا عيار ملائم يمكن اتخاذ به ، كما حصلت نسبة Sortino على المركز الثاني في تقييم أداء الشركات الاستثمارية مع وجود اختلاف بسيط بينهم .

2. Ch. Usha Rekha et al (2014) , Portfolio Performance Evaluation of Mutual Funds in India – A Study of Hybrid Growth Funds.

هدفت الدراسة إلى تقييم أداء المحفظة المختارة باستخدام صافي قيم الأصول والعائد وبيتا و الانحراف المعياري و المزيد و كذا استخدام طرق التقييم شارب و ترينور و سرتينو لفهم إذا كان هناك اختلاف بين عوائد النظام و العوائد المعيارية لتحديد حجم المخاطر الفريدة، حيث تبنت الدراسة المنهج الوصفي في تسليط الضوء على الجانب النظري و المنهج الإحصائي الرياضي في الجانب التطبيقي، وتوصلت النتائج إلى إن هناك فرق كبير بين عوائد النظام و العوائد المعيارية لكل من حقوق الملكية المختلطة و مراتب المخاطرة و عوائد أموال العينة المخاطرة الفردية كانت ضئيلة على العموم و أخيرا فأداء الصناديق الهجينة كان متوسطا خلال فترة الدراسة.

3. S M Rakibul Anwar et al (2016), Evaluation of Mutual Funds Performance in Bangladesh: Investors and Market Perspective (2016).

هدفت الدراسة إلى محاولة تقييم أداء 31 صندوق استثمار موجه نحو النمو و ذلك باستخدام مؤشرات التقييم شارب و ترينور و الفا جنسن وذلك على أساس صافي قيمة الأصول و سعر الإغلاق الأسبوعي ومقارنة بالعوائد المعيارية، اعتمدت على الأسلوب الوصفي التحليلي في الجانب النظري و الأسلوب القياسي لاستخدامها النماذج الإحصائية و الرياضية لدراسة متغيرات عينة الدراسة و أشارت نتائجها الإجمالية إلى أن الصناديق المشتركة في بنغلاديش تسير في نظام مشاكل لأنها تحقق عائدا سلبيا كبيرا من والى الأسفل مقارنة بعائد السوق. و تظهر النتائج أيضا تفوق بعض الصناديق في الأداء أي هذه الأموال لا تواجه مشاكل التنويع.

4. Abu Bakar Seddeke et al (2016), Evaluation of Portfolio Performance of the Investment Corporation of Bangladesh's Mutual Funds

هدفت هذه الدراسة إلى تطبيق المعرفة النظرية بالتمويل وتطبيق البيانات والمعلومات التي تم الحصول عليها من ICB والمصادر ذات الصلة لتقييم أداء الصناديق المشتركة لـ ICB حيث اعتمدت على المنهج الوصفي في جانب نظري و تحليلي إحصائي في الجانب التطبيقي، تشير النتائج الواردة في هذه الدراسة بوضوح إلى أنه لا تزال هناك العديد من أوجه القصور في إدارة المحافظ من قبل مديري المحافظ في ICB. على الرغم من وجود بعض أوجه القصور ، إلا أنه تم تضييق نطاق العمليات ونطاق الأنشطة مع إنشاء برنامج تطوير سوق رأس المال (CMDP).

5. بوزيد سارة و آخرون (2017)، دراسة معنونة ب: تقييم الأداء الاستثماري للمحفظة الاستثمارية وفق الإدارة الستاتيكية_دراسة حالة صندوق المؤشرات المتداولة في بورصة باريس.

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة مقارنة أداء كل من صندوق المؤشرات المتداولة ينشط على مستوى بورصة باريس LVC مع مؤشر مرجعي cac40 خلال فترة 2009_2016 وتوضيح إبعاد الإدارة الستاتيكية من الإدارات الحديثة للمحافظ الاستثمارية. اعتمدوا في هذه الدراسة على المنهج الوصفي لفهم الظاهرة المدروسة ومنهج دراسة حالة لمعالجة الإشكالية المطروحة، توصلت هذه الدراسة إلى أن الإدارة الستاتيكية تعمل على تجنب أي نوع من أنواع التحليل الاقتصادي فيما يتعلق بالأوراق المالية المكونة

للمحفظة وتركز على عدم مصارعة السوق. كما تعتمد على التوقع وهي تستعمل أنواع خاصة من الاستثمارات وعلى رأسها صناديق المؤشرات المتداولة، وقد بينت النتائج تقارب كبير بين أداء الصندوق المؤشرات المتداولة LVC مع أداء مؤشر الاسترشادي cac40(GR) .

6. Hossein Jahangirnia et al (2019) A New Efficient Metaheuristic Model for Stock Portfolio Management and its Performance Evaluation by Riskadjusted Methods.

جاءت هذه الدراسة للإجابة عن التساؤل التالي : كيف يتم تحسين المحفظة وجعلها محفظة مثلى نسبيا عن طريق النموذج الرئيسي "نموذج ماركويتز ؟ تم الاعتماد في هذه الدراسة على منهجين الوصفي من خلال الجانب النظري والمنهج التجريبي التحليلي من خلال النمذجة الرياضية والقياسية والمحاكاة . توصلت النتائج إلى أن الهدف الرئيسي للمحفظة هو اختيار أفضل مجمع للأصول والتي ستولد أعلى عائد متوقع في حين أن تأكد من درجة مرضية من المخاطر كما وضحت أنه يوجد طرق عديدة لحل مشكلة المحفظة وتحسينها بعدة طرق ونماذج لكن يبقى النموذج المعتمد والذي تم الإجماع عنه هو نموذج ماركويتز الذي يسعى دوما لتقليل المخاطر مع تعظيم العوائد .

7. دراسة برارمة ريمة (2019)، المعنونة ب: أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية "دراسة حالة بورصة باريس و لندن.

هدفت الدراسة إلى الإجابة على إشكالية ما إن كانت المالية السلوكية تؤثر على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية من خلال دراسة بورصتي لندن و باريس أو لا حيث اعتمدت على منهجين الوصفي والتحليلي لمعالجة الموضوع من الجانبين النظري و التطبيقي، وقد بينت النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة، أنه هناك علاقة ايجابية بين كل من أثر نهاية الأسبوع، أثر بداية و نهاية السنة، أثر القيمة الدفترية، أثر الحجم، أثر الارتدادات، أثر العاطفة للمستثمرين، وعوائد المحافظ الاستثمارية في كلا البورصتين، بينما هناك تأثير سلبي بين هذه المتغيرات و التقلبات المشروطة لعوائد محافظ البورصتين إضافة إلى وجود اثر الرافعة المالية.

المطلب الثالث : الفرق بين الدراسات السابقة و الدراسة الحالية.

يتضمن هذا الجزء مناقشة الدراسات السابقة من حيث الهدف، الأسلوب، عينة الدراسة، وكذا النتائج المتحصل عليها من جهة ومقارنتها بدراستنا الحالية من جهة أخرى.

☒ من حيث الهدف:

اتفقت معظم الدراسات على هدف مشترك وهو تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، في حين هدفت دراسة بلعزوز بن علي و آخرون (2016) في البحث عن فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية، كما هدفت دراسة جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون (2016) للبحث في تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى، و حاولت دراسة فداء محمد ديب السرميني (2018) تكوين محافظ استثمارية باستخدام البرمجة التربيعية، أما دراسة بن فريحة حسام (2021) فهدفت إلى بناء و تسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة الغير كاملة لأسواق رأس المال، ودراسة برارمة ريمة (2019)، عالجت أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية.

☒ من حيث عينة الدراسة:

اختلفت الدراسات السابقة من حيث عينات الدراسة، بحيث هناك من استعمل الجزائر كحالة دراسية، كدراسة بلعزوز بن علي و آخرون (2016)، وهناك من أسقط الدراسة على سوق عمان المالي كدراسة الياس خضير الحمدوني (2011)، في حين تناولت دراسة جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون (2016) سوق العراق للأوراق المالية، واستخدمت دراسة عبو عمر وآخرون (2017) السوق المالي السعودي كحالة دراسية، كما أن هناك من استخدم سوق دمشق للأوراق المالية كدراسة حالة مثل دراسة فداء محمد ديب السرميني (2018)، أما دراسة نعمان محصول و نور الدين (2018) تناولت بورصة عمان.

فيما تناولت باقي الدراسات المستعرضة عينة من أسواق مالية غير عربية على غرار السوق المالي الإيراني في دراسة (Amaneh Hasba et al (2011)، كما تطرقت دراسة بوزيد سارة وآخرون (2017) بورصة باريس بوزيد سارة و آخرون (2017)، وتناولت كل من دراسة S M (2016) Rakibul Anwar et al و دراسة (Abu Bakar Seddeke et al (2016) السوق المالي في بنغالديش، فيما تناولت دراسة (Ch. Usha Rekha et al (2014) سوق المالي في الهند، واسقطت دراسة برارمة ريمة (2019) الدراسة على بورصتي لندن وباريس.

✘ من حيث منهج وأسلوب الدراسة:

تباينت الدراسات السابقة من حيث طريقة معالجتها للموضوع حيث يمكننا تقسيمها على النحو التالي:
 ➤ الدراسات التي استخدمت أسلوب تقييم مزدوج: في هذا الصدد نذكر دراسة كل من Amaneh Hasba et al (2011) ودراسة (Ch. Usha Rekha et al (2014) حيث اعتمدت الدراسات على تقييم أداء المحفظة المختارة باستخدام صافي قيم الأصول والعائد وبيتا والانحراف المعياري و كذا استخدمت طرق التقييم شارب و ترينور، نفس الشيء بالنسبة لدراسة عبو عمر وآخرون (2017) كما اعتمدت دراسة (S M Rakibul Anwar et al (2016) مؤشرات التقييم شارب وترينور و الفا جنسن وفي نفس السياق جاءت دراسة الياس خضير الحمدوني (2011).

➤ الدراسات التي استخدمت أساليب قياسية تحليلية: ركزت دراسة (Hossein Jahangirnia et al (2019) على نموذج ماركويتز من خلال النمذجة الرياضية والقياسية والمحاكاة، وكذلك جاءت كل من دراسة برارمة ريمة (2019) ودراسة نعمان محصول و آخرون (2018) ودراسة فداء محمد ديب السرميني (2018) ودراسة جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون (2016) ودراسة بلعوز بن علي و آخرون (2016)

✘ من حيث النتائج المتوصل إليها:

اختلفت نتائج الدراسات السابقة وهذا نظرا لاختلاف أهدافها البحثية والأسلوب المعتمد للوصول إلى النتائج وكذا عينات الدراسة.

ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة:

اختلفت الدراسات السابقة العربية و الأجنبية، وهذا راجع للطريقة المعتمدة والهدف المراد تحقيقه في هذه الدراسات، وتبين لنا من خلال مناقشة واستعراض الدراسات السابقة، نشير إلى أن الدراسة الحالية تتفق مع الدراسات السابقة في موضوعها الرئيسي وهدفها العام إلا أنها تختلف عنها في عدة جوانب. بحيث تميزت دراستنا بأنها:

- ❖ تضمنت هذه الدراسة معالجة الإشكالية البحثية باستخدام عدة مؤشرات.
- ❖ لم تقتصر هذه الدراسة على مؤشر واحد بل تضمنت عدة مؤشرات للتشخيص بدقة ولتجنب تضارب في النتائج.
- ❖ تعددت أدوات هذه الدراسة من أجل جمع البيانات بدقة اكبر.
- ❖ اعتمدت دراستنا تقييم أداء الصناديق المختارة بالطريقة الحديثة والمعتمدة في القياس.

خاتمة الفصل:

مما سبق يمكننا القول أن المحفظة الاستثمارية هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم و السندات والمشتقات و الودائع و الأدونات و حسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية كالعقارات و المعادن النفيسة و كل ما يكرس للأغراض الاستثمارية و تحقيق الأرباح، حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعينة في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة.

تم تسليط الضوء من خلال هذا الفصل على التأصيل النظري والتطبيقي لنماذج تقييم الأداء والتي يعد من الضروري استخدامها في عملية تحليل العائد والمخاطرة باعتبارهما أساس هذا التقييم، سواء كانت هذه النماذج بسيطة أو مزدوجة على غرار (نموذج شارب، ترينور، ألفا جنسن) للحكم على أداء المحافظ المالية من جهة وأداء المدراء الماليين من جهة أخرى.

الفصل الثاني: دراسة حالة صناديق استثمارية لشركة
الراجحي المالية السعودية

مقدمة الفصل:

بعد التطرق في الجانب النظري إلى أهم مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وحتى لا تبقى دراستنا محصورة في الجانب النظري لابد من إسقاطها على أرض الواقع و تقييم أداء أحد المحافظ الاستثمارية ميدانيا وقد وقع اختيارنا على "شركة الراجحي المالية السعودية" حيث قمنا باختيار ثلاث صناديق استثمارية (محفظة للأسهم السعودية للدخل، محفظة النمو متعددة الأصول و محفظة المحافظ متعددة الأصول)، نسعى في هذا الفصل إلى دراسة وتحليل هذه المحافظ و تقييم أدائها .

ولقد اخترنا هذه الشركة من السوق المالي السعودي نظرا للميزات التي يوفرها لنا هذا السوق لتوفر المعلومات والمعطيات حول الوحدات المالية الناشطة فيه، وتميزه بإفصاح مالي عالي.

وركزنا خلال الدراسة على خمس سنوات الأخيرة تبعا للمعطيات الخاصة بتقييم الأداء المتوفرة.

و عليه تم تقسيم الفصل الثاني "دراسة حالة لعينة من محافظ الصناديق الاستثمارية لشركة الراجحي المالية السعودية إلى مبحثين بحيث تناولنا في المبحث الأول الطريقة و الأدوات المستعملة في هذه الدراسة، أما في المبحث الثاني تطرقنا إلى عرض و مناقشة النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستعملة.

لقد تطرقنا في الجانب النظري لمختلف الدراسات التي بحثت في موضوع تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، و سنقوم في هذا المبحث بتوضيح الطريقة المتبعة في الدراسة الميدانية والأدوات المستخدمة فيها ، حيث أنه من المهم في أي موضوع تحديد وبدقة الطريقة والأدوات المستعملة في الدراسة ، والتي يتم من خلالها الحصول على المعلومات المطلوبة للقيام بتحليل إحصائي ودراسة ميدانية و الوصول إلى نتائج وتفسيرها في ضوء أدبيات الدراسة المتعلقة بموضوع الدراسة.

المطلب الأول: طريقة الدراسة.

فيما يلي سنحاول استعراض طريقة الدراسة المتبعة في الجانب الميداني من دراستنا بدءا بمجتمع وعينة الدراسة، ثم طبيعة متغيرات الدراسة والأدوات المستعملة .

1. مجتمع وعينة الدراسة.

وحتى تحقق دراستنا الأهداف المبتغاة، كان علينا اختيار مجتمع وعينة الدراسة بدقة وبما يخدم موضوع بحثنا، ولقد وقع إختيارنا على شركة الراجحي المالية السعودية كمجتمع دراسة و اخترنا كعينة (محفظة للأسهم السعودية للدخل، محفظة النمو متعددة الأصول و محفظة المحافظ متعددة الأصول)، مسيرة من طرف هذه الشركة كعينة للدراسة ، واعتمدنا خمسة سنوات الأخيرة كفترة للدراسة.

2. طبيعة متغيرات الدراسة والأدوات المستعملة

بناءا على طبيعة المعلومات المراد الحصول عليها، تم الاعتماد على مصدرين للحصول على البيانات والمعلومات اللازمة:

1.2 البيانات الثانوية:

وهي المعلومات المتعلقة بالأدبيات الأساسية (النظرية والتطبيقية) من كتب و وبحوث، مجالات علمية ودراسات سابقة بالإضافة إلى الرسائل الجامعية والمواقع الالكترونية التي شملت موضوع الدراسة سواء باللغة العربية أو الأجنبية كانت.

2.2 البيانات الأولية:

لاستكمال الدراسة ومعالجة الجوانب التحليلية لموضوع الدراسة، اعتمدنا على المعطيات الأولية لمصرف الراجحي من موقع الالكتروني الرسمي للشركة.

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة.

أولاً سنقوم بالتعرف على شركة الراجحي المالية السعودية، سنحاول تحليل كيف يسير ويتعامل مع محافظه الاستثمارية والمؤشرات المعتمدة في ذلك مع التركيز على (محفظة الأسهم السعودية للدخل، محفظة النمو متعددة الأصول و محفظة المحافظ متعددة الأصول)، وتقييم أدائها عن طريق المؤشرات التقييم شارب، ترينور، جنسن.

وفيما يلي سنحاول تقديم أهم الأدوات التي اعتمدها:

- العائد: هو عبارة عن الزيادة المحققة أو الزيادة المتوقعة للمبلغ المستثمر ويتم حسابه وفق كل نوع من العائد، حيث تأخذ العوائد ثلاثة أشكال هي: العائد المحقق، العائد المتوقع والعائد المطلوب.¹
- المخاطرة: هي توقع الاختلاف بين العائد الفعلي المستلم والعائد المتوقع.²
- مؤشر شارب: تحسب نسبة شارب (شارب، 1966) علاوة المخاطر لمحفظة الاستثمار لكل وحدة من إجمالي مخاطر المحفظة. علاوة المخاطر، والمعروفة أيضاً باسم فائض العائد، هي عائد المحفظة مطروحاً منه معدل الفائدة الخالي من المخاطر كما تم قياسه من خلال عائد سندات الخزنة. إجمالي المخاطر هو الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.³
- مؤشر ترينور: تعكس نسبة Treynor أيضاً مقياساً معدلاً للمخاطر قريباً من نسبة Sharpe. تتيح نسبة Treynor حدوث مخاطر بيتا للمحفظة. هذا، بدلاً من الاحتمال الكلي، فإن المخاطر التي تستخدمها غير قابلة للتنوع.⁴
- مؤشر جنسن: على سبيل التعريف فإن مقياس ألفا جنسن أو مقياس جنسن هو مقياس أداء معدل حسب المخاطر يمثل متوسط العائد على المحفظة أو الاستثمار، أعلى أو أقل من المتوقع بواسطة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، مع اخذ بعين الاعتبار يستأ الاستثمار ومتوسط عائد السوق.⁵

¹ محفوظ بصيري، فريدة سليمان، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول المالية، دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة (2013-2017)، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، مجلد12، العدد 02، الصفحة 62.

² Qur anitasari, Nila firdausi Nuzula, Ari darmawan, critical analysis of sharpe, treynor and jensen methods in analyzing stock portfolio performance LQ_45 stock studies, university of brawijaya malang, indonesia, 2019, page 92.

³ Lalith P. Samarakoon, Tanweer hasan , Portfolio performance evaluation, Lee Alice: Encyclopedia of Finance chap34 Revise Proof , page 618

⁴ Mohammad Suleiman, Mohammad Jaradat, evaluation the performance of the financial Portfolio: evidence from emerging stock exchange market, Ajloun National University, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Volume 25, Issue 3, 2021, Jordan, page 8.

⁵ Le tan phuoc, jensen's alpha estimation in capital asset pricing model, journal of asian finance, economics and business, vol 5, no 3, 2018 , page 19.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتواصل إليها

المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة

عرض نتائج محافظ صناديق الراجحي (محفظة الأسهم السعودية للدخل، محفظة النمو متعددة الأصول ومحفظة المحافظ متعددة الأصول)، و مؤشرات تقييم أدائها التي تعتمد على إدارة الشركة والتي تمكننا من دراستها وفهمها.

1. وصف بيانات الدراسة

1.1 تعريف الشركة:¹

تأسس مصرف الراجحي عام 1957 ، وهو أحد أكبر البنوك في العالم بإجمالي أصول يبلغ 710 مليار ريال سعودي، ورأس مال مدفوع 40 مليار ريال سعودي (10.66 مليار دولار أمريكي) وقاعدة موظفين تزيد عن 9,300 موظف/موظفة. يمتلك مصرف الراجحي شبكة واسعة من أكثر من 515 فرعاً، وأكثر من 152 فرعاً مخصصاً للسيدات، وأكثر من 4,824 جهاز صراف آلي و373,046 جهاز نقاط بيع مع التجار وأكبر قاعدة عملاء لأي بنك في المملكة.

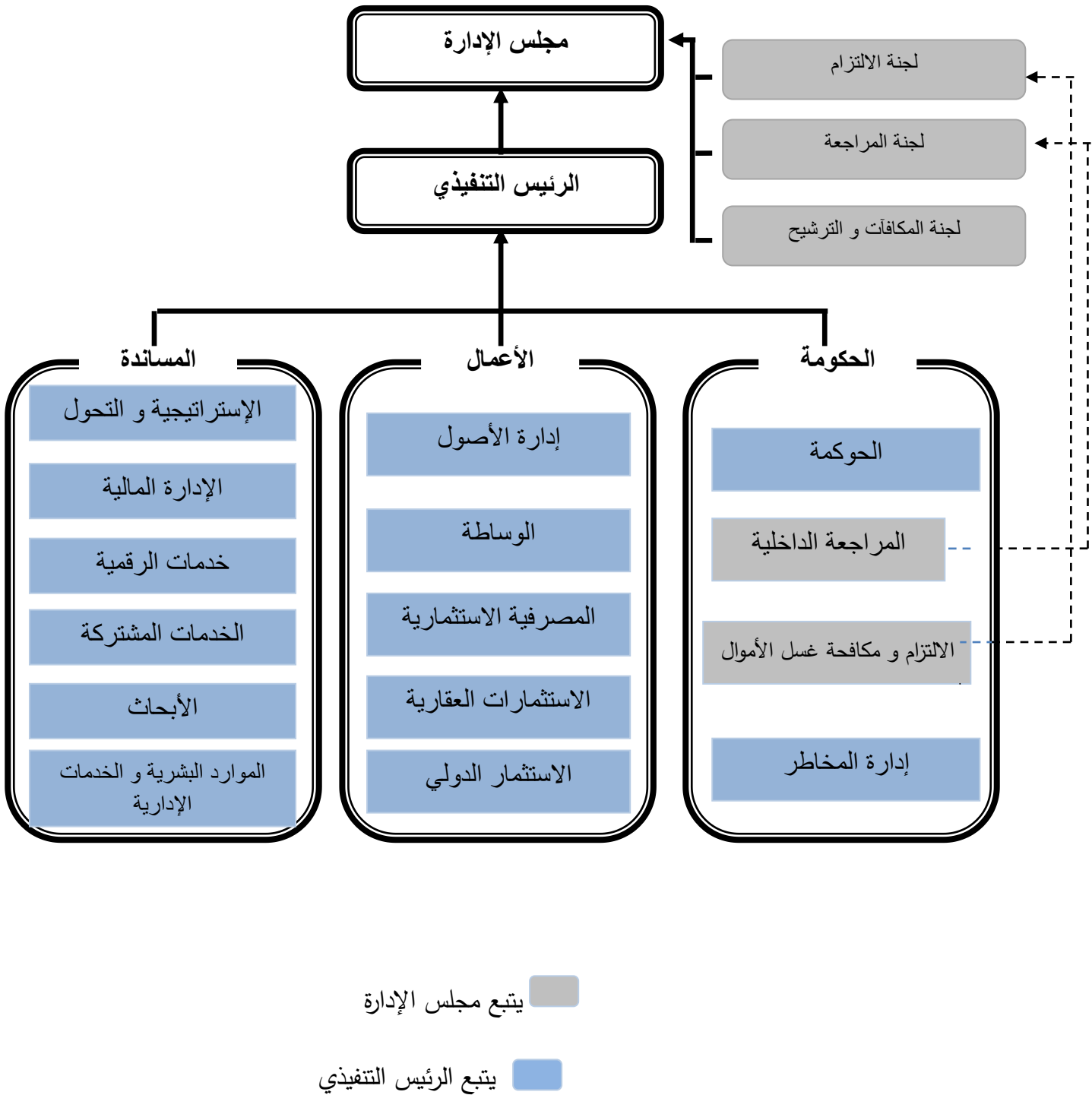
يلتزم مصرف الراجحي لمبادئ الأحكام الشرعية ومراعاتها في جميع معاملاته المصرفية، ولتحقيق ذلك تم إنشاء هيئة شرعية مستقلة معتمدة من الجمعية العامة تشرف على جميع تعاملات المصرف ومراقبتها، والتي تعد إحدى أهم معايير الجودة التي حرص عليها المصرف في منتجاته وخدماته المقدمة لعملائه. وتشمل المبادئ الشرعية للمصرف ما يلي:

- تطبيق قرارات الهيئة الشرعية على جميع أجهزة المصرف وإداراته.
- تهدف الهيئة الشرعية إلى الإشراف على جميع معاملات المصرف الدولية والمحلية وفق أحكام الشريعة.
- تنفيذ قرارات الهيئة الشرعية ترجع تحت نطاق مسؤولية الإدارات التنفيذية على مختلف مستوياتها.
- لا يقدم أي منتج أو خدمة إلا بعد مراجعة من الهيئة الشرعية، شاملاً الاتفاقيات، والنماذج، والعقود، وغيرها حيث بلغ عدد قرارات الهيئة الشرعية منذ نشأتها 1216 قراراً.

¹ <https://www.alrajhibank.com.sa/About-alrajhi-bank-> 15/02/2023- 18:53

- يُمنع مخالفة أي قرار من قرارات الهيئة الشرعية
- تتم مخالفة من لم يلتزم بقرارات الهيئة الشرعية كتقديم منتج أو خدمة دون موافقتها.
- العمل على تطوير الصيغ والعقود بما يحافظ على سلامة التعاملات المصرفية من الناحية الشرعية.
- نشر الوعي الإسلامي في الأعمال المصرفية والاستثمارية بالوسائل المناسبة.
- تتم مراقبة أعمال المصرف من الناحية الشرعية ومتابعة تنفيذ قراراتها من قبل جهاز إدارة الرقابة الشرعية المرتبط بالهيئة، وما تراه الهيئة ممن يصلح لهذه المهمة.
- العناية باختيار العاملين في المصرف والاهتمام المستمر بالتدريب الشرعي لمنسوبي المصرف.
- العمل بما يضمن سلامة تطبيق القرارات الشرعية ويسهل الرقابة عليها.

الشكل (1.2): الهيكل التنظيمي لشركة الراجحي المالية.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على موقع الشركة [https://www.alrajhi-](https://www.alrajhi-capital.com/about-us/about-us-organizational-chart)

[capital.com/about-us/about-us-organizational-chart](https://www.alrajhi-capital.com/about-us/about-us-organizational-chart)

2.1 التعريف بمحافظ الصناديق الاستثمارية

- محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل:¹

صندوق مفتوح غير محدد المدة وقد بدأ الصندوق في استلام الاشتراكات بتاريخ 1437/04/15 الموافق 2016/01/25 م. وبدأ التشغيل بتاريخ 1437/04/16 الموافق 2016/01/26 م . يعتبر هذا الصندوق من الصناديق المفتوحة المدة وليس هناك يوم محدد لتصفيته ومع ذلك فإنه سيكون لمدير الصندوق الحق في تصفية الصندوق بالكامل، إذا أصبح جلياً إن حجم أصول الصندوق لا يبرر الاستمرار في إدارته بطريقة عملية وملائمة ومجدية من التنحية الاقتصادية أو بسبب حدوث بعض التغييرات في الأنظمة التي تحكم إدارة الصندوق .

- عدد مرات التوزيع: تستحق التوزيعات النقدية إن وجدت في آخر يوم تقويمي من شهري ابريل وأكتوبر من الأرباح المستلمة من الشركات المستثمر بها والأرباح الرأسمالية المحققة أو إحداهما.

- حجم محفظة الصندوق (قبل خصم المصاريف): **241,517,414.08 ريال سعودي**.

- الهدف: تحقيق نمو مستمر في رأس المال من خلال توفير قدر معقول من العائد والسيولة المتحققة من استثمارات تجارية قصيرة الأجل تقيم بالدولار الأمريكي وتنفذ وفق المعايير الشرعية المقررة من الهيئة الشرعية للراجحي المالية.

¹[file:///C:/Users/alal/Downloads/11%20Al%20Rajhi%20Multi%20Asset%20Balanced%20Fund%20%20Q4%20%202022%20Final%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/alal/Downloads/11%20Al%20Rajhi%20Multi%20Asset%20Balanced%20Fund%20%20Q4%20%202022%20Final%20(2).pdf) -15/02/2023- 19 :24.

الجدول (1.2): تقسيم الحصص (نسبة إجمالي صافي الأصول) محفظة صندوق الدخل للأسهم السعودية.

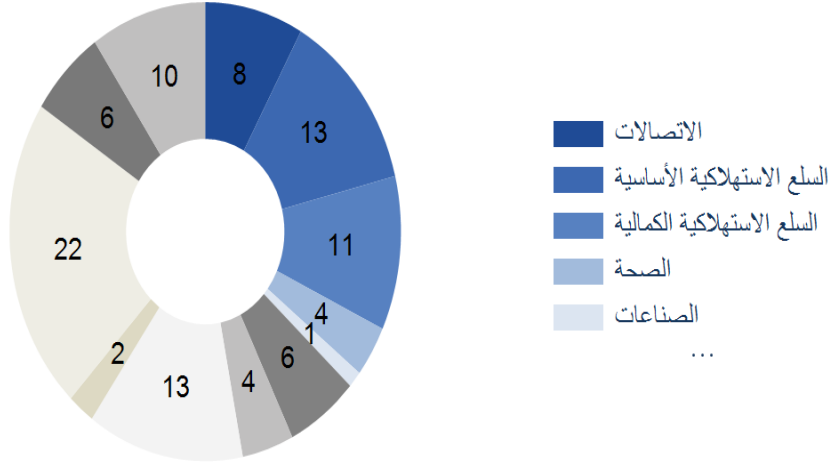
نسبة إجمالي صافي الأصول	تقسيم الحصص
8	الاتصالات
13	السلع الاستهلاكية الأساسية
11	السلع الاستهلاكية الكمالية
4	الصحة
63	الصناعات

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الربع السنوي 2022 للصندوق.

نلاحظ من خلال الجدول (1.2) أن محفظة الصندوق تتكون من أسهم مختلفة المجالات في المملكة العربية السعودية، بحيث أخذت الاتصالات حصة 8% من نسبة إجمالي صافي الأصول، أما السلع الاستهلاكية الأساسية والكمالية أخذت نسبة 24%، من هذه الخيرة أما الصناعات أخذت الحيز الأكبر من هذه النسبة قدرت بـ 63%.

والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (2.2): تقسيم الحصص (نسبة إجمالي صافي الأصول) محفظة صندوق الدخل للأسهم السعودية.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الربع السنوي 2022.

الجدول (2.2): خصائص محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.

معلومات أساسية عن الصندوق	
صندوق أسهم مفتوحة	نوع الصندوق
المملكة العربية السعودية.	مقر الصندوق
عالي .	مستوى المخاطرة
الريال السعودي.	عملة الصندوق
مؤشر ستاندرد اند بورد للأسهم السعودية ذات التوزيعات النقدية المطابق للشريعة الإسلامية	المؤشر الاسترشادي
15 بتاريخ/04/1431 الموافق 2016/01/25	تاريخ التأسيس

المصرح لهم بالاشتراك بالصندوق	أي شخص طبيعي أو اعتباري تقر له أنظمة المملكة بهذه الصفة .
-------------------------------	---

رسوم الاشتراك	بحد أقصى 2% من مبلغ الاشتراك.
رسوم الإدارة	1.75% سنويا
أتعاب الأداء	لا يوجد.
الحد الأدنى للاشتراك	5.000 ريال سعودي.
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	2.000 ريال سعودي.
الحد الأدنى للاسترداد	2.000 ريال سعودي.
أيام التعامل	الأحد و الأربعاء
موعد دفع قيمة الوحدات المستردة	يدفع المالك الوحدات عوائد الاسترداد المناسبة قبل إقفال العمل في اليوم الخامس التالي لنقطة التقويم التي تم فيها تحديد سعر الاسترداد، أو الوقت الذي تكون فيه جميع الوسائل والتراخيص (إن وجد) المناسبة لتحويل الوحدات المتوافرة لدى مدير الصندوق، أيهما يأتي لاحقا .
سعر الوحدة عند الإصدار	10 ريال سعودي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقرير الربع السنوي 2022.

• محفظة صندوق الراجحي النمو متعدد الأصول:¹

بدأ الصندوق عمله في 9 شعبان 1419 هـ الموافق 28 نوفمبر 1998 م. ويعتبر هذا الصندوق من الصناديق المفتوحة المدة و ليس هناك يوم محدد لتصفيته، ومع ذلك فانه سيكون لمدير الصندوق الحق في تصفيته بالكامل، إذا أصبح جليا أن حجم أصول الصندوق لا يبرر الاستمرار

¹[file:///C:/Users/alal/Downloads/12%20Al%20Rajhi%20Multi%20Asset%20Growth%20Fund%20%20Q4%20%202022%20Final%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/alal/Downloads/12%20Al%20Rajhi%20Multi%20Asset%20Growth%20Fund%20%20Q4%20%202022%20Final%20(2).pdf) -17/02/2023-18 :48.

في إدارته بطريقة عملية ملائمة و مجدية من الناحية الاقتصادية أو بسبب حدوث بعض التغييرات في الأنظمة التي تحكم إدارة الصندوق.

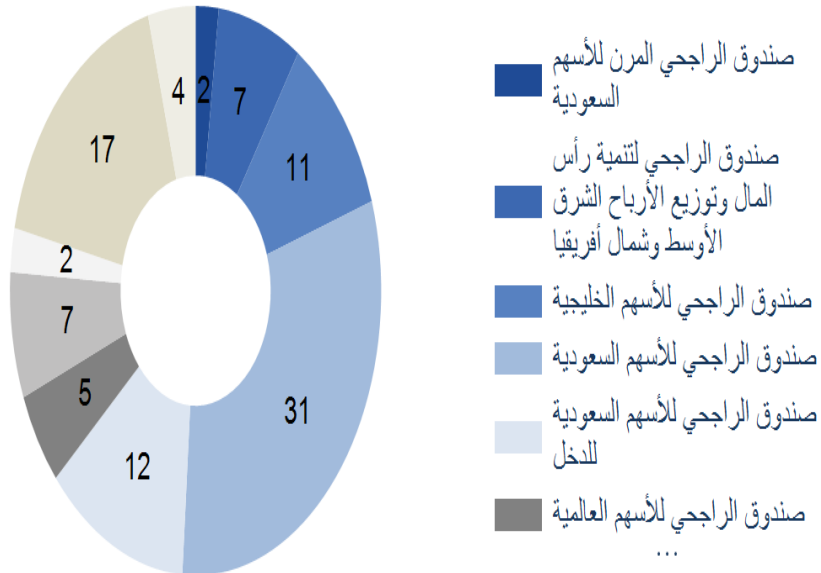
- عدد مرات التوزيع: لن يقوم الصندوق بتوزيع أي أرباح أو توزيعات نقدية على المستثمرين و سيقوم بإعادة استثمار الأرباح الموزعة في الصندوق.
 - حجم محفظة الصندوق (قبل خصم المصاريف): 237.403.079.62 ريال سعودي.
 - الهدف: يهدف إلى تحقيق نمو طويل الأجل لرأس المال من خلال الاستثمار في وحدات مجموعة مختارة من صناديق الأسهم والسلع المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حيث يستثمر هذا الصندوق حصريا في صناديق الراجحي، ويوفر الصندوق السيولة للمستثمرين.
- الجدول (3.2): تقسيم الحصص (نسبة إجمالي صافي الأصول) محفظة صندوق النمو متعدد الأصول.

نسبة إجمالي صافي الأصول	تقسيم الحصص
31.22	صندوق الراجحي للأسهم السعودية
17.33	صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع-ريال سعودي
12.44	صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل
7.30	صندوق الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح الشرق الأوسط وشمال افريقيا
7.15	صندوق الراجحي للصكوك
5.32	صندوق الراجحي للأسهم العالمية
5.31	صندوق الراجحي للأسهم الخليجية
4.13	صندوق الراجحي لمؤشر أم أس أي للأسهم السعودية
2.50	صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع-دولار أمريكي
2.00	صندوق الراجحي المرن للأسهم السعودية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الربع السنوي 2022 للصندوق.

نلاحظ من خلال الجدول أن الحصص الأكبر من إجمالي صافي الأصول تأخذها استثمارات محافظ الصناديق الراجحي للأسهم (العالمية و الخليجية، الشرق الأوسط وشمال إفريقيا) بنسبة 47%، إضافة إلى الاستثمار داخل محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل بنسبة 12.44%. والشكل (3.2) يوضح لنا ذلك:

الشكل (3.2): تقسيم الحصص (نسبة إجمالي صافي الأصول) محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول .



المصدر: تقرير الربع السنوي 2022.

الجدول (4.2): خصائص محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.

معلومات أساسية عن الصندوق	
مفتوح.	نوع الصندوق
المملكة العربية السعودية.	مقر الصندوق
متوسطة.	مستوى المخاطرة
الريال السعودي.	عملة الصندوق
40% سايبور (3شهور) 30% مؤشر داو جونز لأسواق الأسهم الإسلامية. 6% مؤشر ستاندرز آند بورز لأسواق الأسهم الخليجية المتوافقة مع الضوابط الشرعية. 24% مؤشر ستاندرز آند بورز لأسواق الأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط .	المؤشر القياسي
باشر الصندوق عمله في 9 شعبان 1419هـ الموافق 28 نوفمبر 1998م.	تاريخ التأسيس
1 دولار أمريكي و التي تعادل 3.75 ريال سعودي.	سعر الوحدة عند الطرح
بحد أقصى 2% من مبلغ الاشتراك.	رسم الاشتراك
لا يوجد.	أتعاب الإدارة
لا يوجد.	أتعاب الأداء
7.500 ريال سعودي.	الحد الأدنى للاشتراك
3.750 ريال سعودي.	الحد الأدنى للاشتراك الإضافي
3.750 ريال سعودي.	الحد الأدنى للاسترداد
من الأحد إلى الخميس	أيام التقويم
الساعة خامسة عصرا في يوم ما قبل يوم التعامل.	آخر موعد لاستلام طلب الاشتراك

و الاسترداد	
موعد الإعلان و السداد	اليوم التالي ليوم التعامل

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الربع السنوي 2022.

• **محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول:**

صندوق مفتوح غير محدد المدة و قد بدأ عمله في 1432/08/01 هـ الموافق 2011/07/02 م. يعتبر هذا الصندوق من الصناديق المفتوحة المدة و ليس هناك يوم محدد لتصفيته، ومع ذلك فإنه سيكون لمدير الصندوق الحق في تصفيته بالكامل، إذا أصبح جلياً أن حجم أصول الصندوق لا يبرر الاستمرار في إدارته بطريقة عملية ملائمة و مجدية من الناحية الاقتصادية أو بسبب حدوث بعض التغييرات في الأنظمة التي تحكم إدارة الصندوق.

- عدد مرات التوزيع: لن يقوم الصندوق بتوزيع أي أرباح أو توزيعات نقدية على المستثمرين وسيقوم بإعادة استثمار الأرباح الموزعة في الصندوق.
- حجم الصندوق (قبل خصم المصاريف): 89.654.429.52 ريال سعودي.
- الهدف: يهدف لتحقيق زيادة رأس المال بما يتناسب مع مستوى المخاطر المحددة للصندوق من خلال الاستثمار في صناديق الأسهم والسلع.

جدول (5.2): تقسيم الحصص (نسبة إجمالي الأصول) محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد

الأصول.

نسبة إجمالي صافي الأصول	تقسيم الحصص
42.10	صندوق الراجحي للمضاربة بالبيضائع-ريال سعودي
38.26	صندوق الراجحي للمضاربة بالبيضائع-دولار أمريكي
10.34	صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل
6.95	صندوق الراجحي للصكوك
2.02	صندوق الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

0.33	صندوق الراجحي لمؤشر أم أس أي للأسهم السعودية
------	--

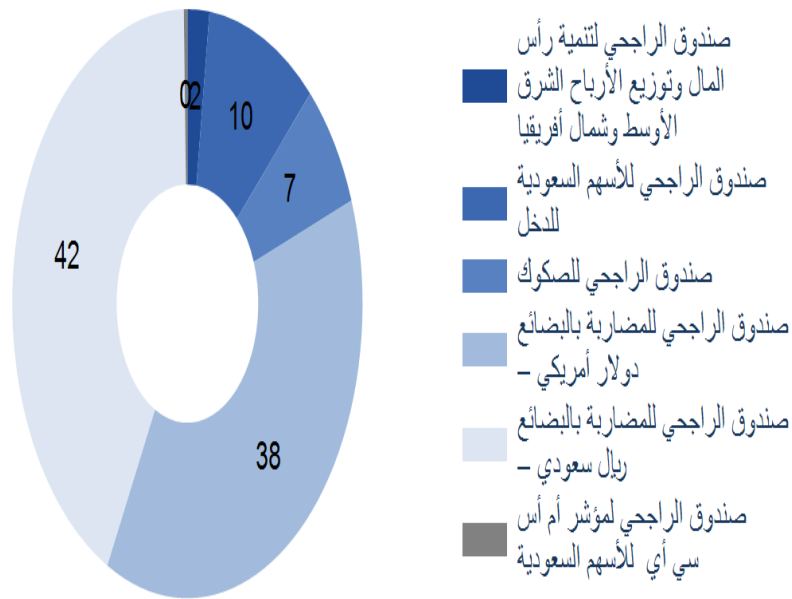
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الربع السنوي 2022

نلاحظ من خلال الجدول (5.2) أن أكبر حصة من إجمالي صافي الأصول موجهة نحو المضاربة بالبضائع بالريال السعودي والدولار الأمريكي بنسبة 80.36%، بالإضافة إلى الاستثمار داخل محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل بنسبة 10.34%.

والشكل (4.2) الآتي يوضح ذلك:

الشكل (4.2): تقسيم الحصص (نسبة إجمالي الأصول) محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد

الأصول.



المصدر: تقرير الربع السنوي 2022.

جدول (6.2): خصائص محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.

معلومات أساسية عن الصندوق	
مفتوح.	نوع الصندوق
المملكة العربية السعودية.	مقر الصندوق
منخفض.	مستوى المخاطرة
الريال السعودي.	عملة الصندوق
85% سايبور (3 شهور) 6% مؤشر داو جونز لأسواق الأسهم الإسلامية. 3% مؤشر ستاندرز أند بورز لأسواق الأسهم الخليجية المتوافقة مع الضوابط الشرعية. 6% مؤشر ستاندرز أند بورز لأسواق الأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط	المؤشر القياسي
باشر الصندوق عمله في 1 شعبان 1432هـ الموافق 2 يوليو 2011م.	تاريخ التأسيس
1 دولار أمريكي و التي تعادل 3.75 ريال سعودي.	سعر الوحدة عند الطرح
بعد أقصى 1% من مبلغ الاشتراك.	رسم الاشتراك
لا يوجد.	أتعاب الإدارة
لا يوجد.	أتعاب الأداء
7.500 ريال سعودي.	الحد الأدنى للاشتراك
3.750 ريال سعودي.	الحد الأدنى للاشتراك الإضافي
3.750 ريال سعودي.	الحد الأدنى للاسترداد
من الأحد إلى الخميس	أيام التقويم
الساعة خامسة عصرا في يوم ما قبل يوم التعامل.	آخر موعد لاستلام طلب الاشتراك و الاسترداد
اليوم التالي ليوم التعامل	موعد الإعلان و السداد

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير الربع السنوي 2022.

3.1 سجل أداء محافظ الصناديق الدراسة:

سننتاول فيما يلي سجلات أداء محافظ عينة الدراسة تباعا:

✓ سجل أداء محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل:

الجدول (7.2) العائد الإجمالي السنوي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.

العوائد السنوية	2022	2021	2020	2019	2018	2017
الصندوق	0.43	34.23	20.13	9.24	11.53	4.93
المؤشر	-6.67	18.89	11.90	14.48	13.27	2.98

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي 2022.

تبين لنا من خلال الجدول (7.2) أن أداء المحفظة متذبذب، لكنه جيد مقارنة بالمؤشر خلال السنوات 2017، 2020، 2021، 2022. على عكس السنتين 2018، 2019 كان أداء المؤشر مرتفع على أداء الصندوق.

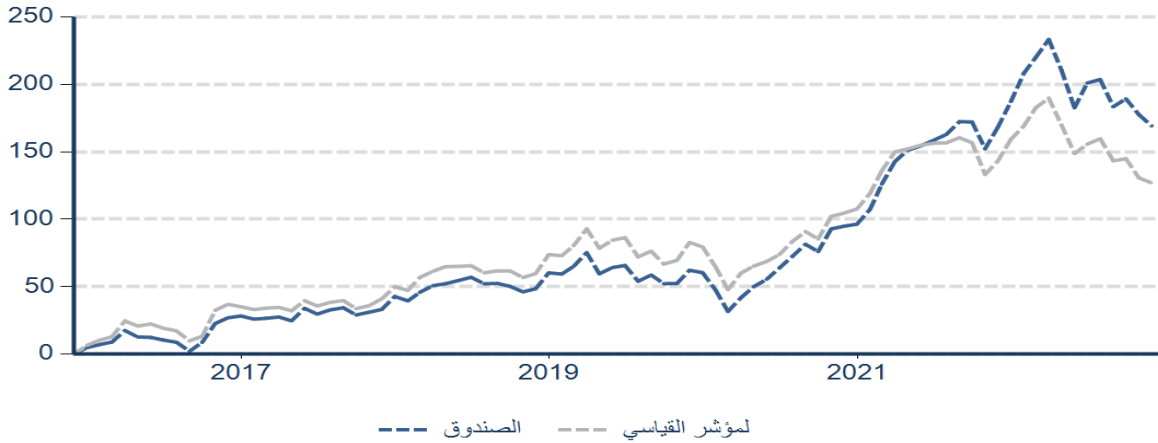
الجدول (8.2): العائد التراكمي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.

السنوات	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات
العوائد			
عائد الصندوق	34.23	80.63	111.39
المؤشر الاسترشادي (المتوقع)	18.89	52.30	77.65
الفرق	15.34	28.33	33.74

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي 2022.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول السابق:

- أداء المحفظة موجب مقارنة بالمؤشر الاسترشادي حيث أنه كان الفرق كبير نوعاً ما خلال فترة الدراسة.
- ويمكن توضيح ذلك برسم بياني :
- الشكل (5.2): رسم بياني لأداء محفظة الصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.



المصدر: بيان الربع الرابع لسنة 2022 للصندوق.

✓ سجل أداء محفظة الصندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول:

الجدول (9.2): العائد الإجمالي السنوي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.

العوائد السنوية	2017	2018	2019	2020	2021	2022
الصندوق	6.68	1.86	13.68	12.13	22.20	-6.58
المؤشر	9.60	2.43	13.67	12.54	16.66	-7.75

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي 2022.

نلاحظ من خلال الجدول (9.2) أن أداء المحفظة خلال سنوات الدراسة مقارنة بأداء المؤشر كانت سالبة لكن متقاربة خلال فترة الدراسة.

الجدول (10.2): العائد التراكمي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لصندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.

العوائد	السنوات	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات
عائد الصندوق	22.20	55.76	69.25	
المؤشر الاسترشادي(المتوقع)	16.66	49.23	67.54	
الفرق	5.54	6.53	1.71	

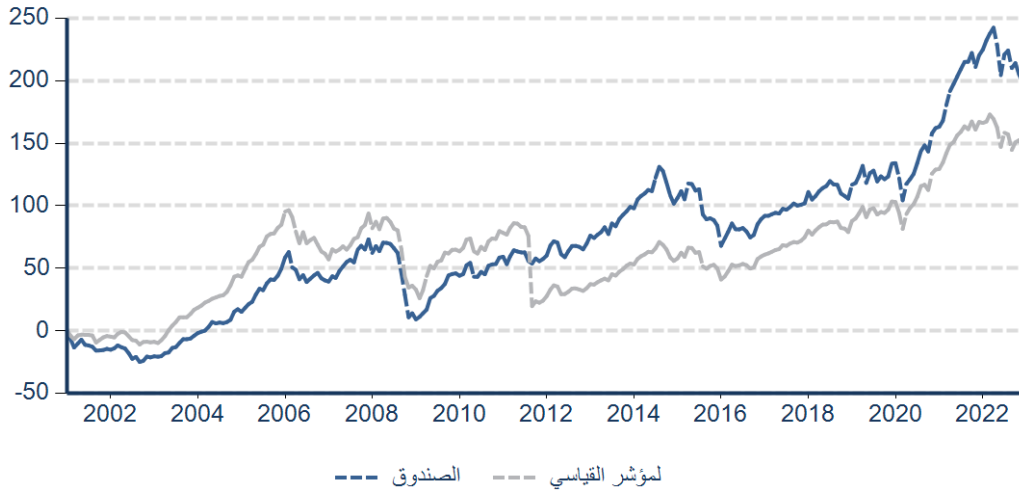
المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على التقرير السنوي 2022.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول السابق:

- أداء المحفظة موجب مقارنة بالمؤشر الاسترشادي حيث أنه شهد صعودا جيدا في فترة الثلاث سنوات مقارنة بفترة الخمس سنوات.

- ويمكن توضيح ذلك برسم بياني:

الشكل (6.2): رسم بياني لأداء محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.



المصدر: بيان الربع الرابع لسنة 2022 للصندوق.

✓ سجل أداء محفظة الصندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول:

الجدول (11.2): العائد الإجمالي السنوي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظة

صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.

العوائد السنوية	2017	2018	2019	2020	2021	2022
الصندوق	2.56	1.94	5.44	3.84	5.06	0.88
المؤشر	3.39	2.79	5.10	3.82	4.80	0.92

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي 2022.

تبين لنا من خلال الجدول (11.2) أن أداء المحفظة خلال هذه الفترة متذبذب ولكن بنسب متقاربة مقارنة بأداء المؤشر.

الجدول (12.2): العائد التراكمي يغطي سنة واحدة، ثلاث سنوات، و خمس سنوات لمحفظه صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.

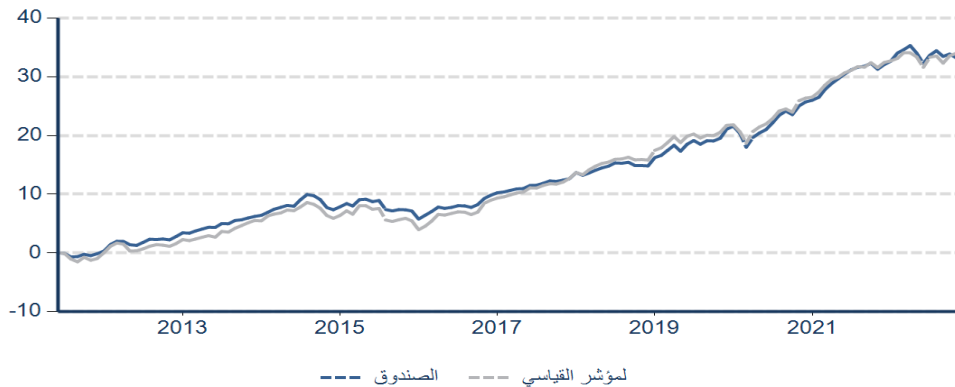
العوائد	السنوات	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات
عائد الصندوق		5.06	15.03	20.26
المؤشر الاسترشادي (المتوقع)		4.80	14.35	21.53
الفرق		0.26	0.68	-1.27

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على التقرير السنوي 2022.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول السابق:

- أداء المحفظة موجب و متقارب مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال فترة الثلاث سنوات و سنة واحدة مقارنة بفترة الخمس سنوات التي شهدت فرق سالب بين العائد المحقق و المؤشر الاسترشادي.
- ويمكن توضيح ذلك برسم بياني:

الشكل (10.2): رسم بياني لأداء محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.



المصدر: بيان الربع الرابع لسنة 2022 للصندوق.

4.1 عائد ومخاطر محافظ الصناديق الاستثمارية المدروسة:

▪ عائد ومخاطرة محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول:

الجدول (13.2): عائد ومخاطرة محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.

محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول			
معامل بيتا	الانحراف المعياري	العائد	العائد و المخاطر السنوات
1.12	11.01	8.18	خمس سنوات
1.07	11.88	8.57	ثلاث سنوات
1.03	11.94	-6.61	سنة واحدة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي 2022.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول السابق:

يظهر أن أكبر قيمة انحراف معياري سجلت في سنة 2022 بقيمة 11.94 مع عائد سالب بـ -6.61 مقارنة مع فترة الدراسة أما بالنسبة لأصغر قيمة سجلت في 2017 بـ 11.01 في حين أكبر عائد حقق و بقيمة 8.57 كان في سنة 2019.

▪ عائد ومخاطرة محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل:

الجدول (14.2): عائد ومخاطرة محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.

محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل			
معامل بيتا	الانحراف المعياري	العائد	العائد و المخاطر السنوات
1.00	17.23	15.13	خمس سنوات
1.05	18.80	18.42	ثلاث سنوات
1.11	19.53	0.43	سنة واحدة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي 2022.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول السابق: المخاطر المرتبطة بالمحفظة تتزايد خلال الزمن بتزايد الانحراف المعياري حيث بلغ 19.53% في سنة 2022 و هي اكبر نسبة خلال فترة الدراسة مع معدل عائد ضئيل جدا بقيمة 0.43 مقارنة بسنوات الأخرى حيث كنت مخاطرها و عوائدها متقاربة مع بعضها.

▪ عائد ومخاطرة محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول:

الجدول (15.2): عائد ومخاطرة محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.

محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول			
معامل بيتا	الانحراف المعياري	العائد	العائد و المخاطر السنوات
0.95	2.33	3.42	خمس سنوات
0.94	2.60	3.25	ثلاث سنوات
0.83	2.59	0.89	سنة واحدة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي 2022.

ما يمكن ملاحظته من الجدول السابق:

سجلت أكبر قيمة للانحراف المعياري في سنة 2017 بقيمة 2.60 ثم تليها 2.59 في سنة 2022 ثم 2.33 في سنة 2017 و هنا نلاحظ أن القيمة بقية متقاربة مع بعضها البعض نوعا ما مع عائدات جيدة بـ 3.42، 3.25، على التوالي لسنتين 2017 و 2019 في حين حققت أصغر قيمة عائد في سنة 2022 مقارنة مع الانحراف المعياري.

▪ أما معامل بيتا نلاحظ أنه متذبذب خلال سنوات الدراسة بنسب صغيرة و متقاربة لصناديق الثلاث حيث كان يساوي أو يفوق 1 بالنسبة لمحفظة الصندوقين الراجحي للأسهم السعودية للدخل و الراجحي للنمو متعدد الأصول و اقل من 1 بالنسبة لصندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.

2. طرق و أساليب قياس أداء محافظ الصناديق الاستثمارية:

• استخدام الأسلوب المزدوج في تقييم أداء محافظ الصناديق الاستثمارية:

من أهم المقاييس التي تتدرج ضمن الأسلوب المزدوج هي مقياس شارب، ترينور، جنسن التي تقوم على فكرة ترجيح عوائد محافظ صناديق الاستثمارية بالمخاطر المنطوية على تحقيق تلك العوائد، وذلك حتى يتم الحكم بصورة أكثر واقعية على أداء محافظ الصناديق ككل.

يوضح الجدول التالي استخدام المقاييس السابقة في تقييم أداء محافظ الصناديق الاستثمارية قيد الدراسة لسنة 2022.

➤ تطبيق مؤشر ترينور على محافظ الصناديق لفترة الدراسة:

يقيس علاوة مخاطر المحفظة إلى المخاطر المنتظمة (المقاسة بمعامل بيتا) نقوم في هذا العنصر بحساب مؤشر ترينور لكل صندوق، يمكن حساب قيمة مؤشر ترينور على النحو التالي:¹

$$Tn = \frac{Rn - Rf}{\beta m}$$

نختصر النتائج بتحديدتها من خلال الجدول التالي:

الجدول(16.2): تقييم أداء محافظ صناديق الدراسة وفق مقياس ترينور.

مؤشر ترينور Tn	معامل بيتا βm	علاوة الخطر $Rn - Rf$	الأداء محافظ الصناديق
-5.91	1.03	-6.08	محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول
2.11	1.11	2.34	محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل
1.09	0.83	0.9	محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على جدول العائد و المخاطرة.

¹ Mojtaba Sedighi, Hossein Jahangirnia, Mohsen Gharakhani, A New Efficient Metaheuristic Model for Stock Portfolio Management and its Performance Evaluation by Risk-adjusted Methods, International Journal of Finance and Managerial Accounting, Vol.3, No.12, 2019, page 72.

بالتطبيق على المحافظ الثلاثة يمكن ملاحظة:

- **محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول:** العائد الإضافي الذي حققه محفظة الصندوق خلال سنة 2022 من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ 5.91 - و هذا يشير إلى انخفاض ربحية السوق المرجحة بالمخاطرة.
 - **محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل:** العائد الإضافي الذي استطاع سوق محافظ صناديق الاستثمار تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة 2.11 هذا يشير إلى ارتفاع ربحية السوق المرجحة بالمخاطرة.
 - **محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول:** حققت محفظة الصندوق خلال سنة 2022 من كل وحدة مخاطر منتظمة عائداً إضافياً قدر بـ 1.09.
- **تطبيق مؤشر شارب على محافظ الصناديق لفترة الدراسة:**

هو مقياس يأخذ بعين الاعتبار المخاطر الكلية التي تقاس بالانحراف المعياري، وفي ضوء التقديرات لكل من علاوة الخطر و الانحراف المعياري. يمكن حساب قيمة مؤشر شارب على النحو التالي¹:

$$SR = \frac{Rp - Rf}{\delta_p}$$

نختصر النتائج من خلال الجدول التالي:

الجدول (17.2): تقييم أداء محافظ صناديق الدراسة وفق مقياس شارب.

مؤشر شارب SR	الانحراف المعياري δ_p	علاوة الخطر	الأداء محافظ الصناديق
0.51-	11.94	-6.08	محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول
0.12	19.53	2.34	محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل
0.35	2.59	0.9	محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على جدول العائد و المخاطرة.

¹ Reza Tehrani, Hamed Ahmadinia, Amaneh Hasbaei, Analyzing performance of investment companies listed in the Tehran stock exchange by selected ratios and measures, African Journal of Business Management, Volume 5(17), 4 September, 2011, page 7432.

ما يمكن ملاحظته من الجدول:

- **محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول:** لدينا الانحراف المعياري مقدر بـ 11.94 وعلاوة الخطر قدرت بـ 6.08- بالتطبيق علاقة شارب نجد العائد الإضافي من كل وحدة مخاطرة كلية التي تحملها محفظة الصندوق خلال فترة سنة 2022 أشار بسالب بـ 0.51- وحدة عائد.
- **محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل:** لدينا الانحراف المعياري مقدر بـ 19.53 وعلاوة الخطر قدرت بـ 2.34 بالتطبيق علاقة شارب نجد العائد الإضافي من كل وحدة مخاطرة كلية التي تحملها محفظة الصندوق خلال فترة سنة 2022 قدر بـ 0.12 وحدة عائد.
- **محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول:** لدينا الانحراف المعياري مقدر بـ 2.59 وعلاوة الخطر قدرت بـ 0.906 بالتطبيق علاقة شارب نجد العائد الإضافي من كل وحدة مخاطرة كلية التي تحملها محفظة الصندوق خلال فترة سنة 2022 قدر بـ 0.35 وحدة عائد.

➤ تطبيق مؤشر جنسن على محافظ الصناديق لفترة الدراسة:

و هو عبارة عن فرق بين مقدارين المقدار الأول و هو العائد الإضافي أما المقدار الثاني فهو علاوة خطر السوق.

ويحسب بالعلاقة الآتية:¹

$$\alpha = (R(i)-R(f)) + \beta(R(m)-R(f))$$

والجدول التالي يلخص النتائج المتوصل إليها:

الجدول (18.2): تقييم أداء محافظ صناديق الدراسة وفق مقياس الفا جنسن.

مؤشر الفا جنسن	علاوة الخطر * معامل بيتا $\beta(R(m)-R(f))$	علاوة الخطر $R(i)-R(f)$	الأداء محافظ الصناديق
1.68	-7.76	-6.08	محفظة صندوق الراجحي للمو متعدد الأصول
8.72	-6.38	2.34	محفظة صندوق الراجحي لأسهم السعودية للدخل
0.15	0.75	0.9	محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على جدول العائد و المخاطرة.

نلاحظ من خلال جدول:

- محفظة صندوق الراجحي للمو متعدد الأصول: قدر بـ 0.18 وهذا لارتفاع العائد الإضافي على علاوة خطر السوق.
- محفظة صندوق الراجحي لأسهم السعودية للدخل: أشار المؤشر بـ -0.26 ويعود هذا لانخفاض العائد الإضافي على علاوة خطر السوق.
- محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول: كانت النتيجة 0.15 وهذا راجع لارتفاع العائد الإضافي على علاوة خطر السوق.

¹ James chen, Michael J Boyle, Ariel courage, a risk-adjusted of portfluo or investmenst's return compared to the overall market. Jensen measure, journal of investopedia, septembre 30, 2020 page 5.

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

تهدف محافظ صناديق المدروسة إلى تحقيق نمو مستمر في رأس المال من خلال توفير قدر معقول من العائد و السيولة المحققة من استثمارات تجارية قصيرة الأجل تقيم بالدولار الأمريكي و تنفذ وفق المعايير الشرعية المقررة من الهيئة الشرعية للراجحي المالية.

1. تحليل نتائج العائد و المخاطرة.

- حققت محافظ الصناديق عائدات جيدة و ذلك للاندعاش القوي لأسعار النفط و أيضا بفضل الأرباح القوية في مؤشر القطاعات الثقيلة مثل البتر وكيماويات و البنوك.
- أما بالنسبة للعوائد السيئة راجع إلى الارتفاع المفاجئ في حالات الإصابة بفيروس كورونا حيث شهدت الأسواق عمليات بيع حادة بسبب مخاوف متجددة تتعلق بالتعافي الاقتصادي. إضافة إلى التوترات الجيوسياسية المرتفعة بسبب الحرب في أوروبا الشرقية إلى جانب الإغلاق المستمر في الصين للسيطرة على الوباء ، التي تسببت في انخفاض معنويات المستثمرين مما أدى إلى زيادة المخاطر اتجاه الأسهم.
- محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل ينطوي على مخاطر مرتفعة وهذا ما يبرره الانحراف المعياري حيث أنها في ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة و ذلك لان الاستثمار في محفظة الصندوق موجه إلى الصناعات بنسبة 63% من إجمالي صافي الأصول ثم يليه محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول لأن النسبة المستثمرة في الأسهم الخليجية والسعودية و العالمية مقدرة ب 47%، ثم محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول فنسبة مخاطرة كانت ضئيلة جدا لأن الاستثمار كان موجه نحو المضاربة بالبضائع بريال السعودي و دولار الأمريكي بنسبة 80.36%.
- الانحراف المعياري يقيس المخاطر الكلية للمحفظة، أما معامل بيتا يقتصر على المخاطر المنتظمة. وهنا كانت قيم بيتا موجبة بالنسبة لكل محافظ الصناديق و هذا يدل على أن مخاطر محفظة الصندوق تتحرك في نفس اتجاه السوق. حيث القيم الأقل من 1 تفسر بان مخاطر محفظة الصندوق باختلاف القطاعات الموجودة أقل من مخاطر السوق أي عوائدها ليست حساسة للتغيرات التي تطرأ على عوائد السوق. أما القيم الأكبر من 1 صحيح تدل على أن مخاطر محفظة الصندوق أكبر من مخاطر السوق.

2. تحليل و مقارنة أداء محافظ الصناديق.

يتبع مديرين محافظ الصناديق استراتيجيات استثمارية مختلفة كإستراتيجية مخاطرة عالية للحصول على عائد أعلى. و هنا تقوم فكرة مؤشرات تقييم الأداء على ترجيح عوائد محافظ صناديق الاستثمار بالمخاطرة المنطوية على تحقيق تلك العوائد. حيث تختلف نتائج هذه المؤشرات و ذلك لاختلافها في نوع المخاطر المأخوذة كأساس للقياس. و في دراستنا سنقوم بمناقشة نتائج المؤشرات:

- بالنسبة لترينور:

يعطي مؤشر ترينور العائد الإضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة التي تتحملها محفظة الصندوق ومنه يكون أداء محفظة الصندوق أفضل كلما ارتفعت قيمة المؤشر و يكون ذلك بارتفاع عوائد محفظة الصندوق و انخفاض المخاطر المنتظمة. و من خلال النتائج المتحصل عليها نجد أن محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل في المرتبة الأولى حيث حقق عائد قدره 2.11 مقارنة بمحفظة الصندوقين الاستثماريين ثم جاءت محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول في المرتبة الثانية بربحية قدرت ب 1.09 أما في المرتبة الثالثة و الأخيرة نجد محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول بنتيجة سالبة 5.91- وحدة عائد و هو ما يشير إلى انخفاض قيمة محفظة الصندوق المرجحة بالمخاطرة خلال فترة الدراسة.

- بالنسبة لمؤشر شارب:

يقوم نموذج شارب عند تقييم الأداء محافظ صناديق الاستثمار بالاعتماد على المخاطر الكلية و ليس المخاطر المنتظمة فقط كما في نموذج ترينور. حيث أن مؤشر شارب يعطي العائد الإضافي خلال فترة زمنية معينة و من ثم كلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما زادت عوائد محفظو الصندوق الإضافية و نقصت المخاطر الكلية. و من خلال النتائج المتصل عليها نجد أن محفظة صندوق الراجحي المحافظ حقق تفوق جيد بتحقيق أعلى معدل عائد بقيمة 0.35 و احتلاله المرتبة الأولى و يرجع هذا إلى تحقيق عوائد إيجابية مع نسب مخاطر ضئيلة و إلى الأداء الجيد لمدير محفظة الصندوق. ثم جاءت محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل في المرتبة الثانية و الذي بلغ 0.12 وحدة عائد رغم أن مستوى المخاطرة عالي إذ ترجع قوته إلى الاستثمار في شركات ذات عوائد و قدرته التنافسية العالية للنمو على المدى الطويل. أما في المرتبة الثالثة والأخيرة رجعت إلى محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول بتحقيق قيمة سالبة 0.51- و ذلك لتحقيق عوائد سالبة مع نسبة مخاطرة عالية.

- بالنسبة لمؤشر جنسن:

يقيس جنسن أداء الذي لا يمكن شرحه من قبل حركات السوق أو مخاطر السوق. حيث إذا كان معامل ألفا جنسن $\alpha > 0$ فإن الأداء يكون أفضل مقارنة بالسوق والعكس صحيح إذا كان $\alpha < 0$ فإن أداء الصندوق اقل من أداء السوق. و من خلال نتائج نجد ان محفظة صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل اداءه جيد المرتبة الأولى ب 8.72 و في المرتبة الثانية محفظة صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول بنسبة 0.15 وأخيرا في المرتبة الأخيرة محفظة صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول بنسبة 1.68 نجد أن المؤشر لجميع الصناديق اكبر من 0 و هنا أداء محافظ الصناديق يعتبر جيد مقارنة بأداء السوق.

3. اختبار صحة الفرضيات.

بنيت هذه الدراسة على فرضيتين أساسيتين، وبعد الدراسة النظرية والتطبيقية الميدانية سوف نختبر ما مدى صحت هذه الفرضيتين

- **الفرضية الأولى:** أداء المحافظ الاستثمارية لعينة من محافظ صناديق الاستثمار لشركة الراجحي المالية أعلى من أداء السوق المالي السعودي.

من خلال دراستنا تم تأكيد هذه الفرضية حققت محافظ الصناديق عائدات جيدة و ذلك للانتعاش القوي لأسعار النفط و أيضا بفضل الأرباح القوية في مؤشر القطاعات الثقيلة مثل البتروكيماويات و البنوك. إضافة لإتباع فريق إدارة محافظ الصناديق نهجا استثماريا صارما ذو توجه بحثي استنادا إلى تقييم البيئة الكلية والجزئية لإدارة محافظ الصناديق. و مراجعة إستراتيجية و تعديلها بناءا على ديناميكيات السوق لتوليد عائدات أعلى معدلة حسب المخاطر.

- **الفرضية الثانية:** أداء المحفظة الاستثمارية لصندوق الراجحي المحافظ أعلى من أداء المحفظتين الاستثماريتين لصندوق الراجحي للدخل و صندوق الراجحي للنمو.

تم إثبات صحة هذه الفرضية و ذلك لان محفظة الصندوق هو محفظة صندوق منخفض المخاطر يستثمر نسبة عالية من أصوله في صناديق منخفضة المخاطر كصناديق المضاربة الشرعية في البضائع ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية، ونسبة أقل في صناديق الأسهم والصكوك ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية. ولا تتجاوز استثمارات الصندوق في صناديق الأسهم نسبة 5 % من مجموع أصول الصندوق.

خاتمة الفصل:

تناولنا في الدراسة الميدانية تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لمصرف الراجحي السعودي وقد وقع اختيارنا على ثلاث محافظ لصناديق استثمارية (محفظة للأسهم السعودية للدخل، محفظة النمو متعددة الأصول و محفظة المحافظ متعددة الأصول)، حيث أظهرت لنا نتائج الدراسة الأهمية التي لا تزال تتمتع بها معايير قياس المخاطر و مؤشرات تقييم الأداء في كشف الاختلالات التي تصاحب العملية الاستثمارية في المحفظة الاستثمارية .

كما أظهرت نتائج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقا لمقاييس شارب، ترينور وجنسن، أن أداء المحافظ الثلاث محل الدراسة أفضل من أداء محفظة السوق، وأن أداء صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول الأعلى أداءا من عينة الدراسة.

خاتمة عامة

من خلال ما تم طرحه وكخاتمة لموضوع دراستنا يمكن القول أن موضوع المحفظة الاستثمارية من الموضوعات المالية المهمة والرائدة في عالم اليوم، إذ يعد الاستثمار في المحافظ الاستثمارية شكلا جديدا من أشكال هذا الأخير ورغم حداثة فهو من حيث اتخاذ القرار لا يختلف عن أي قرار استثماري آخر إذ يقوم على الموازنة بين العائد والمخاطرة شأنه شأن القرارات الأخرى، وكأي عملية إدارية أخرى هو بحاجة إلى التخطيط وضرورة التقدم بخطوات مدروسة ومحسوبة بعناية والأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطرة وظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ القرار.

ويبقى هدف كل مستثمر الوصول إلى محفظة استثمارية مثلى، إذ تتكون هذه الأخيرة من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية بكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، وبمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول وتتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي وحدا من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

يتطلب قياس أداء المحافظ الاستثمارية وجود مؤشرات تساعد على ترتيب المحافظ الاستثمارية وفقا لأدائها الاستثماري والذي يأخذ بالاعتبار عنصرى العائد والمخاطرة معا، ومن أهم الأساليب المستخدمة لقياس أداء المحافظ الأسلوب البسيط والمزدوج إضافة إلى وجود أساليب أخرى، إذ يعتمد الأسلوب البسيط على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة ويناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته ويمكن تحديد مقياس أداء مدير المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة لوحدها.

غير أن الأسلوب البسيط لا يأخذ بعين الاعتبار المخاطر سواء المنتظمة وغير المنتظمة وإنما اقتصر على معدل العائد على الاستثمار وهذا يعتبر غير كاف لتقييم الأداء فيمكن أن نجد معدل عائد مرتفع مقابل مخاطر عالية جدا، كما يمكن أن نجد معدل عائد بنفس المقدار ولكن بمخاطر أقل، وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يعرف بالأسلوب المزدوج وهو الأسلوب الذي يعتمد على معدل العائد للمحفظة مع مخاطر المحفظة، ويندرج تحت هذا الأسلوب مقاييس (نماذج) أخرى لتقييم الأداء ومن أهمها مقياس ترينور، شارب، جنسن و فاما.

تعتبر شركة الراجحي المالية واحدة من أكبر خمسة مدرء للأصول في المملكة العربية السعودية، حيث توفر نطاقا واسعا من المنتجات الاستثمارية المبتكرة من جميع فئات الأصول الرئيسية، مع اختلاف أهداف الاستثمار والرغبة في تحمل المخاطر. ويقوم القطاع بإدارة الصناديق الاستثمارية العالمية والإقليمية والمحلية، بالإضافة إلى المحافظ الخاصة حسب طلب العملاء سواء كانوا أفراد أو مؤسسات.

نتائج الدراسة النظرية والميدانية:

من خلال دراستنا توصلنا إلى مجموعة من النتائج وهي كالتالي:

- المحفظة الاستثمارية لها مفهوم الضيق الذي يقتصر على الأصول المالية فقط، أما المفهوم الواسع الذي يشمل الأصول المالية والحقيقية معا .
- يبقى الهدف الرئيسي للمحفظة الاستثمارية تعظيم القيمة السوقية لها والمحافظة على القيمة الإجمالية للثروة.
- تتعدد أنواع المحافظ الاستثمارية حسب أنواع الأوراق المالية التي تحتويها وتبعا للأهداف المرجوة منها ودرجة المخاطرة التي يمكن تحملها، ومن أهمها محفظة الدخل (العائد)، محفظة الربح(النمو)، ومحافظ مشتركة (مختلطة).
- تهتم نماذج نظرية المحفظة باختيار المحفظة الكفاء التي تحقق أعلى عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطرة أو أدنى مخاطرة عند مستوى معين للعائد المتوقع، والمتمثلة في نظرية ماركويتز، نظرية تسعير الأصول الرأسمالية و نظرية تسعير بالمراجعة.
- هناك ثلاث سياسات متعارف عليها عند إدارة المحافظ الاستثمارية والتي تتناسب مع نوعها وهي السياسة الهجومية، السياسة الدفاعية و السياسة المتوازنة.
- العائد على الاستثمار هو المقابل الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه مستقبلا نظير استثمار لأمواله، وهناك عدة أنواع متمثلة في العائد المتوقع، العائد المطلوب، العائد المحقق، أما المخاطر فهي إمكانية تحقيق خسائر نتيجة اختلاف العائد المتوقع عن العائد المحقق وتصنف إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة.
- يعتمد تنوع المحفظة الاستثمارية على أسلوبين أسلوب التنوع الساذج ويسمى البسيط وتنوع ماركويز(الفعال).

- هناك عدة أساليب لقياس أداء المحافظ الاستثمارية من أهمها الأسلوب البسيط الذي يقتصر على معدل العائد على الاستثمار فقط وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يدعى بالأسلوب المزدوج ويشمل بدوره عدة مؤشرات كمؤشر شارب، ترينور، جنسن.
- مصرف الراجحي هو مصرف إسلامي سعودي يلتزم لمبادئ الأحكام الشرعية ومراعاتها في جميع معاملاته المصرفية، ولتحقيق ذلك تم إنشاء هيئة شرعية مستقلة معتمدة من الجمعية العامة تشرف على جميع تعاملات المصرف ومراقبتها.
- تهدف الصناديق المدروسة - صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول، صندوق الراجحي النمو متعدد الأصول وصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل- إلى تحقيق نمو مستمر في رأس المال من خلال توفير قدر معقول من العائد و السيولة المحققة من استثمارات تجارية قصيرة الأجل تقيم بالدولار الأمريكي و تنفذ وفق المعايير الشرعية المقررة من الهيئة الشرعية للراجحي المالية.
- أظهرت نتائج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقا لمقاييس شارب، ترينور وجنسن، أن أداء محافظ صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول و صندوق الراجحي النمو متعدد الأصول وصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل أفضل أداءً من محفظة السوق.
- أداء صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول أعلى من أداء المحفظتين الاستثماريتين لصندوق الراجحي النمو متعدد الأصول و صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.

توصيات واقتراحات الدراسة:

- تنشيط المعلومات لدى المستثمرين على المفاهيم الحديثة في الإدارة والمالية في مجال الاستثمارات وكيفية التعامل معها في عملية الاستثمار بشكل عام والمحفظة بشكل خاص.
- تقييم أداء المحافظ الاستثمارية يتم بإتباع خطوات علمية ونماذج معتمدة معينة لا بد منها.
- ضرورة مراقبة وإتباع حال السوق المالي والشركات المستثمرة فيه وقياس عوائدها ومخاطرها بشكل مستمر.
- يجب على إدارة مصرف الراجحي السعودي الاهتمام أكثر بأدائها وخططها الاستثمارية.
- ضرورة الاستمرار في كتابة التقارير السنوية والربع السنوي بتلك الطريقة المفصلة و الفنية.
- ضرورة الاعتماد الإدارة على طرق تقييم الأداء وأهم المؤشرات شارب و ترينور و جنسن.

آفاق الدراسة:

يشكل موضوع تقييم أداء المحافظ الاستثمارية موضوعا خصبا للبحث فيه نظرا لتعدد أساليب ومؤشرات القياس من جهة، وتنوع الأساليب الإحصائية و القياسية الممكن الاعتماد عليها من جهة ثانية. وموضوع دراستنا ما هو إلا جزء بسيط من هذا الموضوع الواسع حيث يمكن لدراسات وأبحاث أخرى تناوله من جوانب مختلفة وبهذا الصدد نقترح مجموعة من المواضيع ستشكل أرضية خصبة للبحث فيها:

- التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية؛
- بناء محافظ استثمارية كفؤة باستخدام نماذج تقييم الأداء؛
- تقييم أداء المحافظ الاستثمارية في بورصة الجزائر؛
- دور تقييم أداء المحافظ الاستثمارية في ترشيد قرارات الاستثمار.

قائمة المراجع

الكتب العربية:

- 1) بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر "إدارة المخاطر_المشتقات المالية_الهندسة المالية"، الطبعة الأولى، عمان، 2013 .
- 2) جبار محفوظ، الأسواق المالية "استراتيجيات الاستثمار والتحوط"، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة 2017، الجزائر.
- 3) حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية للنشر، شركة مساهمة مصرية، الطبعة الأولى، مصر، 2003.
- 4) خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009 .
- 5) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، 2009.
- 6) دريد محمد أحمد، الاستثمار قراءة في مفهوم والأنماط والمحددات، دار أمجد للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2016.
- 7) سالم محمد عبود، أحمد محمد فهمي سعيد، الاستثمار وأدواته في الأسواق المالية - دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والأمريكي، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية ، بغداد، الطبعة الأولى، 2014.
- 8) سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراهية، الطبعة 1، الأردن، 2009.
- 9) فرحات احمد محمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، دائرة الكتب الوطنية بنغازي، الطبعة 1، بنغازي 2019.
- 10) محمد عادل ناولو، إدارة المخاطر المالية والمصرفية بين النظرية والتطبيق، دار سورية الفتاة، الطبعة الأولى، 2022.
- 11) محمد فرح عبد الحلیم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، جامعة السودان، صنعاء، الطبعة الثانية، 2013.
- 12) محمد مطر، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، جامعة البترا ، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2005.
- 13) منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، كلية التجارة ، جامعة طنطا، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.

مذكرات:

- (1) أيمن الشهاب، إختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة، أطروحة دكتوراه قسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سنة 2015.
- (2) برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية" دراسة حالة بورصة باريس و لندن" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف1، 2019.
- (3) بهاء غازي عرنوق، أثر عوامل فاما و فرانش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة، شهادة دكتوراه، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015.
- (4) بوضياف جهاد، دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية- أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة.
- (5) توفيق عوض توفيق شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة مقدمة للحصول على درجة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، عمادة الدراسات العليا، كلية التجارة ماجستير المحاسبة والتمويل، فلسطين 2015.
- (6) حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات، دراسة حالة بورصة عمان، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، صفحة 134.
- (7) سلماني عادل، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، دراسة حالة ماليزيا، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص أوراق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، الجزائر، 2014.
- (8) عبد العالي صالح، دور البرمجة الرياضية في إدارة المحافظ الاستثمارية المثلى " دراسة حالة بورصة عمان"، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، تخصص الطرق الامثلية في الاقتصاد، جامعة الجزائر 3، 2019.
- (9) عبد الله عنيشل، نمذجة قياسية للعائد والمخاطرة لبورصتي المغرب والكويت "دراسة مقارنة لنموذجي (CAPM) و (APT) خلال الفترة 2012_2017، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه الطور علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجاري، تخصص دراسات مالية، غرداية، الجزائر، 2018.

المجالات العلمية:

- 1) بدروني عيسى، حمزة غربي، دراسة مقارنة لنماذج تسعير الأصول الرأس مالية في تفسير عوائد الأسهم في بورصة الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، المجلد14، العدد2، السنة 2020.
- 2) بديار أمينة، بكريتي لخضر، التنوع الأمثل لمحفظة الأوراق المالية باستعمال نموذج ماركويتز، دراسة حالة بورصة الدار البيضاء 2008 _ 2016 ،مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، المجلد 03، العدد 02، 2018.
- 3) تكواشت رانية، نموذج تسعير الأصول الرأس مالية، مجلة اقتصاد المال و الأعمال، المجلد 04، العدد01، أبريل 2020.
- 4) حسن مشرقي، أيمن شهاب، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأس مالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد36، العدد1، 2014.
- 5) حسين عاشور العتابي، هناء مولى جعفر، التخطيط الأمثل للمحافظ الاستثمارية لتنمية السيولة المصرفية (بحث تطبيقي لعينة من المصارف التجارية العراقية الخاصة)، مجلة كلية تراث الجامعة، العراق، العدد 20، 2016.
- 6) حشايشي سليمة،مداخلة التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو المغاربي، يومي 20 - 21 أكتوبر 2009.
- 7) رابح شيلق، عمار بن نوار، الموازنة بين العائد والمخاطرة كأساس لاختيار القرارات المالية، مجلة الدفاتر الاقتصادية، المجلد07، العدد 02، 2016 .
- 8) زواوي الحبيب، نعاس مريم نجاة، تقدير المحفظة الاستثمارية المثلى باستخدام الخوارزميات الجينية" حالة أسهم بورصة الجزائر"، مجلة الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، الجزائر، المجلد 11 العدد02، 2014.
- 9) زودة عمار، بن علي عبد الغاني، بوسمينة أمال، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية للطاقت المتجددة، المجلد07، العدد02، 2020.
- 10) سحنون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، المجلد 08، العدد 01، 2009.

- (11) سعيدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة المدبر، المجلد 05، العدد 01، 2018.
- (12) عبد اللطيف مصطفى، عبد الله عنيشل، العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 03، العدد 01، 2017 .
- (13) عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية - دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي- ، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 01 ، العدد 01، 2017.
- (14) عبو هدى، عبو ربيعة، سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 02، العدد 04، 2017.
- (15) ماجد جوسة جاسم، أثر المخاطرة الكلية في العائد على الموجودات والعائد على حق الملكية - دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد 17، العدد 02، 2019 .
- (16) محفوظ بصيري، فريدة سليمان، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول المالية، دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة (2013-2017)، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12 ، العدد 05، 2020.
- (17) محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 06، العدد 02، 2006.
- (18) مصطفى عبد اللطيف، خروبي يوسف، تقدير العائد والمخاطرة باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 03، العدد 05، 2013.
- (19) نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 09 ، العدد 02، 2018.
- (20) الياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحفظة الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 04، العدد 07، 2011.

المراجع الأجنبية :

- 1) Andre´ F. Perold, The Capital Asset Pricing Model, Journal of Economic Perspectives, Volume 18, Number 3, Summer 2004.
- 2) C.H. Asta Nugraha, The Evaluation of Portfolio Performance with Jensen Index Method toward Samuel Securities in January, December 2020, Saudi Journal of Economics and Financ, Feb, 2021, 5(2).
- 3) Happy Catherine, Robiyanto Robiyanto, Performance Evaluation of LQ45 Stocks in the Indonesia Stock exchange during period of 2016, 2018, journal of management and entrepreneurship research, Volume 01, Issue 1, 2020.
- 4) Hertina, D, Destriani, N, Naufal, M, D, Dauliah, R, D, Sinaga, D, S, Nursapriti, A, W, and Saudi, M, H, Sharpe, Treynor and Jensen Methods in Doing Stock Portfolio Performance Analysis, Review of International Geographical Education–11(5), Spring.
- 5) James chen, Michael J Boyle, Ariel courage, a risk–adjusted of portfllio or investmenst’s return compared to the overall market. Jensen measure, journal of investopedia, septembre 30, 2020.
- 6) Lalith P. Samarakoon, Tanweer hasan , Portfolio performance evaluation, Lee Alice: Encyclopedia of Finance chap34 Revise Proof.
- 7) Le tan phuoc, jensen’s alpha estimation in capital asset pricing model, journal of asian finance, economics and business, vol 5, no 3, 2018.
- 8) Matteo Rossi, The capital asset pricing model: a critical literature review, Global Business and Economics Review, Volume 18, Number 5, summer 2016.
- 9) Mohammad Suleiman, Mohammad Jaradat, evaluation the performance of the financial Portfolio: evidence from emerging stock exchange

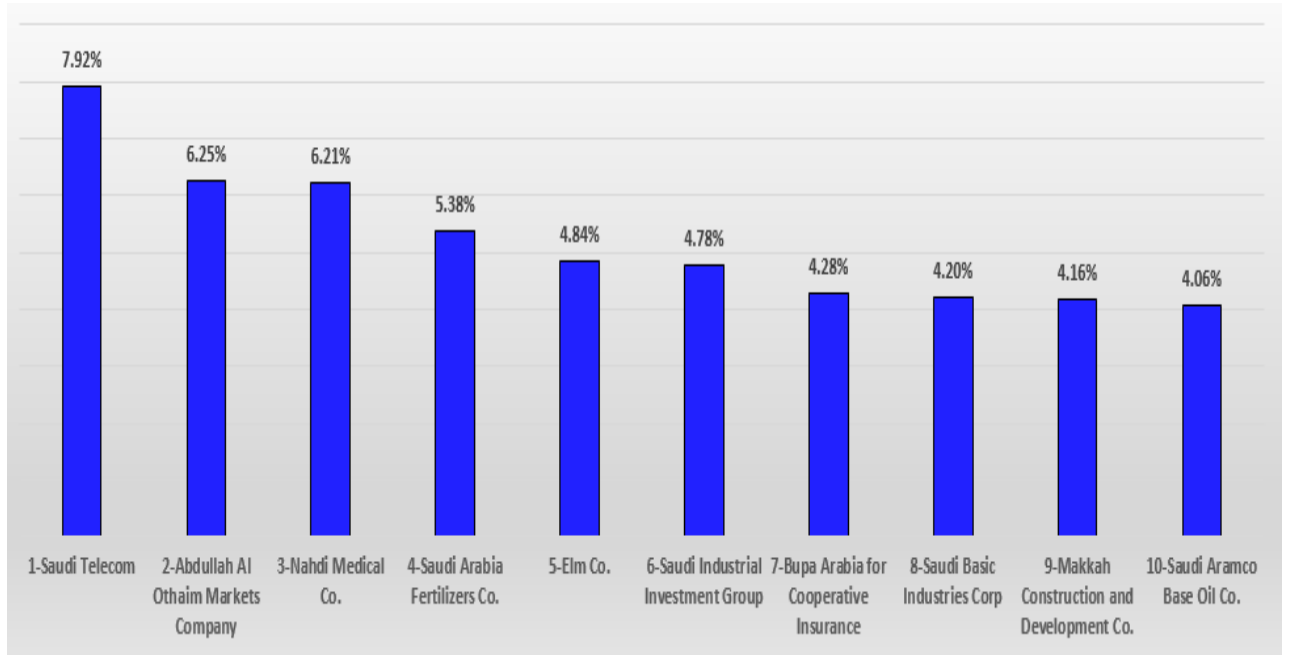
- market, Ajloun National University, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Volume 25, Issue 3, 2021, Jordan.
- 10) Mojtaba Sedighi, Hossein Jahangirnia, Mohsen Gharakhani, A New Efficient Metaheuristic Model for Stock Portfolio Management and its Performance Evaluation by Risk-adjusted Methods, International Journal of Finance and Managerial Accounting, Vol.3, No.12, 2019.
 - 11) Mona Al, Mwalla, Mahmoud Karasneh, Fama & French Three Factor Model, Evidence from Emerging Market, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 4, (2011).
 - 12) Neelam Kapoor, Financial Portfolio management, Overview and Decision Making in investment Process, International Journal of Research (IJR), India, Volume1, Issue10, November 2014.
 - 13) Patrice Fontaine, Pierre hillion, Le modèle d'évaluation par l'arbitrage, l'APT (Arbitrage Pricing Theory), Journal de la Société Statistique de Paris, tome 133, no 4 (1992).
 - 14) Pavan Kumar Mantha , Srinivasa Rao, Portfolio Management, Journal of Accounting & Marketing, India, Volume 4, Issue 2, 2015.
 - 15) Pegah Kolbadi, Hamed Ahmadiania (Corresponding author), Examining Sharp, Sortino and Sterling Ratios in Portfolio Management, Evidence from Tehran Stock Exchange, International Journal of Business and Management, Vol. 6, No.4, April 2011.
 - 16) Pomela petersan droke, frank j fabozzi, the basic of finance, john wiley and sons.Inc, 2010, canada.
 - 17) Qur anitasari, Nila firdausi Nuzula, Ari darmawan, critical analysis of sharpe, treynor and jensen methods in analyzing stock portfolio performance LQ _45 stock studies, university of brawijaya malang, indonesia, 2019.

- 18) Reza Tehrani, Hamed Ahmadiania, Amaneh Hasbaei, Analyzing performance of investment companies listed in the Tehran stock exchange by selected ratios and measures, African Journal of Business Management, Volume 5(17), 4 September, 2011.
- 19) S M Rakibul Anwar, Tanvir Mohammad Hayder Arif, Evaluation of Mutual Funds Performance in Bangladesh, Investors and Market Perspective, Global Journal of Management and Business Research, C Finance, Volume 16, Issue9, Version 1.0, Year 2016.
- 20) T. hooijman, On the Risk-Free Rate, Financial Engineering and Management Department Industrial Engineering and Business Information Systems, University of Twente, May 25, 2016
- 21) V.A. Zakarias, F. Tumewu, Evaluating Portfolio Performance of comp Anies' Stock Listed In LQ45 Based On sharpe, treynor and jensen Method , Jurnal EMBA, Vol.3, No.2, Juni 2015.
- 22) Yu-Shang Kuo, Jen-Tsung Huang, Factor, Based Investing in Market Cycles, Fama French Five, Factor Model of Market Interest Rate and Market Sentiment , Journal of Risk Financial Manag, 15, 460, 2022.
- 23) Zvibodie, Alex kane, Alan J. Marcus, Investments Tenth Edition, Mcgraw, Hill Education, New York, 2014.

المواقع الالكترونية:

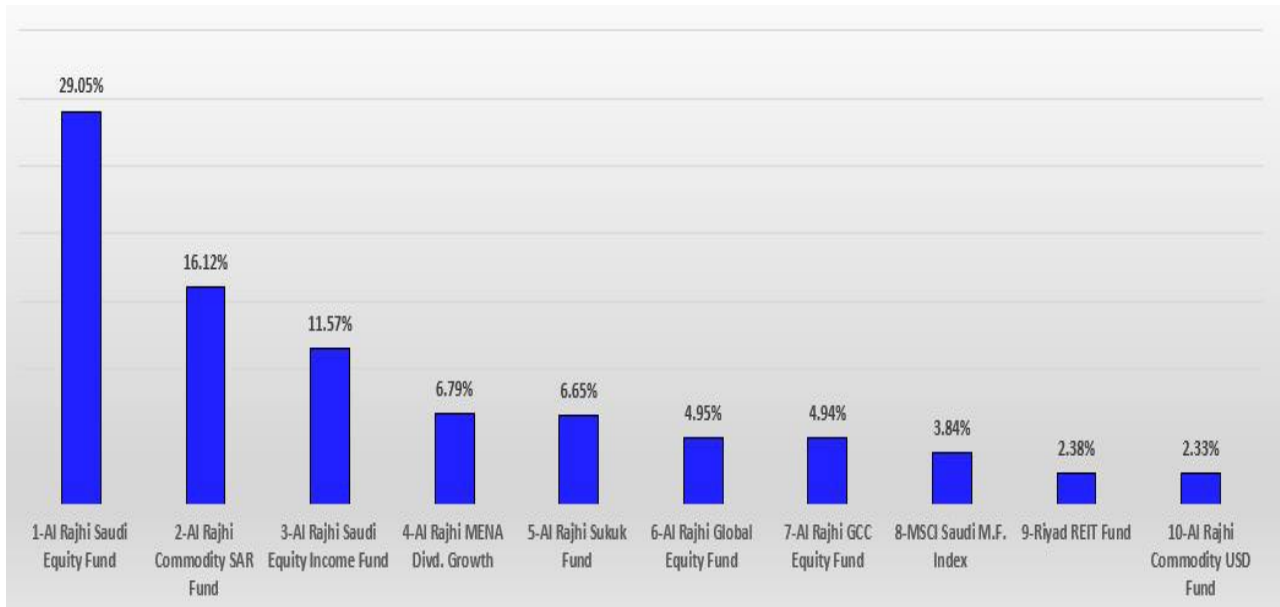
- 1) <https://www.alrajhibank.com.sa/About-alrajhi-bank->
- 2) [file:///C:/Users/alal/Downloads/11%20AI%20Rajhi%20Multi%20Asset%20Balanced%20Fund%20%20Q4%20%202022%20Final%20\(2\).pdf-](file:///C:/Users/alal/Downloads/11%20AI%20Rajhi%20Multi%20Asset%20Balanced%20Fund%20%20Q4%20%202022%20Final%20(2).pdf-)
- 3) [file:///C:/Users/alal/Downloads/12%20AI%20Rajhi%20Multi%20Asset%20Growth%20Fund%20%20Q4%20%202022%20Final%20\(2\).pdf-](file:///C:/Users/alal/Downloads/12%20AI%20Rajhi%20Multi%20Asset%20Growth%20Fund%20%20Q4%20%202022%20Final%20(2).pdf-)
- 4) <https://www.unescwa.org/ar>
- 5) <https://www.litefinance.org>

الملحق رقم (1): أعمدة بيانية توضح أكبر عشر استثمارات لمحفظه صندوق الدخل.



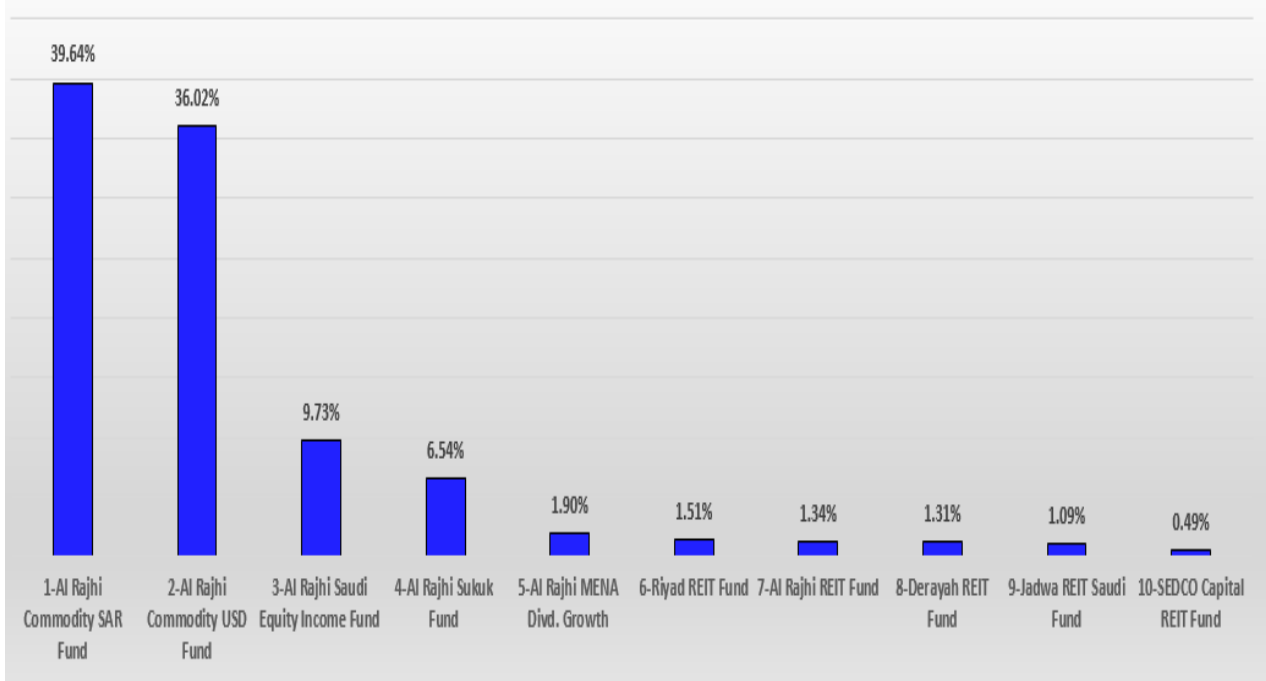
المصدر: تقرير الربع السنوي 2022.

الملحق رقم (2): أعمدة بيانية توضح أكبر عشر استثمارات لمحفظه صندوق الراجحي للنمو.



المصدر: تقرير الربع السنوي 2022.

الملحق رقم (3): أعمدة بيانية توضح أكبر عشر استثمارات لمحفظه صندوق الراجحي المحافظ.



المصدر: تقرير الربع السنوي 2022.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الرَّحْمَنُ ﴿١﴾ عَلَّمَ الْقُرْآنَ ﴿٢﴾ خَلَقَ الْإِنْسَانَ ﴿٣﴾
عَلَّمَهُ الْبَيَانَ ﴿٤﴾

" سورة الرحمان "

هَلْ يَسْتَوِي الَّذِينَ يَعْلَمُونَ وَالَّذِينَ لَا يَعْلَمُونَ إِنَّمَا
يَتَذَكَّرُ أُولُو الْأَلْبَابِ

" سورة الزمر "

نَرْفَعُ دَرَجَاتٍ مِّنْ نَّشَاءٍ وَفَوْقَ كُلِّ ذِي عِلْمٍ عَلِيمٌ

" سورة يوسف "