

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



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

### العنوان

## فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية -دراسة حالة السوق المالي السعودي-

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

**تخصص:** اقتصاد نقدي وبنكي

إعداد الطالبتين:

حيمر نريمان

مخالفة عليمة

نوقشت علناً أمام اللجنة المكونة من:

رئيساً	جامعة جيجل	العبد صوفان
مشرفاً ومقرراً	جامعة جيجل	بوحبل عز الدين
مناقشاً	جامعة جيجل	العابب سهام

السنة الجامعية: 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



# شكر و عرفان

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

«من اصطنع إليكم معروفاً فجازوه فإن عجزتم عن مجازاته فادعوا له حتى تعلموا أنكم

قد شكرتم فإن الشاكر يحبب الشاكرين»

فالحمد لله حمداً كبيراً ونشكراً جزيلاً الذي كان فضله وعطاؤه كريماً نحمده لأنه  
سهل لنا المبتغى وأعاننا على إتمام هذا العمل ودلل لنا الصعاب وهون لنا المتاعب

من هنا يسعدنا أن نتقدم بخالص تشكراتنا: للأستاذ "بوحبل عز الدين" الذي تفضل  
بالإشراف على هذه المذكرة والذي أحاطنا بكل الإهتمام فلم يحرمانا وقته وجهده حفظه  
الله تعالى.

ولا ننسى أن نتقدم بجزيل الشكر وعظيم التقدير إلى كل أستاذنا الذين درسونا بقسم  
العلوم الاقتصادية.

وفى الأخير نشكر كل من كانت له يد المساعدة في هذا العمل سواء كان من قريب  
أو بعيد.

نريمان + عليمة



# إهداء

إلى ملائكي في الدنيا، إلى معنى العنان والتفاني، إلى بسمة الحياة وسر الوجد إلى  
من كانت سر نجاحي "أمي العزيزة حفظها الله"

إلى من كلله الله بالصبة والوقار، إلى من أحمل إسمه بكل افتخار، ستبقى كلماتك  
نجوماً في سماء العمر أهدني بها في درب الحياة اليوم وغدا وإلى الأبد "أبي الغالي"  
حفظك الله"

إلى رباحين حياتي إخواني وأخواتي وأزواجهم وأولادهم أتمنى لهم التوفيق والنجاح  
في حياتهم وإلى كل الأهل والأصدقاء

وإلى كل من أعانني من قريب أو من بعيد لإتمام هذه المذكرة

أهدي عملي هذا

عليمة + نريمان

ملخص

## ملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية في السوق المالي السعودي، والتي تلعب دوراً فعالاً في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر من خلال التنويع في الأصول المشكلة لها، إضافة إلى تقييم أدائها من حيث العائد والمخاطرة ومقارنة أدائها مع محفظة السوق، وذلك وفق أسس وأساليب علمية أهمها، مؤشرات شارب، ترينور، وجنسن، وعلى هذا الأساس تم إختيار دراسة بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2007-2015. ولقد أوضحت هذه الدراسة أنه توجد علاقة طردية بين العائد والخطر، حيث أنه كلما زاد العائد أدى ذلك إلى ارتفاع درجة المخاطرة وأن استراتيجية التنويع الاستثماري تساهم بشكل كبير في تعظيم عائد المحفظة الاستثمارية وتدنيه مخاطرها.

**الكلمات المفتاحية:** المحفظة الاستثمارية، التنويع الاستثماري، العائد، المخاطرة، السوق المالي، السوق المالي السعودي

### **Summaray:**

*This research aims to study the effectiveness of investment diversification in the management of portfolio investment risk in the Saudi financial market, which plays an active role in reducing the risk to the investor by diversifying the assets formed by them.*

*In addition to evaluating its performance in terms of return and risk and comparing its performance with the market portfolio end that according to the basis of scientific methods the most important. Sharp, trainor, Jensen indicators and in this basis was chosen to study some of the investment portfolios that exist in the Saudi financial market during the period 2007-2015, this study showed that there is a relationship between return and risk as the higher the yield, the higher the risk, the investment diversification strategy contributes significantly to maximizing the return on the investment portfolio and reducing its risk.*

**Key words :** investment portfolio-investment diversification –return- risk- financial market Saudi- financial market.

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	الإهداء
	الشكر
	ملخص
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ	المقدمة
<b>الفصل الأول: مدخل للاستثمار</b>	
10	تمهيد
11	المبحث الأول: ماهية الاستثمار
11	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار
12	المطلب الثاني: أنواع الاستثمار
13	المطلب الثالث: أهداف الاستثمار
16	المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية
16	المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية
16	أولاً: نشأة المحفظة الاستثمارية
16	ثانياً: تعريف المحفظة الاستثمارية
17	ثالثاً: أهداف المحفظة الاستثمارية
18	المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية
19	المطلب الثالث: تكوين المحفظة الاستثمارية
20	أولاً: قيود وضوابط تكوين المحفظة الاستثمارية
21	ثانياً: سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية
23	المبحث الثالث: التنوع الاستثماري



23	المطلب الأول: نشأة وتعريف التنويع الاستثماري
24	المطلب الثاني: عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية
26	المطلب الثالث: أشكال التنويع الاستثماري
32	المطلب الرابع: استراتيجيات التنويع الاستثماري
35	خلاصة
<b>الفصل الثاني: مدخل للسوق المالي وإدارة مخاطر المحفظة الإستثمارية</b>	
37	تمهيد
38	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للسوق المالي
38	المطلب الأول: نشأة وتعريف السوق المالي
39	المطلب الثاني: مكونات ووظائف السوق المالي
44	المطلب الثالث: أدوات السوق المالي
48	المطلب الرابع: المتعاملون في السوق المالي
	<b>المبحث الثاني: نظريات ونماذج إدارة المخاطر في المحفظة الإستثمارية</b>
50	المطلب الأول: نظرية ماركونيز
52	المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
56	المطلب الثالث: نظرية المراجعة
57	المطلب الرابع: نماذج قياس أداء المحفظة الإستثمارية
60	<b>المبحث الثالث: عائد وخطر المحفظة الإستثمارية</b>
60	المطلب الأول: عائد المحفظة الإستثمارية
62	المطلب الثاني: خطر المحفظة الإستثمارية
65	المطلب الثالث: قياس عائد وخطر المحفظة الإستثمارية
69	خلاصة
<b>الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لأثر التنويع في السوق المالي السعودي</b>	
71	تمهيد
72	المبحث الأول: تقديم السوق المالي السعودي

72	المطلب الأول: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي
72	أولاً: نشأة السوق المالي السعودي
73	ثانياً: أهداف السوق المالي السعودي ( تداول )
73	ثالثاً: هيئة السوق المالية
75	المطلب الثاني: الواقع العملي للسوق المالي السعودي
75	أولاً: متطلبات الطرح والادراج في السوق الرئيسية
76	ثانياً: متطلبات الطرح والادراج في سوق نمو الموازي
77	المطلب الثالث: أداء السوق المالي السعودي (تداول)
77	أولاً: تطور القيمة السوقية ومؤشر تداول الأسهم
78	ثانياً: دراسة إحصائيات السوق
79	ثالثاً: النشاط القطاعي
81	رابعاً: نشاط الشركات
83	المبحث الثاني: تأثير التنوع على مخاطر المحفظة بالتطبيق على بعض المحافظ الموجودة في السوق المالي السعودي
83	المطلب الأول: التعريف بالمحافظ الاستثمارية قيد الدراسة
84	المطلب الثاني: عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية المدروسة
85	المطلب الثالث: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام الأسلوب المزدوج.
88	خلاصة
90	الخاتمة
94	قائمة المراجع

# قائمة الجداول

## قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	الإنحراف المعياري للمحفظة المكونة من سهمين	30
02	مصفوفة التباين المشترك	67
03	متطلبات الطرح والإدراج في السوق الرئيسية	75
04	متطلبات الطرح والإدراج في سوق -نمو	76
05	القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشرات تداول لأسهم جميع الشركات (2009-2019)	77
06	إحصائيات السوق المالي السعودي (2009-2019)	78
07	إحصائيات السوق المالي السعودي حسب القطاعات 2019	79
08	الشركات الخمس الأكثر نشاطا من حيث عدد الصفقات	81
09	الشركات الخمس الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة	82
10	الشركات الخمس الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة	82
11	عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية المدروسة	84
12	تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفق الأسلوب المزدوج	85

# قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
15	أهداف الإستثمار	01
27	تأثير التنويع على المخاطر	02
42	مكونات الأسواق المالية	03
53	خط سوق رأس المال	04
55	خط سوق الأوراق المالية	05
74	الأطراف الخاضعة للهيئة	06
80	إحصائيات السوق المالي السعودي حسب القطاعات 2019	07

# مقدمة

يعد موضوع الاستثمار من المواضيع الهامة التي شهدت تطورا كبيرا من جوانب متعددة خاصة مع ازدياد حركة رؤوس الأموال وتوسع الفرص الاستثمارية المتاحة والمتنوعة. ولكل استثمار وجهان أحدهما يمثل العائد الذي سوف يحققه المستثمر، والآخر يمثل المخاطر التي سيتحملها، وأن القرار الاستثماري الذي يتخذه المستثمر هو اختيار الاستثمار الذي تتلاءم عوائده مع المخاطر، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب الحصول عليه في ظل مستوى مقبول من المخاطرة.

ولعل من أهم الأدوات الاستثمارية في الوقت الحالي تكوين محفظة استثمارية، والتي تعتبر من المواضيع الحديثة التي برزت نتيجة لتزايد حاجيات المستثمرين بازدياد حجم الأموال التي تبحث عن مجالات لتوظيفها. وتعد هذه الأخيرة وسيلة فعالة في تدنية المخاطرة إلى حدودها وتحقيق عوائد مجزية اعتمادا على مبدأ التنوع، وذلك في ظل توسع الفرص الاستثمارية المتاحة وتنوعها. إذ وضع نظريتها هاري ماركويتز عام 1952 حيث أظهر العلاقة بين مردودية الأصل المالي ومستوى المخاطر بطرق إحصائية معبر عنها بالانحراف المعياري، وأكد على مفهوم التنوع كمدخل لتخفيض المخاطر الكلية للمحفظة، ولعل أبسط طريقة لتدنية هذه المخاطر هي تكوين محفظة متنوعة بشكل جيد، فالاستثمار يجب أن يكون موزعا بين مجموعة من الأصول ولا يركز على أصل واحد، وهذا التنوع إما أن يكون عشوائيا قائما على زيادة عدد الأصول الداخلة في تركيب المحفظة، أو علميا قائما على دراسة نوع الارتباط بين عوائد تلك الأصول. وجزء ماركويتز المخاطرة إلى مخاطر نظامية تمس جميع الأوراق المالية المتواجدة في السوق المالي ومخاطر غير نظامية ترتبط بتكوين المحفظة ويتم تجاوزها بالتنوع.

والجدير بالذكر أن دراسة الأسواق المالية أصبح من الموضوعات الهامة ويحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار نظرا لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، إذ تعتبر المرآة العاكسة للاقتصاد من خلال التخصيص الكفاء للمدخرات وتحويلها إلى قنوات استثمارية ذات فعالية ومردود عالي، ومن ضمن الأسواق المالية الرائدة في منطقة الشرق الأوسط نجد السوق المالي السعودي، حيث يعتبر هذا الأخير مكن بين أهم الأسواق التي شهدت أسواقها تطورات ملحوظة خلال السنوات الأخيرة، وهذا يعود لما حققته من إنجازات كبيرة في مجال الإستثمار بالأسهم، حيث يحتل المرتبة الأولى عربيا من حيث حجم التداول كما يعد أكبر سوق في الشرق الأوسط من حيث القيمة السوقية، وتجدر الإشارة إلى أن السوق السعودي سوق متنوعة سعت منذ تأسيسها إلى تطبيق أحدث أنظمة التداول الإلكتروني والعمل على تطوير منتجاتها المالية لتعزيز مكانتها والقيام بدورها، وهذا ما جعلها تستقطب



الشركات والأفراد، وحثهم على توجيه مدخراتهم في قنوات استثمارية مربحة على الرغم من حداثة مجال الإستثمار فيها.

الإشكالية العامة:

من خلال ما سبق يمكننا طرح الإشكالية التالية:

- ما مدى فعالية إستراتيجية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية في السوق المالي السعودي؟

التساؤلات الفرعية: (الجزئية)

والإجابة على الإشكالية المطروحة يمكننا طرح مجموعة من التساؤلات الفرعية تتمثل في ما يلي:

1/ هل يساهم التنويع في التقليل من مخاطر الاستثمار المحفظي؟

2/ ما هي أهم المعايير لقياس مخاطر المحافظ الاستثمارية؟

3/ ما مدى تأثير عدد الأصول المالية الداخلية في تكوين المحافظ المالية في السوق السعودي على عوائدها ومخاطرها؟

4/ ما هي المؤشرات الأنسب في تقييم أداء المحافظ الإستثمارية؟

ثانياً: فرضيات الدراسة

1/ يساهم التنويع في تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

2/ يعتبر الإنحراف المعياري، التباين ومعامل بيتا أهم المعايير لقياس مخاطر المحفظة الإستثمارية.

3/ يساهم عدد الأصول المالية في ارتفاع العوائد وزيادة مخاطر المحافظ وذلك حسب الخصائص التي يتميز بها الأصل المضاف.

4/ يعتبر مؤشر شارب أفضل مؤشر لتقييم أداء المحافظ.

ثالثاً: حدود الدراسة:

من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع تم التطرق لدراسة الإطار النظري للسوق المالي بمفهومه الواسع والتركيز في الجانب التطبيقي على دراسة بعض المحافظ الإستثمارية الموجودة في السوق المالي السعودي، هذا فيما يخص الحدود المكانية.

أما الحدود الزمنية فتم دراسة الفترة من 2007 إلى 2015 نتيجة عدم توفر البيانات المتعلقة

بالعائد على بعض المحافظ الإستثمارية في السوق المالي السعودي في الفترة من 2016 إلى 2018.

## رابعاً: أسباب اختيار موضوع الدراسة

إن اختيار موضوع الدراسة له عدة أسباب نذكر أهمها:

- 1- الاهتمام المتزايد بموضوع الدراسة من قبل الاقتصاديين.
- 2- محاولة تبيان دور التنويع كألية للتخفيض من مخاطر المحفظة.
- 3- نقص الدراسات والبحوث التي تناولت موضوع التنويع في المحافظ الاستثمارية.
- 4- التعرف على كيفية تقييم المحفظة الإستثمارية بهدف الوصول إلى قرار استثماري سليم.
- 5- الشعور بقيمة وأهمية هذا الموضوع.
- 6- الرغبة في إلقاء الضوء على بعض المحافظ الإستثمارية في السوق المالي السعودي وكيفية تقييمها وإدارتها نظراً إلى توفره على نظام تداول الكتروني من شأنه الرفع من كفاءة نظام المعلومات السائد في السوق.

## خامساً: أهداف الموضوع

إذا كان من أسباب دراسة أي موضوع هو الوصول إلى أهداف معينة، فإن هذه الدراسة تسعى إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- قياس عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية.
- 2- محاولة تقييم أداء بعض أنواع المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي.
- 3- دراسة إمكانية تدنية مخاطر المحفظة عن طريق إستراتيجية التنويع.

## سادساً: أهمية الموضوع

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية العملية الاستثمارية في السوق المالي بحد ذاته، إذ تعتبر المحفظة الاستثمارية من أهم التطورات الحاصلة في مجال الاستثمار، كما تبرز أهمية الموضوع من خلال:

- إبراز مخاطر المحفظة وكيفية قياسها.
- تبيان محددات الاستثمار المحفطي.
- محاولة تطبيق الأساليب الإحصائية لقياس عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية.

## سابعاً: المنهج المستخدم والأدوات المستعملة

بناءً على الإشكال المطروح وبغية الإلمام بجوانب الموضوع تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي مما يسمح بدراسة الجوانب النظرية للإستثمار المحفظي ودراسة مختلف المخاطر وعلاقتها بالعوائد من هذا الإستثمار.

كما تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة في الفصل الثالث لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث والذي يتضمن إسقاط ميداني على سوق المالي السعودي مستخدم في ذلك مزيجاً من أدوات القياس والإحصاء.

## ثامناً: الدراسات السابقة

1- دراسة بلعزوز بن علي نعاس مريم نجاة، بعنوان فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية. دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر ( 2011-2016) مجلة روى اقتصادية العدد 10، جامعة الوادي، الجزائر 2016، قامت هذه الدراسة باختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر لتحديد مدى قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطر مقابل توظيفاتهم الاستثمارية، وقد بينت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين العوائد والمخاطر في بورصة الجزائر لمدة الدراسة، فارتفاع وانخفاض مؤشر البورصة مرتبط بارتفاع وانخفاض التدببب بالعوائد.

2- دراسة سعيدة تلي: 2009: بعنوان التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية. دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس- مذكرة ماجستير، هدفت هذه الدراسة إلى تسيير المحفظة المالية عن طريق التنبؤ بالعائد ومخاطرة المحفظة المالية، وتمكنت الدراسة من فهم المحيط العام لتسيير محافظ الأسهم المسعرة في البيئة التونسية، إذ أن هذه البيئة وبحكم أنها تمتاز بنوع من الوضوح ودرجة مخاطر أقل، وبيئة اقتصادية مشجعة على الاستثمار في ظل الإصلاحات.

3- دراسة بديار أمينة: بعنوان فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية، دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر، خلال الفترة 2008-2016 وهدفت هذه الدراسة إلى إدارة مخاطر السوق المالية بالاعتماد على إستراتيجية التنويع الاستثماري في البورصتين، واستخدمت في ذلك عدة نماذج من أجل اختبار طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة في البورصتين، وقد خلصت الدراسة إلى أن المحفظة المثلى المشكلة في بورصة المغرب أقل مخاطرة من المحفظة المثلى المشكلة في بورصة الجزائر، وهذا راجع إلى ضعف معاملات الارتباط بين عوائد أسهم بورصة المغرب، وأن العلاقة بين العائد والمخاطر موجبة في اتجاهها بين البورصتين.

## تاسعا: هيكل البحث

سعي منا الإحاطة بجميع جوانب وأساسيات البحث وللإجابة على إشكالية قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، الفصل الأول والثاني يخص الجانب النظري والفصل الثالث خصص للجانب التطبيقي ويمكن استعراض هيكل البحث كما يلي:

- **الفصل الأول:** بعنوان مدخل الاستثمار تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، خصص المبحث الأول منه لماهية الاستثمار يتضمن مفهوم الاستثمار وأنواعه وأهدافه، أما المبحث الثاني فتناولنا من خلاله المحفظة الاستثمارية من خلال ماهيتها والتي تتضمن نشأة المحفظة، تعريفها وأهدافها. بالإضافة إلى أنواعها وتكوينها. أما المبحث الأخير فتم التطرق فيه إلى التنوع الاستثماري متضمنا نشأة وتعريف التنوع وأهميته وكذلك بأشكال التنوع وإستراتيجيته.

- **الفصل الثاني:** تحت عنوان مدخل للسوق المالي وإدارة مخاطر محفظة الأوراق وقمنا بتقسيمه إلى ثلاث مباحث، تم التطرق في المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي للسوق المالي ويشمل نشأة وتعريف السوق بالإضافة إلى مكوناته ووظائفه وكذا أدواته والمتعاملون فيه، أما المبحث الثاني فكان حول نظريات ونماذج إدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية و المتمثلة في نظرية ماركويتز، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية المراجحة، مع الأخذ بعين الاعتبار نماذج قياس أداء المحفظة المالية. أما المبحث الثالث والأخير فقد خصص حول العائد ومخاطر المحفظة المالية وذلك من خلال التعريف منهما إضافة إلى كيفية قياسهما.

- **الفصل الثالث:** بعنوان دراسة تطبيقية (لأثر التنوع) في السوق المالي السعودي، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين.

تطرقنا في المبحث الأول إلى تقديم السوق المالي السعودي من حيث الإطار التنظيمي والواقع العملي، وكذلك أداء السوق المالي السعودي (تداول). أما المبحث الثاني فكان بعنوان تأثير التنوع على مخاطر المحفظة بالتطبيق على بعض المحافظ الموجودة في السوق المالي السعودي. ويشمل التعريف بالمحافظ قيد الدراسة إضافة إلى عائد ومخاطرة هذه المحافظ وأخيرا تقييم أداءها وفق الأسلوب المزدوج.

## عاشرا: صعوبات الدراسة:

قد واجهتنا العديد من الصعوبات عند إنجازنا هذا البحث فعلى المستوى النظري، فإن المراجع التي نتناول هذا الموضوع نادرة نسبيا ونجد بعض التناقضات بينها ربما يعود لاختلاف أداء الأسواق. إضافة إلى قلة الدراسات التي تتحدث عن التنوع.

أما على مستوى الجانب التطبيقي فقد واجهنا بعض النقص في البيانات والإحصائيات التي كانت ستثري البحث. مثل صعوبة الحصول على بعض التقارير السنوية للمحافظ الاستثمارية من موقع بورصة السعودية، والتي تخدم موضوعنا.

## الفصل الأول: مدخل الاستثمار

المبحث الأول: أهمية الاستثمار

المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية

المبحث الثالث: التنويع الاستثماري

## تمهيد:

لقد أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة هامة والدراسات الاقتصادية الحديثة، حيث أولى بعض الاقتصاديين أهمية كبيرة لعنصر الاستثمار واعتبروه محركا أساسيا للنمو الاقتصادي.

ويعتبر هدف المستثمر هو اختيار وسيلة الاستثمار الأنجح (المحفظة الاستثمارية التي تحقق أكبر عائد ممكن مع أقل نسبة من المخاطر).

وفي هذا السياق طرحت فكرة التنوع الاستثماري كآلية لإدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية والذي برزت فكرته بشكل علمي دقيق في نظرية المحفظة استنادا إلى المقالة التي نشرها ماركويتز عام 1952.

ومن خلال هذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

- المبحث الأول: ماهية الاستثمار
- المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية
- المبحث الثالث: التنوع الاستثماري

## المبحث الأول: ماهية الاستثمار

يعد الاستثمار العنصر الحيوي والفعال لتحقيق عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في مختلف الدول لما يحققه من زيادة في الطاقة الإنتاجية واستغلال للموارد البشرية، وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى مختلف الجوانب المتعلقة بالاستثمار من تعريف وأهمية وأنواع وأهداف، كما يلي:

## المطلب الأول: تعريف الاستثمار

يعتبر مصطلح الاستثمار من المصطلحات الشائعة. كثرت التعاريف بخصوصه، ويمكن تعريف الاستثمار بما يلي:

- هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية<sup>1</sup>.

- ويعرف كذلك على أنه: الإضافة إلى رصيد المجتمع من رأس المال كتشديد مباني سكنية جديدة مصانع، آلات جديدة...، فضلا على أنه إضافة إلى المخزون من المواد الأولية والسلع التامة الصنع أو نصف المصنعة<sup>2</sup>.

- ويضاف إلى هذين التعريفين مفهوم آخر للاستثمار، حيث يعني: توظيف الأموال في مشاريع اقتصادية واجتماعية وثقافية بهدف تحديد تراكم رأس مال جديد، ورفع القدرة الإنتاجية أو تجديد وتعويض رأس المال القديم، أو هو التضحية بالاستهلاك في الوقت الحالي أملا في الحصول على عوائد أكبر في المستقبل<sup>3</sup>.

من خلال التعاريف سابقة الذكر يمكن القول أن الاستثمار:

- عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني تقوم على أسس أو قواعد عملية أو عقلانية بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية... إلخ، في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تضمن قيما تتجاوز القيم الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص13.

<sup>2</sup> بكري كامل، مبادئ الاقتصاد، الدار الجامعية، بيروت، 1987، ص295.

<sup>3</sup> ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان 2011، ص12.

<sup>4</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2003، ص17.



## المطلب الثاني: أنواع الاستثمار

يمكن تقسيم الاستثمار من حيث<sup>1</sup>:

## 1- من حيث وسائله:

- استثمار مباشر: وهو الاستثمار في جميع أنواع المشاريع باستثناء المتعلقة بالمساعدات والمعونات المالية والفنية والتقنية التي تقدم إلى الدولة.

- استثمار غير مباشر: وهو الاستثمار الذي يتم عن طريق شراء أوراق مالية لشركات تسهم في النشاط الاقتصادي المباشر بهدف الربح عن طريق البيع.

## 2- من حيث دوافعه الاقتصادية على أطراف الاستثمار الرئيسية:

- الاستثمار الحكومي (استثمار الدولة): وهو الاستثمار الحكومي بخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدولة، والاتجاه السياسي والفكري القائم فيها.

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

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

كما يمكن تقسيمه إلى<sup>2</sup>:

- استثمار حقيقي: هو الاستثمار في الأصول الحقيقية ويشمل كل الاستثمارات التي تؤدي إلى الزيادة في رأس مال المجتمع بمعنى زيادة طاقته الإنتاجية كسواء الآلات والمعدات والمصانع الجديدة.

- استثمار مالي: ويعبر عن الاستثمارات التي لا يترتب عنها سوى انتقال الملكية للسلع الرأسمالية من طرف لآخر دون إحداث زيادة في الطاقة الإنتاجية للمجتمع، فهو يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وغيرها.

<sup>1</sup> ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص22، 23.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص36.

المطلب الثالث: أهداف الاستثمار<sup>1</sup>

إن الإلمام بالغاية من الاستثمار يقتضي التمييز بين الاستثمار العام الذي تقوم به الحكومة والاستثمار الخاص الذي يقوم به الأفراد والمستثمرين في القطاع الخاص وذلك لأن الأهداف من النوع الأول من الاستثمار تختلف بعض الشيء عن الأهداف في الاستثمار الخاص، كما يلي:

في الاستثمار العام يمكن ذكر بعض الأهداف مثل:

- تقديم خدمة معينة للجمهور.
- تنمية قطاع معين.
- مكافحة البطالة.
- محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة.
- تحسين وضع ميزان المدفوعات.
- مكافحة البطالة.
- محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة.
- تحسين وضع ميزان المدفوعات.
- الاقتصادية.

أما الأهداف الخاصة هي:

## 1- المحافظة على رأس مال المستثمر:

إن الشخص الذي يملك مبلغا من المال ويريد أن يستثمر في مشروع ما فإنه يتأكد قبل كل شيء من أن هذا المبلغ لن يموت بل سيعود له ودون نقصان، ولهذا نراه يبحث عن المشاريع التي يطمئن فيها على هذا المبلغ ويختار واحدا أو أكثر منها وبالمناطق نفسه فإن المستثمر يفضل المشروع الذي يعيد له رأسماله بسرعة.

- إن الحديث عن المحافظة على رأس المال يقودنا للإشارة أن قيمة النقود تتناقص مع الزمن، وعلى هذا فإن استعادة رأس المال تقتضي هنا أن يتم أخذ القيمة الزمنية للنقود بالاعتبار مثلا: إعادة مبلغ 100000 دينار بعد ثلاث سنوات لا يعني أن هذا المبلغ مساوي للمبلغ المستثمر عند بدء الاستثمار، ولهذا ينبغي إعادة مبلغ أكبر من المبلغ المذكور.

<sup>1</sup> حناشي اسمهان، خلفاوي شمس الهدى، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، ص 9، 10.

**2- تحقيق أقصى عائد ممكن:**

يمثل الربح أهم الدوافع التي تدفع بالمستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة أشخاص آخرين قد يكونون بنكا أو مصنعا أو مزرعة... إلخ، ولا شك في أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره في الاستثمار في مشروع دون آخر، أي أن المشروع الذي يحقق له أكبر قدر ممكن من الأرباح هو المشروع المفضل للمستثمر، وعلى هذا يتم ترتيب بدائل الاستثمار وفقا لمقدار العائد الناجم عن كل نوع من هذه البدائل.

**3- تعظيم القيمة السوقية للأسهم:**

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير الهامة في الحكم على أداء المنشآت وشركات المساهمة، وذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت يشير إلى نجاح الإدارة القائمة عليها في السوق، ويقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند البيع، فمن المعلوم أن المنشآت تصدر لدى تأسيسها أسهما بقيمة منخفضة ثم تبدأ عملها، ومع تطور نشاط المنشأة ونجاحها في أعمالها تزداد أرباحها.

ونتيجة لهذا الإفصاح وإعلان المنشأة عن نتائجها وإطلاع الجمهور على ذلك يتهافت العديد من المستثمرين على شراء أسهم هذه المنشأة، وهذا يعني من جهة أخرى زيادة الطلب على هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهنا يحقق ملاك المؤسسة (المنشأة) والمساهمون الذين اكتتبوا في أسهمها عند التأسيس أرباحا رأسمالية من جراء ذلك، أما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة فهم يتوقعون أن ترتفع أسعارها في المستقبل ولذلك فهم يشترونها بناء على توقعاتهم المستقبلية.

**4- تحقيق السيولة:**

يقصد بتحقيق السيولة للمستثمر أن يتوفر بحوزته نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم وإذا تعمقنا أكثر في حالة الاستثمار والحديث عن مشروع ما فإن السيولة لهذا المشروع هي قدرته على الدفع أو قدرته على سداد الالتزامات المترتبة عليه في وقت استحقاقها أو قدرته على تحويل ما بحوزته من أصول نقدية بدون خسارة من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد.

وفي مجال الحديث عن الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية يتم التمييز ما بين:

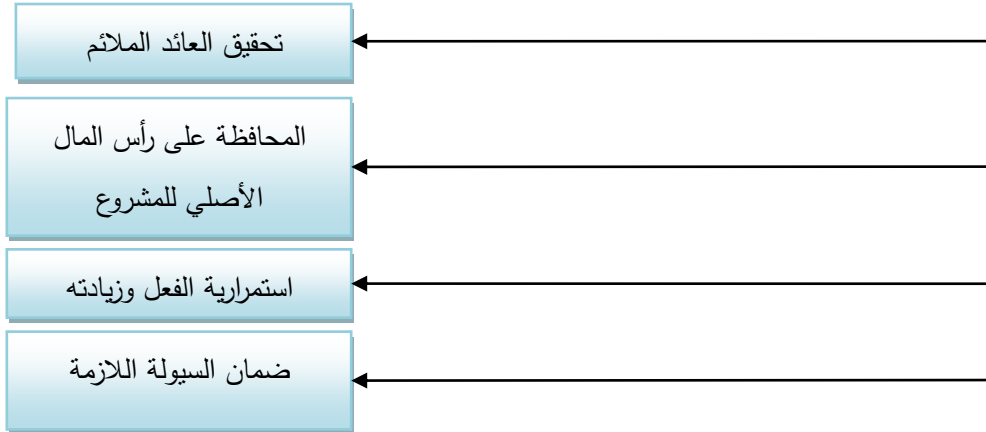
1- الأصول السائلة من الدرجة الأولى مثل الصندوق، الودائع الجارية لدى البنوك إضافة إلى الحسابات لدى البريد.

2- الأصول السائلة من الدرجة الثانية مثل: الأوراق المالية والذمم المدينة.

3- الأصول السائلة من الدرجة الثالثة تتمثل في المخزون والبضاعة في الطريق.

ويختلف العديد من الاقتصاديين حول مفهوم السيولة فيما إذا كانت تمثل هدفاً أو وسيلة لتحقيق الهدف أم أنها قيد على تحقيق الأهداف المتمثلة في تحقيق الأرباح وتعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية للمنشأة.

شكل رقم (01): أهداف الاستثمار



المصدر: من إعداد الطالبتين

## المبحث الثاني: المحفظة 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 والتي وضع نظرياتها ماركويتز، حيث تعتبر هذه الأخيرة من المواضيع الجديدة في عالم الاستثمار والتي تأتي أهميتها من خلال الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة.

## المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

أولا: نشأة المحفظة الاستثمارية<sup>1</sup>

بعد عام 1992 كانت بداية ظهور المحفظة عندما وضع المحلل الأمريكي ماركويتز المبادئ الأساسية لنظرية المحفظة الاستثمارية، وقد قدم أول فكرة عن المحفظة وبين كيفية بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق عائد متوقع أعلى مع مستوى محدد من المخاطرة، وقد طور شارب نظرية المحفظة عام 1962، ثم قدم شارب ولتر عام 1966 نموذجا عرف بنموذج خط تسعير الأصول الرأسمالية وأصبح معيار لكفاءة المحفظة الاستثمارية، بعدها طور روس عام 1976 هذا النموذج وأصبح نموذج الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية بالمقارنة بين العائد والمخاطرة، فعندما تتساوى العوائد يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخاطرة وهكذا، ثم توالى الإضافات لنظرية المحفظة بعد فترة السبعينات من القرن العشرين خاصة بعد التطورات الاقتصادية وارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير، وتم إنشاء شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال الصناديق أو المحافظة بهدف الاستغلال الأمثل.

## ثانيا: تعريف المحفظة الاستثمارية

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

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الأردن، 2016، ص14، 15.

<sup>2</sup> محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشيفات، الاستثمار في البورصة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2006، ص21.

- وفي تعريف آخر للمحفظة المالية الاستثمارية "أنها بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وقد يكون مالكا أو مأجورا"<sup>1</sup>.

- كما تعرف على أنها تعبير يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من أصول وموجودات شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال<sup>2</sup>.

### تعريف شامل:

ومن خلال ما سبق نستنتج أن المحفظة الاستثمارية هي تشكيلة متنوعة من الأصول المالية والحقيقية، يكون الهدف من تكوينها هو تقليل المخاطر وتحقيق الأرباح.

### ثالثا: أهداف المحفظة الاستثمارية

- إن معظم المستثمرين يملكون محافظ استثمارية، لكنهم يختلفون في الأهداف، فبعضهم لديه استعداد لتملك أصول مالية ذات درجة عالية من المخاطرة، لأنه يسعى إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر اعتماد أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى لو حصل على عائد أقل. وتتمثل الأهداف التي تدفع المستثمر للاستثمار في المحفظة في ما يلي<sup>3</sup>:

- **تحقيق أقصى عائد ممكن على رأس مال المحفظة:** إن أهم هدف يسعى المستثمرين في المحافظ الاستثمارية هو تحقيق أكبر عائد ممكن على رأس مال المحفظة.

- **المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة:** تعتبر المحافظة على رأس المال الأصلي من أهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها صاحب المحفظة الاستثمارية، ومن هذا فإن المستثمر قد يتعرض لنوع من الخسارة نتيجة لانخفاض أسعار الأوراق المالية أو يتعرض لدرجة عالية من المخاطر نتيجة لما تتمتع به الأوراق المالية من درجة مخاطرة عالية.

- **استقرار تدفق الدخل:** يعد هدفا أساسيا من أهداف المحفظة الاستثمارية، حيث يتطلب من مدير المحفظة وخاصة الإدارة، المحافظة على التدفقات النقدية للمحافظ الاستثمارية باعتبار الدخل مصدرا مهما للمساهمين في أصول المحفظة.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص169.

<sup>2</sup> محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص23.

<sup>3</sup> غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2009، ص289.

- النمو في رأس المال: (زيادة رأس المال المحفظة) يعتبر من أهم الأهداف التي تسعى إليها دائما إدارة المحافظة الاستثمارية أو المستثمرين بصفة عامة.
- التنوع: يعتبر تنوع أصول المحفظة من أهم الأعمال التي تهتم بها إدارة المحفظة الاستثمارية حيث الهدف من عملية التنوع المتوازن هو الحصول على أكبر عوائد بأقل درجات المخاطرة.
- قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة: يتطلب هذا من إدارة المحفظة الاستثمارية إيجاد طريقة تمكن من تحويل أصولها إلى سيولة.

### المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية

#### أولاً: المؤشرات

هناك مؤشرات عديدة لتمييز المحافظ الاستثمارية<sup>1</sup>:

- 1- إمكانات المستثمرين والتي تتحدد بالموارد المالية (والنقدية) والحقيقية التي يمتلكها أو يمكن أن يتصرف بها الأشخاص (الطبيعيون أو القانونيون): إن زيادة هذه الإمكانيات تدفع عادة إلى ارتفاع الطلب على الأدوات الاستثمارية، غير أن هذا الطلب يختلف من أداة إلى أخرى حسب درجة مرونته (أي الطلب عليها)

لتغييرات الثروة الشخصية، والتي تساوي:  $\frac{\text{التغير النسبي في الكمية المطلوبة}}{\text{التغير النسبي في الثروة}}$

وبصورة مشابهة لمرونة الطلب الدخلية فإن هذه المرونة تكون أقل من الواحد الصحيح في حالة الأصول الأكثر ضرورة، وبالتالي فإن الكمية المرغوبة للاحتفاظ بها لدى الناس تهبط مع نمو الثروة، وبالتالي تكون المرونة المذكورة أكثر من الواحد الصحيح في حالة الأصول الترفية مثل الأسهم العادية لبعض الشركات المعروفة وسندات الدوائر أو المصالح المحلية وبالتالي يزداد الطلب على هذه الأصول مع نمو الثروة.

- 2- اختلاف العائد المتوقع من أداة استثمارية معينة مقارنة بالأدوات البديلة: وذلك لأن العلاقة تكون تناسبية (طردية) بين التغير النسبي في الطلب على الأداة والتغير النسبي في العائد (المقارن) المتوقع، فكلما كان هذا العائد أكبر نسبياً يزداد احتفاظ المستثمرين لهذه الأداة على حساب بقية الأدوات.

- 3- ظروف الاستثمار: وما تتولد عنه من مخاطر عديدة والتي تختلف أحياناً في تأثيراتها النسبية من أداة إلى أخرى، وهي تدفع بشكل خاص المستثمر الاعتيادي إلى الاحتفاظ بأكثر الأدوات أماناً إلى التخلص من الأدوات التي ترتفع فيها المخاطر.

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 24، 25.

4- كفاءة كل من إدارة السوق وإدارة المحفظة الاستثمارية من حيث الهياكل التنظيمية والقيادات الإدارية والكوادر العاملة.

5- حجم المعلومات المتوفرة ونطاق انتشارها ومستوى تحليلها.

### ثانياً: الأنواع

واعتماداً على المؤشرات السابقة يمكن تمييز الأنواع الآتية للمحافظ الاستثمارية وذلك حسب التصنيف العام للاستثمارات<sup>1</sup>:

**1- محفظة الدخل:** تبحث هذه المحفظة على تحقيق أقصى العوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية أو من فروقات الأسعار، ولهذا الغرض تركز الإدارة في هذه المحفظة على أكبر حجم وأسرع وقت، غير أن المسألة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة، وهنا تباين سلوكيات المدراء ما بين التحوط والمغامرة، ويفترض بهؤلاء عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد وإلا تتعكس النتائج السلبية على وظائفهم.

**2- محفظة النمو:** هي المحفظة التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وهي تلك الأسهم الصادرة عن الشركات التي تنمو أرباحاً وتزداد بعد سنة، وهي تبحث عن كيفية الحفاظ على وتائر نمو كل من الأصول والعوائد، وهنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة وثم لتقويم أداء المدراء.

وعليه فإن إدارة المحفظة لا تعمل فقط على توسيع قاعدة الاستثمار بل تحاول أيضاً حماية الأدوات من اتجاهات الهبوط في الأسواق المالية، وبذلك فغنها تتسم بالتحوط العقلاني ويتربق الفرص الأكثر ربحية، ومن خلال هاتين الخاصيتين يمكن الحفاظ على مكونات المحفظة من أدوات الاستثمار، والعمل على زيادة حجم كل من هذه المكونات وحتى إضافة مكونات جديدة، وأخيراً لضمان شبه الأكيد للعوائد المتنامية يمكن أن تتجاوز محفظة النمو مع محفظة الدخل، ولكن في ظروف تتميز إلى حد كبير بالتأكد والأمان.

**3- المحفظة المتخصصة:** وهي غالباً حالة نادرة أو مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة أو في عدد من أدوات مؤسسة ما، والذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع أهم مبدأ للمحفظة الاستثمارية وهو التنوع، وتظهر المحفظة المتخصصة لأسباب عديدة أهمها:

<sup>1</sup> برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، دراسة حالة بورصة باريس ولندن، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، 2019، ص 3، 4، 5.



- تفضيل السيولة في ظروف اقتصادية (أو سوقية) معينة على الاستثمار في الأوراق المالية، أو الموجودات الاستثمارية الأخرى.

- عدم توفر المعلومات الكافية حول الفرص الاستثمارية المتاحة.

- قلة الإمكانيات المالية المتاحة لدى المستثمر.

- تجنب المخاطرة والبحث عن الأمان والشفافية في العمل.

- اعتبار المحفظة مصدرا ثانويا لمعيشة المستثمر وثروته بشكل عام.

**4- المحفظة المتوازنة:** وتهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين قصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة)، والطويل الأجل (في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد)، وهذا بالتأكيد يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحول والمخاطرة.

**5- المحفظة المتنوعة:** تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل عام على تنويع محتويات المحفظة الخاصة بها، لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطي عوائد إيجابية، وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن الديناميكي، حيث يمكن من خلال العمليات الجارية أن تعوض الخسائر المتأنتية من بعض الأدوات، والأرباح التي تتحقق من استثمار أدوات أخرى، فيكون التوازن مستمرا ويحافظ المستثمر (أو المستثمرون)، في محافظهم على ربحية مقبولة وبوتائر متنامية قدر المستطاع، وهنا تجري إدارة المحفظة خلال فترة الاستثمار تغيرات عديدة في الدورات المعتمدة، وبخلاف ذلك قد تتراكم التقلبات ويتغير الواقع الاستثماري باتجاه الركود والتحول نحو السيولة على حساب الاستثمار، وتقع المحفظة بمحتوياتها في فخ المخاطر المتعددة على حساب العوائد المضمونة.

**المطلب الثالث: تكوين المحفظة الاستثمارية**

**أولا: قيود وضوابط تكوين المحفظة الاستثمارية<sup>1</sup>**

يقوم المستثمر عند تكوينه لمحفظته تحديد القيود والضوابط التي يخضع لها عند تكوينها والتي تتمثل

فيما يلي:

<sup>1</sup> سعدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة المدير، العدد 06، جامعة الجزائر، جوان 2008، ص 171-172.

**1- ضوابط وقيود زمنية:** أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمارية فيه، قد تكون هذه المدة قصيرة ومتوسطة أو طويلة الأجل، حيث كلما زادت مدة الاستثمار كلما تنوعت الأوراق المكونة للمحفظة.

**2- ضوابط وقيود مالية أو رأسمالية:** تتمثل في حجم ونوع الأموال المتاحة للمستثمر التي من خلالها يتم شراء وحيازة الأوراق المالية والقيام بعمليات التمويل في المحفظة، حيث كلما كانت الموارد المالية المتاحة لمسير المحفظة كبيرة كلما كانت قدرته على شراء مزيج مناسب من الأوراق المالية كبيرة.

**3- ضوابط وقيود الحاجة إلى تسهيل المحفظة:** كثيرا ما يضع صاحب المحفظة قيودا على مدير المحفظة في شكل إمكانية تسهيل كامل المحفظة أو جزءا منها بشكل فجائي أو في الآجال القصيرة لاعتبارات معينة. مما يجعل مدير المحفظة يختار أنواع معينة من الأوراق المالية التي تمكنه من تحقيق هذا الهدف.

**4- ضوابط وقيود ضريبية وإلزامية:** على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار في تكوين محفظته القوانين والتشريعات التي تعطي مزايا وإعفاءات ضريبية للأوراق المالية أو لشركات بذاتها أو مناطق جغرافية معينة، حتى لا يتفاجئ بها.

**5- ضوابط وقيود المخاطرة:** إن درجة تقلب المخاطر تتنوع من استثمار لآخر ومن ورقة مالية لأخرى، ومن درجة خطر معين لآخر، لذا لا بد على المستثمر ان يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد.

**6- ضوابط وقيود نفسية ومعنوية:** تتأثر اتجاهات وقرارات المستثمرين بالتفضيلات والميولات والنوازح العاطفية لكل منهم، وبالتالي فهي تؤثر في تكوين محفظة المستثمر.

### ثانيا: سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية

يمكن أن نميز بين ثلاثة سياسات لتكوين المحافظ الاستثمارية، وهي:

- السياسة الهجومية (الغير متحفظة).

- السياسة الدفاعية (السياسة المتحفظة).

- السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية).

#### 1- السياسية الهجومية (السياسة الغير متحفظة):

يبني المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي جني أرباح رأسمالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار أدوات الاستثمار بمعنى أن اهتمام المستثمر أكثر من الاستثمار ويطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال)، ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80% - 90% من قيمة المحفظة، ويلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات

التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها تتحسن الأسعار، وبذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم<sup>1</sup>.

## 2- السياسة الدفاعية (المحفظة):

هي سياسة تبناها مدير والمحافظ المتحفظون جدا تجاه عنصر المخاطر، بذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد فيركزون اهتماماتهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، يطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أدوات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل، الأسهم الممتازة والعقارات، بنسب تتراوح من 60- 80 من رأس مال المحفظة، ميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا ومستمر لمدة طويلة من الزمن كما توفر له هامشا مرتفعا من الأمان على رأس مال المستثمر<sup>2</sup>.

## 3- السياسة المتوازنة (الدفاعية والهجومية)<sup>3</sup>:

يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي، في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عن مستويات معقولة من المخاطرة، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، وتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أدوات الخزينة مضاف إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات، والأسهم العادية والممتازة أو سندات طويلة الأجل... إلخ. مثل هذه المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار ويستطيع أن يبيع الأوراق قصيرة الأجل أما في حالة هبوط الأسعار فإن احتواء المحفظة على عقارات وأدوات أخرى سندات طويلة ذات دخل ثابت يخفض على المستثمر إمكانية الخسارة.

<sup>1</sup> بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث العدد 03، جامعة الجزائر 2004، ص40.

<sup>2</sup> سعيدة نللي، التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، قسم علوم التسيير جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص16.

<sup>3</sup> بن موسى كمال، مرجع سبق ذكره، ص40.

## المبحث الثالث: التنويع الاستثماري

يعتبر تنويع المحفظة الاستثمارية المبني على أسس علمية وصحيحة، من أهم استراتيجيات التقليل من المخاطر، حيث أن تعدد الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة من حيث جهة إصدارها، ونوعها، والقطاع الذي تنتمي إليه، يمكن من تخفيض المخاطر إلى حدها الأدنى.

## المطلب الأول: نشأة وتعريف التنويع الاستثماري في محفظة الأوراق المالية

أولاً: نشأة التنويع<sup>1</sup>

انتشرت ممارسة التنويع قبل فترة طويلة من ظهور المقال الذي نشره ماركويتز عام 1952 حول اختيار المحفظة المالية، وما يثبت ذلك التقارير السنوية Wiesemberger لشركات الاستثمار سنة 1941، والتي أظهرت حيازة هذه الشركات لعدد كبير من الأوراق المالية بالرغم من أنها لم تكن أول من قام بتوفير التنويع لعملائها كانت بداية هذه الشركات في ممارسة التنويع مع صناديق الاستثمار لإسكتلندا وإنجلترا وذلك في منتصف القرن 19. ولعل ما كان ينقص قبل 1952 هو النظرية المناسبة للاستثمار والتي تقدم تحليلاً مناسباً للعلاقة بين العائد والمخاطرة في المحفظة، وتساعد على توضيح آثار التنويع على عائد المحفظة وذلك عندما تكون المخاطر مرتبطة مع بعضها البعض.

ثم برزت فكرة تنويع الاستثمار واستحدثت بها نظرية سلوك المستثمر على يد Markowitz عام 1952 حيث بين وأثبت رياضياً أنه يجمع أكثر من سهم في محفظة مالية فإن العائد الكلي لأسهم المحفظة ومخاطرتها معبر عنها بالانحراف المعياري أفضل من كل سهم على حدى.

## ثانياً: تعريف التنويع الاستثماري

يقوم التنويع في الاستثمار على مبدأ تقسيم المخاطر على عدد من الأصول الاستثمارية بهدف تندية المخاطر الكلية دون التضحية بالعائد، ويقصد بتنويع المحفظة الاستثمارية عدم حصر مكونات المحفظة في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما تقسيم المبلغ المستثمر على عدد من الأوراق المالية تصدرها شركات مختلفة.

وبصورة أخرى يقوم التنويع على المثل القائل: "لا تضع كل البيض في سلة واحدة" والمقصود من وراء ذلك أن استثمار كل الأوراق في ورقة مالية واحدة قد يربط مخاطر عالية، كإفلاس شركة مالا يعني

<sup>1</sup> بديار أمينة، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية (دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر)، رسالة دكتوراه تخصص تطبيقات الاسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2018، 2019، ص35.

بالضرورة تراجع أسعار كل الأسهم أو إفلاس كل الشركات التي تدخل أسهما في تكوين المحفظة الاستثمارية<sup>1</sup>.

تقوم سياسة التنويع على أساس تعدد وتنوع المحفظة من أدوات استثمارية مختلفة من حيث قيمتها، عائدها، مدة استحقاقها، نوعها وهذا بغرض تعظيم عائدها وتذنية مخاطرها. فالتنويع الجيد في أصول المحفظة يخفض ما بين 50% و80% من مخاطر المحفظة دون التضحية بالعائد، ذلك أن أسعار الأصول التي تتضمنها المحفظة ليست باتجاه واحد، فانخفاض قيمة سهم يعوض بارتفاع سهم آخر وبالتالي هناك فرصة للحد من المخاطر<sup>2</sup>.

في المجمل يمكن القول أن:

التنويع يعني الاستثمار في أكثر من أصل سواء كان مالي أو سلعي، والهدف الرئيسي للتنويع في الاستثمار هي التقليل من المخاطر عند مستوى معين من العائد، ويفيد التنويع في تقليل الخسائر التي قد يتعرض لها الاستثمار فإن انخفاض قيمة أصل قد يقابله ارتفاع في قيمة أصل آخر وبالتالي فإن المستثمر يعظم منفعته من الاستثمار في ضوء تنويع محفظته<sup>3</sup>.

### المطلب الثاني: عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية

مما لا شك فيه أن المعيار الأساسي للحكم على نجاح أو فشل سياسة تنويع المحفظة الاستثمارية، يتمثل في مدى تحقيق الهدف الرئيسي لهذه السياسة ممثلا في تخفيض مخاطرها المرجحة إلى حدها الأدنى، مع ضمان تحقيق العائد المرجح المتوقع منها في الوقت نفسه ذلك يتطلب من مدير المحفظة وعيا كاملا لأبعاد سياسة التنويع والوقوف على متطلباتها ومحدداتها أيضا. هذا يعني بأن حرية مدير المحفظة في انتهاج سياسة التنويع ليست مطلقة نظرا للعقبات والقيود الكثيرة التي قد تعترض سبيله في هذا المجال، مما يفرض عليه أن يتوخى الحذر في انتهاج هذه السياسة إذ توجد حالات كثيرة قد تتقلب فيها المزايا المنتظرة من التنويع إلى عواقب وخيمة على المستثمر.

<sup>1</sup> صايقي عمار، أهمية الاستثمار المحفظي في الدول العربية، دراسة مقارنة بين الجزائر، تونس والمغرب، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، 2016، 2017، ص36.

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي، نعام مريم نجاة، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية، دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2014)، (2016)، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 10، جامعة الشهيد حمة لخطر، الوادي، الجزائر، جوان 2016، ص12.

<sup>3</sup> سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، منشورات هيئة الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي (آذار 2007)، ص6.

في هذا السياق على مدير المحفظة أن يراعي ثلاث اعتبارات هامة هي<sup>1</sup>:

**1- تنوع المخاطر الاستثمارية:** فمخاطر الاستثمار متعددة المصادر والأسباب ومع أن رجال الأعمال يصنفونها تصنيفات مختلفة على أسس مختلفة، إلا أن التصنيف الأكثر شيوعاً لها هو تقسيمها، وكما أشرنا سابقاً في فئتين رئيسيتين إلى مخاطر سوقية ومخاطر غير سوقية، أما المخاطر السوقية وهي ما يمكن تسميتها أيضاً بالمخاطر العادية أو المنتظمة فهي تلك المرتبطة بأسبابها بشكل عام بظروف السوق المالي، لذا تنعكس آثارها على أسعار جميع أدوات الاستثمار المتداولة فيه ولو بنسب متفاوتة، وذلك في صورة تقلبات سعرية، وأهم مميزات المخاطر السوقية أنها منتظمة في حدوثها، لذا يمكن توقعها حسب دورات سوقية معينة. كما لا يمكن تجنبها.

لكن المخاطر غير السوقية والتي هي من النوع العادي أو غير المنتظم فتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق لمالي، لذا يصعب التنبؤ بحدوثها، وفي حال حدوثها تكون آثارها جسمية جداً على أسعار أدوات معينة من أدوات الاستثمار دون غيرها. ومن الأمثلة عليها المخاطر الإدارية التي تؤثر على أسعار أسهم شركات معينة بسبب فشل مجالس إدارتها، ومخاطر الرفع المالي، ومخاطر الاختراعات التي يسببها تحل سلع جديدة محل سلع أخرى بديلة، ومن المهم لمدير المحفظة أن يعلم بأن سياسة التنويع لا تنجح إلا في تخفيض النوع الثاني من المخاطر، أي المخاطر غير السوقية فقط، لكنها لا تجدي في تخفيض المخاطر السوقية والتي تكون آثارها عامة فتصيب جميع أصول المحفظة بلا استثناء.

**2- عدد أصول المحفظة:** فكلما زاد عدد أدوات الاستثمار التي تتشكل منها المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض مخاطرها والعكس بالعكس، وهذه قاعدة منطقية تمتد جذورها إلى قانون العينات العشوائية فكلما زاد عدد أصول المحفظة، تنخفض احتمالات تركيز الخسارة في أصل معين من هذه الأصول والعكس بالعكس. لكن على مدير المحفظة أن يراعي أيضاً وجود حد معقول لتعدد تشكيلة أصول المحفظة وذلك للمحافظة على جدوى سياسة التنويع، ولضغط نفقات إدارتها.

**3- معامل الارتباط بين أصول المحفظة:** يعتبر هذا العامل من أكثر العوامل حسماً في نجاح أو فشل سياسة تنويع أصول المحفظة إذ على نوع الارتباط القائم بين عوائد ومخاطر أصول المحفظة من جهة، وقوة أو ضعف معامل الارتباط بينها من جهة أخرى تتوقف فعالية سياسة التنويع<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 128، 129.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 130.

فمن حيث نوع الارتباط توجد أدوات استثمار ترتبط عوائدها معا بعلاقة ارتباط موجبة بمعنى أن زيادة أو نقص في سعر أداة معينة ولتكن (أ) مثلا يصاحبها زيادة أو نقص في نفس الاتجاه في سعر أداة أخرى مثل (ب)، كما يحدث مثلا بين أسعار الأسهم وأسعار العقار، لكن بالمقابل توجد أدوات استثمار أخرى ترتبط عوائدها معا بعلاقة ارتباط سالبة، بمعنى أن زيادة أو نقص في سعر أداة منها ولتكن (أ) مثلا يترتب عليها تغيير ولكن في اتجاه معاكس في سعر أداة أخرى مثل (ب). أما من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط، فهذا يتوقف على مدى الاستجابة أو قوة العلاقة القائمة بين الأصلين والتي تتراوح بين (+1) حيث يكون معامل الارتباط تاما وموجبا إلى (-1) حيث يكون معامل الارتباط تاما وسالبا.

### المطلب الثالث: أشكال التنويع الاستثماري

إن الميزة الرئيسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنويع أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطرة، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها هذا التنويع والتي سنتعرض لها كما يلي:

#### 1- التنويع بناء على جهة الإصدار:

يقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة<sup>1</sup>.

ويوجد في هذا الصدد أسلوبان للتنويع وهما:

#### أ- التنويع البسيط "السادج"<sup>2</sup>:

يقوم التنويع الساذج أو أسلوب التنويع البسيط على فكرة أساسية، هي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمنتها المحفظة، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائداتها، فمحفظة الأوراق المالية التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائداتها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات أصدرتها مؤسستان فقط. وهكذا يمكن التعبير عن أسلوب التنويع الساذج بالحكمة القائلة "لا تضع البيض في سلة واحدة"، وقد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن لا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن 5% من مجموع مخصصات المحفظة وهذا لعدم تركيز موارد المستثمر في عدد محدود من الاستثمارات.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره ص 171.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، 1999 ص 425، 426.

في هذا الصدد يشار أن أسلوب التنويع الساذج يضمن التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر ذات الصيغة الخاصة- مخاطر غير منتظمة، وذلك إذا ما اشتملت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائيا يتراوح عددها بين 10 و15 نوع، على أن يؤخذ في الحسبان عدم المغالاة في تنويع مكونات المحفظة لما لذلك من آثار عكسية أهمها<sup>1</sup>:

- صعوبة إدارة المحفظة بسبب كثرة المنشأة المصدرة وضرورة تحليل مركزها المالي.

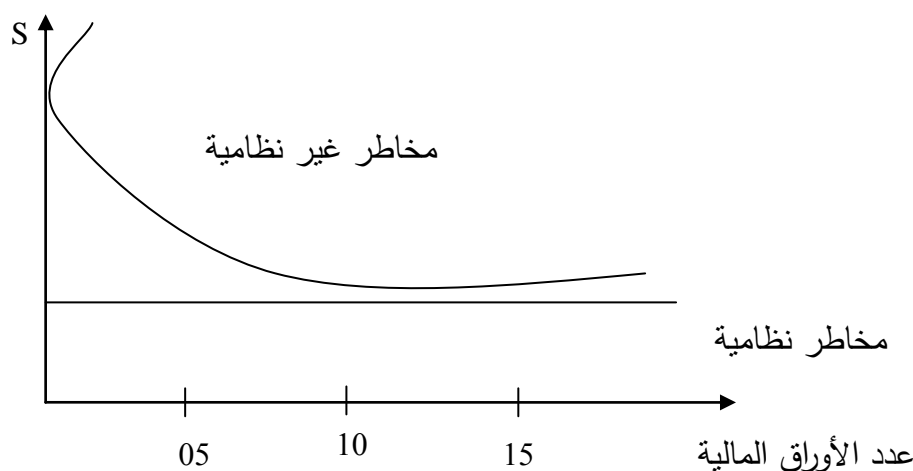
- تكاليف عالية للبحث عن استثمارات جديدة لضمها للمحفظة.

- ارتفاع تكاليف شراء الاستثمارات، فالتنويع الكثير يعني شراء كمية صغيرة من كل إصدار وهذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع متوسط المادة المدفوعة للسماسة.

- اتخاذ قرارات مالية غير سليمة، كاستثمار في أوراق مالية غير جيدة.

وبالتالي فإن التنويع الساذج يتمثل في زيادة عدد الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي حيث أنه كلما زاد عدد الأوراق قلت المخاطر كما هو موضح في الشكل التالي:

### الشكل رقم (02): أثر التنويع على المخاطر



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 172.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 172، 173.



## ب- تنوع ماركويتز:

يقوم تنوع ماركويتز، على عكس التنوع الساذج، على أساس معامل الارتباط بين العوائد الناتجة عن الاستثمار، ومعامل الارتباط عبارة عن مقياس إحصائي، يعبر عن العلاقة بين العوائد على ورقتين مالييتين من حيث اتجاه حركة هذه العوائد، وتتراوح قيمة معامل الارتباط بين (+1) أي ارتباط موجب تام و(-1) ارتباط سالب تام، وإذا كان (0) عدم وجود ارتباط.

إن بناء محفظة استثمارية من السهمين (A) و(B) إذا كان معامل الارتباط بين عوائدهما مساويا (+1)، لا يؤدي إلى تخفيض المخاطرة، مما يعني أن مخاطرة المحفظة في هذه الحالة تكون متوسطا مرجحا لمخاطرة السهمين معا. وإذا قام المستثمر بإضافة أوراق مالية جديدة فإن مخاطرة المحفظة، تبقى متوسطا مرجحا لمخاطرة الأسهم المكونة لها.

أما عندما يكون معامل الارتباط مساويا للصفر، فإن بناء محفظة من السهمين معا يؤدي إلى تخفيض المخاطرة بشكل تدريجي، ولكنه لا يؤدي إلى التخلص من مخاطر المحفظة بشكل نهائي- وعندما يكون معامل الارتباط = -1 فإن ذلك يمكن أن يؤدي إلى التخلص من مخاطرة المحفظة بشكل نهائي، وهذه هي القاعدة الرئيسية التي يركز عليها مبدأ التحوط، والملاحظ أنه فقط في حالة الارتباط السلبي التام يمكننا تخفيض المخاطرة إلى الصفر.

وتتحسن القدرة على تخفيض المخاطرة حالما يصبح الارتباط أقل ايجابية وأكثر سلبية، يجب أن لا ننسى أن كمية التخفيض في المخاطرة التي يمكن تحقيقها على نسبة المزج بين الأصول<sup>1</sup>.

إذا، ومما سبق نستطيع القول بأن تنوع ماركويتز يقوم على فكرة أساسية مفادها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات، وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تشتمل عليها المحفظة، وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها- فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر، مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها أو توجد بينهما علاقة عكسية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 173.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999 ص 283، 284.

ومن أجل توضيح تأثير درجة الارتباط بين عوائد الأسهم على درجة مخاطرة المحفظة نفترض<sup>1</sup>:

إذا كان العائد على السهم (أ): 25%، وعلى السهم ب: 10% والانحراف المعياري للسهم (أ): 40% وللشهم ب: 24%، وكان معامل الارتباط بين السهمين: +0.3% والوزن النسبي للسهم أ = 50% والسهم ب = 50%.

إن الانحراف المعياري لمحفظة تتكون من سهمين (أ) و(ب) تحسب كالتالي

$$S_p = [W_1^2 \delta_1^2 + W_2^2 \delta_2^2 + 2W_1W_2 R_{12} \delta_1 \delta_2]^{1/2}$$

حيث أن:

الوزن النسبي للسهم: W

الانحراف المعياري للسهم:  $\delta$

معامل الارتباط بين العوائد على السهمين =  $r_{12}$

ويتطبيق هذه المعادلة فإن الانحراف المعياري للمحفظة:

$$S_p = [(0.5)^2 (0.4)^2 + (0.5)^2 (0.2)^2 + 2(0.5)(0.5)(0.3)(0.4)(0.2)]^{1/2} = 24.9\%$$

ولكي نبين تأثير معامل الارتباط على مخاطرة المحفظة، يمكن حساب الانحراف المعياري للمحفظة في الحالات الثلاث التي تم شرحها سابقا، أي عندما يكون معامل الارتباط (+1) أو صفر أو (-1) وبحساب الانحراف المعياري نجد أن:

- إذا كان معامل الارتباط: +1 فإن:  $S_p = 30\%$

- إذا كان معامل الارتباط: صفر فإن:  $S_p = 22.4\%$

- إذا كان معامل الارتباط: -1 فإن:  $S_p = 10\%$

يتضح من هذه الأمثلة أن تخفيض قيمة معامل الارتباط من +1 إلى -1 أدى إلى تخفيض الانحراف المعياري للمحفظة من 30% إلى 10% أي أن مخاطرة المحفظة المكونة من سهمين انخفضت بنسبة 20%.

نستنتج مما سبق أن:

- مخاطرة المحافظة الاستثمارية تكون في أعلى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة موجبا تاما.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 175، 176.

- مخاطرة المحافظة الاستثمارية تكون في أدنى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة سالبا تماما.

- مخاطرة المحفظة الاستثمارية تقع بين الحد الأعلى والحد الأدنى عندما يكون معامل الارتباط مساويا للصفر<sup>1</sup>.

تأثر الأوزان النسبية للأوراق المالية<sup>2</sup>:

إن النتائج التي ذكرناها ليست صحيحة على إطلاقها، فقد يؤدي اختلاف الأوزان النسبية للأوراق المالية إلى نتائج مغايرة والمثال التالي يوضح ذلك:

إذا كان العائد على السهم أ = 80% والعائد (ب) = 12%.

حساب مخاطرة محفظة استثمارية تتكون من السهمين معاً، على افتراض وجود بديلين لتوزيع المبلغ المستثمر على السهمين وهما: 80% للسهم (أ) و 20% للسهم (ب) أو 20% للسهم (أ) و 80% للسهم (ب)، افترض أيضاً أن معامل الارتباط بين السهمين هو (+1) و (-1).

**الحل:**

الجدول رقم (1): يبين الجدول التالي الانحراف المعياري للمحفظة المكونة من السهمين وذلك في حالة تغيير الأوزان النسبية للأسهم في المحفظة.

م = -1	م = +1	الوزن النسبي للسهم في المحفظة	
		ب	أ
1.8%	7.8%	20%	80%
1.8%	13.2%	80%	20%

المصدر: محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 176.

بالنظر إلى الجدول أعلاه نلاحظ أن الانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية في الحالة الأولى يساوي 7.8% عندما يكون معامل الارتباط موجبا تماما، وهو كما ذكرنا من قبل أكبر من الانحراف المعياري للمحفظة (1.8%) عندما يكون معامل الارتباط سالبا تماما. أما في الحالة الثانية وعند تغيير الأوزان النسبية فإن الانحراف المعياري للمحفظة عندما يكون معامل الارتباط سالبا تماما يساوي 10% وهو أكبر من

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، المرجع السابق، ص 176، 177.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 177، 178.

الانحراف المعياري (وليس أقل) من الانحراف المعياري في الحالة الأولى عندما يكون معامل الارتباط موجبا تماما.

أن ذلك يعني أن الأوزان النسبية للأوراق المالية قد تؤدي إلى الحد من الآثار الإيجابية للتنوع القائم على أساس معامل الارتباط والمتمثلة في انخفاض المخاطرة.

## 2- تنوع تواريخ الاستحقاق<sup>1</sup>:

تشير العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة الحالية للأوراق المالية إلى أن تقلب أسعار الفائدة في السوق يترتب عليه تقلبات أكبر في قيمة السندات طويلة الأجل بالمقارنة مع السندات قصيرة الأجل وهكذا، ولذا يواجه مدير محفظة الاستثمار معضلة تحتاج إلى حل فإذا ما استثمر مخصصات المحفظة في سندات قصيرة الأجل فإنه يتجنب النقلب الكبير في أسعار تلك السندات وبذلك يقل مقدار الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها تلك السندات- ومن ناحية أخرى إذا تم الاستثمار في السندات طويلة الأجل فسوف يحقق استقرار أكبر في العائد السنوي يتعرض لتقلبات شديدة مما يعرض المستثمر إلى تكبد خسائر رأسمالية إذا ما اضطر إلى بيعها قبل تاريخ الاستحقاق.

الأمر الذي يترتب عليه استخدام سياسة رشيدة في التنوع يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منها وتقليل المخاطر التي يترتب على توجيه كافة مخصصات المحفظة. ويمكن استخدام الأساليب التالية في تنوع تواريخ الاستحقاق.

أ- **الأسلوب الهجومي:** ويقوم الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للظروف أي وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع فإن على مدير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل. وذلك قبل أن يحدث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة أما إذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الهبوط حينئذ ينبغي على المستثمر المسارعة ببيع السندات قصيرة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات طويلة الأجل.

<sup>1</sup> أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة، 2007 ص 229، 230.

ويتوقف نجاح الأسلوب الهجومي على مدى دقة التنبؤات بشأن اتجاه أسعار الفائدة ولكن التنبؤات غير مؤكدة في بعض الأحيان وإذا لم تتحقق هذه التنبؤات فإن المستثمر يتعرض لهزات عنيفة في عائد المحفظة.

**ب- تدرج تواريخ الاستحقاق:** يقصد بتواريخ الاستحقاق توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ويقضي ذلك قيام المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله. ويسهم هذا النوع من التشكيل في تحقيق أهداف المحفظة التي تتمثل في السيولة والربحية وتجنب انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات وتوثيق العلاقة مع كبار الموزعين فوجود سندات قصيرة الأجل يسهم في مواجهة احتياجات البنك للسيولة، أما وجود السندات طويلة الأجل فيسهم في تحقيق نوع من الاستقرار في العائد الدوري المتولد عن الاستثمار في المحفظة.

**ج- التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل:** يقصد بهذا الأسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل واستبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من ثلاث سنوات إلى أقل من سبع سنوات وتشكيل المحفظة من استثمارات طويلة الأجل (سبع عشر سنوات) وقصيرة الأجل والتي تسهم في متطلبات السيولة بينما تسهم الاستثمارات طويلة الأجل في مواجهة متطلبات الربحية إذ تساعد على تحقيق أرباح رأسمالية أكبر في حالة انخفاض أسعار الفائدة أو الاستثمار أو متوسطة الأجل<sup>1</sup>.

**3- التنوع الدولي:** وهو التنوع من خلال الاستثمار في أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة واحدة ويمتاز هذا النوع بتنوع الأصول التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية، وبسبب الاستثمار في أكثر من دولة تنتوع العملات التي تقيم بها هذه الأدوات فيكون الاستثمار في الأصول والعملات معا- ولقد أثبتت الدراسات أن التنوع الدولي من شأنه أن يخفف المخاطر إلى مستويات أدنى مما يحققه التنوع المحلي<sup>2</sup>.

إن التنوع بهذه الطريقة يؤدي إلى تقليل المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية المحلية والأوراق المالية الأجنبية صفراً أو سالباً أو موجباً غير تام. أما إذا كان معامل الارتباط (+1) أو قريباً من ذلك فإن شراء الأوراق المالية الأجنبية لن يؤدي إلى تخفيض المخاطر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> أمين عبد العزيز، المرجع السابق، ص 230، ص 231.

<sup>2</sup> صايفي عمار، مرجع سبق ذكره، ص 41.

<sup>3</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 182.

## المطلب الرابع: استراتيجيات التنويع الاستثماري في محفظة الأوراق المالية

هناك عدة استراتيجيات لإدارة المحافظ يمكن استخدامها من قبل المستثمرين لتحقيق أهدافهم في الحصول على العوائد المرتفعة مقابل مستوى مقبول من المخاطرة فمنها السلبية ومنها الايجابية (النشطة) وتتوقف المفاضلة بينهما على مجموعة من العوامل تتمثل في مدى اتصاف السوق بالفعالية وخصوصا فعالية تسعير الأوراق المالية المتداولة في السوق، ونوع المستثمر الذي يتم إدارة محفظته. ومن أبرز هذه الاستراتيجيات ما يلي<sup>1</sup>:

أ- الإستراتيجية السلبية (الساكنة): يطبق مدير الاستثمار الإستراتيجية السلبية عند قيامه بإدارة محفظة المستثمر الذي يتجنب المخاطر ويتحقق ذلك في حال اتسام السوق بالفعالية أي أن أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية، بمعنى أن العائد المتولد عنها يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار فيها، وبالتالي فلا جدوى من إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية، إضافة إلى ذلك يكون العائد المحقق من الاستثمار في حدود عائد محفظة السوق، وبعبارة أخرى تعني الإستراتيجية الساكنة تكلفة اقل للمعلومات، حد أدنى من الجهد المبذول في إدارة المحفظة، ومن أبرز صور تلك الإستراتيجية: إستراتيجية الشراء والاحتفاظ، وإستراتيجية صندوق مؤشر السوق.

## - إستراتيجية الشراء والاحتفاظ:

وفق هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب بالحصول على الأموال، وليس عليه انتظار المستقبل ليقوم بذلك أملا في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين، لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة لأخرى تبعا لعدة عوامل، كالظروف الاقتصادية العامة، ظروف المنشأة وعليه فإن ليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من فترة لأخرى تبعا لدرجة المخاطرة التي يكون مستعدا لتحملها.

## - إستراتيجية صندوق مؤشر السوق:

يقصد بإستراتيجية صندوق مؤشر السوق، قيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات السوق مثل: مؤشر داو جونز، وذلك بأن يشتري وحدات في صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة لأحد مؤشرات الأسهم، ويحصل بالتالي على عائد يماثل عائد محفظة السوق، دون أن يتحمل

<sup>1</sup> بديار أمينة، مرجع سبق ذكره، ص ص 49، 50.

مخاطر عالية، اختيار مجموعة أصغر من الأسهم وفقاً لمعايير محددة مثل أنواع القطاعات، حجم الشركات وغيرها.

ب- الإستراتيجية النشطة (الإيجابية)<sup>1</sup>: وهي تقوم على فروض معاكسة تماماً للفروض التي قامت عليها الإستراتيجية السابفة حيث لا تعترف بأن القيمة السوقية للأصل المالي تعكس قيمته الحقيقية وبالتالي عدم توفر شرط الكفاءة وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية بالنسبة للبعض منهم وهو الهدف من تكوين المحفظة والأساس المعتمد عليه في اختيار الأوراق المالية المكونة لها. ومن أهم أساليبها نجد:

#### - إستراتيجية اختيار الأوراق المالية:

تقتضي هذه الإستراتيجية القيام بالتحليل الأساسي والفني وكذا سبل تقييم الأوراق المالية بهدف تحديد القيمة الحقيقية لها ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار ضمها للمحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة وعن ظروف كل صناعة والوقوف على أفضل الشركات التي تنتمي للصناعة، فضلاً عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم والتي على ضوءها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية.

#### - إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة:

هي تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم شركات تنتمي إلى قطاعات أخرى.

#### - إستراتيجية توقيت السوق:

تقتضي بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية أو يقلل المخاطرة، إن أدرك وقت دخوله للسوق ووقت خروجه موجهاً حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية وأذونات الخزنة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم.

<sup>1</sup> عيو هدى عيو ربيعة، سياسات وإستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على بنك الرياض بالسعودية، مجلة العلوم المالية و المحاسبية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، العدد 4، 2017، ص122.

## خلاصة الفصل

من خلال دراستنا لهذا الفصل تبين لنا تزايد أهمية الاستثمار، خاصة في الأوراق المالية يوما بعد يوم نظرا لكونه يلعب دورا أساسيا في الحياة الاقتصادية، وإن الهدف الأساسي لهذه الأوراق لمالية هو تقليل المخاطر من خلال تكوين محفظة استثمارية مدروسة. يقوم تكوينها على أساس تنوع محتوى أصولها من أسهم وسندات.

ويعتبر هذا التنوع أسلوبا بالمواجهة المخاطرة التي تواجه الاستثمار مع تحقيق درجة معينة من العائد.



## الفصل الثاني: مدخل للسوق المالي وإدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للسوق المالي

المبحث الثاني: نظريات ونماذج إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية

المبحث الثالث: مخاطر المحفظة الاستثمارية

## تمهيد

بفعل التوسع الكبير الذي عرفته مختلف الأسواق خاصة المالية منها نتيجة تعدد الأنشطة الاستثمارية وتزايد رؤوس الأموال التي تقدمها، أصبح من الضروري بالنسبة للمستثمرين في هذه الأسواق بالاعتماد على إدارة استثماراتهم (محافظهم) بالاعتماد على نظريات اقتصادية حديثة وذلك رغبة منهم في تحقيق عوائد أكبر مقابل تحمل أقل للمخاطر.

وتعتبر إدارة المحفظة عملية ذات أهمية كبيرة نظرا لأنها تسعى باستمرار لتحقيق أهداف الاستثمار مستخدمة في ذلك أساليب التنوع التي تتلائم مع طبيعة السوق وإمكانيات المحفظة، ولقد زودت تلك النظريات المستثمرين في المحافظ المالية بعدد من النماذج الكمية المساعدة والتي بالرغم من الانتقادات الموجهة لها إلا أنها أتاحت للمستثمرين إحداث نقلة نوعية في هذه الأسواق.

## المبحث الأول: ماهية السوق المالي

يشكل السوق المالي بتنظيماته المختلفة ركنا أساسيا من أركان النظام التمويلي، حيث يعتبر حلقة وصل بين الوحدات ذات العجز المالي والتي تسعى للحصول على التمويل والوحدات ذات الفائض المالي الراغبين في استثمار أموالهم. وعليه سيتم تناول هذا المبحث من خلال التطرق إلى النقاط التالية:

- مفهوم ونشأة السوق المالي.
- مكونات ووظائف السوق المالي.
- الأدوات المتداولة في السوق المالي.
- المتعاملون في السوق المالي.

### المطلب الأول: نشأة وتعريف الأسواق المالية

#### أولاً: نشأة الأسواق المالية<sup>1</sup>

أدى التطور في التبادل التجاري الدولي والإنتاج الصناعي الواسع إلى الحاجة لتمويل المشاريع الكبيرة مما حفز الأفراد والجماعات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع، ومنه فإن تاريخ إنشاء الأسواق المالية يبين أن الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبط بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى، حيث ظهرت الحاجة إلى تبادل العملات نتيجة إلى التبادل التجاري الواسع من الشرق، تأكدت الحاجة إلى مكاتب الصرافة والصرافين في إيطاليا، ثم انتقلت إلى بلجيكا في بداية القرن 14م وتحديدا في مدينة بروج البلجيكية وقامت عائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في منزل السيد فاندر بورز، حيث كانت تتم عمليات البيع والشراء وتبادل البضائع وبيع وشراء العملات ثم كتابة بواليص التأمين، ومن اسم هذا التاجر صارت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة لان اسم بورز بالفرنسية تعني سوق الأوراق المالية. تم إنشاء أول سوق مالي في عام 1339م في بلجيكا وانتقل إلى مدينة ليون في فرنسا عام 1639م ثم إلى باريس وإلى امستردام ولندن في القرن 17م، وانتظمت الأسواق بحدود عام 1890م بعد حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف أمريكا الشمالية والجنوبية، وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية، حيث أن الاستثمار الكبير في شراء الأسهم بالشركات المتخصصة

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر، عمان 2012، ص ص 34، 35.

في بناء السكك الحديدية، وعلى أثر ذلك ارتفعت القيمة الإجمالية للسوق المالي في باريس من 4 مليارات فرنك فرنسي عام 1850 إلى 35 مليار فرنك في عام 1880، ثم احتلت البورصة في لندن ونيويورك وطوكيو المركز الأول بحجم الأموال المتداولة في السوق.

### ثانياً: تعريف الأسواق المالية

- يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط تتوفر قنوات اتصال فعالة<sup>1</sup>.

- ويعرف أيضاً بأنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه<sup>2</sup>.

- ويعرف أيضاً بأنه الوسيلة التي يلتقي من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون من ذوي الاهتمامات المالية والنقدية، وذلك بغرض تداول الأصول المالية المختلفة الحقيقية النقدية لفترات قصيرة وطويلة، وذلك اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات وكذلك عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محلياً ودولياً<sup>3</sup>.

وكتعريف شامل يمكن تعريف الأسواق المالية على أنها: المجال الذي يتم من خلاله تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني عجزاً عن طريق إصدار وتداول أدوات مالية معينة، عبر جهات متخصصة في السوق والتي تشكل قنوات اتصال فعالة.

### المطلب الثاني: مكونات ووظائف السوق المالية

#### أولاً: مكونات السوق المالي

تصنف أسواق المال على أسس مختلفة من زوايا مختلفة، ومن أهم هذه التصنيفات التي تأتي طبقاً لأغراض التمويل هي تقسيم السوق المالي إلى سوق نقدي وسوق رأس المال.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة، للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص110.

<sup>2</sup> وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر، عمان، 2012، ص16.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص58.

**1- الأسواق النقدية:**

تعرف أسواق النقد على أنها تلك الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية والجهات الحكومية، وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وهيئاتها المحلية وتتمتع السوق النقدية بعدة مزايا إذ تعتبر مصدرا مهما للتمويل قصير الأجل، بتوفيرها فرصا جيدة للمستثمرين للدخار والاستثمار في أصول مالية ذات مرونة وسيولة مرتفعة<sup>1</sup>.

**2- أسواق رأس المال:**

وتسمى غالبا سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي سوق يتم فيها التعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتؤدي هذه السوق دور كبير في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار شركات المساهمة أو بإصدار سندات دين ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل مشاريع جديدة<sup>2</sup>.

تنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى قسمين هما: السوق الأولية والثانوية:

**2-1- الأسواق الأولية:**

سوق الإصدار أو السوق الأولية وهي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو سوق التي يتم من خلالها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، حيث يتم بيع الأسهم والسندات في مقابل نقدي تذهب حصيلته إلى الجهات والشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية<sup>3</sup>. وتعد السوق الأولية ذات أهمية كبيرة في توفير التمويل للاستثمارات الإنتاجية في الاقتصاد فهي تعمل على توفير التمويل لتكوين رأس المال المادي من خلال توفيرها للتمويل اللازم لإقامة المشروعات التي تتولى إنتاج السلع والخدمات فتسهم بذلك في زيادة القدرة الإنتاجية للاقتصاد<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> رفيق مزهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2014، ص20.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص20.

<sup>3</sup> السيد مولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010، ص130.

<sup>4</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، جدار الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، طبعة الأولى، 2006، ص42.

## 2-2 - الأسواق الثانوية:

ويمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق الأولى، ويوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين اللذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولى، فالمستثمرون وخاصة حملة الأسهم يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، وذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت مستمرة في ممارسة النشاط<sup>1</sup>. ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين<sup>2</sup>:

## 2-2-1 - الأسواق المنظمة:

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط، تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام.

## 2-2-2 - الأسواق الغير منظمة:

وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة، التجار والمستثمرين ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق كما هو الحال في البورصات المنظمة بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ويتواجد داخل السوق الغير منظمة نوعان من الأسواق:

## - السوق الثالثة:

هي قطاع من السوق الغير منظمة، حيث تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية خارج البورصة، ويتم التعامل من خلال بيوت السمسرة من علم أعضاء الأسواق المنظمة، وهذه البيوت على استعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية بأية كمية، سواء كانت هذه الأوراق مسجلة في تسعيرة البورصة أو غير مسجلة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكثيرة مثل: صناديق المعاشات وحسابات

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، الأردن، 2000، ص19.

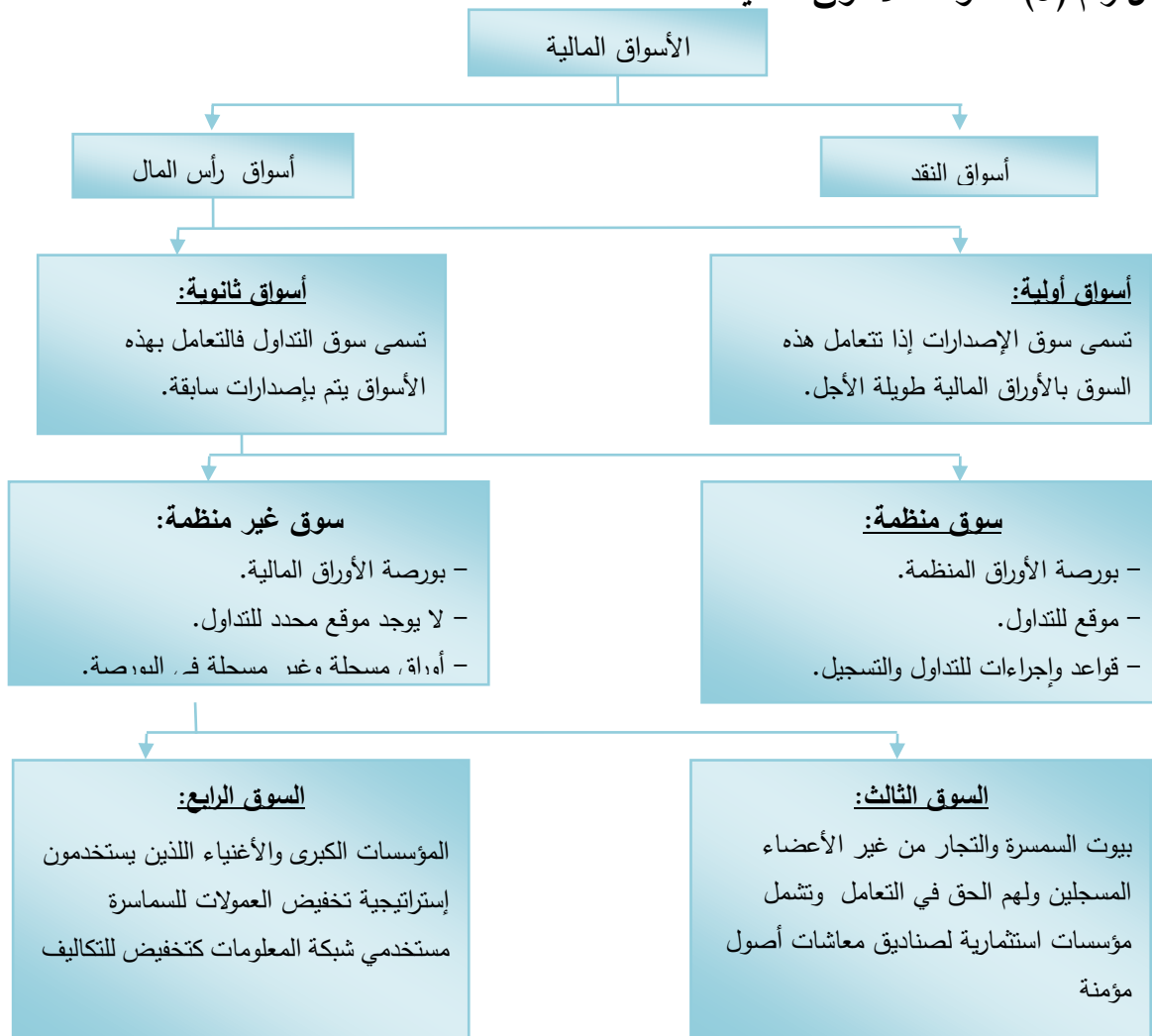
<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص45.

الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي تنشط في السوق المنظمة<sup>1</sup>.

#### - السوق الرابعة:

يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة، تصنع هذه الأسواق للحد من العملات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار، سمة السوق هي السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة أقل لذلك تعد هذه السوق مناسبة قوي للأسواق المنتظمة، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق<sup>2</sup>.

#### الشكل رقم (3): مكونات الأسواق المالية.



المصدر: من إعداد الطالبتين

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأسمال، منشأة المعارف، الإسكندرية 199، ص109.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص25.

## ثانيا: وظائف السوق المالية

إن للأسواق المالية عدة وظائف تتمثل في ما يلي<sup>1</sup>:

## 1- تعبئة المدخرات:

تقوم السوق المالية بهذه الوظيفة من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين بالإضافة إلى إتاحة فرص الربح للمدخر والمستثمر، الأمر يؤدي إلى زيادة المدخرات، بالإضافة إلى انخفاض المخاطر مما يجعل المدخرات تنتقل إلى مجالات الاستثمار المختلفة وبالتالي زيادة نمو الاستثمارات مما يؤدي إلى ارتفاع نمو الاقتصاد الوطني.

## 2- الاحتفاظ بالثروة:

تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات التي توفرها على القيام بدور مخزن القيمة أو مخزن الثروة حيث تتسم هذه الأدوات بأنها لا تتعرض للاهتلاك كما أنها تولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بها.

## 3- توفير السيولة:

من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة مع انخفاض المخاطر. إن توفير الأدوات المالية لسوق رأس المال السيولة والعائد المرتفع في آن واحد يؤدي إلى استفادة كل من المستثمر والمدخر من السيولة مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه في المجتمع.

## 4- توفير التمويل للاستثمار:

تقوم سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار وذلك من خلال إمكانية طرح المؤسسات للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو التوسع حيث يتميز هذا التمويل بأنه طويل الأجل، إذ أن المؤسسات غير ملتزمة باسترجاع الأدوات التي تصدرها من أصحابها ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر.

كذلك يقوم بإتاحة فرصة لزيادة التمويل عند حاجة المؤسسة وذلك من خلال إصدار أوراق مالية جديدة، كما يوفر سوق رأس المال للمؤسسات فرصة الاقتراض بصورة غير مباشرة وذلك عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة منها، مما يجعل ثقة كبيرة في نشاط المؤسسات وبتيح لها فرصا للاقتراض من أي مصدر آخر بخلاف سوق رأس المال.

<sup>1</sup> الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة الماجستير في العلوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر،



## 5- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر:

تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنوع التي توفرها حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقا مالية لقطاعات مختلفة ومؤسسات متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر، كما يكون التنوع على المستوى الدولي مما يتيح فرصة أكبر لتخفيض المخاطر. حيث نجد كل مؤسسة تعمل على تحسين وضعها والاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من جهة ويضع الثقة في تعاملاتها من جهة أخرى. وبهذا فإن حركة الأسعار في السوق تعمل بمثابة رقابة ومرشد للمديرين لتحسين أوضاع نشاطها وتحسين مركزهم المالي ومن ثم ينعكس ذلك على تحسين نمو الاستثمارات.

## المطلب الثالث: أدوات السوق المالي

## الفرع الأول: الأسهم

## 1- تعريف السهم:

هو عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل المشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموعة من الحصص سواء كانت نقدية أو عينية<sup>1</sup>.

## 2- أنواع الأسهم:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم أهمها:

2-1- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به<sup>2</sup>:

تصنف الأسهم حسب الشكل إلى:

2-1-1- أسهم اسمية: حيث تصدر هذه الأسهم باسم صاحبها مثبت في الشهادة حيث تسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب بانتقال ملكية الأسهم من القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

2-1-2- أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم الحائر لها.

<sup>1</sup> مصطفى رشدي وزينب عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، مصر 1996، ص 169.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 20.

2-1-3- أسهم الأمر: ويذكر فيه اسم صاحبه في الشهادة مقترن بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير ودون الحاجة للشركة.

### 2-2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها<sup>1</sup>:

يمكن تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى:

2-2-1- أسهم عينية: هي الأسهم التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي أو مخزونات أو براءة اختراع مقدر ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى صاحبها إلا تسليم الموجودات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، فقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

2-2-2- أسهم نقدية: هي الأسهم التي تدفع مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

2-2-3- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع مقابلها مساهمات نقدية.

### 2-3: تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها<sup>2</sup>:

تقسم الأسهم في هذه الحالة إلى:

2-3-1: الأسهم العادية: هي أداة ملكية ذو صيغة مالية قابلة للتداول، مما يعطيها مرونة كبيرة فهي وثيقة مالية تصدر عن شركة المساهمة بقيمة اسمية تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، كما يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، حيث تخضع قيمتها السوقية إلى تغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب متباينة وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها ولحامليها حصص الملكية في الشركة ولهم حقوق التصويت لمجلس الإدارة.

2-3-2: الأسهم الممتازة: أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداء المديونية وأداء الملكية فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد الأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك عند التصفية، كما تشبه الأسهم في تواجدها وهي دائمة رغم الاتجاه المالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم، وتدفع التوزيعات بع الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى الإسكندرية، 2003، ص188.

<sup>2</sup> فليح حسن، مرجع سبق ذكره، ص200.

## الفرع الثاني: السندات

## تعريف السندات:

تعرف السندات على أنها عبارة عن فروض يقدمها المشتري إلى المؤسسات والحكومات، حيث يقوم المستثمر بالحصول على سعر الفائدة محددة نظير إقراض أمواله لفترة ما وفي المقابل تحصل الحكومة أو المقترض على الأموال التي يحتاجها<sup>1</sup>.

خصائص السندات<sup>2</sup>:

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- **محدودية الأجل:** دائما يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه ويسجل في عقد الإصدار، حيث يعتبر عنصر هاماً في تحديد معدل فائدة السند والسعر السوقي له.
- **السندات أداة دين:** يرتب السند لحامله عن الشركة المصدرة حق دائنيته ويكون لحامل السند الأولوية عند حامل السهم في استثناء حدوده سواء عن أرباح الشركة، أو من الأصول في حالة الإفلاس.
- **السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل:** لأن حاملها يتقاضى فائدة سنوية ثابتة.
- **قابلية السند للتداول:** هذه الخاصية تشبه خاصية تداول السهم، خاصية التداول هذه تساهم في توفير السيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

## الفرع الثالث: الأوراق المهجنة

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما<sup>3</sup>.

## أنواع الأوراق المهجنة:

يمكن التمييز بين الأنواع التالية للأوراق المهجنة:

- 1- **الأسهم الممتازة:** هي مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية، سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة، كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد

<sup>1</sup> عقبة خضير، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2014، 2015 ص46.

<sup>2</sup> المرجع نفسه ص50.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص153.

الأسهم المصدر، فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية. كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة، فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد<sup>1</sup>.

2- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي: تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

3- شهادات الاستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدر، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة<sup>2</sup>.

#### الفرع الرابع: المشتقات

##### تعريف المشتقات:

هي نوع من العقود التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة<sup>3</sup>.

#### أنواع المشتقات المالية:

يمكن التمييز بين الأنواع التالية<sup>4</sup>:

##### 1- عقود الاختيار:

هي عبارة عن عقد بين طرفين يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع سهم أو سند معين خلال فترة زمنية معينة وفي تاريخ معين، وتنقسم إلى:

1-1 خيار الشراء: وهو عقد يعطي لحامله الحق دون إلزام لشراء أصل معين في تاريخ معين.

1-2 خيار البيع: هو عقد يعطي لحامله الحق وليس الإلزام ببيع في تاريخ معين وسعر تنفيذ أصل معين للحصول على هذا الحق يدفع حامله علاوة للطرف الآخر مقابل إقدامه على شراء ذلك الأصل.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف الإسكندرية، 1994، ص58.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص4.

<sup>3</sup> أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003، ص211.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2001، ص ص 332، 333.

## 2- عقود المبادلة:

هي اتفاق بين طرفين أو أكثر بتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة، وتتفرع عقود المبادلة إلى ثلاث أنواع وهي:

2-1: عقود مبادلة أسعار الفائدة: ويعتبر أهم عقود المبادلة وأكثرها شيوعاً، يستعمل من طرف المؤسسات المالية لتغطية مخاطر التغيير في سعر الفائدة.

2-2: عقود مبادلة أسعار الفائدة: هي عقود تهدف إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار الصرف.

## المطلب الرابع: المتعاملون في السوق المالي

- توجد العديد من الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية، أي التي تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل من أجل الحصول على عائد نتيجة هذا التعامل. وفيما يلي سنتطرق إلى أهم المتعاملين في الأسواق المالية.

- أولاً: فئة المستثمرين (المقرضين)<sup>1</sup>

تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية، ويقصد بالأفراد الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، كما يقصد بالمؤسسات المالية البنوك وبيوت السمسة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر ضئيلة. حيث أن الغرض من الاستثمار هو كسب عائد في صورة فوائد أو أرباح، وقد يأخذ العائد شكل ربح رأسمال ناتج عن إعادة بيع الاستثمار بمبلغ يزيد عن شرائه الأصلي- ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من المستثمرين وهما: الأفراد والمنشآت (التأسييون).

- ثانياً: فئة المصدرين<sup>2</sup>

تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسة أو شركة استثمارية.

<sup>1</sup> أحمد عمر شقيق القيشاوي، العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تاجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008، ص20.

<sup>2</sup> وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص112.

أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر، حيث تتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرما بين المقرض والمقترض وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ سداد القرض.

وفي الغالب تتشكل فئة المصدرين من:

- الحكومات والهيئات الحكومية: التي قد تعاني من عجز في الموازنة.
- المنظمات الدولية: وتتضمن: البنك الدولي - بنك التنمية الآسيوية، بنك الاستثمار الأوروبي.
- الشركات غير المصرفية: قد تقتحم هذه الشركات أسواق رأس المال لتجميع المزيد من الأموال ما إذا كانت لديها القدرة على ذلك.
- البنوك: حيث تقوم بتجميع الأموال في أسواق المال المحلية والدولية نظرا لكونها تحتاج إلى كم كبير من الأموال لتدعيم ومواصلة أعمال الاقتراض التي تقوم بها.

### ثالثا: فئة الوسطاء<sup>1</sup>

يقوم الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالية وأنظمتها وتعليماتها، كما أنه يقدم النصح لمصدر الأوراق المالية فيما يتعلق بالأدوات المالية الأكثر مناسبة لمتطلباته المالية، فاختيار التوقيت المناسب لطرح الإصدارات له أهمية كبرى، ويجب على الوسطاء الاتصال بالعملاء بصورة منظمة للتعرف على فرص طرح إصدار جديد يخدم مصالح المصدر والمستثمرين على حد سواء، فدون الاتصال بالعملاء لن يتمكن الوسيط من التعرف على الفرص الموجودة.

وتضم فئة الوسطاء غالبا ثلاثة مجموعات وهي:

- السماسرة.
- صانعو السوق.
- متعهدو تغطية الإصدارات الأولية.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص 61.

## المبحث الثاني: نظريات ونماذج إدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية:

هناك نظريات ونماذج لإدارة مخاطر المحفظة المالية والمتمثلة في:

- نظرية اختيار المحفظة لماركوتيز.
- نظرية تسعير الأصول الرأسمالية.
- نظرية التسعير بالمراجعة.

## المطلب الأول: نظرية اختيار المحفظة لماركوتيز

هناك العديد من الباحثين الذين وجهوا اهتمامهم إلى موضوع المحافظ المالية وعلى رأسهم ماركوتيز، والذي يعتبر أول من تعرض إلى ذلك في محاولة منه للوصول إلى طريقة للتخفيض من المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية<sup>1</sup>.

## الإطار النظري لنظرية المحفظة:

يعود مفهوم المحفظة إلى بداية عقد الخمسينات عندما قام ماركوتيز بتقديم نظرية المحفظة عام 1952، حيث قامت على مفهوم نظرية المنفعة في اختيار الاستثمار كما استفادت من علم الإحصاء (التوزيع الاحتمالي للعوائد والقياس الكمي للمخاطرة)، وكان الغرض منها التوضيح أن الاستثمار في الأوراق المالية أفضل من أي استثمار فردي لأن توزيع الثروة على عدة استثمارات يؤدي إلى التقليل من المخاطر الكلية، كما أشارت إلى مشكلة توزيع الثروة على الاستثمارات المختلفة<sup>2</sup>. وتستند نظرية ماركوتيز على عدة فرضيات أهمها<sup>3</sup>:

- أن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من الاستثمار عبر الزمن.
- إن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، وأن منحنى المنفعة يعكس تناقص في المنافع الحديثة للثروة.
- النظر إلى المخاطر على اعتبار أنها تعكس التغير في العائد.
- القرار الاستثماري يقوم على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة.

<sup>1</sup> بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 55.

<sup>2</sup> بديار أمينة، مرجع سبق ذكره، ص 53.

<sup>3</sup> فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة، قدرة تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة تحليلية مقارنة، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة ماجستير المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014، ص 28.

- المستثمر يبغض المخاطر، أي انه يختار الاستثمار الأقل مخاطر إذا كان عليه المفاضلة بين بديلين استثماريين.

### نظرية المنفعة:

استخدم ماركوتيز مفهوم المنفعة في بناء وتطوير نظرية المحفظة المالية معتمدا على العلاقة بين العائد والمخاطرة. وتهتم نظرية المنفعة بتمثيل تفضيلات المستثمر اتجاه العائد المتوقع ومستوى الخطر المقبول بدالة رياضية ويطلق عليها دالة المنفعة أو دالة تفضيلات المستثمر.

ويمكن التعبير عنها بالصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$U = F [E (W) - \delta(W)]$$

حيث:

$E(W)$ : الثروة المستقبلية المتوقعة.

$\delta (W)$ : الانحراف المعياري المتوقع للثروة.

ويمكن المشكل عند كل مستثمر في البحث عن تعظيم دالة المنفعة المتوقعة للثروة (العائد)، فلكل مستثمر تفضيلات خاصة به، ولقد قدم ماركوتيز الحل العام لمشكل اختيار المحفظة باستخدام النموذج الساكن لاختيار المحفظة، والذي يقوم على التنبؤ بالتوزيع الاحتمالي للعوائد والمخاطر من أجل اختيار الإستراتيجية المناسبة للمستثمر.

حيث يقدم منهجا للقرار الاستثماري الذي ينبغي على المستثمر إتباعه في اختيار الأوراق المكونة للمحفظة، ويستند هذا النموذج على عدة افتراضات منها:

1- يوجد عدد كافي من الأوراق المالية من ناحية الكم والنوع.

2- لا يوجد بيع على المكشوف.

3- المنافسة التامة وعدم وجود مصاريف عمولته.

4- فعالية السوق المالية.

- المجموعة المتاحة والحد الكفؤ<sup>2</sup>:

أي أنه إذا توفر للمستثمر عددا من الأوراق المالية فإنه من الممكن بناء عدد غير محدد من التوليفات تتفاوت من حيث عدد الأوراق التي تتضمنها أو من حيث بنية الموارد المخصصة لكل ورقة، أو

<sup>1</sup> بديار أمينة، مرجع سبق ذكره، ص54.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص55.



من حيث معامل الارتباط بين عوائدها. ويطلق على هذه المجموعة غير المحدودة من التوليفات بالمجموعة المتاحة أو المملكة من الاستثمارات.

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

### 1- تقديم النموذج<sup>1</sup>:

قدم هذا النموذج من قبل شارب عام 1964 على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركويتز عام 1952، ويحتل هذا النموذج مكانة متميزة بين عموم المستثمرين في سوق الأوراق المالية. كما يعد من أفضل النماذج تمثيلاً للمبادلة بين العائد والمخاطرة وقياس معدل العائد المطلوب، ويعبر عن العائد الذي يرجوه المستثمر على الأصول المالية ذات المخاطرة، حيث يتكون من العائد الخالي من المخاطر وعلاوة مخاطر الورقة المالية السوقية ويتم التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$K = RF + BI(Rm - Rf)$$

حيث:

K: معدل العائد المطلوب.

RF: معدل العائد الخالي من المخاطر.

Bi: معامل بيت الورقة المالية، وهي مقياس للمخاطر السوقية.

Rm: معدل العائد لمحفظة سوق الأوراق المالية.

### 2- افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية<sup>2</sup>:

يقوم هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات هي:

- جميع المستثمرين في السوق يخططون لفترة احتفاظ واحدة.
- الأصول المالية قابلة للتجزئة ويمكن للمستثمر بيع وشراء ما يشاء.
- الإقراض والاقتراض بين المستثمرين يتم وفقاً للمعدل الخالي من المخاطرة.
- يتمتع السوق بالكفاءة التامة وهناك تماثل بالمعلومات بين المستثمرين.
- عدم وجود تكاليف التبادل وعدم وجود ضرائب.

<sup>1</sup> توفيق عوض شبيب، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم -دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2015، ص ص 50-51.

<sup>2</sup> فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة، مرجع سبق ذكره، ص 76.

- جميع المستثمرين يشتركون برؤية اقتصادية واحدة، ويتمثلون في توزيعاتهم الاحتمالية للتدفقات النقدية المتوقعة.

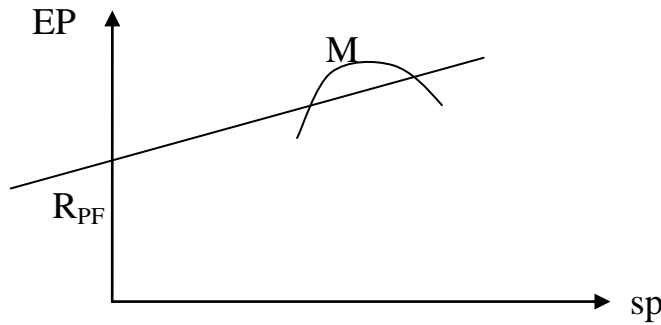
3- بناء النموذج: إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعني أساسا بتسعير المخاطرة يقوم على علاقة خطية بين العائد والمخاطرة.

3-1- المحفظة الكفوءة: وتمثل محفظة السوق، التي تشمل على كافة الأوراق المالية الخطرة المتداولة فيه، وأن نسبة الاستثمار في كل ورقة يتوقف على قيمتها السوقية النسبية في داخل تلك المحفظة<sup>1</sup>.

3-2- خط سوق رأس المال<sup>2</sup>: إن الاسم الدقيق لهذا الخط في حقيقة الأمر هو خط تسعير السوق المخاطر، نظرا لأن الخطر حدده المستثمرون في السوق باعتبار أن معدل العائد على الاستثمار الحالي من المخاطرة متساوي، فهم جميعا يرغبون في الاستثمار في محفظة السوق، وبما أن كل نقطة تقع على الخط تعكس حجم العائد والمخاطرة لمحفظة ما، فإنه إذا تم قسمة عائدها على المخاطرة التي تنطوي عليها سيتم الوصول إلى حجم العائد لكل وحدة من وحدات المخاطرة بمعنى ستصل إلى تسعير السوق لوحدة المخاطر التي تنطوي عليها المحفظة.

ويمكن تمثيل خط سوق رأس المال كما يلي:

الشكل رقم (4): يوضح خط سوق رأس المال



المصدر: مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص83.

من الشكل يبدو أن خط سوق رأس المال هو عبارة عن خط مستقيم يمر بالمحور العمودي الخاص

بالعائد المتوقع في النقطة  $P_F$  التي تمثل العائد الخالي من المخاطرة ومعادلته من الشكل  $y=a+bx$

<sup>1</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص83.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص83.

حيث:  $y$  يمثل  $E(R_p)$

$X$ : يمثل  $\delta P$

$a$ : يمثل  $R_{PF}$

مما يجعل المعادلة من الشكل  $E(R_p) = R_{PF} + \delta P b$

حيث  $E(R_p)$ : عائد المحفظة الكفوة

$R_{PF}$ : نقطة تقاطع الخط المستقيم مع المحور العمودي.

$\delta P$ : خطر المحفظة الكفوة.

$B$ : يمثل ميل الخط.

$$B = \frac{R_{PM} - R_{PF}}{\delta PM}$$

ويطلق على المعامل  $b$  أي الميل بمعامل  $(B)$  مما يجعل المعادلة تكتب كما يلي:

$$E(R_p) = \frac{R_{PM} - R_{PF}}{\delta PM} \delta p + R_{PF}$$

وتعتبر هذه المعادلة بمعادلة نموذج تسعير مخاطر الأصول الرأسمالية ويمكن تقسيمها إلى قسمين:

الأول: يمثل العائد الخالي من المخاطر  $R_{PF}$

الثاني: يمثل العائد الذي يعوض المستثمر عن المخاطر التي تتطوي عليها استثمار أي سعر المخاطر

ويتمثل في:

$$\frac{R_{PM} - R_{PF}}{SPM} \cdot \delta P$$

وتشير إلى أن خط سوق رأس المال هو علاقة توازن بين عائد وخطر المحفظة الكفوة مما يعني أن

هذا الخط يقوم بتسعير السوق المخاطر المنظمة الخاصة بالمحفظة الخاصة<sup>1</sup>.

### 3-3 - خط سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>:

تتعرض الورقة المالية إلى نوعين من المخاطر، المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث

يمكن لأي مستثمر أن يتجنب المخاطر غير المنتظمة من خلال التنويع الكفؤ، ولذلك فإن مساهمة خطر

الورقة المالية المفردة في المخاطرة الكلية للمحفظة من المخاطر المنتظمة فقط.

<sup>1</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سبق ذكره، ص 84.

<sup>2</sup> حسن مشرقي، أيمن الشهاب، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البحث، المجلد 36، العدد 1،

2014، ص ص 265، 266.

وتعتبر المخاطر المنتظمة عن مدى حساسية عائد الورقة المفردة بالنسبة للتقلبات في عائد محفظة السوق، وتقاس هذه المخاطر من خلال معامل بيتا (B) والذي يعبر عن ميل سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن معامل (B) يمكن حسابه كما يلي:

$$B = \frac{COV_{jm}}{\delta_m^2} = \frac{r_{jm}\delta_j\delta_m}{\delta_m^2} = \frac{r_{jm}\delta_j}{\delta_m}$$

أي أن:  $COV(j,m)$ : التباين المشترك بين العائد على ورقة مالية (j) والعائد على محفظة السوق.  
 $(S_m^2)$ : تباين عائد محفظة السوق.

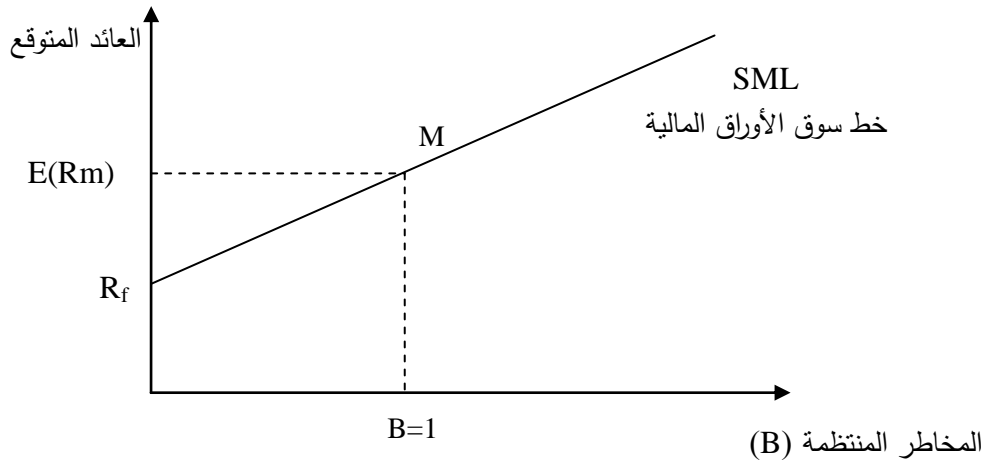
$(r_{jm})$ : معامل الارتباط بين عائد الورقة وعائد السوق.

وبعد حساب قيمة (B) فإن العلاقة التخيلية الخاصة بخط سوق الأوراق المالية تصبح كما يلي:

$$E(R_i) = R_f + B_i (R_m - R_f)$$

أي أن العائد المتوقع لورقة مالية مفردة يساوي إلى العائد الخالي من المخاطر ( $R_f$ ) مضافا إليه علاوة مخاطرة تتحدد من خلال ضرب معامل (B) بالعائد الفائض (عائد السوق - عائد الورقة) ويمكن توضيح العلاقة الرياضية من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (5): خط سوق الأوراق المالية.



المصدر: حسن مشرقي، أيمن الشهاب، مرجع سبق ذكره ص 267.

ويتضح من خلال الشكل والمعادلة السابقة أن قيمة معامل (B) لمحفظة السوق تساوي إلى الواحد الصحيح، ولأنه بديهيا إذا تم وزن جميع الأوراق المالية في المحفظة بقيمتها السوقية الحقيقية فالنتيجة تكون محفظة السوق<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> حسن مشرقي، أيمن الشهاب، المرجع السابق، ص 267.

## المطلب الثالث: نظرية التسعير بالمراجعة

## 1- تعريف نظرية تسعير المراجعة:

هي نظرية بديلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية قدمها steveen ROSS عام 1976، ويعتمد بشكل أساسي في صياغتها على منطق المراجعة أي أن عائد السهم يرتبط بالمخاطر الخاصة بالشركة وبتغيرات عائد محفظة السوق، وبالتالي فإن هذه النظرية تتماشى مع التقسيم الأساسي إلى المخاطر إلى منتظمة وغير منتظمة.

ومن هذا المنطلق فإن هذه النظرية تقوم على أساس أن المحافظة المتنوعة بشكل جيد سوف تخفي فيها المخاطر الخاصة (الغير منتظمة) وتصبح جميع محافظ المراجعة المتساوية في القيمة معرضة لنفس العوامل<sup>1</sup>.

## 2- افتراضات النظرية:

تقوم على ثلاث فروض أساسية وهي<sup>2</sup>:

- تتميز أسواق رؤوس الأموال بالمنافسة الكاملة وإمكانية البيع على المكشوف وإجراء المراجعة باستمرار.
- يسعى المستثمرون دائماً إلى زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.
- يمكن التعبير عن عائد الاستثمار في الأوراق المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

3- الصيغة الرياضية لنموذج التسعير بالمراجعة<sup>3</sup>:

يتشابه المنطلق الأساسي لهذه النظرية مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من حيث تقسيم المخاطر إلى مخاطر منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع ومخاطر خاصة بالشركة المصدرة وظروفها يمكن تجنبها من خلال التنوع.

من هذا المنطلق يمكن التعبير عن العائد المحققة وفقاً لهذه النظرية بالصيغة الرياضية التالية:

$$\bar{R}_t = \hat{R} + (\bar{R}_M \hat{R}_M) B_i + \Sigma_i$$

$\bar{R}_t$ : معدل العائد المتحقق على السهم.

$\hat{R}_t$ : معدل العائد المتوقع على السهم.

<sup>1</sup> سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، 2018، ص 64.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 65.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 66.

$\bar{R}_m$ : معدل العائد المتحقق على السوق.

$\hat{R}_m$ : معدل العائد المتوقع على السوق.

$B_i$ : حساسية السهم لمجموع عوامل السوق.

$\Sigma_i$ : تأثير الأحداث الخاصة على العوائد المتوقعة للسهم.

**المطلب الرابع: أساليب تقييم أداء المحافظ الاستثمارية**

يتطلب قياس أداء المحافظ الاستثمارية وجود مؤشرات تساعد على ترتيب المحافظ الاستثمارية وفقاً لأدائها الاستثماري والذي يأخذ بالاعتبار عنصري العائد والمخاطرة معاً، لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب تناول أهم الأساليب المستخدمة لقياس أداء المحافظ، والتي تتضمن الأسلوب البسيط والمزدوج إضافة إلى وجود أساليب أخرى.

### 1- الأسلوب البسيط<sup>1</sup>:

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 حساب المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة لوحدها. ويعطي بالعلاقة التالية:

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

حيث: R العائد على الاستثمار.

$D_t$ : الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة t.

$P_t$ : سعر الأصل في الزمن t (سعر البيع)؛

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

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

<sup>1</sup> عيو عمر، عيو ربيعة، بوفليج نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي،

2- الأسلوب المزدوج<sup>1</sup>:

يعتمد هذا الأسلوب على معدل العائد للمحفظة مع مخاطر المحفظة، ويندرج تحت هذا الأسلوب مقاييس (نماذج) أخرى لتقييم الأداء ومن أهمها مقياس ترينور، شارب، جنسن وفاما.

## 1-2: نموذج ترينور:

قدم ترينور عام 1965 نموذج الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة، وغير المنتظمة، بحيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها تنويعاً جيداً وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة على هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا، ويتم حسابه بالصيغة التالية:

$$T = \frac{TR_p - R_F}{bp}$$

حيث: T مقياس ترينور

TR<sub>p</sub>: معدل العائد على الاستثمار في المحفظة.

R<sub>F</sub>: معدل العائد الخالي من الخطر.

TR<sub>p</sub> - R<sub>F</sub>: علاوة المخاطر.

B<sub>p</sub>: معامل بيتا للمحفظة

$$bp = \sum_{i=1}^n Wb_i$$

وتمثل W: نسبة الورقة المالية في المحفظة.

B<sub>i</sub>: معامل بيتا للورقة المالية في المحفظة.

N: عدد الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية.

## 2-2- نموذج شارب:

قدم ويليام شارب عام 1966 مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس قياس العائد والخطر، ويطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد.

ويقيس هذا الفائض في العائد لكل وحدة من المخاطر المتعلقة بالمحفظة خلال فترة زمنية معينة،

ويتم حسابه وفقاً للمعادلة التالية:

$$S = (TR_p - R_F) / S_p$$

حيث:

S = مقياس شارب.

<sup>1</sup> عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليج نبيل، المرجع السابق، ص 104، 105.

$TR_p$ : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة.

$R_F$ : معدل العائد الخالي من الخطر.

$S_p$ : مخاطر المحفظة مقاسة بالانحراف المعياري.

$TR_p - R_F$ : علاوة المخاطر.

وبالتالي فإن مقياس شارب يقيس علاوة مخاطرة المحفظة إلى المخاطر الكلية والتي يعبر عنها بالانحراف المعياري، كما أنه لم يفرق بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل. ويتم استخدام نموذج شارب في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود مماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط.

### 2-3: نموذج جنسن:

قدم جنسن عام 1968 نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد المقدار الأول يمثل الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من الخطر وهو ما يعرف بالعائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في علاوة الخطر المعبر عنها بالفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من الخطر، ويمكن التعبير عنها بالصيغة التالية:

$$a = (R_p - R_F) - B(R_M - R_F) n$$

حيث:  $a$ : معامل جنسن لقياس أداء المحفظة.

$R_M$ : عائد السوق.

$R_p - R_F$ : العائد الإضافي.

$R_M - R_F$ : علاوة خطر السوق.

إذا كان  $a > 0$  يشير إلى الأداء الجيد للمحفظة وإذا كانت  $a < 0$  يشير إلى الأداء السيء للمحفظة، أما إذا كانت  $a=0$  أداء المحفظة مقبول ويوازي أداء السوق.

### 2-4: نموذج فاما

قدم فاما عام 1972 نموذجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع، والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر، ويمكن التعبير عن معادلة منحنى السوق المتوقع كما يلي:

$$R_p = R_F + \left( \frac{R_M - R_F}{\delta_m} \right) \left( \frac{COV(R_p, R_M)}{\delta_m} \right)$$



حيث:

RP القيمة المتوقعة للعائد.

Rf: معدل العائد الخالي من الخطر.

(RM-RF) علاوة خطر السوق.

$\delta m$ : الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق.

Cov (Rp.RM) التباين المشترك.

وإن استخدم نموذج فاما للحكم على أداء المحفظة يمكن تجزئته إلى عنصرين رئيسيين هما:

- **تقييم الانتقائية:** ويعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار مكونات المحفظة وذلك عن طرق عائد الانتقائية والمعبر عنه بالفرق بين عائد السوق وعائد المحفظة.

- **تقييم الخطر:** يعتبر الجزء الثاني في علاقة فاما، ويتم قياسه بإجراء مقارنة بين العائد على المحفظة المراد تقييمها، وعائد المحفظة المنوعة تنوعاً ساذجاً، ويمكن أن يتجزأ هذا الخطر بدوره إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة، واختيارات المدير المسؤول عن المحفظة من جهة أخرى، وبالتالي يصبح الخطر مكون من خطر المدير وخطر المستثمر.

### المبحث الثالث: عائد ومخاطرة المحفظة المالية

يعتبر الهدف الأساسي من وراء القيام بكل عملية استثمارية هو تحقيق عائد ومقابل هذا لا يخلو أي استثمار من عنصر المخاطرة، ومن خلال هذا المبحث سوف نتطرق لكل من عائد ومخاطر المحفظة المالية كل على حدة.

#### المطلب الأول: عائد المحفظة المالية

##### 1- تعريف عائد المحفظة المالية:

يعرف العائد على أنه النسبة المئوية لما يدره رأس المال من إيرادات فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد الإجمالي مطروح منه ضريبة الدخل<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة 4، القاهرة، 1992، ص236.

ويختلف عائد محفظة الأوراق المالية عن عائد الورقة الفردية إذ يمثل عائد المحفظة مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها ويتحدد عائد المحفظة في ضوء العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمته برأس مال المحفظة<sup>1</sup>.

## 2- أشكال العوائد المالية وأنواعها:

تأخذ عوائد الأوراق المالية ثلاث أشكال مختلفة تتمثل في<sup>2</sup>:

- 2-1-1- توزيعات الأرباح: إذا كانت هذه الأوراق تمثل حقوقاً في أموال ملكية مثل: الأسهم فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين.
- 2-1-2- الفوائد: إذا كانت الأوراق تمثل أوراق اقتراض مثل السندات فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقرضة.
- 2-1-3- الأرباح الرأسمالية: تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الأوراق المالية فحامل السهم أو السند إذا استطاع أن يبيعه بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق عبارة عن ربح رأسمالي.
- 2-2- أنواع العوائد:

وتميز بين الأنواع التالية<sup>3</sup>:

- 2-2-1- العوائد الفعلية: هي التي حققها المستثمر فعلاً بين شرائه وبيعه للأوراق المالية، وقد تكون عوائد إيرادية أو رأسمالية أو مزيجاً بينهما.
- 2-2-2- العوائد المتوقعة: صعبة التحديد لأنها تعتمد على المستقبل وبالتالي فهي متعلقة بحالة عدم التأكد لذا من الممكن أن يضع المستثمر إطاراً للتوزيع الاحتمالي، أي يقدر الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع.
- 2-2-3- العوائد المطلوبة (المرغوب فيها): هو عبارة عن العائد الذي يطلبه المستثمر ويأمل في تحقيقه حتى يقبل على شراء السهم، وذلك بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 199.

<sup>2</sup> سحنون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقسيم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطر مجلة العلوم الإنسانية، بحوث اقتصادية، العدد 1 3 جامعة منتوري قسنطينة الجزائر، جوان، 2009، ص 121.

<sup>3</sup> بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

<sup>4</sup> توفيق عوض شبيبر، مرجع سبق ذكره، ص 23.

2-2-4: العائد على إجمالي الأصول: هو نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول ويمكن استخدام إجمالي أو متوسط إجمالي الأصول وقياس قدرة الشركة على استثمار الأصول التي يمتلكها<sup>1</sup>.

2-2-5: العائد على حقوق الملكية: هو مقياس يتم من خلاله معرفة قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة، علماً أن حقوق الملكية تمثل رأس المال المدفوع المكون من أسهم عادية وأسهم ممتازة بالإضافة إلى الاحتياطات المختلفة مثل: الاحتياطي الإجباري والاختياري<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: خطر المحفظة المالية

#### 1- تعريف خطر المحفظة المالية:

- تعرف المخاطر على أنها عدم انتظام العوائد ودرجة عدم التأكد والخوف من وقوع خسائر في الاستثمار وذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والانخفاض<sup>3</sup>.

وعادة ما يقترن مفهوم الخطر بحالة عدم التأكد، لذا لا بد أن نميز بين مفهومي الخطر وعدم التأكد، فالخطر يمكن قياسه عن طريق توفر معلومات تاريخية، أما عدم التأكد فتتسبب عند عدم توفر هذه المعلومات وبالتالي يتم اللجوء إلى وضع تقديرات وتخمينات حول العائد، وبالتالي يمكن إعطاء تعريف لخطر المحفظة المالية بأنه عبارة عن درجة الانحراف والبعد عن العائد، أي انه عبارة عن دالة لتقلب العوائد المتوقعة من جراء توظيف موارد مالية في محفظة استثمارية معينة<sup>4</sup>.

#### 2- أنواع المخاطر:

وتنقسم مخاطر المحفظة إلى قسمين<sup>5</sup>:

##### أ- مخاطر المنتظمة:

يطلق عليها أيضاً 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

<sup>1</sup> توفيق عوض شبيب، مرجع سبق ذكره، ص25.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص26.

<sup>3</sup> غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص79.

<sup>4</sup> سارة بوزيد، مرجع سبق ذكره، ص34.

<sup>5</sup> 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، ص ص 134، 135.

من المخاطر بعوائد السوق ولذا فإنها تعتبر مخاطر متعلقة بالسوق وهذه النوعية من المخاطر لا يمكن تجنبها عن طريق التنويع.

وتتسم المخاطر المنتظمة بالخصائص التالية:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو ارتفاع معدلات الفائدة.

- لا يمكن تجنبها بالتنويع.

**ب- مخاطر غير منتظمة:**

يقصد بالمخاطر غير منتظمة (الخاصة) تلك المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو بقطاع معين وتؤدي إلى إحداث تغيرات في عوائد أسهمها، بحيث تكون هذه المخاطر مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي ككل، ويرجع سبب هذه المخاطر إلى عدة عوامل خاصة مثل: حدوث إضرابات عمالية في قطاع معين، الأخطاء الإدارية في شركة معينة، وظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة. وهذا النوع من المخاطر بالنسبة للمستثمرين يمكن الحد منه من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية

وتوزيعات رأسمالها على عدد من الأوراق المالية وهذا النوع من المخاطر يتميز بالآتي:

- تنشأ بفعل عوامي تخص المنشأة بذاتها.

- تؤثر إن وجدت على المنشأة المعنية.

- يمكن تجنبها بالتنويع وتخفيضها إلى الصفر تقريبا.

- مقياسها المطلق التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

**3- مصادر الخطر:**

تنقسم مصادر الخطر حسب نوعها إلى مصادر الخطر المنتظم ومصادر الخطر غير المنتظم.

**أ- مصادر الخطر المنتظم<sup>1</sup>:** وتشمل:

- **مخاطر السوق:** تحدث نتيجة للتقلبات سواء في الاتجاهات الصعودية أم النزولية التي تطرأ على سوق رأس المال نتيجة لأسباب سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية في الدولة، ويؤثر هذا النوع من المخاطر على

<sup>1</sup> ورد عبد العزيز كوجك، التنبؤ بعوائد المحافظ الاستثمارية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، قسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد، جامعة حماه، 2017، ص20، 21.

وجه الخصوص في الأسهم العادية، أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة لتأثير هذه المخاطر، لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر مقارنة بقيمة الأسهم العادية.

- **مخاطر سعر الصرف:** تنشأ عندما يقدم المستثمر على شراء وحياسة أوراق مالية مقومة بعملة أجنبية، مما يجعل استثماره عرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في حال انخفاض قيمة العملة الأجنبية، وعليه يتأثر العائد المحقق تأثر كبيراً ومباشراً بتقلبات أسعار الصرف.

- **مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة:** وهي مخاطر ناتجة عن حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة في السوق خلال فترة الاستثمار، وهي التقلبات الناجمة عن عوائد الأوراق المالية نتيجة التغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة، حيث أن الارتفاع أو الانخفاض في القيمة السوقية للورقة المالية له تأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر<sup>1</sup>.

ب- **مصادر الخطر غير منتظم:** وتشمل<sup>2</sup>:

- **مخاطر الصناعة:** هي تلك المخاطر التي تنتج عن ظروف وعوامل خاصة بقطاع معين أو بصناعة معينة دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، ومن أمثلة هذه المخاطر وجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ووجود خلافات بين العمال وإدارة المصنع وكذلك تأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية.

- **مخاطر الإدارة:** يقصد بها الأخطاء التي يرتكبها المديرون والتي تؤثر على مسار الشركة ومستقبلها وبالتالي التأثير على عائد الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة قد يؤثر على أرباح الشركة وبالتالي أسعار أسهمها، وفي بعض الأحيان يمكن للممارسات الخاطئة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية.

- **مخاطر الإفلاس:** وتنشأ عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها اتجاه الغير نتيجة التغير في سلامة مركزها المالي بسبب تنفيذ اقتراح استثماري أو توسع نشاطاتها.

<sup>1</sup> سحنون محمود، مرجع سبق ذكره، ص 124.

<sup>2</sup> سعدي حنان، حشماوي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 176.

المطلب الثالث: قياس عائد ومخاطر المحفظة المالية

أولاً: قياس عائد المحفظة المالية

1- العائد التاريخي:

يتطلب الأمر لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية كلا من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية وأوزانها النسبية، لأن العائد التاريخي للمحفظة هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد تلك الأوراق المالية المكونة لها ويحسب العائد التاريخي للمحفظة وفق طريقتين<sup>1</sup>:

1- طريقة النسبة:

ويحسب العائد التاريخي وفق طريقة النسبة بالعلاقة التالية:

$$R_p = \frac{V_1 - V_0}{V_0}$$

$R_p$ : القيمة المتوقعة للعائد.

$V_0$ : قيمة المحفظة في بداية المدة.

$V_1$ : قيمة المحفظة في نهاية المدة.

2- طريقة المتوسط المرجح للعائد<sup>2</sup>:

يتم قياس العائد التاريخي باستخدام طريقة المتوسط المرجح للعائد من خلال إيجاد مجموع العوائد بأوزانها النسبية لجميع الاستثمارات المكونة للمحفظة المالية وتحسب بالعلاقة التالية:

$$R_p = \sum W_i R_i$$

حيث:  $R_p$  القيمة المتوقعة للعائد.

$W_i$ : الوزن النسبي للورقة المالية.

$R_p$ : العائد التاريخي للمحفظة المالية.

$N$ : عدد الأوراق المالية للمكونة للمحفظة.

2- العائد المتوقع: هو العائد الذي لا يتصف بدرجة التأكد الكامل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص216.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص216..

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص61.

ويحسب بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$E(R_p) = (W_1 R_1) P_1 + (W_2 R_2) P_2 + \dots + (W_n R_n) P_n = \sum (W_i R_i) \cdot P_i$$

حيث:  $W_i$  وزن الورقة المالية (j) داخل المحفظة

$R_i$ : عائد الورقة المالية (j)

$P_i$ : احتمال حصول العائد (j)

$W$ : عدد الاحتمالات.

ثانياً: قياس خطر المحفظة:

يمكن قياس مخاطر محفظة من خلال الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل بيت.

أ- التباين والانحراف المعياري: نواجه حالتين كما يلي<sup>2</sup>:

- محفظة مكونة من أصلين: يتم قياس خطر محفظة مكونة من أصلين من خلال التباين بالعلاقة التالية:

$$\delta^2_P = W_1^2 \delta_1^2 + W_2^2 \delta_2^2 + 2W_1 W_2 \delta_1 \delta_2 P_{1,2}$$

حيث أن:

$S^2_P$  تباين المحفظة

$W_2 W_1$ : الجزء المخصص من الثروة لكل من الأصل الأول والثاني على التوالي.

$S_1 S_2$ : الانحراف المعياري لكل من الاستثمار الأول والثاني.

$P_{1,2}$ : معامل الارتباط بين الاستثمار الأول والثاني.

- محفظة مكونة من N أصل مالي: يتم قياس مخاطرها عن طريق العلاقة التالية للتباين:

$$\delta^2_P = \sum_{i=1}^n W_i^2 \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j C_{i-j}$$

حيث أن:  $C_{i-j}$  تمثل المشترك أو التباين ما بين الأصل i والأصل j ويمكن حساب التباين من خلال العلاقة

التالية:

$$C_{i-j} = \delta_i \delta_j P_{i-j}$$

ومن أجل كتابة هذه العلاقة وحساب تباين المحفظة تتكون من n أصل يمكن استعمال جدول

يسمى بمصفوفة التباين المشترك وهو ما يوضحه الجدول رقم 01:

<sup>1</sup> بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 32.

<sup>2</sup> برودي نعيمة، التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية واتجاهات الأسواق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود، كلية وبنوك العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص ص 36، 37.

## الجدول رقم (2): مصفوفة التباين - التباين المشترك

i \ j	1	2	3	....	N
1	$W_1^2 \delta_1^2$	$W_1 W_2 \uparrow \delta_1 \delta_2$ $P_{1.2}$	$W_1 W_3 \delta_1 \delta_3$ $P_{1.3}$		
2	$W_2 \cdot W_1 \cdot \delta_2 \cdot \delta_1 P_{1.2}$	$W_2^2 \delta_2^2$			
3	$W_3 \cdot W_1 \delta_3 \delta_1 P_3$		$W_3^2 \delta_3^2$		
n					$Wn^2 Sn^2$

المصدر: برودي نعيمة، مرجع سابق، ص37.

ويمكن إيجاد الانحراف المعياري للمحفظة ذات n أصل مالي من خلال الجذر التربيعي للتباين

وذلك كما يلي:

$$\delta_P = \sqrt{\delta_P^2}$$

ب- معامل الاختلاف<sup>1</sup>:

يمكن قياس مخاطر المحفظة عن طريق معامل الاختلاف وذلك بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة، ويستخدم كمقياس للتشتت النسبي، فكلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت المخاطرة والعكس صحيح، يعطي معامل الاختلاف للمحفظة بالعلاقة الآتية:

$$CV(p) = \frac{SRP}{E(R)p}$$

ج- معامل بيتا<sup>2</sup>:

يتم قياس خطر المحفظة المكونة من N أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا الأصول المشكلة للمحفظة ويعطي بالعلاقة التالية:

$$B_{RP} = a_1 B_1 + a_2 B_2 + \dots + a_n B_n = \sum_{i=1}^n a_i B_i$$

حيث:

$a_1, a_2, a_3 \dots a_n$  هي نسب الأصول  $x_1, x_2, x_3, \dots x_n$  المشكلة للمحفظة.

$b_1, b_2, \dots b_n$  معاملات بيتا الأصول  $x_1, x_2, \dots x_n$  على التوالي.

$B=1$  مخاطر المحفظة مساوية من مخاطر السوق.

<sup>1</sup> دفع الله المكي حسن الرضى، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، بحث تكميلي لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، 2018، ص36.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص37



$B > 1$  مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق.

$B < 1$  مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق.

## خلاصة الفصل:

لقد أدى التطور البارز على مستوى المحافظ المالية إلى ظهور نظريات تسعى إلى دعم القرارات الاستثمارية لتحقيق أهداف المستثمر من خلال استثماره في السوق المالي أي تحقيق عوائد مرتفعة مقابل مستوى معين من المخاطرة وذلك من خلال الإدارة الجيدة للمحفظة المالية بدءاً بنظرية ماركويتز التي تقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المالية البديلة وإدخال فرضية احتواء المحفظة على الأصول الخطيرة وغير الخطيرة تم الحصول على حد كفو جديد والذي بظهوره نشأ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقوم على أساس تسعير المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار، وعلى ضوء هذا النموذج اشتق كلا من سوق رأس المال وخط سوق الأوراق المالية.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لأثر التنويع الاستثماري في السوق المالي السعودي

المبحث الأول: تقديم السوق المالي السعودي

المبحث الثاني: تأثير التنويع على مخاطر المحفظة بالتطبيق على بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة في السوق المالي السعودي

## تمهيد:

بعد أن تطرقنا في الفصل الأول إلى عرض مدخل شامل لعملية الاستثمار في السوق المالي متضمنا المحفظة الاستثمارية المتواجدة في السوق، إضافة إلى تنوع مكونات المحفظة، أما الفصل الثاني فقد خصص كمدخل للسوق المالي من خلال دراستنا للجانب النظري، إضافة إلى نظريات ونماذج إدارة المخاطر في المحفظة الاستثمارية المتواجدة في السوق.

وسنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري لما ورد في الفصلين السابقين على الواقع العملي، وذلك من خلال القيام بدراسة تطبيقية عن طريق الإلمام بمختلف الجوانب النظرية للسوق المالي السعودي، كما سنقوم بدراسة أثر التنوع على مخاطر بعض المحافظ الاستثمارية باستخدام الأسلوب المزدوج، وبالتالي سنتطرق لما يلي:

- تقديم السوق المالي السعودي.

- تأثير التنوع على مخاطر المحفظة، بالتطبيق على بعض المحافظ الموجودة في السوق المالي السعودي.

## المبحث الأول: تقديم السوق المالي السعودي

تعتبر السوق المالية السعودية التي تعرف باسم تداول من أكبر الأسواق المالية على مستوى الدول العربية. كما أنها تحتل مراتب متقدمة في تصنيفها بين الأسواق الناشئة، وعليه سيتم تناول هذا المبحث من خلال التطرق للنقاط التالية:

- الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي.
- الواقع العملي للسوق المالي السعودي.
- أداء السوق المالي السعودي.

## المطلب الأول: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي

أولاً: نشأة السوق المالي السعودي (تداول)<sup>1</sup>

يعود تاريخ التداول في السعودية إلى منتصف الثلاثينيات الميلادية، عندما تم تأسيس "الشركة العربية للسيارات"، باعتبارها أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية. وأدى التوسع المنتظم في الأسواق الاقتصادية وإدخال الملكية المحلية لجزء من البنوك الأجنبية إلى ظهور أنشطة السوق الشركات حتى تأسست الهيئة في 16 يونيو 2003 الموافق 02/06/1424 هـ، وفي 19 مارس 2007 م، وافق مجلس الوزراء على تأسيس شركة السوق المالي السعودية "تداول" بموجب المادة 20 من نظام السوق المالية. ومع مرور الأعوام والتوسع الكبير في الاقتصاد المحلي وحاجة الشركات إلى الوصول لشريحة واسعة من المستثمرين، بلغ مجموع الإدراجات في السوق الرئيسية والموازية لـ 272 شركة وورقة مالية وأدوات دين، حيث أدرجت 192 شركة في السوق الرئيسية و10 شركات في نمو -السوق الموازية- و67 إصدار لأدوات الدين و3 صناديق مؤشرات متداول مدرجة بنهاية النصف الأول لعام 2019.

وتصنف القطاعات في السوق المالي وفقاً للمعيار العالمي لتصنيف القطاعات GICS والتي تم تطبيقها في يناير 2017 م، وتشمل 20 قطاع يتضمن: الطاقة والمواد الأساسية والسلع الرأسمالية والخدمات التجارية والمهنية والنقل والسلع طويلة الأجل والخدمات الاستهلاكية والإعلام وتجزئة السلع الكمالية وتجزئة الأغذية وإنتاج الأغذية والرعاية الصحية والأدوية والبنوك والاستثمار والتمويل والتأمين والاتصالات والمرافق العامة والصناديق العقارية المتداولة وإدارة وتطوير العقارات.

<sup>1</sup> دليل الإدراج السوق المالي السعودي، نقلا عن الموقع:

ثانياً: أهداف السوق المالي السعودي "تداول"<sup>1</sup>

تداولاتي هي منظومة متكاملة لعدد من الخدمات الجديدة والمقدمة من قبل شركة مركز إيداع الأوراق المالية للتعاون مع أعضائها والتي تلبي الاحتياجات المختلفة للمستثمرين والشركات المساهمة. وتهدف منظومة الخدمات هذه إلى توفير قيمة مضافة لجميع أطراف العملية الاستثمارية والسوق المالية السعودية ككل، وذلك من خلال:

- توعية المستثمرين بحقوقهم الاستثمارية وزيادة مستوى الثقة والشفافية لديهم بكل ما يتعلق بأصولهم المالية.
- تفعيل دور المستثمرين بشكل عام وذلك من خلال تمكينهم من التصويت، والإطلاع على استحقاقات الأرباح، وتزويدهم برسائل تذكيرية وإشعارات دورية عن أهم الأحداث وإشعارات دورية عن أهم الأحداث ذات العلاقة.
- المساهمة في سد الفجوة بين الشركات المدرجة ومساهمتها عن طريق تطوير آلية التواصل فيما بينهم.
- إتاحة مجموعة واسعة ومتنوعة من التقارير بطريقة سهلة وآمنة من خلال المصدر الأساسي لمعلومات الأوراق المالية.

- توفير آلية مستمرة للتحقق من البيانات المحفوظة لدى "تداول" وتحديثها.

## ثالثاً- هيئة السوق المالية:

## أ: نشأة هيئة السوق المالية

- أنشئت هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/06/2هـ / 2003/07/31م ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتضطلع بالإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية<sup>2</sup>.

ب- المهام الأساسية للهيئة<sup>3</sup>

وفقاً للمادة الخامسة من نظام السوق المالية، الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات، وتطبيق أحكام هذا النظام وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بما يأتي:

<sup>1</sup> دليل الإدراج السوق المالي السعودي، المرجع السابق، ص 15.

<sup>2</sup> هيئة السوق المالي - التقرير السنوي لهيئة السوق المالي - من الموقع:

cma.org.sa/Market/Reports/Documents/cma-2019-Report-pdf.8/09/2020.p28.

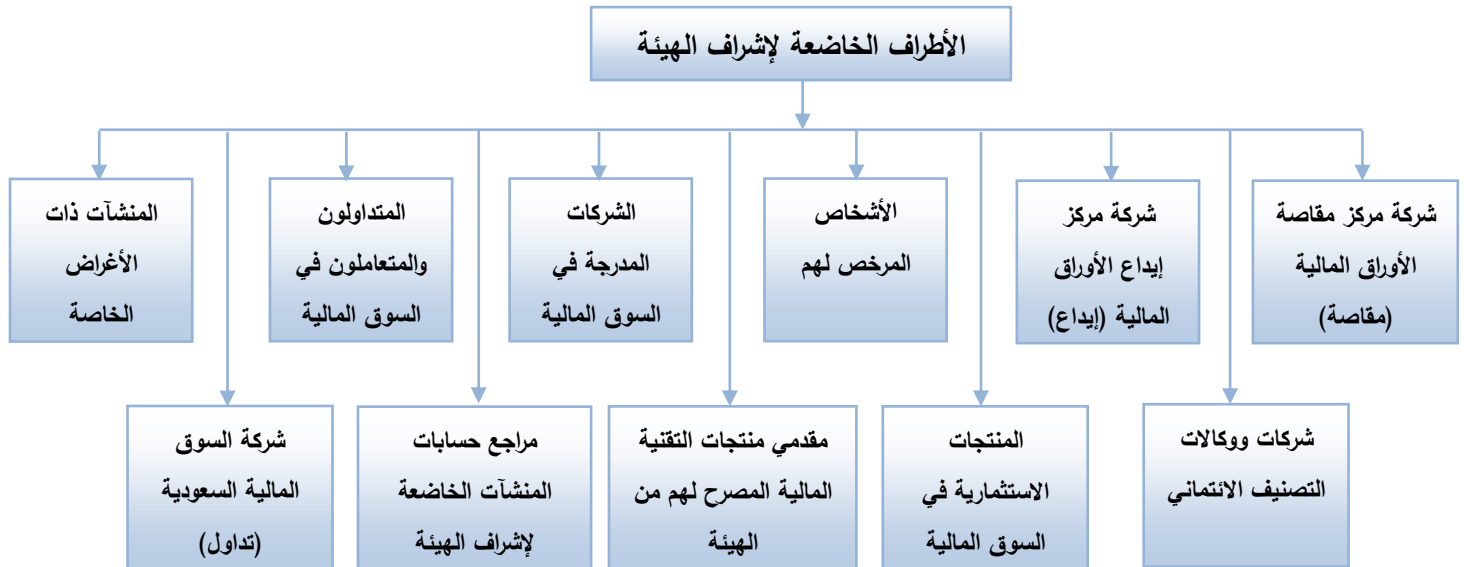
<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 32.

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل معها.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- حماية المواطنين المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات الغير العادلة، أو غير السليمة، أو التي تتطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين المستثمرين فيها.
- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.
- الترخيص بتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة وتنظيم ومراقبة أعمالها واستعمالاتها وإصدارها للأوراق المالية وتسجيلها في السجل الخاص بها، وتنظيم أحكام تسجيل الأموال المنقولة إليها، وإصدار القواعد المنظمة لذلك.
- تنظيم رهن الأوراق المالية والتنفيذ عليها.

### ج- الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة

يكمن توضيح الأطراف التي تخضع لإشراف الهيئة من خلال الشكل الموالي

الشكل رقم (06): يوضح الأطراف الخاضعة للهيئة



المصدر: هيئة السوق المالي، التقرير السنوي 2019، ص 36.

## المطلب الثاني: الواقع العملي للسوق المالي السعودي

تتمثل متطلبات الطرح والإدراج في السوق المالي السعودي فيما يلي:

## أولاً: متطلبات الطرح والإدراج في السوق الرئيسي

يمكن للشركات الانضمام للسوق الرئيسية من خلال الطرح العام والإدراج لرفع رأس مالها أو توفير سيولة لملاكها ومساهميها الحاليين وعلى الشركات المدرجة الالتزام بقواعد الطرح والالتزامات المستمرة التي حددتها الهيئة وقواعد الإدراج التي حددتها تداول وقد انضمت خلال السنوات الخمس الماضية أكثر من 26 شركة للسوق الرئيسية بقيمة إجمالية بلغت 49,45 مليار ريال سعودي عند الإدراج<sup>1</sup>.

## الجدول رقم (03): يوضح متطلبات الطرح والإدراج في السوق الرئيسية

متطلبات السوق الرئيسية		
الالتزامات المستمرة	الإدراج	الطرح
الالتزام بالإفصاح عن التطورات الجوهرية	يجب أن تكون شركة مساهمة مقفلة	قيام الشركة بنشاط رئيسي لمدة 3 سنوات على الأقل إما بنفسها أو من خلال واحد أو أكثر من الشركات التابعة لها
الإفصاح عن أحداث معينة	طرح ملا لا يقل عن 3% من الأسهم للجمهورية	تقديم بيانات مالية محققة لآخر 3 سنوات
الإفصاح عن المعلومات والتي تشمل: أ- الإفصاح عن البيانات المالية الربعية (من خلال النظام الإلكتروني للجمهورية خلال فترة لا تتجاوز 30 يوماً بعد نهاية الفترة المالية. ب- الإفصاح عن البيانات المالية السنوية للجمهور خلال فترة لا تتجاوز ثلاثة أشهر بعد نهاية الفترة المالية السنوية.	أن تكون لدى الشركة 200 مساهم عام باعتبار ذلك حداً أدنى	فريق إداري ذو خبرة واسعة
تقرير مجلس الإدارة	يجب أن تكون القيمة السوقية المتوقعة 300 مليون ريال سعودي على الأقل	نوفمبر رأس المال العامل الكافي لمدة اثنتي عشر (12) شهراً قادمة
واجبات أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين التنفيذيين.		نشرة الإصدار
تزويد الهيئة بالمستندات والوثائق.		

المصدر: دليل الإدراج، السوق المالي السعودي، مرجع سبق ذكره، ص 26.

<sup>1</sup> دليل الإدراج، السوق المالي السعودي، مرجع سبق ذكره، ص 26.



## ثانياً: متطلبات الطرح والإدراج في سوق نمو السوق الموازي

يقدم سوق "نمو" بديلاً حقيقياً للشركات الصغيرة والمتوسطة في السعودية للوصول إلى مصدر بديل للتمويل من خلال السوق المالية السعودية.

وتعتبر متطلبات الإدراج والطرح في "نمو" أكثر مرونة من متطلبات السوق الرئيسية، ويتم تلخيصها في الجدول أدناه، كما يتعين على الشركات المدرجة التقيد بالالتزامات المستمرة التي حددتها "تداول" وكذلك الهيئة.

منذ إطلاق "نمو" في شهر فبراير 2017، تم إدراج 10 شركات في نمو - نمو السوق الموازية بأحجام طروحات تزيد عن 785 مليون ريال سعودي.

ومن خلال الإدراج في سوق "نمو" تستطيع الشركات الصغيرة والمتوسطة الوصول إلى المستثمرين من المؤسسات والأفراد الذين يستوفون عدداً من المعايير والشروط يحق لأي شركة بعد إدراجها في نمو السوق الموازية بعامين فرصة الانتقال إلى السوق الرئيسية بعد استيفاء متطلبات هذه السوق<sup>1</sup>.

## الجدول رقم (04): يوضح متطلبات الطرح والإدراج في السوق الموازية

متطلبات نمو - السوق الموازية		
الالتزامات	الإدراج	الطرح
الالتزامات بالإفصاح عن التطورات الجوهرية	يجب أن تكون شركة مساهمة مغلقة	ممارسة المصدر لنشاط رئيسي لمدة علم واحد على الأقل إما بنفسه أو من خلال إحدى الشركات التابعة له.
- الإفصاح عن أحداث معينة	- طرح 20% على الأقل من الأسهم المصدرة. - أو إدراج 30 مليون ريال سعودي كحد أدنى لقيمة الأسهم المدرجة	تعيين مستشار مالي مرخص له من قبل الهيئة
- الإفصاح عن المعلومات المالية والتي تشمل: أ- الإفصاح عن البيانات المالية النص سنوية (من خلال النظام الإلكتروني) للجمهور خلال فترة لا تتجاوز 45 يوماً بعد نهاية الفترة المالية. ب- الإفصاح عن البيانات المالية السنوية للجمهور خلال مدة لا	- أن يكون لدى الشركة ما لا يقل عن 50 مساهماً من الجمهور في وقت الإدراج.	- إعداد نشرة الإصدار

<sup>1</sup> دليل الإدراج، السوق المالي السعودي، المرجع السابق، ص 44.

تتجاوز ثلاثة أشهر من نهاية الفترة.		
- تقرير مجلس الغدارة.		- يجب أن تكون القيمة السوقية الإجمالية للشركة 10 مليون ريال سعودي على الأقل.
- مهام أعضاء مجلس الإدارة وكبار الموظفين التنفيذيين.		- بيانات مالية مدققة لمدة سنة واحدة على الأقل.
- تزويد الهيئة بأي مستندات قد تطلبها.		

المصدر: دليل الإدراج، السوق المالي السعودي، المرجع السابق، ص 44.

### المطلب الثالث: أداء السوق المالي السعودي (تداول)

سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل أداء السوق السعودي المالي بالوقوف على:

أولاً: تطور القيمة السوقية ومؤشر تداول الأسهم

الجدول رقم (05): يوضح القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول لأسهم جميع الشركات (2009 - 2019م)

التغير %	المؤشر العام	التغير %	القيمة السوقية (مليار ريال)	العام
	6,121.76		1,195.51	2009
8.15%	6,620.75	10.86%	1,325.39	2010
-3.07%	6,417.73	-4.12%	1,270.84	2011
5.98%	6,801.22	10.19%	1,400.34	2012
25.50%	8,535.60	25.17%	1,752.86	2013
-2.37%	8,333.30	3.42%	1,812.89	2014
-17.06%	6,911.76	-12.90%	1,579.06	2015
4.32%	7,210.43	6.52%	1,681.95	2016
0.22%	7,226.32	0.45%	1,689.60	2017
8.31%	7,826.73	10.02%	1,858.95	2018
7.19%	8,389.23	385.51%	9,025.44	2019

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي 2019، السوق المالي السعودية (تداول)، ص 18.

نلاحظ من خلال الجدول أنه في نهاية عام 2019م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 8,389.23 نقطة مقارنة مع 7,826.73 نقطة كما في نهاية عام 2018م مرتفعا 562.5 نقطة أي بنسبة 7.19%، وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 1 مايو حيث أغلق عند مستوى 9,316.96 نقطة.

بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2019م 9,05.44 مليار ريال أي ما يعادل (2,406.78 مليار دولار أمريكي) وذلك بارتفاع بلغت نسبت هـ 385.51% مقارنة مع نهاية العام السابق.

ثانيا: دراسة إحصائيات السوق

الجدول رقم (06): إحصائيات السوق المالي السعودي من 2009-2019.

السنوات	قيمة الأسهم المتداولة (ريال)	التغير %	عدد الأسهم المتداولة	التغير %	عدد الصفقات المنفذة	التغير %
2009	1,264,011,29		58,461,829,885		36,458,326	
2010	75,184,484	-39.94%	34,393,399,248	-41.17%	19,536,143	-46.42%
2011	1,098,836,028	44.74%	48,767,368,704	41.97%	25,546,933	30.77%
2012	1,929,318,274	75.58%	78,711,164,069	61.52%	42,105,048	64.81%
2013	1,369,665,791	-29.01%	51,571,330,784	-34.53%	28,967,694	-31.20%
2014	2,146,511,896	56.72%	67,134,345,824	30.18%	35,761,091	23.45%
2015	1,660,622,053	-22.64%	64,374,649,643	-4.11%	30,444,203	-14.87%
2016	1,156,987,084	-30.33%	65,005,407,626	0.98%	27,273,685	-10.41%
2017	836,275,133	-27.72%	43,763,049,609	-32.68%	21,895,281	-19.82%
2018	870,869,683	4.14%	38,050,788,298	-13.05%	25,011,885	14.23%
2019	880,139,074	1.06%	33,055,251,386	-13.13%	28,395,793	13.53%

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي 2019، مرجع سبق ذكره، ص 18.

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة قد بلغت خلال عام 2019 م نحو 880.14 مليار ريال أي ما يعادل (234.70 مليار دولار أمريكي)، مقابل 870.87 مليار ريال (232.23 مليار دولار أمريكي) للعام السابق بارتفاع بلغت نسبته 1.06%.

وبلغ إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2019م 28.40 مليون صفقة مقابل 25.01 مليون صفقة تم تنفيذها خلال العام السابق بارتفاع بلغت نسبته 13.53%.

أما إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2019م فقد بلغ 33.06 مليار سهم مقابل 38.05 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق بانخفاض بلغت نسبته 13.13%.

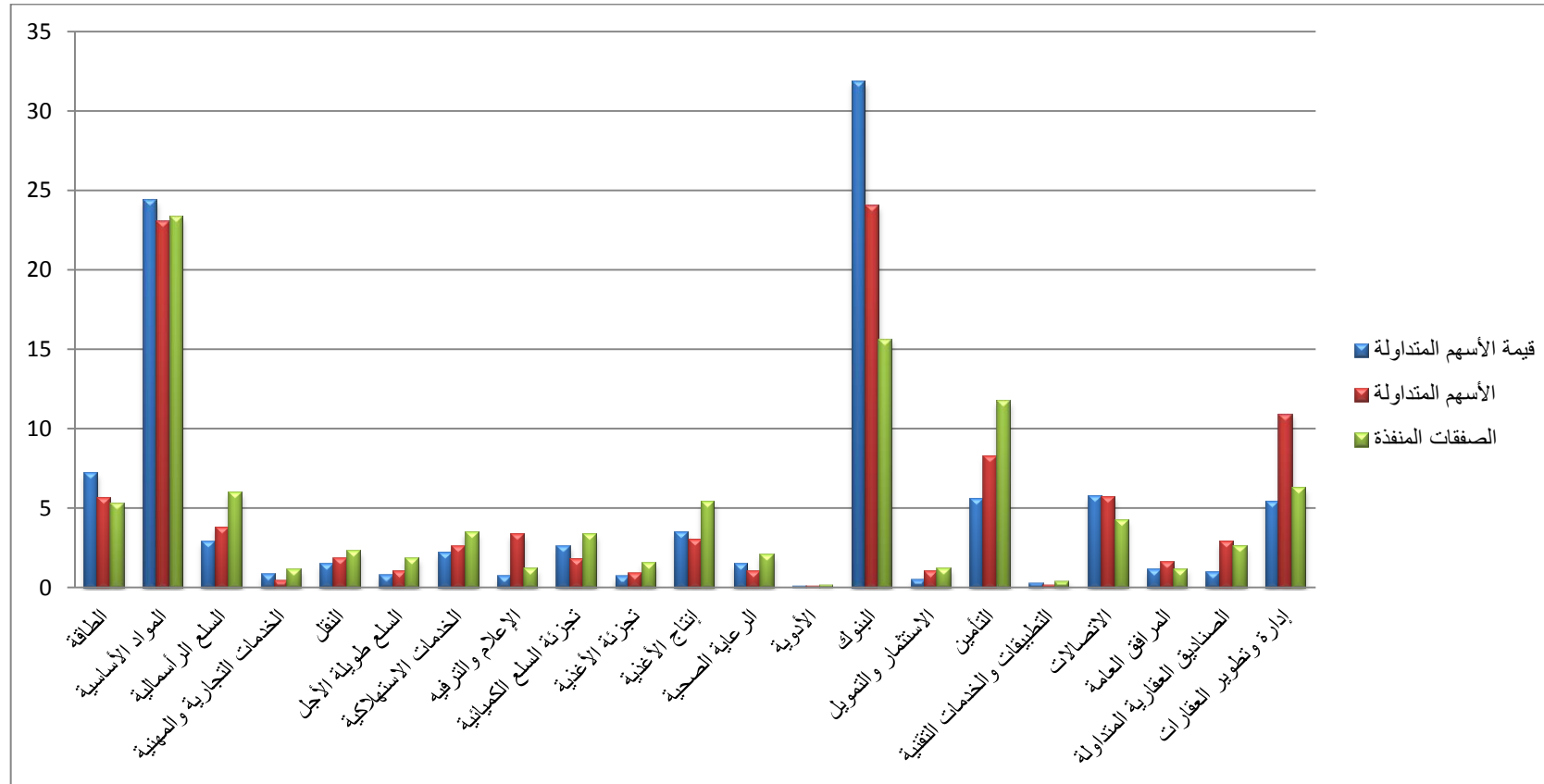
جدول رقم (07): إحصائيات السوق المالي السعودي حسب القطاعات 2019.

ثالثا: النشاط القطاعي

النسبة إلى الإجمالي	الصفقات المنفذة	النسبة إلى الإجمالي	الأسهم المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة	القطاعات
%5.29	1,500,747	%5.62	1,858,552,605	%7.17	63,089,636,816.70	الطاقة
%23.28	6,610,252	%23.01	7,605,548,970	%24.35	214,341,918,655.32	المواد الأساسية
%5.98	1,696,742	%3.80	1,255,583,781	%2.86	25,160,411,035.26	السلع الرأسمالية
%1.14	324,908	%0.42	138,851,172	%0.83	7,274,153,291.68	الخدمات التجارية والمهنية
%2.30	652,226	%1.83	603,300,215	%1.48	13,049,450,026.87	النقل
%1.80	511,844	%1.02	338,212,167	%0.77	6,812,171,014.58	السلع طويلة الأجل
%3.45	980,167	%2.59	857,628,315	%2.17	19,062,676,286.35	الخدمات الاستهلاكية
%1.18	663,010	%0.34	111,137,935	%0.73	6,414,128,974.75	الإعلام والترفيه
%3.32	942,799	%1.79	591,621,339	%2.58	22,996,988,145.32	تجزئة السلع الكمالية
%1.55	439,428	%0.90	296,789,607	%0.68	5,98,991,030.17	تجزئة الأغذية
%5.39	1,530,067	%2.99	986,756,736	%3.45	30,394,244,822.56	إنتاج الأغذية
%2.02	572,522	%1.04	344,363,994	%1.48	13,060,741,434.03	الرعاية الصحية
%0.16	46,490	%0.09	29,107,198	%0.09	783,703,077.61	الأدوية
%15.60	4,428,343	%24.04	7,945,678,864	%31.82	280,046,510,856.96	البنوك
%1.20	339,887	%1.04	343,441,987	%0.48	4,257,428,655.90	الاستثمار والتمويل
%11.75	3,336,010	%8.25	2,726,604,619	%5.55	48,844,500,580.35	التأمين
%0.36	101,140	%0.15	49,221,908	%0.28	2,493,599,712.40	التطبيقات والخدمات التقنية
%4.25	1,205,810	%5.71	1,889,107,168	%5.72	50,373,077,545.39	الاتصالات
%1.16	330,021	%1.59	526,242,713	%1.14	9,995,817,599.87	المرافق العامة
%2.60	738,586	%2.89	955,041,400	%0.96	8,488,117,463.96	الصناديق العقارية المتداولة
%6.24	1,771,794	%10.90	3,602,488,693	%5.40	47,542,807,764.71	إدارة وتطوير العقارات
%100.00	28,395,793	%100.00	33,055,251,386	%100.00	880,139,074,790.65	الإجمالي

المصدر: التقرير السنوي الإحصائي 2019، مرجع سبق ذكره، ص 10.

الشكل رقم (07): يوضح إحصائيات السوق المالي السعودي حسب القطاعات 2019.



المصدر: التقرير السنوي الإحصائي 2019، مرجع سبق ذكره، ص 10

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ:

خلال عام 2019م، كان قطاع المواد الأساسية أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفذة حيث بلغت نحو 6.61 مليون صفقة تمثل 23.28% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وحل ثانيا قطاع البنوك بنحو 4.43 مليون صفقة بنسبة 15.60%، وجاء قطاع التأمين في المرتبة الثالثة بنحو 3.34 مليون صفقة بنسبة 11.75% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2019.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2019، فقد كان قطاع البنوك أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 280.05 مليار ريال تمثل 31.82% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثانيا قطاع المواد الأساسية بنحو 214.34 مليار ريال بنسبة 24.35% وجاء قطاع الطاقة في المرتبة الثالثة بنحو 63.09 مليار ريال بنسبة 7.17% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2019.

وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة (معدلة) خلال عام 2019، فقد كان قطاع البنوك أنشط القطاعات حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 7.95 مليار سهم تمثل 24.04% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، يليه قطاع المواد الأساسية نحو 7.61 مليار سهم بنسبة 23.01% وحل ثالثا قطاع إدارة وتطوير العقارات بنحو 3.60 مليار سهم تمثل 10.90% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2019.

#### رابعا: نشاط الشركات

الشركات الخمس الأكثر نشاطا (السوق الرئيسية 2019)

الجدول رقم (08): يوضح الشركات الخمس الأكثر نشاطا من حيث عدد الصفقات

الشركة	عدد الصفقات	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
راجحي	1,195,701	27.00%	4.21%
الإتماء	1,118,965	25.27%	3.94%
سايبك	813,277	12.30%	2.86%
دار الأركان	618,028	34.83%	2.18%
أرامكو السعودية	592,127	39.46%	2.09%

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي 2019، مرجع سبق ذكره، ص 22.

الجدول رقم (09): يوضح الشركات الخمس الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة

الشركة	الأسهام المتداولة	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
الإينماء	2,428,110,783	30.56%	7.35%
دار الأركان	2,149,832,310	59.68%	6.50%
الراجحي	1,650,571,977	20.77%	4.99%
كيان السعودية	1,573,974,581	20.70%	4.75%
أرامكو السعودية	1,041,153,087	56.02%	3.15%

المصدر: التقرير الاحصائي السنوي 2019، مرجع سبق ذكره، ص22

الجدول رقم (10): يوضح الشركات الخمس الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة

الشركة	عدد الصفقات	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
راجحي	108,873,591,356	38.88%	12.37%
سابك	80,005,243,868	37.33%	9.09%
الإينماء	57,777,551,972	20.63%	6.56%
أرامكو السعودية	38,695,060,980	51.33%	4.40%
الأهلي	30,696,323,325	10.96%	3.49%

المصدر: التقرير الاحصائي السنوي 2019، المرجع نفسه، ص22.

من خلال الجداول الموضحة أعلاه نستخلص ما يلي:

بالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2019م فقد تصدر مصرف الراجحي من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو 1,195.70 ألف صفقة، ثم مصرف الإينماء بنحو 1,118.97 ألف صفقة وفي المرتبة الثالثة شركة سابك بنحو 813.28 ألف صفقة.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2019م تصدر مصرف الراجحي بما قيمته 108.87 مليار ريال، ثم شركة سابك بنحو 80 مليار ريال وفي المرتبة الثالثة مصرف الإينماء بنحو 57.78 مليار ريال. وحل مصرف الإينماء في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2019م بنحو 2.43 مليار سهم، دار الأركان في المرتبة الثانية بنحو 2.15 مليار سهم، وفي المرتبة الثالثة مصرف الراجحي بنحو 1.65 مليار سهم.

## المبحث الثاني: تأثير التنوع على مخاطر المحفظة بالتطبيق على بعض المحافظ الموجودة في السوق المالي السعودي

بعد التطرق للمفاهيم النظرية حول السوق المالي السعودي سوف نسعى في هذا المبحث إلى دراسة بعض المحافظ الإستثمارية الموجودة فيه.

### المطلب الأول: التعريف بالمحافظ الاستثمارية قيد الدراسة

**1- محفظة المقدم:** أنشأت في 10 جوان 2001 من قبل شركة الرياض المالية، تهدف إلى نمو رأس المال المستثمر، وتحقيق دخل منتظم على المدى الطويل في ظل مخاطر متوسطة، من خلال استثمار 50% من أصوله في الأسهم المحلية والعالمية، و50% في أسواق الدخل الثابت والنقد<sup>1</sup>.

**2- محفظة الهادي:** أنشأت في 10 جوان 2001 من قبل شركة الرياض المالية، تهدف للمحافظة على رأس المال المستثمر، وتحقيق معدل عائد منافس على المدى القصير في ظل مخاطر محدودة، من خلال استثمار 10% من أصوله في الأسهم المحلية والعالمية، و90% في أسواق النقد متدنية المخاطر<sup>2</sup>.

**3- محفظة الشامخ:** أنشأت في 10 جوان 2001 من قبل شركة الرياض المالية، تهدف إلى نمو رأس المال المستثمر على المدى الطويل في ظل مخاطر عالية من خلال استثمار نحو 90% من أصوله في الأسهم المحلية والعالمية و10% في أسواق النقد<sup>3</sup>.

**4- محفظة الرياض الخليجي:** أنشأت هذه المحفظة في 10 فيفري 2006 من قبل شركة الرياض المالية، ويستثمر أصوله في أسهم موزعة على الإمارات العربية، الكويت قطر، عمان والبحرين، تدار بطريقة نشطة بما يتوافق مع الضوابط المقررة من قبل الهيئة الشرعية في شركة الرياض المالية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عبو ربيعة، بوفليح نبيل، دور التنوع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة في السوق المالي السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية مجلة علمية أكاديمية محكمة، ص51.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص52.

<sup>3</sup> 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، جامعة المسيلة، العدد 01، مارس 2017، ص106.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص106.



## المطلب الثاني: عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية المدروسة

سنوضح من خلال الجدول التالي عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية قيد الدراسة

## الجدول رقم (11): عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية المدروسة

السنوات	المحافظ الاستثمارية	محفظة السوق	محفظة المقدم	محفظة الهادئ	محفظة الشامخ	محفظة الرياض الخليجي
	عائد المحفظة	عائد المحفظة	عائد المحفظة	عائد المحفظة	عائد المحفظة	عائد المحفظة
2007	0.39144355	0.1172	0.0587	0.1717	0.4432	
2008	-0.56489138	-0.2474	-0.0163	-0.4089	-0.5034	
2009	0.27456022	0.1585	0.0364	0.2695	0.0927	
2010	0.08151331	0.0925	0.0204	0.1285	0.1164	
2011	-0.03066141	-0.0527	-0.0065	-0.1048	-0.0442	
2012	0.05975661	0.0851	0.0224	0.1338	0.0595	
2013	0.25501382	0.1382	0.0316	0.2217	0.363	
2014	-0.02370074	0.0333	0.0115	0.0526	0.0686	
2015	0.17058068	-0.0252	0.0004	-0.0337	-0.0715	
متوسط عائد المحفظة	%03.32	3.32%	1.76%	4.78%	5.82%	
الانحراف المعياري	%26.77	12%	2.19%	19.64%	25.57%	
التباين المشترك COV (RM.RP)	/	0.03034177	0.005366288	0.04909792	0.06499705	
معامل بيتا	1	0.42316833	0.07484215	0.68475528	0.90649615	
معدل العائد الخالي من المخاطر			RF=1.19			

المصدر: عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص 107.

من خلال الجدول توصلنا إلى النتائج التالية:

بخصوص عوائد محفظة السوق يلاحظ عليها أنها عرفت تذبذباً خاصة في السنوات 2008، 2011، 2014، 2015، حيث حققت عوائد سالبة، ولعل ما يفسر هذا حدوث عدة أزمات أولها أزمة الرهن العقاري سنة 2008 وتداعياتها السلبية على معظم الاقتصاديات في العالم ومن ضمنها الاقتصاد السعودي، ثم تليها أزمة الديون السيادية مطلع العام 2011، وأخيراً الانهيار الحاد لأسعار النفط في الأسواق العالمية سنتي 2014-2015.

ولقياس ربحية درجة المخاطرة الكلية للمحافظ تعتمد على انحرافها المعياري حيث نلاحظ من خلال الجدول أن مخاطر محفظة السوق مرتفعة وهذا بناء على انحرافها المعياري المقدر بـ: 26.77%، تليها محفظة الرياض الخليجي والتي تقدر درجة مخاطرتها بـ: 25.57% لأن الاستثمار فيها يقتصر على الأسهم. ثم محفظة الشامخ بانحراف معياري يقدر بـ: 19.64%، وسبب ذلك أن النسبة المخصصة للاستثمار في الأسهم المقدرة بـ: 90% مقارنة بـ: 10% في أسواق النقد التي تتميز بدرجة مخاطرة أقل، بعدها محفظة المقدم بنسبة مخاطرة متوسطة في حدود 12%، حيث يتم فيها استثمار 50% من أصولها في الأسهم المحلية والعالمية و 50% في أسواق الدخل ذات المخاطر المنخفضة أي بنسب متساوية. وأخيرا محفظة الهادي التي تحتوي على أقل درجة من بين جميع المحافظ والمقدرة بـ: 2.19% وهذا ما تفسره النسبة المستثمرة في الأسهم بنسبة 10% و 90% في أسواق النقد متدنية المخاطر.

### المطلب الثالث: تقييم أداء المحافظ باستخدام الأسلوب المزدوج

هناك عدة مؤشرات لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفق الأسلوب المزدوج، أهمها: مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر جنسن، والجدول التالي يوضح كيفية استخدام هذه المؤشرات:

### الجدول رقم (12): تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفق الأسلوب المزدوج

مؤشر جنسن	مؤشر ترينور	مؤشرات شارب	المؤشر المحافظ الاستثمارية
0	1.83	0.06	محفظة السوق
1.36	5.07	0.17	محفظة المقدم
0.44	8.14	0.26	محفظة الهادي
2.34	5.27	0.18	محفظة الشامخ
2.98	5.14	0.18	محفظة الرياض الخليجي

المصدر: عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص 108.

تم التوصل من خلال الجدول إلى ما يلي:

### 1- بالنسبة لمؤشر شارب:

يقيس علاوة مخاطر المحفظة إلى المخاطر الكلية والتي يعبر عنها بالانحراف المعياري.

ويعطى بالعلاقة التالية:

$$S = (TR_P - R_F) / S_P$$

#### - محفظة المقدام:

بالنسبة للعائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطر كلية قدر بـ: 0.17 وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطر في السوق 26.77% أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ: 12% وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق. حيث يوجد فرق قدره 0.11 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح المحفظة الاستثمارية.

#### - محفظة الهادئ:

العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ: 0.26 وحدة عائد عليه فإن معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ: 2.19%، وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، حيث هناك فرق قدره 0.2 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح المحفظة الاستثمارية.

#### - محفظة الشامخ:

العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطر كلية تقدر بـ: 0.18 وحدة عائد، وعليه معدل عائد مخاطر السوق 26.77% أكبر معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ: 19.64%، وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، وحيث أن هناك فرق قدره 0.12 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة للمحفظة الاستثمارية.

#### - محفظة الرياض الخليجي:

العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ: 0.18 وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطر في السوق 26.77% أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ: 25.57% وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، ويقدر بينهما بـ: 0.12 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة للمحفظة الاستثمارية.

#### 2- مؤشر ترينور:

يقيس علاوة مخاطر المحفظة إلى المخاطر المنتظمة والتي يعبر عنها بمعامل بيتا. ويتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$T = \frac{TR_P - R_F}{b_p}$$

## - محفظة المقدام:

العائد الإضافي الذي حققته المحفظة من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدر بـ: 5.07% وحدة عائد، والذي يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة مع ربحية السوق نظرا لارتفاع عوائد المحفظة من 3.32% إلى 5.07% في ظل المخاطر المنتظمة.

## - محفظة الهادي:

العائد الإضافي الذي حققته هذه المحفظة من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ: 8.14% وحدة، والذي يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة مع ربحية السوق نظرا لارتفاع عوائد المحفظة من 1.76% إلى 8.14% في ظل المخاطر المنتظمة.

## - محفظة الشامخ:

العائد الإضافي الذي حققته المحفظ من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ: 5.27% وحدة عائد، ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق التي ارتفعت من 4.78% إلى 5.27%.

## - محفظة الرياض الخليجي:

العائد الإضافي الذي حققته المحفظة من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ: 5.14% وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق نظرا لانخفاض عوائد المحفظة من 5.82% إلى 5.14% في ظل المخاطر المنتظمة.

## 3- مؤشر جنسن:

تقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدر الأول (الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من الخطر)، والمقدار الثاني، (حاصل ضرب معامل بيتا في علاوة الخطر)، ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\alpha = (R_p - R_F) - B(R_M - R_F)N$$

- إذا كان  $\alpha > 0$  يشير إلى الأداء الجيد للمحفظة.

- وإذا كان  $\alpha < 0$  يشير إلى الأداء السيئ للمحفظة.

وبالرجوع إلى النتائج الجدول أعلاه نجد أن  $\alpha > 0$  في جميع المحافظ الإستثمارية المدروسة فإن أداء المحافظ يعتبر أداء جيد مقارنة بمحفظة السوق.

## خلاصة الفصل:

يعتبر السوق المالي السعودي من بين أهم الأسواق الناشئة سواء من حيث التنظيم أو الأداء، وهذا راجع لما حققه هذا السوق من إنجازات كبيرة في مجال التداول والاستثمار بالأسهم، إضافة إلى أنه يوفر فرص تنوع جيدة للتنوع القطاعي من خلال وجود 20 قطاع تتباين من حيث عدد الشركات المدرجة فيها قيمتها السوقية وأدائها.

ولقد هدف هذا الفصل إلى توضيح إمكانية الاستفادة من التنوع في تخفيض المخاطر لبعض محافظ السوق المالي السعودي.

# خاتمة

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تمويل الاقتصاد كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات وتمويل المؤسسات، حيث تعتبر الوسط الأنسب للتداول وتسيير الأصول المالية، والمحافظ الاستثمارية لما لها من قدرة على توفير المعلومات والشفافية لكل من المستثمرين والمدخرين.

إن جوهر الاستثمار في المحفظة المالية يتعلق بضرورة تحقيق عوائد مرضية في ظل حد أدنى من المخاطر التي يمكن للمستثمر تحملها، ولا يتحقق ذلك عبر الحدس والخبرة الشخصية وإنما من خلال استخدام أفضل الأساليب والنماذج العلمية والتي عملت مختلف النظريات الاقتصادية على تطويرها، ومن ضمنها نظرية المحفظة لماركوفيتز والتي اعتمدت على مبدأ التنوع والذي يقوم من خلاله المستثمر بتوزيع المخاطر التي تتعرض لها المحفظة وجعلها عند أدنى مستوياتها.

حيث تم استخدام تقنية التنوع في إدارة المخاطر المصاحبة للاستثمار في المحفظة المالية نظرا لتزايد أهميته مع التطورات الحاصلة في مختلف جوانب الاقتصاد إضافة إلى الأزمات والتقلبات التي تشهدها مختلف دول العالم حيث تم اختيار مدى مساهمة هذه التقنية في تدنية المخاطر، وجاءت النتائج لتؤكد ذلك.

#### أولاً: نتائج البحث

توصلنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع إلى مجموعة من النتائج:

- تهدف المحافظ الاستثمارية إلى تعظيم العائد من خلال المزج بين الأصول الاستثمارية المكونة لها.
- يعتبر عنصري العائد والمخاطر محددتي السياسة المتبعة في إدارة الحافظة المالية.
- إن مقاييس التنشت (الانحراف المعياري، التباين ومعامل بيتا) أهم المعايير لقياس مخاطر المحفظة.
- إن عملية التنوع من أهم الإستراتيجيات المستعملة لتدنية مخاطر المحفظة الاستثمارية.
- يؤثر عدد الأصول المالية المكونة للمحفظة على كل من عائدها ومخاطرها، وذلك حسب أثر الأوراق المالية على تشكيل الحافظة.
- المحفظة الاستثمارية التي تحتوي على أكبر عدد من الأسهم هي المحفظة الأكبر مخاطرة، وذلك بعد حساب مخاطرها باستعمال الانحراف المعياري.
- يقيس مؤشر ترينور أداء المحافظ ويساعد على اختيار أفضلها انطلاقاً من مبدأ أن المخاطر غير النظامية تم التخلص منها، ولذلك يستعمل معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة.
- يقيس مؤشر جنسن هو الآخر أداء الحافظة ويساعد على اختبار أفضلها بالاستعانة بمعامل  $\alpha$ .

## ثانيا: اختبار الفرضيات

1/ يساهم التنوع الجيد في تشكيلة المحفظة والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير كبير على حجم ذلك العائد، ويمكن تطبيق التنوع بناء على جهة الإصدار وذلك بعدم توجيه مكونات المحفظة نحو أصول مالية تصدرها شركة واحدة وإنما يجب توجيهها إلى عدة شركات، وهذا يثبت صحة الفرضية الأولى.

2/ إن لكل نوع من مخاطر المحفظة الإستثمارية لديه طريقة لقياس درجة الخطر، حيث وجد أنه يتم قياس المخاطر الكلية باستخدام الإنحراف المعياري، كما أنه يتم قياس المخاطر المنتظمة بمعامل بيتا لأن هذه المخاطر منسوبة لمخاطر السوق، في حين يتم قياس المخاطر غير المنتظمة باستخدام الإنحراف المعياري والتباين، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

3/ تم التوصل من خلال الدراسة التطبيقية ومن خلال المقارنة بين المحافظ المكونة من أصول مالية مختلفة تبين أن المحفظة المالية تتأثر بعائد وخطر الأصل المضاف، فينخفض عائد المحفظة كلما انخفض عائد الأصل المضاف عن عوائد الأصول المكونة لها، ويرتفع عائدها في الحالة المعاكسة، ويحدث نفس الشيء بالنسبة للمخاطر وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

4/ بعد تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفق المؤشرات التالية شارب، ترينور وجنست، استنتجنا أن مؤشر شارب يعتبر أهم معيار لقياس أداء المحافظ، باعتباره يأخذ بعين الاعتبار المخاطر الكلية سواء المنتظمة أو غير المنتظمة وبهذا نكون قد أثبتنا صحة الفرضية الرابعة.

## ثالثا: التوصيات:

بعد تناول موضوع المحفظة الاستثمارية والتنوع الاستثماري الذي يعتبر من أهم إستراتيجيات تدنية المخاطر المرتبطة بالمحفظة، وبعد استخلاصنا لنتائج البحث وإثبات صحة الفرضيات، يمكننا اقتراح جملة من التوصيات:

- عند اتخاذ أي قرار استثماري يجب اللجوء والاستعانة بالمستشارين الماليين ذوي الخبرة والكفاءة، للتعرف على الفرص المتاحة في السوق.
- على المستثمر المالي أن يحدد درجة المخاطرة التي يرغب في تحملها وكذا العائد الذي يرغب في تحقيقه.
- الاستعانة بالنماذج والمؤشرات التي من شأنها قياس وتقييم محفظة الأوراق المالية.
- زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على تشجيع الاستثمارات.



#### رابعاً: آفاق الدراسة

- لأجل توضيح المزيد من الجوانب المتعلقة بدراسة مخاطر المحفظة الاستثمارية، فإنه يمكن للنقاط التالية أن تمثل بداية لبحوث أخرى:
- إعادة إجراء هذه الدراسة مرة أخرى في بورصة مختلفة أو في فترة زمنية مختلفة لتأكيد أو نفي النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية.
  - العمل على إنجاز دراسة مماثلة باستخدام أسلوب التنوع الدولي لأجل التحوط ضد المخاطر التي تحيط بالاستثمار في المحفظة المالية.
  - التنوع الاستثماري باستخدام الصكوك الإسلامية .
  - دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة السعودية.
  - أساليب إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية في بورصة الجزائر .

# قائمة المراجع

أولاً: الكتب

- 1- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003.
- 2- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة، للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004.
- 3- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة، 2007
- 4- بكري كامل، مبادئ الاقتصاد، الدار الجامعية، بيروت، 1987.
- 5- حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة 4، القاهرة، 1992
- 6- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الأردن، 2016.
- 7- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 8- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر، عمان 2012.
- 9- زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- 10- السيد مولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010.
- 11- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، الأردن، 2000.
- 12- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2009
- 13- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، جدار الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، طبعة الأولى، 2006.
- 14- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
- 15- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 16- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان 2011.
- 17- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى الإسكندرية، 2003.
- 18- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2001.

- 19- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005
- 20- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان 2005.
- 21- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشيفات، الاستثمار في البورصة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2006.
- 22- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 23- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 24- مصطفى رشدي وزينب عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، مصر 1996.
- 25- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، 1999.
- 26- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأسمال، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999.
- 27- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999 .
- 28- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف الإسكندرية، 1994.
- 29- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2003.
- 30- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

31- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر، عمان، 2012.

#### ثانيا: البحوث الجامعية

##### 1- أطروحات الدكتوراه:

- 32- بديار أمينة، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية (دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر)، رسالة دكتوراه تخصص تطبيقات الاسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2018، 2019.

- 33- برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، دراسة حالة بورصة باريس ولندن، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف1، الجزائر، 2019.
- 34- برودي نعيمة، التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية واتجاهات الأسواق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013.
- 35- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006
- 36- رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2014، 2015.
- 37- سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف1، 2018.
- 38- صايفي عمار، أهمية الاستثمار المحفظي في الدول العربية، دراسة مقارنة بين الجزائر، تونس والمغرب، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، 2016، 2017.
- 2- رسائل الماجستير:
- 39- أحمد عمر شقيق القيشاوي، العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تاجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008.
- 40- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص إدارة مالي، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006، 2017.
- 41- توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2015.

- 42- 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.
- 43- الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة الماجستير في العلوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2011، 2012.
- 44- دفع الله المكي حسن الرضى، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، بحث تكميلي لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، 2018.
- 45- سعيدة تल्ली، التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، قسم علوم التسيير جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009.
- 46- عقبة خضير، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2014، 2015.
- 47- فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة، قدرة تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة تحليلية مقارنة)، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة ماجستير المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014.
- 48- مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
- 49- ورد عبد العزيز كوجك، التنبؤ بعوائد المحافظ الاستثمارية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، قسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد، جامعة حماه، 2017.
- 3- **مذكرات الماستر**
- 50- حناشي اسمهان، خلفاوي شمس الهدى، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر.

رابعاً: المجالات

- 51- بلغوز بن علي، نعاس مريم نجاة، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية، دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2014، 2016)، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 10، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، جوان 2016.
- 52- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث العدد 03، جامعة الجزائر 2004.
- 53- حسن مشرقي، أيمن الشهاب، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البحث، المجلد 36، العدد 1، 2014.
- 54- سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، منشورات هيئة الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي (آذار 2007).
- 55- سحنون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقسيم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطر مجلة العلوم الإنسانية، بحوث اقتصادية، العدد 1 3 جامعة منتوري قسنطينة الجزائر، جوان، 2009.
- 56- سعيدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي-المدير-، العدد 06، جامعة الجزائر، جوان 2008.
- 57- عبو ربيعة، بوفليح نبيل، دور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة في السوق المالي السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية مجلة علمية أكاديمية محكمة.
- 58- عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، المتواجدة بالسوق المالي (السعودي)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 01، جامعة المسيلة مارس 2014.
- 59- 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، جامعة المسيلة، العدد 01، مارس 2017.
- 60- عبو هدى عبو ربيعة، سياسات وإستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على بنك الرياض بالسعودية، مجلة العلوم المالية والمحاسبية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 4، 2017، ص122.
- خامساً: التقارير والمواقع الالكترونية
- 61- التقرير الإحصائي السنوي 2019، السوق المالي السعودية (تداول).

62- دليل الإدراج السوق المالي السعودي، نقلا عن الموقع:

[www.Tadawul.com.sa/wps/wcm/connect/listig+guit-arb+2020,pdf](http://www.Tadawul.com.sa/wps/wcm/connect/listig+guit-arb+2020,pdf).

63- هيئة السوق المالية- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية- من الموقع:

<https://cma.org.sa/Market/Reports/Documents/cma-2019-Report-pdf>.