



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دراسة العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم وفق نموذج MEDAF  
-دراسة حالة عينة من السوق المالي السعودي-

المشرف	اعداد الطلبة	
علية عبد الباسط	جبلي إيناس	1
عبد الصمد.	جامع عبير	2

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	محمد هبول
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	علية عبد الباسط عبد الصمد.
ممتحنا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	حمزة داودي

السنة الجامعية 2023/2022





الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دراسة العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم وفق نموذج MEDAF  
-دراسة حالة عينة من السوق المالي السعودي-

المشرف	اعداد الطلبة	
علية عبد الباسط	جبلي إيناس	1
عبد الصمد.	جامع عبير	2

السنة الجامعية 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



## شكر وتقدير

الحمد لله الذي بشكره تدوم الدعوى أحمد الله سبحانه وتعالى الذي سدد خطانا

وحقق مبرتنا والسلام على أئمة

وخاتم الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.

كما ليسعني في هذا المقام لأقدم بخالص الشكر إلى كل

من ساعدني في إنجاز هذا البحث وأخص بالذكر الأستاذ المشرف الفاضل

"عليه عبد الباسط عبد الصمد" الذي أفادنا بغزارة علمه ورعاية صدره

وسمو أخلاقه وأسلوبه المميز والنصح السديد والتوجيه الرشيد وحسن المعاملة.

فأسأل الله العلي أن يبارك له في عمله وصحته وأن يجزيه خير جزاء.

# إهداء

إلى من ربّنتني بين يديها وجنة الفردوس تحت قدميها إلى  
من رضاؤها فرحتني وحرزتها دمتني إلى التي راني قلبها  
قبل عينيها وحضنتني أحشاؤها قبل يديها أهدي تعبتي إليها  
"أمي العزيزة".

إلى "أبي" الذي أشعل مصباح عقلي وأطفأ ظلمة جهلي  
إلى الذي تكفل المشقة في تعليمي ولم يبخل علي بشيء  
وأراد أن أبلغ المعالي وعلمني الصبر والطاعة رحمك الله يا  
"أبي" وجعلك في جناتك إلى أعز ما أملك في الدنيا إخوتي  
"علاء، محمد، شيما، ياسين، سلمي"

إلى من معهم سعدت وبرفقتهم في دروب الحياة الحلوة والحزينة  
"عبيد، سلوى، أميرة، نادية، هدى"

إلى أعز الناس ورفيق الدروب "رمضان"

إلى كل من وسعتم ذكرتي ولم تسعهم مذكرتي أهديهم هذا العمل.

## إيضا

# إهداء

أهدي ثمرة عملي هذا إلى ملكة الحب والعطاء ومنبع إلهامي  
إلى موطن الصفاء والجمال إلى منبع العنان والحب، أخلص كلمة  
تنطقها الشفاه، ويطمئن لها القلب إلى أعز ما لذي في الوجود،  
إليك "أمي" الحنوننة أطل الله في عمرك وأسعدك ديننا ودنيا  
إلى الذي أثار سبل الحياة في وجهي وعلمني التواضع في الحياة  
إلى أجمل هبة من الله "أبي" الحنون أطل الله في عمرك  
ومتعك بدوام الصحة والهناء إلى سندي في الحياة وقرّة  
عينني إخوتي "هدى، ابتسام، خولة، عماد، آدم"  
إلى أغلى براءة في حياتي  
"تقوى، علاء الدين، سراج الدين، رحيل، أيوب"  
إلى رمز الصداقة وفخر الأخوة إلى توأم روحي صديقاتي  
"إيناس، نادية، سلوى، أميرة"  
إلى كل من نساه قلبي ولم ينساه قلبي.

حبيب

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل طبيعة العلاقة للمخاطر المنتظمة لعينة من المحافظ المالية المدرجة في السوق المالي السعودي والتي تمثل لوحدها أكثر من ثلث السوق وذلك للفترة 2010-2021، ومعرفة ما إذا كان معامل بيتا الذي يقدمه نموذج MEDAF هو العامل الوحيد الذي يأخذ بعين الاعتبار عند احتساب المخاطر لتفسر طبيعة العلاقة، وللإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق الأهداف المرجوة قمنا بحساب معامل بيتا للأسهم المدرجة في كل محفظة ومن ثم حساب معامل بيتا للمحافظ المالية الذي يستفاد منه لحساب العائد والمخاطرة وفق نموذج MEDAF وذلك باستخدام نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين المحافظ المالية عينة الدراسة والسوق المالي وهو ما يدل على أن كل منهم يسير في اتجاه عام موجب، وتشير النتائج أيضا إلى أن كل من محفظة يقين ومحفظة مرابحات تمثل السوق المالي بنسبة أقل من 15% وهو ما يعني أن طبيعة العائد والمخاطر تحكمها عوامل خارج السوق وبالتالي لا يمكن تفسيرها من خلال نموذج MEDAF، بينما محفظة مبارك فهي مفسرة بما نسبته 89% وهو ما يعني أن طبيعة العلاقة بين المخاطرة الممثلة بمعامل بيتا و العائد الممثل بنموذج MEDAF تحكمها العوامل التي تتحكم في السوق المالي لا يمكنه تفسير بما ن وبالتالي فإن وجود علاقة طردية بين العائد والمخاطرة.

**الكلمات المفتاحية:** عائد السوق؛ عائد المحفظة؛ بيتا؛ علاوة السوق؛ مخاطرة السوق؛ نموذج MEDAF

### **Abstract:**

This study aims to analyze the nature of the relationship to systemic risks for a sample of financial portfolios listed in the Saudi financial market, which alone represents more than a third of the market, for the period 2010–2021, and find out whether the beta coefficient provided by the MEDAF model is the only factor that is taken into account when calculating risks to explain the nature of the relationship, in order to answer the problem presented and achieve the desired goals, we calculated the beta coefficient for the shares included in each portfolio, and then calculated the beta coefficient for the financial portfolios, which is used to calculate the return and risk according to the MEDAF model, using simple and multiple linear regression models.

The study concluded that there is a direct relationship between the financial portfolios of the study sample and the financial market, which indicates that each of them is moving in a general positive direction, the results also indicate that each of the Yaqeen portfolio and the Murabaha portfolio represent the financial market by less than 15%, which means that the nature of return and risk is governed by factors outside the market and therefore cannot be explained through the MEDAF model, while Mubarak's portfolio is explained by 89%, which means that the nature of the relationship between the risk represented by the beta coefficient and the return represented by the MEDAF model is governed by the factors that control the financial market.

**Keywords:** market return; portfolio return; beta; market premium market risk MEDAF model.

رقم الصفحة	المحتوى
I	شكرو تقدير
IV-II	الإهداء
VI-V	المخلص
VIII-VII	فهرس المحتويات
X	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
4-2	مقدمة عامة
35-6	الفصل الأول: الإطار النظري للمحافظة المالية
6	تمهيد
15-7	المبحث الأول: ماهية المحافظة المالية
7	المطلب الأول: مفهوم المحافظة المالية
8	المطلب الثاني: مكونات المحافظة المالية
11	المطلب الثالث: أنواع المحافظ المالية
14	المطلب الرابع: خطوات بناء المحافظة المالية
29-16	المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول مخاطر المحافظة المالية
16	المطلب الأول: تعريف مخاطر المحافظة المالية
17	المطلب الثاني: أنواع مخاطر المحافظة المالية
21	المطلب الثالث: التنوع في المحافظة المالية
24	المطلب الرابع: قياس مخاطر المحافظة المالية
34-30	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
30	المطلب الأول: دراسات عربية
32	المطلب الثاني: دراسات أجنبية
33	المطلب الثالث: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة
35	خلاصة الفصل

72-37	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية تحليلية لنموذج MEDAF على عينة من السوق المالي السعودي
37	تمهيد
43-38	المبحث الأول: تطور السوق المالي السعودي
38	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي السعودي
40	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي
43	المطلب الثالث: نظام التداول في السوق المالي السعودي
59-44	المبحث الثاني: المحافظ المالية محل الدراسة
44	المطلب الأول: صندوق مرابحات الأول بالريال السعودي
47	المطلب الثاني: صندوق مبارك للأسهم السعودية النقية
54	المطلب الثالث: صندوق يقين للمرابحة بالريال السعودي
71-60	المبحث الثالث: دراسات تطبيقية للعلاقة بين العائد والمخاطرة وفق نموذج MEDAF
60	المطلب الأول: أداء المحافظ محل الدراسة مقارنة بالمؤشر الإستراتيجي
65	المطلب الثاني: تقييم أداء المحافظ الإستثمارية
67	المطلب الثالث: تقييم أداء المحافظ وفق نموذج MEDAF
72	خلاصة الفصل:
74	خاتمة عامة
77	قائمة المراجع

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
48	جدول نسب الاستثمار في كل مجال استثماري	01
55	أصول الاستثمار في الصندوق	02
60	عوائد محافظة مرابحات الأول بالريال السعودي من 2010 إلى 2021م	03
62	عوائد محافظة مبارك للأسهم السعودية النقية من 2010م إلى 2021م	04
64	عوائد محافظة يقين للمرابحة بالريال السعودي 2010م إلى 2021م	05
66	عوائد المحافظ المالية بأسلوب البسيط.	06
66	عوائد المحافظ المالية باستخدام مؤشر شارب	07
67	عوائد المحافظ المالية باستخدام مؤشر ترينور.	08
67	عوائد المحافظ المالية باستخدام مؤشر جونسن	09
70	النتائج التطبيقية لنموذج (medaf) على عينة الدراسة	10

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
20	المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية والمخاطر الكلية	01
23	تأثير تنويع ماركوتيز على مخاطر المحفظة	02
24	تخفيض المخاطر عن طريق التنويع	03
28	كيفية حساب معامل بيتا (beta)	04
40	التطور التاريخي للسوق المالي السعودي	05
61	منحنى عوائد محفظة مرابحات	06
63	منحنى عوائد محفظة مبارك	07
65	منحنى عوائد محفظة يقين	08
69	خط سوق رأس المال (sml) وفق نموذج medaf	09
71	منحنى العائد والمخاطرة لعينة الدراسة وخط سوق رأس المال وفق نموذج medaf	10

# مقدمة عامة

تعد السوق المالية فضاء لتداول الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين وتعتبر هذه الأخيرة بدائل استثمارية متميزة من حيث العوائد التي تدرها والمخاطر التي تنطوي عليها مما جعل المستثمرين يفاضلون بينها على أساس العائد المتوقع الحصول عليه، والمخاطر المرتبطة بها فالمستثمر في الأوراق المالية يسعى إلى تحقيق عائد مرضي يضمن له تعويضا عن المخاطر التي يتعرض لها نتيجة استثماره إذ لا يمكن تصور وجود استثمار يحمي صاحبه من المخاطر بالإضافة إلى ذلك فإن الاستثمار في الأوراق المالية بشكل خاص يعرض المستثمرين لمخاطر متعددة ومن بينها ما قد ينتج عن تقلب أسعار الأوراق المالية المستثمر فيها.

وتعتبر المحافظ الإستثمارية أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي خاصة في ظل السوق الذي يتوفر على نسبة كبيرة من صغار المستثمرين الذين يمتلكون المال ويفتقرون للخبرة التي تخولهم دخول السوق، والسياق ذاته تعتبر المملكة العربية السعودية من أهم الدول العربية التي تتوفر على أكبر سوق مالي من حيث حجم التداولات ومن حيث الانفتاح على الصعيدين الداخلي والخارجي، وبالتالي فهو محل إقبال كبير من طرف المستثمرين (أصحاب الفوائض المالية سواء كانوا سعوديين أو أجانب)، ونظر لصعوبة اتخاذ قرار الاستثمار وتأثيره على الوضعية المستقبلية للمستثمر وجب الاهتمام بالطرق الكمية لقياس وتحليل تقلبات أسعار الأسهم، لأن دراسة التغيرات في التباينات تكتسي أهمية كبيرة خصوصا عند محاولة فهم الأسواق المالية ودراستها دراسة تحليلية.

وقد ساهم نموذج MEDAF في دراسة السلاسل الزمنية خصوصا المالية منها إذ ساعد في فهم التقلبات الشديدة في أسعار الأسهم، ومن تم التنبؤ بالحركة المستقبلية لهذه الأسعار، ولهذا سنحاول من خلال هذه الدراسة فهم طبيعة المخاطر التي توجه حركة المحافظ المالية في السوق من خلال الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

#### أولاً- إشكالية الدراسة:

ما مدى قدرة نموذج medaf في تفسير طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحافظ المالية في السوق المالي السعودي؟

#### الأسئلة الفرعية:

ومن خلال السؤال الأساسي يمكن صياغة الأسئلة الفرعية على النحو الآتي:

- ما طبيعة العلاقة بين عائد المحفظة والمؤشر الاسترشادي لها؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معامل بيتا والعائد المتوقع للمحافظ المالية المدرجة في السوق المالي السعودي؟

- هل يمكن التحكم في المخاطر المصاحبة لكل عملية استثمارية؟

#### ثانياً- فرضيات الدراسة:

على ضوء ما تم طرح من أسئلة حول موضوع البحث وأملا في تحقيق أهدافه، يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات التي نسعى لاختبارها، وهي على النحو التالي:

- تعتمد المحفظة في توجيه أدائها غالبا بالاعتماد على المؤشر الاسترشادي؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معامل بيتا والعائد المتوقع للمحافظ المالية المدرجة في السوق المالي السعودي؛
- يمكن التحكم في المخاطر غير النظامية المصاحبة لكل عملية استثمارية بالتنوع الجيد للأصول المدرجة في المحفظة المالية.

#### ثالثا- مبررات اختيار الموضوع:

- أهميته في مجال تخصصنا.
- الرغبة في التعمق في الموضوع واكتساب معلومات تخصه.
- الرغبة في التعرف على ما يدور في الأسواق المالية والدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية.
- يعتبر السوق المالي السعودي من الأسواق المالية العربية الأكبر حجما والأكثر تنظيما ويمكن لأصحاب القرار في الجزائر ان يأخذوه كخطوة أولى للنهوض بالسوق المالي الجزائري، خصوصا ان اقتصادياتهما من الاقتصاديات الربعية التي تعتمد على مبيعات النفط.

#### رابعا- أهمية الدراسة:

- ابراز المخاطر المالية وكيفية قياسها بالطرق التي تضمن تدناتها إلى المستوى المقبول من طرف المستثمرين؛
- دراسة سوق الأوراق المالية السعودي باعتباره أحد اهم الأسواق المالية في الدول العربية حيث سنقوم بدراسة العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم بطريقة كمية وفق نموذج medaf؛
- محاولة تطويع المفاهيم والنماذج الحديثة مع خصوصية الاسواق المالية العربية.

#### خامسا- اهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة الى تحقيق الأهداف التالية:

- عرض مفصل لواقع السوق المالي السعودي، إضافة إلى تحليل أدائها؛
- تقديم أهم النماذج التي جاءت بها النظرية المالية الحديثة في تقييم الأصول المالية؛
- فهم آلية تقدير المخاطر المالية ودرجة تأثيرها على عوائد المحافظ المالية؛
- فهم العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم؛
- كيفية التنبؤ بالحركة المستقبلية في أسعار الأسهم.

#### سادسا- حدود الدراسة:

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في سوق السعودية للأوراق المالية وتشمل مجموعة مكونة من 3 محافظ مالية هي: محفظة يقين، محفظة مبارك، محفظة مرابحات، وقع اختيارها بالذات لتوفر البيانات فيها، اما الحدود الزمانية للدراسة فتغطي الفترة من 2010م الى 2021م لعوائد المحافظ المالية.

### سابعاً - المنهج المتبع:

للإجابة على الإشكالية المطروحة اعتمدنا على المنهج الوصفي باعتباره مناسبا خصوصا في الفصل الأول المتضمن أساسيات حول المحافظ الاستثمارية والفصل الثاني المتعلق بالجانب الميداني، واعتمدنا أيضا على المنهج التحليلي لدراسة الحالة من خلال اسقاط الدراسة النظرية على ميدان الدراسة ممثلا في سوق الأوراق المالية مستخدمين مجموعة متنوعة من الأدوات والنماذج الإحصائية.

### ثامناً - تقسيمات الدراسة:

لبلوغ الأهداف المرجوة من هذه الدراسة والاجابة على الإشكالية الرئيسية والاشكاليات الفرعية قمنا بتقسيم هذه الدراسة الى فصلين:

➤ **الفصل الأول:** يحمل عنوان الإطار النظري للمحافظ المالية والذي تم تخصيص مبحثه الأول كمدخل للمحافظ المالية مستعرضين فيه مفهوم المحفظة المالية ومكوناتها وخطوات بنائها وانواعها اما المبحث الثاني فتم التطرق فيه الى مخاطر المحفظة المالية وانواعها وتنوعها وطرق قياس هذه المخاطر، اما المبحث الثالث فتطرقنا فيه الى الدراسات السابقة (عربية واجنبية) وما يميز دراستنا عن هذه الدراسات.

➤ **الفصل الثاني:** يحمل عنوان دراسة تطبيقية وتحليلية على السوق المالي السعودي وقد قسمناه الى ثلاث مباحث حيث تضمن الأول التعريف بميدان الدراسة المتمثل في السوق المالي السعودي اما الثاني فقد خصص لتعريف عينات محل الدراسة والمبحث الثالث والأخير فقد قمنا بتقييم أداء المحافظ الاستثمارية وتحليلها وفق نموذج medaf.

**الفصل الأول:**

**الإطار النظري للمحافظة**

**المالية**

**تمهيد:**

يتوقف قرار الاستثمار في الأسواق المالية على علاقة المبادلة بين العائد والمخاطر فكلما زادت توجهات المستثمر نحو تعظيم العوائد ارتفعت درجة المخاطر التي يتعرض لها، وتنشأ هذه المخاطر من ظروف عدم التأكد بشأن الأوضاع المستقبلية والتي تكون ملازمة أكثر للاستثمارات المالية وعند اتخاذ أي قرار فيما يخص التعامل بالأصول المالية، نجد العديد من درجات المخاطرة المحيطة به، وبالتالي إن اتخاذ القرار المناسب من طرف المستثمر يوجب عليه أن يكون على دراية ووعي كافيين بطبيعة المخاطر، وطرق تقديرها، كيف تؤثر هذه الأخيرة على قيمة الأصول المتداولة، حيث يعتبر موضوع الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية من المخاطر المحتملة، وتتمثل القاعدة الأساسية التي تبنى عليها نظرية المحفظة في أنه كلما زادت درجة التنوع داخل المحفظة الاستثمارية كلما قلت درجة المخاطر.

وعليه فقد تم في هذا الفصل معاينة المحفظة المالية ومخاطرها وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث رئيسية التي نعرضها كالتالي:

- **المبحث الأول:** ماهية المحفظة المالية.
- **المبحث الثاني:** مفاهيم أساسية حول مخاطرة المحفظة المالية؛
- **المبحث الثالث:** الدراسات السابقة.

## المبحث الأول: ماهية المحفظة المالية

تتبوأ المحفظة المالية أهمية خاصة في أجندة المال والأعمال في الوقت الراهن، لما تحتله من مكانة مرموقة في عالم الاستثمار، فهي تعود بمنفعة على الشركات والمجتمع عامة، والمستثمر خاصة ومما توفره المحفظة المالية هو إمكانية التنوع في الاستثمارات لتوضيح أو فهم ذلك أكثر تطرقنا إلى المطالب التالية، المطالب الأول يتناول مفهوم المحفظة المالية، المطالب الثاني مكونات المحفظة المالية، أما المطالب الثالث يتناول أنواع المحفظة المالية، وفي المطالب الرابع والأخير نتناول خطوات بناء المحفظة المالية.

### المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية

هناك عدة تعاريف للمحفظة المالية من أهمها:

- **التعريف الأول:** هي أداة مركبة تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة وقد يكون مالكا كما قد يكون مأجور.<sup>1</sup>
- **التعريف الثاني:** تعرف المحفظة المالية على أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها مدة استحقاقها.<sup>2</sup>
- **التعريف الثالث:** كما تعرف بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.<sup>3</sup>
- **التعريف الرابع:** تعرف محفظة الأوراق المالية على أنها " مجموعة من الأصول المالية والاستثمارات وتعالج نظرية المحافظة مشكلة اختيار المحافظ المثالية وهي تلك التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر أو تلك التي تحقق أقل درجة خطر في ظل مستوى من العائد.<sup>4</sup>
- **التعريف الخامس:** تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب وكبير من الأوراق المالية كالأسهم والسندات تتباين وتختلف كل منها من حيث القيمة تاريخ الاستحقاق ومعدل العائد ودرجة المخاطر، إذن هي

<sup>1</sup>-عبو عمر، مؤشر تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة في السوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد1، مارس2017، ص100.

<sup>2</sup>-بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلو التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2007، ص11.

<sup>3</sup>- مرجع نفسه ص11.

<sup>4</sup>-طراد خوجة هشام، دور المحفظة المالية في إدارة المخاطر بالبنك الخارجي الجزائري BEA وكالة سوق أهراس، مجلة ارتقاء للبحوث والدراسات الاقتصادية، المجلد 2، العدد2، ديسمبر 2021، ص21.

عبارة عن مجموعة من الأوراق تشكل مربع متجانس من هذه الأوراق تم اختيارها بعناية وبدقة فائقتين لتحقيق بعض الأهداف والغايات.<sup>1</sup>

• **التعريف السادس:** تعرف المحفظة بأنها تشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية مثل العقارات والذهب أو مالية مثل الأسهم والسندات أو مزيج من النوعين من الأصول، ويقصد بالمفهوم الخاص للمحفظة الاستثمارية تلك المحفظة التي تتكون جميع أصولها من استثمارات مالية فقط، كالأسهم والسندات والعملات، فهي تختلف عن المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية باقتصارها على الاستثمار في الأوراق المالية كما تعني المحفظة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية بأنها توليفة أو مجموعة من الأوراق المالية لشركات تكون ذات خصائص مختلفة مثل الصكوك، الأسهم، السندات، المشتقات المالية... الخ.<sup>2</sup>

ومثل هذه المجموعة من الأوراق يتشكل منها محفظة الأوراق المالية.

وعليه يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمة عائدها، مدة استحقاقها، نوعها، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنوع وذلك لغرض تعظيم عائدها وتدنيت خطرها أي تحسين العلاقة (العائد، الخطر) ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية...) تتباين أو تختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها.

### المطلب الثاني: مكونات المحفظة المالية

ان محفظة الأوراق المالية وسيلة من وسائل الاستثمار الجيد التي تمكن المستثمرين من تلبية رغباتهم في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان

#### الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم)<sup>3</sup>

السهم هو حصة في شركة مساهمة، ورأس المال في هذه الشركة مكونة من عدد من الأسهم، ولا مانع من امتلاك الأسهم، مادام تعامل الشركة مباحا في أصله.

والأسهم أنواع وهي كما يلي:

#### أولاً: أسهم حسب اعتبارها<sup>4</sup>

أ- **الأسهم الاسمية:** هو الذي يصدر باسم مالكة ويتداول هذا السهم عن طريق القيد في السجل الشركة ويؤشر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت إليه.

<sup>1</sup>- إبراهيم علي عبد الله القاضي، أثر جاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية، دراسة إختبارية على البنوك التجارية الأردنية لفترة 2012، 2014، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، 2016، ص14 .

<sup>2</sup>- العمراوي حنان، مطبوعة الدعم البيداغوجي في مقياس إدارة المحافظ المالية، لطلبة سنة ثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، 2018-2017، ص01. <sup>3</sup>- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة 1، دار الراهية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص82 .

<sup>4</sup>- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة 1، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص41.

ب- **أسهم لحاملها:** هو السهم الذي لا يذكر في أسهم المساهم، وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، ونظرا لاندماج الحق مع السهم، فإن هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية، والتي ينطبق بشأنها قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية.

ثانيا: **أسهم حسب طبيعة<sup>1</sup>**

- أ- **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تمثل الحصص التي دفعت نقدا في رأس مال الشركة  
ب- **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي تمثل الحصص في رأس مال الشركة.

ثالثا: **أسهم حسب النوعية**

- أ- **الأسهم العادية:** هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا.<sup>2</sup>  
ب- **الأسهم الممتازة:** هي التي تمنح لمالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكاها على أسبقية في حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكاها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية وبعد حملة السندات.<sup>3</sup>

**الفرع الثاني: أدوات الدين (السندات)**

السند هو صك مالي قابل للتداول يمنح المكتب لقاء المبالغ التي افترضه، ويخوله استعادة مبلغ القرض، علاوة على القواعد المستحقة، وذلك بحلول أجله.<sup>4</sup>

وللسندات أنواع وهي كما يلي:

- أ- **سندات حكومية:** هي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم.<sup>5</sup>  
ب- **سندات الشركات:** تشمل الشركات بيع ديونها إلى الجمهور من خلال أسواق الأوراق المالية، سعر القائدة وعرض هذه السندات عادة عالية، فهي تعتبر مخاطرة كبيرة جدا لو أن الشركة لا يمكن أن يسترد، وسندات تصبح سلبية.<sup>6</sup>

ت- **سندات قابلة للتحويل:** هذا النوع من السندات قد يكون قابلة للتحويل إلى أسهم أو إلى سندات، وقد يجمع بين هذا وذلك فيكون قابل للتحويل إلى أسهم وسندات، وقد يكون التحويل اختياري أي برغبة صاحب السند، أو قد يكون إجباري عن طريق استدعاء تلك السندات.<sup>7</sup>

1- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص42،41.

2- المرجع نفسه، ص86.

3- سيد سالم عرفة، مرجع سابق ص86.

4- المرجع نفسه، ص85.

5- عبد الكريم أحمد قندوز مرجع سابق، ص43.

6- سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص87.

7- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص44.

- ث- **سندات مضمونة:** تتميز بكونها مضمونة بضمان قد يكون شخصياً، كالسندات المضمونة من أحد البنوك أو الحكومات، أو قد يكون عينياً، كالسندات المضمونة برهن رسمي على عقارات وموجودات الشركة.<sup>1</sup>
- ج- **سندات غير مضمونة:** هذا النوع يكون غير مضمون بأصل ثابت معين، ولذلك إذا عجزت الشركة المصدرة لهذه السندات عن سداد قيمتها لأصحابها، فإنه يمكنهم حينئذ المطالبة بإفلاس الشركة لاستفاء حقوقهم.<sup>2</sup>
- ح- **سندات قابلة للاستدعاء:** هذا النوع يعطي للجهة المصدرة للسند الحق في سداه قبل تاريخ استحقاقه. وتقوم المنشأة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء عندما ينخفض سعر الفائدة السائد في السوق مقارنة بمعدل الديون التي تدفعه لحامل السند.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: المشتقات المالية

هي عقود مالية ترتبط قيمتها بقيمة الأصل الأساسي، إنها أدوات مالية معقدة تستخدم لأغراض مختلفة على نطاق واسع للمضاربة وتحقيق عوائد محتملة جيدة.<sup>4</sup>

وتنقسم المشتقات المالية إلى الأنواع التالية:

**أولاً: العقود الآجلة والعقود المستقبلية:**<sup>5</sup>

تعرف العقود الآجلة بأنها عقود يلتزم بمقتضاها طرفا العقد على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر التنفيذ للعقد ومن هنا فإن العقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في السوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين.

أما العقود المستقبلية: تتسم بأنها عقود نمطية ويلتزم بمقتضى العقد الطرفان (البائع للعقد، والمشتري له) بإجراء تبادل السلع أو الورقة المالية أو معدلات الفائدة أو الأصل في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد أي أنها بهذا الشكل تعتبر عقود آجلة ولكنها لها حجم وشروط نمطية فهي تختلف عن العقود الآجلة.

### ثانياً: العقود الخيارات:

عقد يمثل حق المشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة، ويلزم بئجه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية. مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية.

<sup>1</sup>- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص 44.

<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص 44-45.

<sup>3</sup>- المرجع نفسه، ص 45.

<sup>4</sup>- المرجع نفسه، ص 90.

<sup>5</sup>- شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية، الطبعة 1، دار المسيرة لنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 168.

<sup>6</sup>- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص 108.

### ثالثاً: عقود المبادلات: <sup>1</sup>

هو اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه أما على مقايضة النفقات التي ترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر دون الإخلال بالالتزام الأصلي لأي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقيوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول.

### المطلب الثالث: أنواع المحافظ المالية <sup>2</sup>

يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية حسب نوعية الأوراق المالية المكونة لأصول المحافظ الاستثمارية إلى أربعة أنواع:

#### الفرع الأول: محفظة الدخل

إن محفظة الدخل عبارة عن المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أعلى دخل للمستثمر بقليل من المخاطرة، وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية التي تدر على المستثمر بأعلى العوائد فالدخل مثلاً يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات، ولا بد من اختيار السند الذي يحقق أعلى فائدة بأقل وقت، كذلك بالنسبة للأسهم وإن الدخل يتحقق عن طريق توزيعات الأرباح فلا بد من اختيار الأسهم التي توزع أرباح عالية وتكون قليلة المخاطرة.

إن الهدف الأول والأخير هو إيجاد دخلاً شهرياً أو سنوياً للمستثمر من المحفظة ويكون ذلك إذا تم اختيار أسهم الشركات القوية الراسخة التي لا تتأثر بتقلبات السوق. وفي الأسواق المالية العالمية عدد كبير من بيوت الخبرة أو مكاتب الاستثمارات أو شركات للدراسات والأبحاث تصدر دوريات تظهر فيها سندات وأسهم الدخل، حيث تبين للمستثمر أي السندات أو الأسهم التي يمكن أن يختارها لتحقيق الدخل.

أما في أسواق عمان المالية فلا يوجد هذا النوع من الشركات المتخصصة، على المستثمر الاعتماد على نفسه واختيار هذه السندات أو الأسهم لتحقيق الدخل وإذا أردنا استعراض واقع السندات والأسهم في سوق عمان المالي فإننا نجد أن كثيراً من سندات التنمية التي تصدرها الحكومة تحقق عائداً لا بأس به وبدون مخاطر، وكذلك بالنسبة للأسهم إن عدد من الأسهم الممتازة تحقق عوائد ثابتة للمستثمر كأسهم بنك الإسكان وأسهم بنك الإنماء الصناعي، أما بالنسبة للأسهم العادية فنجد كثير من أسهم الدخل في سوق عمان المالي وهذه الأسهم هي أسهم الشركات الكبيرة الراسخة مثل شركة الكهرباء وأسهم لشركة المصفاة، ويمكن أن تختار أيضاً بعض الشركات الأخرى والتي تحقق دخلاً عالية ولكن فيها مخاطرة لا بأس بها مثل بعض البنوك مثل البنك العربي وبعض الشركات الصناعية كشركة الإنتاج.

<sup>1</sup>-حاكم الربيعي، المشتقات المالية، الطبعة 1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان 2011، ص364.

<sup>2</sup>-غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة 1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص22، 23.

### الفرع الثاني: محفظة النمو

وهي عبارة عن المحفظة التي تهتم بأسهم الشركات، وهي عبارة عن الشركات التي تنمو أرباحها وتزداد سنة بعد سنة.

إن اختيار الأسهم النامية عملية صعبة ومعقدة ودقيقة، ويجب أن تعتمد على دراسات دقيقة تستند إلى قياس الأرباح وقياس المخاطرة ومقارنتها مع أسهم أخرى بعد الأخذ بعين الاعتبار أن كل شركة تمر في مراحل نمو حتى تصل إلى مرحلة معينة ثم تبدأ في مرحلة السكون أو الثبات ثم مرحلة التنازل العكسي، فهي كالإنسان والشجرة أو أي كائن حي يمر في مرحلة الطفولة والمراهقة والنضوج وثم الشيخوخة وكذلك بالنسبة للشركات التي تمر بمرحلة الظهور حيث تكون المبيعات والإيرادات غير مستقرة ثم مرحلة النمو السريع في حجم المبيعات من شهر إلى آخر أو سنة إلى أخرى ثم مرحلة النضوج أو استقرار زيادة حجم المبيعات ثم مرحلة التراجع حيث تكون الزيادة في المبيعات بنسبة بسيطة جدا وبحيث تكون أقل من نسبة التضخم.

ويمكن أن نحصر مميزات الأسهم التي تمتاز بها محافظتنا النمو على النحو التالي:

- تحقيق نمو جيد في العوائد ويقصد بالعوائد التوزيعات السنوية للأرباح وفروق أسعار الأوراق المالية.
- استقرار في معدل النمو أي الزيادة المستمرة في المبيعات أو الأرباح سنة بعد أخرى.
- ارتفاع عوائد للسهم الواحد وهي بنسبة الأرباح بعد الضريبة على عدد الأسهم.
- تحمل مخاطر قليلة نسبة للأسهم الأخرى.

### الفرع الثالث: المحفظة المختلطة

وهي المحفظة التي يمكن أن نقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخل عال، ولكن بها مخاطرة مالية، هي في الواقع تكون في الوسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو، ويمكن تقسيم رأس مال المحفظة إلى قسمين قسم الأسهم وقسم لأسهم النمو.<sup>1</sup>

### الفرع الرابع: المحافظ الدولية

تعتبر المحفظة الدولية من أدوات الاستثمار الحديثة التي أخذت تلاقى اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين، خصوصا النوع المؤسسي منهم، ولعل من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التوزيع التي توفر للمحفظة سمة الأمان النسبي، ذلك لأن المحفظة الدولية تكون في العادة متنوعة تنوعا جيدا وذلك من ثلاث زوايا هي:<sup>2</sup>

- أ- تنوع الأصول: وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية.
- ب- التنوع الجغرافي لأن رأسمال المحفظة يكون موزعا على أدوات استثمارية في عدة دول.

<sup>1</sup>- غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص23.

<sup>2</sup>- محمد مطر فايز تيم، مرجع سابق، ص194.

ت- تنوع العملات: إذ بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة، تنتوع أيضا العملات التي لها تقييم هذه الأصول وفي بناء المحافظ الدولية تتبع عادة الأسس نفسها المتبعة في بناء المحافظ الاستثمارية المحلية، إذ على المستثمر أن يبحث عن المحفظة المثلى التي يراعي في تنوعها مبادئ التنوع المتعارف عليها هي:<sup>1</sup>

- مراعاة تحقيق المزج الأمثل من الأدوات الاستثمارية المنوعة في النوع والجغرافيا، والعملات؛
- اختيار أدوات المحفظة من أسواق لا يتوفر فيها الارتباط التام وذلك لكي يعطي التنوع الفوائد المرجوة منه، ويقصد تحقيق هذا الشريط ويمكن الأخذ بعين الاعتبار العناصر التالية:

- اختلاف العملات؛

- اختلاف الأنظمة السياسية؛

- اختلاف أنظمة سعر الصرف؛

- اختلاف القوانين المنظمة لتحويل العملات الأجنبية؛

- اختلاف معدلات التضخم؛

- اختلاف معدلات الفائدة؛

- اختلاف السياسات النقدية والمالية.

ويركز المستثمر في المحافظ الدولية اهتماما على أدوات بعينها ولعل من أهم هذه الأدوات: الأسهم والسندات وكذلك المشتقات المالية بأنواعها مثل: الخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة والمبادلات أو المقايضات ويتوقف تنوع هذه الأدوات بدرجة أساسية على أهداف العميل والتي تحدد عادة في ضوء العوامل التالية:

- مستوى العائد الذي يتوقعه؛
- درجة المخاطرة التي يقبلها (حساسيته لعنصر المخاطرة)؛
- غرضه الأساس، أي هل هو تحقيق دخل جاري في شكل عوائد سنوية أم تحقيق مكاسب رأسمالية تنمي رأسمال محفظته أم كليهما معا؛
- موقف من أجل الاستثمار، أي هل يفضل الاستثمار قصير الأجل أم متوسط الأجل وذلك مراعاة منه لعنصر السيولة.

<sup>1</sup> - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 194، 195.

## المطلب الرابع: خطوات بناء المحفظة المالية<sup>1</sup>

لإنشاء محفظة جيدة، يجب على المستثمر أو المدير المالي مراعاة الخطوات التالية:

### الفرع الأول: تخطيط المحفظة

يتم في هذه المرحلة تحديد الأهداف الواجب تحقيقها وصياغة سياسة الاستثمار المتبعة بالمحفظة وتتمثل المخرجات الرئيسية لها في تحديد المزيج المعياري للأصول بما يشمل من معدل العائد المطلوب تحقيقه، ومقدار المخاطر المسموح بها لهذا المزيج وحجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية وذلك وفقا لسياسة الاستثمار ووضع المعايير الكمية والوصفية التي ترشد مدير الاستثمار في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة التي تساعد على تحقيق أفضل عائد وأقل مخاطرة.

### الفرع الثاني: تحليل الاستثمارات

يتم في هذه الخطوة تحليل الاستثمارات المتاحة من الأوراق المالية ويوجد نوعان من التحليل المتعلق بالأسواق الرأس مالية:

➤ **النوع الأول:** هو التحليل الأساسي وهو تحليل ظروف الاقتصاد الكلي، ومن ثم تحليل ظروف القطاع الذي ينتمي إليه الشركة، ومن ثم تحليل ظروف الشركة نفسها، وذلك بهدف التنبؤ بالأرباح المستقبلية ودرجة المخاطرة المحيطة، ومعدل العائد المطلوب، وذلك من أجل تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية للشركة، وبالتالي رصد الفرص الاستثمارية المتاحة.

➤ **النوع الثاني:** هو التحليل الفني، وهو فن استخدام بعض الرسوم البيانية والمؤشرات التي يمكن استخدامها لمعرفة وقت اتخاذ قرار الشراء أو البيع، أي بناء على حالة السوق أو نقاط التحول، وذلك باتخاذ قرار الشراء عندما يكون السوق في نقطة التحول من هبوط إلى صعود، واتخاذ قرار بيع عند نقطة التحول من صعود إلى هبوط، وذلك من أجل تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري وبالتالي لصد الفرص الاستثمارية المتاحة.

### الفرع الثالث: تكوين محفظة الأوراق المالية

يتم في هذه المرحلة تكوين المحفظة الفعلية وتحديد المزيج الاستثماري من الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة على ضوء نتائج تحليل المعلومات التي تم القيام بها في المرحلة السابقة، ووفق للفرص الاستثمارية المتاحة في السوق المالي، بجانب أهمية القيام بعملية تخصيص الأصول، وتحديد نسبة الأموال المستثمرة في كل نوع من الأصول في سبيل التوصل إلى الأوزان النسبية المثلى التي تحدد أفضل تشكيلة من الأصول على حسب نوعية المحفظة هل هي محفظة دخل أم محفظة نمو أم مختلطة، ويتم ذلك وفقا لتقديرات العائد والمخاطرة والتغاير بين أنواع الأصول مع الأخذ في الحسبان المتابعة المستمرة لمكونات المحفظة، وفقا للتغيرات التي

<sup>1</sup> - أحمد محمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، 2019، عمان، ص 12-13.

تحدث لها في سوق المال، وتحديد البعد الزمني للاحتفاظ بكل فرقة مالية لاتخاذ قرارات الشراء والبيع المناسبة في الوقت المناسب.

حيث في هذه المرحلة يتم تحديد المدخل المتبع في تحليل وتكوين المحفظة، هل هو المدخل المتحفظ الذي يفترض كفاءة السوق، وأن أسعار الأوراق المالية هي الأسعار العادلة لها التي تعكس كافة المعلومات المتاحة عنها، وأنه لا توجد أوراق مالية غير مسعرة تسعيرا عادلا، وأنه لا توجد فرص لتحقيق عوائد غير عادية، ومن تم يتم تكوين المحفظة وعدم إجراء تغييرات فيها لمدة طويلة، أي تطبيق إستراتيجية الشراء والاحتفاظ.<sup>1</sup>

#### الفرع الرابع: تقييم ومتابعة المحفظة<sup>2</sup>

ويتم في هذه المرحلة التقييم والمتابعة المستمرة في سبيل تقييم أداء المحفظة وقدرتها على تحقيق الأهداف السابق صياغتها في المرحلة الأولى، والقيام باتخاذ قرارات التعديل الملائمة من حيث عمليات الإحلال لبعض الأوراق المالية ببيعها وشراء أخرى أكثر ملائمة للأهداف الاستثمارية المطلوبة، ويجب أن يكون تقييم ومتابعة المحفظة دوري ومستمر، لما يتم تحديده في مرحلة التخطيط السابق الإشارة إليها، وذلك حتى تستمر المحفظة متفقة مع الأهداف التي تكونت من أجل تحقيقها.

ويتطلب تقييم المحفظة الاستثمارية تسجيلا محاسبيا لكل العمليات التي يقوم بها مدير المحفظة ولعل ما يميز النظام المحاسبي للمحفظة الاستثمارية هو خاصية التدفقات المالية التي يجب تسجيلها والتي تتنوع كالاتي:

- شراء وبيع الأوراق المالية للمحفظة؛

- أتعاب الإدارة ومصروفات المحفظة؛

- احتساب القيمة الاستردادية للوثائق والقيمة التي يعاد طرحها بها.

فبعد قيام القسم الفني بإتمام كل عملية بيع أو شراء للأوراق المالية أو الاستثمارات يرسل منفذ العملية صورة من العملية إلى قسم الحسابات ليتم قيد الاستثمارات الفعلية طبقا للقيمة السوقية، ثم يتم احتساب نصيب الفترة من أتعاب الإدارة والمصروفات الأخرى إن وجدت، للوصول إلى قيمة صافية أصول الصندوق ثم يتم قسمتها على عدد الوثائق القائمة، لتحديد القيمة الاستردادية لوثيقة الاستثمار الواحدة في آخر يوم عمل في الأسبوع، ويتم تقييم المحفظة طبقا للإرشادات هيئة سوق الأوراق المالية وذلك على الأقل مرة واحدة أسبوعيا

<sup>1</sup> - أحمد محمد فرحات، مرجع سابق، ص15.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص15.

## المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول مخاطر المحفظة المالية

كل استثمار في محفظة له مخاطره الخاصة، وعادة ما تعني العائدات المحتملة المرتفعة مخاطر أعلى، من الناحية النظرية، يمكن القضاء على مخاطر المحفظة من خلال التنويع الناجح ، ولفهم ذلك أكثر تطرقنا الى المطالب التالية، المطالب الأول يتناول تعريف مخاطر المحفظة المالية ، المطالب الثاني أنواع مخاطر المحفظة ، اما المطالب الثالث فيتضمن التنويع في المحافظ الاستثمارية ، وفي الطلب الرابع والأخير نتناول كيفية قياس مخاطر المحفظة.

### المطلب الأول: تعريف مخاطر المحفظة المالية

هناك عدة تعاريف لمخاطر المحفظة المالية من أهمها:

- **التعريف الأول:** هي المجازفة أو التعرض للخسارة، وهي فرصة حدوث شيء غير مفضل، أو هي درجة عدم التأكد المرتبطة بقيمة الأصل المالي وعوائده في المستقبل.<sup>1</sup>
- **التعريف الثاني:** تعني احتمال عدم تحقيق العائد، وربما احتمال وقوع الخسارة الرأسمالية، أو أن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة.<sup>2</sup>
- **التعريف الثالث:** تعني أيضا تذبذب العائد في قيمته أو نسبته إلى قيمة رأس المال المستثمر هذا التذبذب يشكل عنصر المخاطرة.<sup>3</sup>
- **التعريف الرابع:** المخاطرة هي ظاهرة أو حالة معنوية تلازم الشخص عند اتخاذ قراراته، وما يترتب عليها من ظهور حالات عدم التأكد من نتائج تلك القرارات التي يتخذها هذا الشخص بالنسبة لموضوع معين.<sup>4</sup>
- **التعريف الخامس:** المخاطرة هي عدم التأكد من وقوع خسارة معينة، ويقوم هذا التعريف على مصطلح "عدم التأكد" الذي لا يخضع للقياس بشكل كمي في كثير من الأحيان بطريقة موضوعية بل يتوقف على التقدير الشخصي للنتائج الناشئة عن موقف معين.<sup>5</sup>
- **التعريف السادس:** هي عدم انتظام العوائد فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها من رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم التأكد بالتنبؤات المستقبلية.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> -ربيعه عبو، أثر خطر الصرف على خصائص المحفظة الاستثمارية، بناء محفظة أسهم دولية في السوق السعودية، استخدام البرمجة التركيبية، مجلة الاقتصاد المالية (GEF)، المجلد 8، العدد 1، 2022، ص150.

<sup>2</sup> -سحنون محمد، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 31، جوان 2009، ص123.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص123.

<sup>4</sup> - سليمة حشايشي، نموذج مقترح لتقييم الأصول الرأسمالية في الأسواق المالية العربية، دراسة قياسية أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتورا، علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، 2018، ص03.

<sup>5</sup> - المرجع نفسه، ص03.

<sup>6</sup> - شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص39.

وعلى الرغم من تعدد التعاريف إلا أنها اتفقت جميعاً على أن المخاطرة هي شعور بعدم تحقيق الهدف وإن معظم المستثمرين يفضلون عدم تحمل المخاطرة إلا أنهم في نفس الوقت مستعدون لقبول مخاطر أعلى مقابل توقعهم الحصول على العوائد أعلى لذلك عند اتخاذ قرار الاستثمار يقوم المستثمر بإجراء مبادلة بين العائد والمخاطرة ويفضل بعض المستثمرين الالتزام بمبدأ الحيطة والحذر فيبحثون عن مشاريع ذات مخاطر أقل ولو كانت فوائدها قليلة.

### المطلب الثاني: أنواع مخاطر المحفظة المالية<sup>1</sup>

ترتبط المخاطر عموماً بعدم التيقن المحيط بنتائج الأحداث المستقبلية ومع ذلك يقوم الكثير من المستثمرين والمقترضين بإجراء تقويمات غير موضوعية وذاتية للمخاطر بينما يقوم الأكاديميون بوضع مقاييس إحصائية للمخاطر تنتمي للمفهوم الإجمالي العام المعروف بنظرية بيتا (beta) ووفقاً لهذه النظرية فإن المخاطر الكلية المرتبطة بالاستثمار تتكون من عنصرين هما:

#### الفرع الأول: المخاطر النظامية Systematic risks

وهي ذلك الجزء من القابلية الكلية لتباين العائد الذي ينتج عن عوامل تؤثر بشكل متزامن في أسعار كافة الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصة، أو هي نسبة المخاطر التي تعود إلى حركة السوق ككل نسبة إلى المخاطر الكلية ويطلق عليها عادة اسم المخاطر السوقية أو المخاطر العامة وتعد التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والتي تؤثر في أسواق الأوراق المالية مصدراً لهذه المخاطر، وبالرغم من أن كافة الأدوات الاستثمارية تتأثر بالظروف البيئية والاقتصادية إلا أنها قد يكون تأثيرها في أدوات معينة أكثر أو أقل من تأثيرها في أدوات أخرى، وبمعنى آخر أن هذه المخاطر تؤثر على كافة القطاعات بالسوق ولكن بدرجات متفاوتة.

وبما أن المخاطر النظامية تصيب كافة الأوراق المالية نظراً لأن مصدرها ظروف السوق عامة فإنه لا يمكن تجنبها نهائياً بالتنوع، بمعنى أن التنوع وزيادة عدد الاستثمارات لا يفيد في الحد من هذه المخاطر. ولذلك يطلق بعضهم على هذه المخاطر اسم المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع وتشمل المخاطر النظامية المكونات التالية:

#### أولاً: مخاطر سعر الفائدة<sup>2</sup>

يقصد بمخاطر سعر الفائدة قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق - سعر الخصم - وهذه التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر في كل الأوراق المالية بدرجة أو بأخرى فهي تؤثر في أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها في الأسهم العادية، وأسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه معاكس لأسعار الفائدة السوقية فكلما ارتفعت أسعار الفائدة في

<sup>1</sup> - شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، مرجع السابق، ص 39، 40.

<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 40.

السوق انخفضت أسعار الأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، وهذا الارتفاع والانخفاض بأسعار الأوراق المالية يؤثر في معدل العائد الذي يحققه المستثمر.

وفي حالة ارتفاع أسعار الفائدة السوقية سيتوجه المستثمرون للتعامل بالسندات على حساب تعاملهم بالأسهم العادية مما يعظم مخاطر الأسهم وذلك لانخفاض أسعارها في السوق الأمر الذي يقلص معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر أو قد يحقق الخسائر جراء ذلك، وهذا بحد ذاته يعد خطراً على سعر الفائدة والذي يصنف ضمن المخاطر النظامية كونه يؤثر في كافة السوق ولكن بعض الأدوات تتأثر به أكثر من غيرها.

### ثانياً: مخاطر القوة الشرائية Purchasing power risks أو مخاطر التضخم inflation risks

يقصد بمخاطر القوة الشرائية فرصة تراجع القوى الشرائية للمدخرات أو الثروة المستثمرة بسبب التضخم أي أنها عدم التأكد بشأن القوى الشرائية المستقبلية للأموال المستثمرة وتحل هذه المخاطر إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل السندات، فعندما يتجاوز معدل التضخم معدلات الفائدة الثابتة على هذه الاستثمارات فإن ذلك يعني أن تعاني هذه الاستثمارات هبوطاً في القوى الشرائية.

وأحياناً ينظر إلى أن الأسهم العادية تحمي من يفتنيها من هذه المخاطر، ولكن في الحقيقة إن هذه الأسهم تتأثر بدرجة أقل لمخاطر القوى الشرائية مقارنة بالسندات وذلك للأسباب التالية:

- إن السهم يمثل ملكية حقيقية لأصول حقيقية ترتفع قيمتها في حال التضخم والرواج.
- إن الشركة ستبيع منتجاتها حسب أسعار السوق التي سترتفع بزيادة درجات التضخم وبالتالي ستزداد الأرباح مع ثبات العوامل الأخرى وهذا يعني زيادة سعر السهم في السوق
- انخفاض تكلفة التعامل بالأسهم مقارنة بتكلفة التعامل بالاستثمارات الأخرى.
- الإعفاء الضريبي كون أرباح الأسهم معفاة من الضريبة في بعض الدول.
- السيولة العالية التي يتمتع بها السهم وسهولة تحويله إلى نقدية وبدون خسائر مهمة.

وبالتالي فإنه يمكن القول إن الأسهم توفر تحوطاً جزئياً من التضخم لعدم انتظام أو ثبات العوائد عليها.<sup>1</sup>

### ثالثاً: مخاطر السوق<sup>2</sup>

تنشأ مخاطر السوق نتيجة لتغير أسعار الأوراق المالية في السوق المالي وذلك نتيجة لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية، وإن عدم الاستقرار أو التباين يحمل في طياته مخاطر محددة مصدرها عدم التأكد بالنسبة للمستوى الذي سوف تؤول إليه الأسعار في المستقبل، فقد يتعرض السوق إلى فترات هبوط أو صعود للأسعار قد تستمر لفترات قصيرة أو طويلة وسعر السهم يتحدد عادة بقوة العرض والطلب على السهم في السوق إذ يتوقف هذا السعر على أعلى سعر يرغب المستثمر في دفعه قيمة للسهم وعلى أدنى سعر يكون البائعون على استعداد لقبوله ثمن لهذا السهم.

ووفقاً لهذا التحليل يمكن أن نصل إلى أن المخاطر النظامية تتسم بالخصائص التالية:

<sup>1</sup> - شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 41، 40.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 42.

- أ- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله؛  
 ب- تؤثر في جميع الشركات العاملة لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية؛  
 ت- لا يمكن تجنبها بالتنوع ولكن يمكن الحد من شدتها من خلال دراسة وتقدير العائد المتوقع.  
 ث- يمكن قياسها من خلال معامل بيتا.

كما يمكن أن نلاحظ أن المخاطر النظامية تنشأ بفعل مصدرين أساسيين هما:

- أ- الأعمال التشغيلية لشركات الأعمال التي تتأثر بفعل عوامل خارجية عن سيطرتها:  
 مثل التغيرات في الظروف الاقتصادية وتقلبات الأسعار كما تؤثر على عوامل المنافسة وتبدل أسعار الفائدة السوقية وتوقعات المستثمرين عن أداء الاقتصاد وغيرها من العوامل التي تخرج عن سيطرة الإدارة مما يجعل شركة الأعمال تتعرض إلى مخاطر تسمى بمخاطر الأعمال <<مخاطر التشغيل>> حيث تساهم هذه المخاطر في تباين العوائد.

- ب- بسبب استخدام شركات الأعمال القروض في هيكلها التمويلي أو ما يعرف باستخدامها الرافعة المالية:  
 حيث تتعرض شركة الأعمال إلى مخاطر إضافية بسبب الطرق المستخدمة في تمويلها أي في صياغة هيكل التمويل وهذه المخاطر منشؤها عدم القدرة على تسديدها على الشركة من قروض وفوائد مما يجعل شركة الأعمال تتعرض إلى نوع آخر من المخاطر النظامية هي المخاطر المالية.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: المخاطر غير النظامية أو المخاطر الخاصة Systematicrisks<sup>2</sup>

وهي عبارة عن حالات عدم التأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بشركة معينة أو قطاع معين حيث إنها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي وعادة ما تسمى هذه المخاطر بالمخاطر الاستثنائية أو المخاطر غير السوقية أو المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع ويرجع سبب هذه المخاطر إلى حملة عوامل خارجية مثل: حدوث اضطراب عمالي في شركة أو قطاع معين، الأخطاء الإدارية، ظهور اختراعات جديدة وغيرها.

ومضمون هذا النوع من المخاطر هو قدرة المستثمر على تفاديها عند إجراء عمليات الاستثمار سواء كان المستثمر فرداً أو شركة أعمال ويتم ذلك من خلال التنوع والتنوع الجيد للأصول المالية باختلاف أنواعها سوف يمكن من تجنب التقلب في العوائد المتوقعة المتتالية من تلك الاستثمارات وهذا يعني أن المخاطر غير النظامية تقيس درجة التقلب في عوائد شركة معينة بفعل عوامل خاصة بها.

وتمتاز المخاطر غير النظامية بمجموعة من الخصائص منها:

- أ- أنها تنشأ بفعل عوامل تخص الشركة ذاتها؛  
 ب- أنها تؤثر فقط في الشركة المعنية؛

<sup>1</sup>- شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص43.

<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص 44.

- ت- يمكن تجنبها عن طريق التنويع وذلك بالاستثمار في عدة بدائل استثمارية؛  
ث- يمكن قياسها من خلالها مقاييس التشتت.

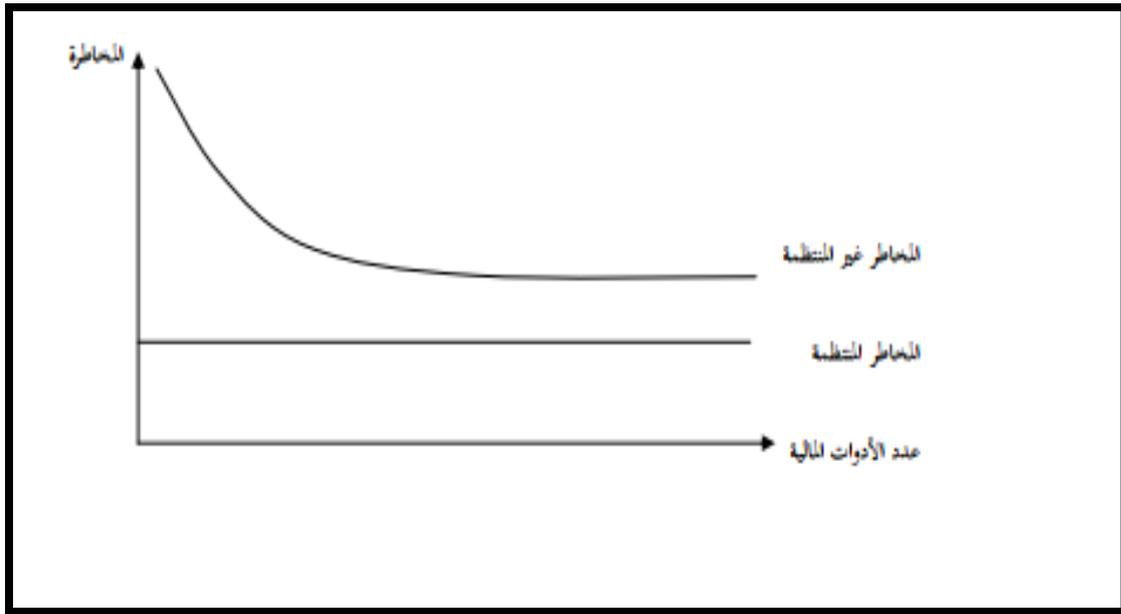
كما أن المخاطر غير النظامية تنشأ بفعل مصدرين أساسيين سببهما التغير في طبيعة أو مكونات أصول الشركة أو بسبب التغير في صياغة هيكل التمويل وهذان المصدرين هما:

➤ **عوامل خاضعة لسيطرة الإدارة في الشركة ذاتها:** مثل قدرات الإدارة في اتخاذ القرارات وكفاءة العاملين ونوعيتهم وكيفية تشغيل الأصول ووفرة الموارد المالية فعلا عن قدرتها على التسويق، إن الحوادث العشوائية التي قد تواجه الشركة تؤثر في أعمالها التشغيلية الأمر الذي يتسبب في تقلب عوائدها المستقبلية، مما يعني تعرض الشركة إلى نوع من المخاطر غير النظامية هي مخاطر الأعمال.

➤ **بسبب اعتماد الشركة على القروض في هيكلها المالي:** فإن ذلك يسبب لها تحملها لأعباء مالية ثابتة تزيد من إجمالي التكاليف التي تتحملها مما يجعلها تتعرض إلى نوع من المخاطر غير النظامية تسمى بالمخاطر المالية.<sup>1</sup>

والشكل التالي يوضح كلا من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية والمخاطر الكلية:

الشكل رقم 01: يوضح المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية والمخاطر الكلية



المصدر: شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية، الطبعة 1، دار المسيرة لنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 153.

<sup>1</sup>- شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 44.

### المطلب الثالث: التنوع في المحفظة المالية<sup>1</sup>

بعد قرار المرح أو تنوع المحفظة الاستثمارية من القرارات الاستراتيجية لإدارة المحفظة الاستثمارية لأنه يأخذ بعين الاعتبار كل الظروف المحيطة بالأدوات الاستثمارية المختارة كما أنه يجب أن يتطلع إلى اتخاذ قرارات التعديل التغيير لهذه الأدوات خلال فترة الاحتفاظ فيها وأن يكون هذا التعديل في وقت المناسب أي اتخاذ قرار الشراء والبيع في الوقت المناسب وحسب الظروف الاقتصادية والسياسية والمالية للبيئة المحيطة بالمحفظة الاستثمارية استناداً إلى المؤشرات وعمليات التحليل وتستطيع القول إن التنوع هو الخطوة الأولى التي على أساسها يتم بناء المحفظة الاستثمارية.

ابتداءً لا بد من القول إن مبدأ عملية التنوع يقوم على أساس تعدد وتنوع المحفظة من أدوات وجهات مصدره للأوراق المالية ومن حيث الشركات أو قطاعات أو المجالات الاستثمارية المحلية والدولية وأن هذا التنوع يؤدي إلى تخفيض مخاطر الاستثمار إلى انخفاض درجة المخاطر التي تتعرض لها عوائد المحفظة الاستثمارية وخاصة المخاطر غير المنتظمة.

ولكن علينا أن ننظر إلى موضوع تنوع الأدوات الاستثمارية بنظرة رشيدة وعدم المغالاة في عدد الأدوات التي تتشكل منها هذه المحفظة، وقد جاء ماركوتز (Markowitz) بمبدأ جديد يقوم على أساس الاختيار الدقيق للأدوات الاستثمارية التي تشكل منها المحفظة من خلال ربطه بين حركة العائد والمخاطر للأدوات أو الأصول التي تتكون منها المحفظة عند تنوع هذه الأصول الاستثمارية والابتعاد عن التنوع الساذج الذي يقوم على مبدأ التعدد فقط ويجمع الأدوات بصورة عشوائية والاتجاه نحو التنوع الإيجابي الذي يدخل معامل الارتباط بين الأدوات المختارة كأساس لعملية التنوع وسنعرض في أدناه مفهوم التنوع الساذج وتنوع ماركوتز.

#### الفرع الأول: التنوع الساذج ( Naive Diversification )

ابتداءً لا بد من القول بأنه كلما تعددت الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية كلما أدى ذلك إلى تخفيض المخاطر التي تتعرض لها عوائد المحفظة بسبب اختلاف المخاطر التي تتعرض لها الأصول بسبب عملية التنوع، إلا أنه من الناحية العلمية يجب أن ننظر إلى عملية التنوع نظرة دقيقة ترتبط بطبيعة كل أصل ومدى اختلاف مصادر المخاطر التي يتعرض لها كل أصل، لأن التعدد وحده ليس هدفاً وإنما الأهداف هي في تخفيض المخاطر إذ أن عملية التنوع العشوائي أو الساذج يؤدي إلى إفراز عدد من الصعوبات والسلبيات في عملية التنوع نفسها قد تكون في نتائجها ليس في صالح المحفظة وهذه العناصر هي:

**أولاً: صعوبة إدارة المحفظة:** إن الإدارة الجيدة للمحفظة تعتمد على الخبراء من الكفاءات العالية وأن تعدد الأصول أو الأدوات وتنوع أشكالها وقطاعاتها يتطلب متابعة ومراقبة مستمرة على أعمال الشركات المصدرة لهذه الأدوات مما يزيد من صعوبة القيام بعمليات التحليل ويرفع من كلفتها وبالتالي تصبح عملية التنوع غير مجدية لأن ارتفاع التكاليف يؤدي إلى تقليل العائد جراء عملية التنوع نفسها.

<sup>1</sup>- حريد كامل آل شبي، الاستثمار والتحليل الاستثماري الطبعة 1، دار اليازوري العلمية لنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 315-316.

**ثانياً:** إن ارتفاع عدد الأدوات الاستثمارية يتطلب قيام إدارة المحفظة بالبحث بصورة مستمرة عن أدوات استثمارية جديدة وبمواصفات مختلفة وتحليل هذه الأدوات ودراستها وتقييمها مما يؤدي إلى كلفة إضافية على المحفظة.

**ثالثاً:** ارتفاع متوسط كلف الشراء: إن مفهوم التنويع الساذج يعني شراء عدد كبير من الأدوات الاستثمارية وبالتالي إبرام عقود شراء بنفس المدد مما يولد كلف خاصة بالعمولات المدفوعة على هذه العقود.

**رابعاً:** اتخاذ قرارات غير سليمة: إن عملية التنويع الساذج قد يؤدي إلى عدم إمكانية إدارة المحفظة على التركيز عند اتخاذ القرار بسبب عدم وجود الخبرات لديها في كل القطاعات الإنتاجية ومختلف الأدوات الاستثمارية التي تحتفظ فيها داخل المحفظة.

فعلى سبيل المثال إن المنطق العلمي لإدارة المحفظة الاستثمارية يعزز التوجه لرفض تنويع المحفظة من أسهم شركة الحاسبات مع أسهم شركة الاتصالات، والدليل هو ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد بين أسهم هذين القطاعين إذ أن اتجاهاتهما نحو الارتفاع يكون في الوقت نفسه وكذلك الحال عند الانخفاض سيكون في اتجاه واحد مما يفرغ عملية التنويع من أهدافها.

ومن خلال العرض أعلاه يتبين بأن درجة المخاطر على أصول محفظة استثمارية ترتفع عندما تكون العوائد بمعامل ارتباط موجب وتنخفض درجة المخاطر عندما يكون العوائد بمعامل ارتباط سالب مما يعني أن عملية التنويع الساذج غير مناسبة لنظرية المزج أو التنويع في المحافظ الاستثمارية.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: تنويع ماركوتز (Markowitz diversification) واستخدام معامل الارتباط<sup>2</sup>

لغرض الاستفادة من نظرية المزج في المحافظ الاستثمارية والتي تعني أن تتكون المحفظة من عدد من الأدوات الاستثمارية المتنوعة بهدف الحصول على أكبر عائد ممكن وبدرجة مخاطر منخفضة مستفيدين من عملية تنويع الأصول المختارة في المحفظة، وكما عرضنا عند الكلام عن التنويع الساذج بأنه ليس كل عملية تنويع تؤدي إلى الوصول إلى هذا الهدف لأسباب أهمها معامل الارتباط بين أدوات المحفظة وتأثير ذلك على درجة المخاطر التي تتعرض لها إضافة إلى تأثير الانحراف المعياري أي المخاطر لكل أداة من الأدوات المكونة لهذه المحفظة وتأثير الوزن النسبي لمساهمة كل أداة في رأس مال المحفظة على مخاطر المحفظة وعوائدها.

عرض ماركوتز في نظريته إلى شروط التنويع على أهمية معامل الارتباط بين الأصول كأساس في عملية التنويع، ومعامل الارتباط هو العلاقة أو الارتباط بين الاتجاهات الهبوطية أو الصعودية لعوائد الأدوات الاستثمارية في المحفظة فكلما كان هناك تنوع في المحفظة كلما أدى إلى تقليل المخاطر ولكن هذا الموضوع نسبي ويتعلق بطبيعة الأدوات الاستثمارية التي سنختارها في محفظتنا الاستثمارية.

إن معامل الارتباط يقيس لنا نسبة التغيير بين عوائد أداتين استثماريتين أو أكثر ففي حالة زيادة عائد إحدى هاتين الأداتين أو نقص العائد لهما يجب أن ننظر إلى التغيير الحاصل في عوائدهما ومدى انعكاس أو

<sup>1</sup>- توريد كامل ال شبيب، مرجع سابق، ص 316.

<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص 317.

العلاقة مع الأداة الأخرى وقد يكون هذا التوجه نحو الارتفاع أو الانخفاض إيجابي أو سلبي أي النظر إلى ما يكون عليه معامل الارتباط بينهما وهذا الارتباط إما يكون سالبا أو موجبا ( $1\bar{F}$ )، فإذا كان معامل الارتباط (+) موجب بين الأداةين فإن هدف من عملية التنويع بتخفيض المخاطر يقل تأثيره أي سترتفع المخاطر هنا وبذلك لا دور لعملية التنويع وعندما يكون سالب (-) يكون تأثيره على تقليل المخاطر أكبر أي ستخفيض المخاطر. وعلى هذا الأساس على إدارة المحفظة الاستثمارية أن تأخذ بعين الاعتبار معامل الارتباط ودرجته بين عوائد الأدوات الاستثمارية المختلفة وفي ضوء ذلك يتخذ قرار التنويع ونستطيع أن نصنف حالات الارتباط عوائد الأصول كما يلي:<sup>1</sup>

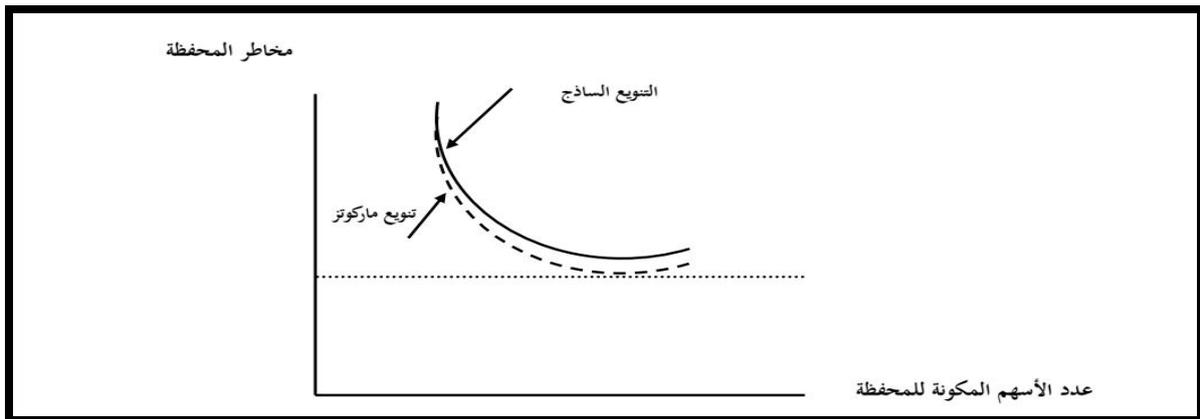
**1- حالة ارتباط تام موجب:** يكون معامل الارتباط  $1+$  فإذا ارتفع عائد سهم شركة الرشيد سيزداد عائد شركة ابن الهيثم وهذا يعني أم درجة المخاطر مرتفعة أي أن التنوع لا يفيد شيء والهدف الأساس من التنوع لا يتحقق عند الارتباط التام.

**2- حالة عدم الارتباط:** وهو عندما يكون الارتباط مساوي للصفر أي لا يوجد ارتباط بين عوائد الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة وفي هذه الحالة تكون المحفظة أفضل من حالة الارتباط الموجب ولكنها أقل درجة من حالة الارتباط السالب.

**3- حالة ارتباط سالب:** ونقصد به إذا زاد عائد أداة استثمارية فسيؤدي إلى انخفاض العائد للأداة الاستثمارية الأخرى المكونة للمحفظة في الوقت نفسه وهذا هو الارتباط السالب الذي يؤدي إلى تخفيض المخاطر والاستفادة من نظرية التنوع.

والرسم البياني الموالي يمثل الفرق بين التنوع الساذج وتنوع ماركويتز:

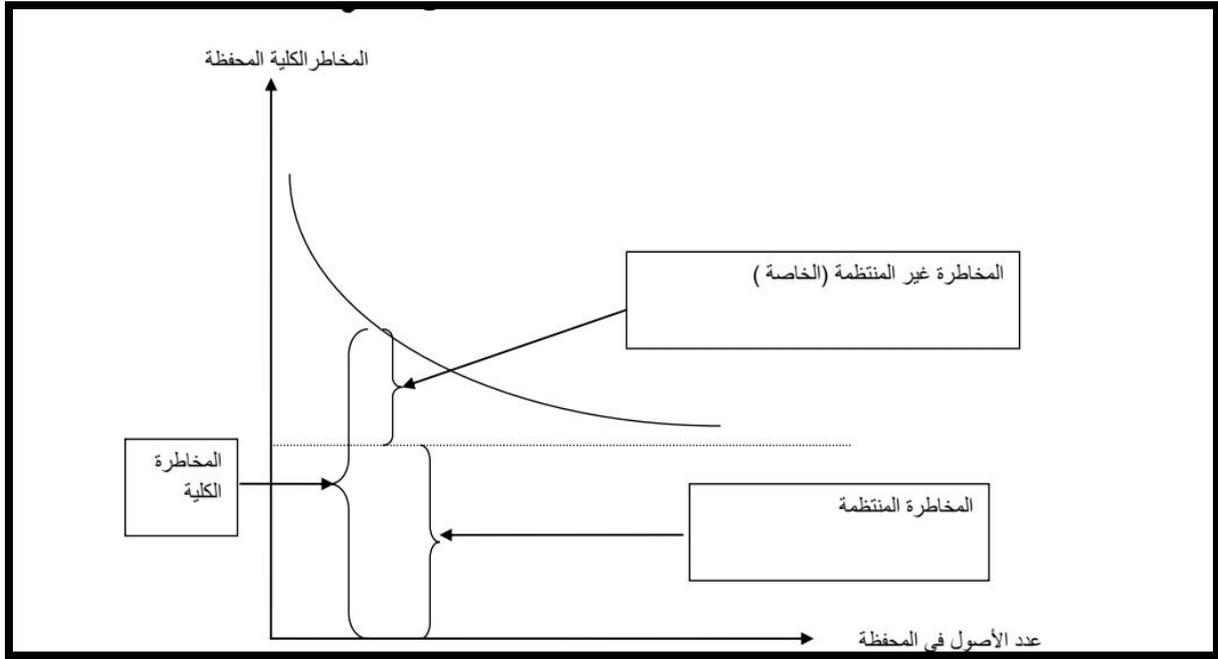
الشكل رقم 02: يوضح تأثير تنوع ماركويتز على مخاطر المحفظة



**المصدر:** سليمة حشايشي، نموذج مقترح لتقييم الأصول الرأسمالية في الأسواق المالية العربية، دراسة قياسية أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتورا، علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، 2018، ص 41.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 318.

الشكل رقم 03: يوضح تخفيض المخاطر عن طريق التنوع



المصدر: العمراوي حنان، مطبوعة الدعم البيداغوجي في مقياس إدارة المحافظ المالية، موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، 2017-2018، ص 19.

### المطلب الرابع: قياس مخاطر المحفظة المالية<sup>1</sup>

يصعب قياس المخاطر التي تواجهها المحافظ الاستثمارية بشكل دقيق، نظرا لترابط مفهوم المخاطرة مع كل من الخسائر وعدم التأكد وعدم انتظام العوائد.

يعتبر التباين والانحراف المعياري أقرب المقاييس إلى قياس المخاطرة غير المنتظمة، أما المخاطر المنتظمة فيتم قياسها عن طريق معامل بيتا  $\beta$ .

إن قياس مخاطرة المحفظة يختلف عن قياس مخاطرة الأسهم مفردة، فلا يمكن قياس مخاطرة الأسهم مفردة، فلا يمكن قياس مخاطرة المحفظة بصيغة الانحراف المعياري التي تم بها قياس مخاطرة الأسهم لأن المحفظة قد تحتوي على مجموعة أسهم مختلفة المخاطر.

ثم قياس معدل العائد المتوقع للمحفظة بالمتوسط الحسابي المرجح بالأوزان للعائد المتولد عن الاستثمارات الفردية المكونة لها، نظرا لضرورة مراعاة العلاقة بين الأصول المختلفة التي تدخل في تكوين المحفظة.

<sup>1</sup>-نصر الدين بوعمامة، إدارة المحافظ الاستثمارية، موجهة لطلبة الماستر، تخصصات إدارة مالية، ومالية المؤسسة واقتصاد نقدي وبنكي، 2021، 2020، ص58، 59.

يجب مراعاة عند قياس مخاطر المحفظة بالانحراف المعياري، العلاقة بين الأصول ضمن المحفظة، لأن أسعار الأصول غير مستقلة عن بعضها، لذلك ينبغي حساب التباين المشترك ومعامل الارتباط لمعالجة هذا القصور.

### الفرع الأول: التباين المشترك (التغاير) **convariance**

إذا كان التباين يقيس تشتت القيم عن الوسط الحسابي (معدل العائد) لأصل معين أو لشركة معينة، فإن التباين المشترك يقيس درجة تحرك متغيرين، اثنين نسبة إلى متوسط قيم هذين المتغيرين عبر الزمن. إن التباين المشترك هو مقياس للتباين في عوائد الأسهم مع ميل هذه العوائد للتحرك إلى أعلى أو إلى أسفل نسبة لتحرك الأسهم الأخرى، فهو يراعي التغير في الاستثمارات الفردية وعلاقتها مع بقية الاستثمارات الأخرى في المحفظة.

يعتمد حجم التباين المشترك على التباين في سلسلة العوائد الفردية وكذلك العلاقة بين تلك العوائد، وإذا كان التباين المشترك موجب فهذا معناه أن معدلات العائد لنوعين من الاستثمارات تتجه للتحرك نحو نفس الاتجاه نسبة لمتوسط العوائد، الفردية خلال نفس الفترة.

أما إذا كان التباين المشترك سالب فهذا يعني أن معدلات العائد لاثنتين من الاستثمارات الفردية تتحرك باتجاهات مختلفة نسبة إلى متوسطات العوائد خلال الفترة.

يتم حساب التباين المشترك بين عوائد أصلين، وليكون A و B بالصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$(01) \dots\dots\dots cov (A, B) = \sum_{i=1}^n Pi[RA - E(RA)][RB - E(RB)]$$

في حالة البيانات التاريخية يتم حساب التباين المشترك من خلال العلاقة التالية:

$$(02) \dots\dots\dots cov (A, B) = \sum_{i=1}^n [RA - \bar{RA}][RB - \bar{RB}] / (n - 1)$$

### الفرع الثاني: معامل الارتباط<sup>2</sup>

إذا كان التباين المشترك ذا قيمة عددية (غير سالب) فإنه يمكن التعبير عنه بمعامل الارتباط ويقاس هذا الأخير قوة العلاقة بين عوائد الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة.

يعتبر معامل الارتباط مقياساً لدرجة الارتباط بين عوائد سهمين، ويمكن تمييز ثلاث حالات:

#### أولاً- معامل ارتباط موجب:

معناه أن عوائد الأسهم ستتحرك إلى أعلى أو أسفل معاً، والمحفظة خطرة في هذه الحالة وسوف يكون للتنوع أثر بسيط على المحفظة في حالة وجود ارتباط قوي بين الأصول المكونة لها، تزداد درجة الارتباط كلما

<sup>1</sup>-نصر الدين بوعمامة، مرجع سابق، ص59.

<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص59.

اقترب معامل الارتباط من الواحد الصحيح، وإذا كان معامل الارتباط يساوي 01 فهذا يدل على أن عوائد السهمين سترتفع بنفس النسبة أو ستنخفض بنفس النسبة، وهذا يدل على زيادة درجة المخاطر في المحفظة.

ثانياً - معامل ارتباط معدوم:

هنا لا يوجد ارتباط بين عوائد السهمين، وسيكون أثر التنويع في هذه الحالة أقوى منه في الحالة الأولى.

ثالثاً - معامل ارتباط سالب:

يعني هذا أن عوائد السهمين تتجه للتحرك في اتجاهين مختلفين، فلو زاد عائد السهم الأول سينخفض عائد السهم الثاني، وهنا تقل درجة مخاطر المحفظة وكلما اقترب معامل الارتباط من ناقص واحد -1 فهذا يدل على انخفاض درجة المخاطرة، أما إذا بلغت قيمة معامل ارتباط -1 فهذا يعني أن زيادة عائد الأصل الأول بنسبة معينة تعني انخفاض قيمة الأصل الثاني بنفس النسبة، وهذه أقوى حالات الارتباط لتقليل المخاطرة. يتم حساب معامل الارتباط بين عوائد أصلين كما يلي:<sup>1</sup>

$$covr(A, B) = \frac{cov(A, B)}{\sigma_a \times \sigma_b} \dots\dots\dots (03)$$

الفرع الثالث: الانحراف المعياري للمحفظة<sup>2</sup>

إن معادلة الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من عدد من الأصول هي دالة للمعدل الموزون للتباينات الفردية (عندما يتم تربيع الأوزان) زائداً التباين المشترك الموزون بين كل أصول المحفظة. يشمل الانحراف المعياري للمحفظة بالإضافة إلى التباينات الفردية للأصول المكونة لها عن متوسطات العوائد، التباينات المشتركة بين كل زوجين من الأصول الفردية في المحفظة، وكلما زاد الأصول المكونة للمحفظة كلما انخفض مجموع المعدل الموزون للتباينات. تعطى معادلة الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين بالصيغة التالية:

$$\sigma_p = \sqrt{(w_1)^2(\sigma_1)^2 + (w_2)^2(\sigma_2)^2 + 2.w_1.w_2.\sigma_1.\sigma_2.covr(1,2)} \dots\dots\dots (04)$$

<sup>1</sup>- نصر الدين بوعمامة، مرجع سابق، ص59.

<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص60.

الفرع الرابع: البيتا  $\beta^1$

إن مخاطرة السوق لأي سهم تقاس بمؤشر يطلق عليه معامل بيتا، إذ إن هذا المعامل يتم تعريفه وفقا لنموذج تسعير الموجود الرأسمالي (capital asset pricing model CAPN) بأنه مدى مساهمة السهم في المخاطرة الكلية لمحفظه السوق ويحسب على وفق الصيغة الآتية:

$$b_i = \frac{S_i}{S_m} \times P_{im} \dots \dots \dots (05)$$

حيث إن:

➤  $b_i$ : معامل بيتا السهم.

➤  $S_i$ : الانحراف المعياري لعوائد السهم.

➤  $S_m$ : الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق.

➤  $P_{im}$ : معامل الارتباط بين عوائد السهم وعوائد محفظة السوق.

من الصيغة السابقة يتبين ما يلي:<sup>2</sup>

أ- إذا كان الانحراف المعياري لعوائد السهم أكبرا فإن معامل بيتا السهم تكون أكبر، ويعد ذلك أمرا منطقيا لأنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها لأن السهم الذي يحمل مخاطرة منفردة أكبر يسهم بشكل أكبر في المخاطرة الكلية للمحفظة الاستثمارية وبالعكس.

ب- إذا كان معامل الارتباط بين عوائد السهم  $i$  او عوائد محفظة السوق كبير كان معامل بيتا ( $\beta$ ) السهم أكبر وبالعكس، وأيضا يعد ذلك منطقيا، لأن زيادة درجة الارتباط تقلل من مزايا التنوع مما يعني أن مساهمة السهم في المخاطرة الكلية للمحفظة أكبر.<sup>3</sup>

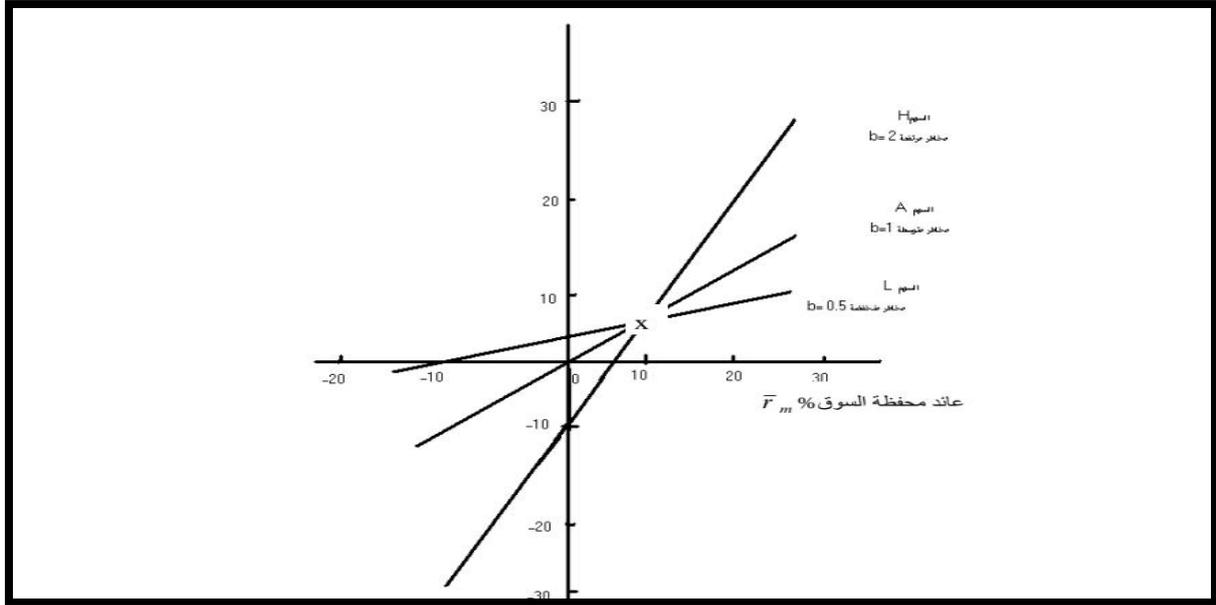
والشكل الآتي يوضح كيفية حساب معامل بيتا ( $\beta$ ):

<sup>1</sup>-إلياس خيضر الحمدوني، فاعلية التنوع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية، دراسة في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مجلة تنمية الرافدين، مجلد 35، عدد 2013، 112، ص17.

<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص18.

<sup>3</sup>- المرجع نفسه، ص18.

الشكل رقم 04: يوضح كيفية حساب معامل بيتا (beta)



المصدر: الياس خيضر الحمدوني، فاعلية التنوع في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية، دراسة في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان وتبادل الأسهم، مجلة تنمية الرافدين، مجلد 35، عدد 112، 2013.

يوضح الشكل السابق أن المحور العمودي يمثل عوائد السهم والمحور الأفقي يمثل عوائد محفظة السوق، في حين يمثل معامل beta ميل عوائد السهم أو ميل خط الانحدار المقدر الذي يتقلب ارتفاعا وانخفاضا وفقا لتحركات محفظة السوق.

وتبلغ قيمة معامل بيتا لسهم ما (beta = 1)، إذ تتقلب عوائد السهم المعني بالاتجاه نفسه وبالنسب نفسها التي تتقلب بها عوائد محفظة السوق والتي عادة ما تقاس وفق لتحركات مؤشرات أحد الأسواق مثل مؤشر سوق عمان المالي.<sup>1</sup>

ويشير الشكل أيضا إلى أن عوائد محفظة استثمارية معينة تتكون من مجموعة من الأسهم قيمة معامل بيتا (beta) لكل منها واحد صحيح، وترتفع وتنخفض بالنسب نفسها والاتجاه لتقلب مؤشر السوق، ومن هنا فإن المخاطر التي تواجه هذه المحفظة الاستثمارية يكون مماثلا للمخاطر التي تتعرض لها محفظة السوق، أما في حالة عوائد المحفظة الاستثمارية التي تتضمن أسهما تكون قيمة معامل بيتا (beta) لكل سهم فيها 5,0 فترتفع وتنخفض بنفس اتجاه تقلب مؤشر السوق ولكن بنسب متساوية وبنصف نسب تقلب مؤشر السوق، وهذا يؤدي إلى جعل المخاطر التي تواجه المحفظة الاستثمارية أقل من المخاطر المرتبطة بمحفظة السوق.

كما إن عوائد المحفظة الاستثمارية التي تتضمن أسهما تكون قيمة معامل بيتا (beta) لكل منهما 2، فيكون الارتفاع والانخفاض لهذه الأسهم باتجاه تقلب مؤشر السوق نفسه وبنسب متساوية، وبضعف نسب تقلب مؤشر

<sup>1</sup> - الياس خيضر الحمدوني، مرجع سابق، ص 19.

السوق، أي بعبارة أخرى إن قيمة المحفظة الاستثمارية يمكن أن تتضاعف أو تنخفض إلى النصف في الأمد القصير، إن قيم معاملات بيتا لمعظم الأسهم في السوق عادة تتراوح بين 0,5-1,5 وبمتوسط واحد صحيح إلا أنه من الممكن أن يكون معامل beta لسهم معين يحمل قيمة سالبة وهذا يعني عوائد هذا السهم تتجه للارتفاع عندما تتجه عوائد السهم الأخرى للانخفاض وبالعكس، غير أنه في الواقع عدد الأسهم التي تكون معاملات beta لها سالبة قليل جدا

والجدير بالذكر أن تقلبات عوائد سهم معين وفي مدة زمنية معينة قد تعاكس التقلبات لعوائد محفظة السوق، وبالرغم من أن قيمة معامل بيتا السهم موجبة ، وهذا يعني أنه بالإمكان توقع ارتفاع عوائد هذا السهم عندما ترتفع السوق بمجملها، إلا أنه بعض العوامل التي تخص الشركة المصدرة لهذا السهم قد تعمل على انخفاض عوائده في الوقت نفسه التي تكون فيها السوق في حالة ارتفاع<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - إلياس خيضر الحمدوني، مرجع سابق، ص19.

### المبحث الثالث: الدراسات السابقة

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، حيث تطرقنا الى ثلاث مطالب، المطلب الأول يتناول دراسات سابقة عربية ، والمطلب الثاني دراسات أجنبية ، والمطلب الثالث والأخير يتناول ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة.

#### المطلب الأول: دراسات عربية

الفرع الأول: دراسة العروسي بلخير 2016 بعنوان تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار وفق نموذج

**MEDAF مع خطا Garch-M، حالة السوق السعودية للأوراق المالية (2010 الى 2015**

حيث توصلت الى تحديد إشكالية الدراسة كما يلي: كيف يمكن تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة للاستثمارات وفق نموذج Medaf Garch-M في سوق الأوراق المالية؟

هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على القرارات الواجب اتخاذها من طرف المستثمر إضافة إلى تقديم تفسير يساعد من فهم سلوك أسعار الأسهم المدرجة في السوق بالشكل الذي يمكن المستثمرين من رسم سياساتهم الاستثمارية وتحقيق أرباح غير عادية، وإختبار ايجابية تسعير السوق للمخاطر، وكذلك اقتراح نموذج قياسي لتقدير تكلفة رأس المال على مستوى كل قطاع وكل دولة أحسن من النماذج التقليدية، وقد استخدم المنهج الوصفي التحليلي الذي يجمع بين الدراسة المكتبية والدراسة التطبيقية.

وتوصلت الدراسة إلى نتائج يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية وتطبيقية وتتمثل النظرية في: يعتبر نموذج توازن الأصول المالية الرائد في عملية تقدير العلاقات بين العائد والمخاطرة، تنقسم المخاطر إلى مخاطر نظامية وغير نظامية وهذه الأخيرة تستطيع التحكم فيها من خلال التنوع الجيد والكفاء، وتتمثل النتائج التطبيقية في أن أسعار الأسهم في بورصة السعودية لا تتحرك عشوائيا وإنما تأخذ أشكالا وأنماطا معينة بالإضافة إلى أن من عوامل الاستثمار الفعال هو التحليل الجيد للبيئة المراد الاستثمار فيما ومعرفة الظروف المحيطة بها، وكذلك عند اتخاذ أي قرار استثماري يجب أخذ عنصر المخاطرة بعين الاعتبار، يعتبر نموذج تسعيرة الأصول الرأسمالية المشروط بعدم تجانس التباين (MEDAF-GARCH-M) أحسن من نموذج تسعير الأصول الرأسمالي التقليدي (CAMP) في البيئة السعودية.

الفرع الثاني: دراسة الصعيدي 2011 بعنوان العوامل المؤثرة على معدل العائد السهمي دراسة

**تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية**

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على معدل العائد السهمي لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال فترة 2006-2009 ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على الدراسات السابقة والإطار النظري والبيانات السنوية لعائدات الأسهم والقوائم المالية، كما تم استخدام الأساليب الإحصائية (الارتباط والانحدار) بالإضافة لأسلوب بناء المحافظ الاستثمارية لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النجاح ومعدل العائد

السوقي للسهم، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التوزيعات للسعر في بداية المدة ومعدل العائد السوقي للسهم، وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح ومعدل العائد السوقي للسهم، إن المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المرتفعة للمتغيرات التالية كل على حدا (معدل النجاح، التوزيعات) السعر، جودة الأرباح، القيمة الدفترية للسهم، تمتلك عائدات أكبر من المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المنخفضة لتلك المتغيرات، وأيضا تمتلك عائدات أكبر من عائد محفظة السوق (مؤشر القدس) وجود عوامل عديدة تؤثر على معدل العائد السوقي للسهم وليست عامل واحد وهذه النتيجة تعتبر دليل يعارض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها الدراسة ضرورة قيام الشركات التي لا تقوم بتوزيع الأرباح بتبني سياسة توزيع الأرباح، والعمل على زيادة نسبة التوزيع كما توصي الدراسة المستثمرين في البورصة الفلسطينية ببناء محافظهم الاستثمارية وفقا لمتغيرات الدراسة التالية (SM, D/P, EQ).

**الفرع الثالث: دراسة بوزيد 2007 بعنوان إدارة محفظة الأوراق المالية: على مستوى البنك التجاري دراسة حالة بنك "BNP PARI BAS"**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى الدور الذي تقوم به البنوك التجارية في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية ومدى قدرتها على أدائه بفعالية، أي مدى قدرتها على تحقيق أعلى العوائد وأدنى المخاطر، معتمدة في ذلك سياسة التنوع الكفاء وقد توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة توظيف متجانس لمجموعة من البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية تقوم على فكرة المزج بين مجموعة من المالية التي يتم اختيارها بعناية وبدقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات ولتكوين محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة العديد من الاعتبارات العامة والإدارية الفنية، ككفاءة أسواق رأس المال، اتجاهات أسعار الفائدة على القروض، معدل التضخم والقوى الشرائية للنقود، الحالة الاقتصادية العامة للدولة، حجم الادخار الوطني، ظروف الصناعة والشركات المصدرة للأوراق المالية في الماضي والحاضر اللازمة لتقييم البدائل الاستثمارية المتاحة، أما بالنسبة لبنك bnpparilas. الذي هو محل الدراسة، فإنه يقوم بإدارة محفظته المالية والمنوعة (تنوعا جغرافيا قطاعيا، تنوع في الأوراق المالية...) إدارة فعالة، كما يقوم بإدارة محفظة عملائه معتمدا في ذلك على سياسة التنوع، سواء فيما يتعلق بتنوع العملاء (أفراد أو مؤسسات) أو التنوع الجغرافي في (فرنسا، بريطانيا العظمى، الولايات المتحدة الأمريكية، آسيا...) وهو في بحث مستمر عن الهيئات العالمية الرائدة في مجال إدارة المحفظة المالية كما يعتمد على عدة طرق ووسائل علمية لتنبؤ بالمخاطر خلال نموذج داخلي خاص بالبنك حتى يتمكن من ادارتها إدارة فعالة، كما انه يقوم بدور فعال في إدارة المحفظة المالية وذلك من خلال النتائج المتحصل عليها، حيث تم حساب عائد محفظة البنك من خلال جمع عوائد البنك المرجحة بأوزانها، وتقييم خطرها عن طريق الانحراف المعياري وأثبتت النتيجة أن خطر المحفظة المالية أقل من خطر أوراقها المالية كل على انفراد وذلك بسبب التنوع.

الفرع الرابع: دراسة بكاري دلال 2014 اختيار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة من (2010-2014) الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير في علوم التسيير جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

حيث توصلت إلى تحديد إشكالية الدراسة كما يلي:

- ما طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الكويت للأوراق المالية باستعمال نموذج GARCAM-MEDAF؟

هدفت هذه الدراسة إلى اختيار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2014) باستخدام نموذج توزيع الأصول الرأسمالية لدراسة حساسية السوق من جهة ومن جهة أخرى تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر في بعض الأسهم وقد تكونت عينة الدراسة من أسهم شركات مدرجة في بورصة الكويت، هذا وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية طردية بين العائد والمخاطر باستخدام نموذج M. GARCH-MEDAF

### المطلب الثاني: دراسات أجنبية

#### الفرع الأول: دراسة 2015 Al sammar et al jafari

حجم التداول وتقلب عوائد الأسهم: دليل من الشركات الصناعية عمان

trading volume and stock returns volatility: Evidence from Industrial of oman .

تهدف الدراسة إلى تحليل العلاقة بين حجم التداول وتقلب عائد الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية، تتكون عينة البحث من حجم التداول الشهري وعائدة الأسهم ل17 شركة صناعية مدرجة في القائمة للفترة 2009-2013 ثم استخدام العديد من الاختبارات لتشمل نموذج برايلز فورد ناقلات الأمراض نموذج (VAR)، واختبار السببية (granger- cause stock return) والنتائج التجريبية توفر دليلاً على وجود أهمية تأثير إيجابي لتقلب العائد على حجم التداول، وبالمثل يوفر نموذج VAR دليل على تأثير إيجابي كبير لحجم التداول على عوائد الأسهم، من ناحية أخرى فإن السببية اختبار يكشف أن حجم التداول جرانجر بسبب عائد الاسهم ، النتائج السابقة تتعارض مع شكل ضعيف لفرضية السوق الفعالة.

الفرع الثاني: دراسة كاموتي " kamuti ; h " بعنوان العلاقة بين تقلب أسعار الأسهم وأحجام التداول

لدى سوق بتروبي للأوراق المالية (2013)

"the dynamic relationship between stock price: Volatility and trading Volume at... stock exchange

هدفت الدراسة للتعرف على وجود علاقة بين تقلبات أسعار الأسهم وبين أحجام التداول لدى سوق بتروبي للأوراق المالية وقد أجرى الباحث الدراسة باستخدام تقنية (carch) والتي تم استخدامها لفحص المعلومات ومن تم تحديد العلاقة بين المتغيرات وهي تقنية تستخدم من أجل جودة محددة لنشاط معين، يقوم المدير باستخدام

المواد والمعدات والعمال اللازمين لتحقيق هدف النشاط ضمن حدود أقل كلفة، وعلى اعتبار أن كل نشاط يجب أن ينفذ في أقل كلفة، فإن كامل المشروع سينفذ عند أقل كلفة إجمالية، ولكن من أجل تقصير الزمن اللازم لأحد الأعمال فإنه غالباً ما تزداد كلفة العمل، قد يحقق هذا بزيادة عدد العمال، أو طلب ساعات عمل إضافية من العمال الحاليين أو شراء آلات وأجهزة أعلى كفاءة، ولكن لكل عمل هناك زمن أقصر لا يمكن تجاوزه مهما ارتفعت الكلفة يسمى هذا باسم "زمن التصادم" carch

بينت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية قوية بين أسعار وأحجام التداول في السوق، الأمر الذي يعطي انطباع بأن الأسواق المنتعشة تكون أحجام تداولها عالية، وقد بينت الدراسة أن أسعار الأسهم هي التي تؤثر على أحجام التداول وليس العكس.

### الفرع الثاني: دراسة Atwea et El Ansary 2012 تأثير حجم تداول الأسهم على العائد في البورصة المصرية

#### the effect of stock trading volume on return in the egyption stock Market

تهدف الدراسة إلى تحليل العلاقة بين حجم التداول وعائد الأسهم في البورصة المصرية وتبادل وصول المعلومات، تهدف إلى نمط وصول المعلومات للتوصل إلى نتائج تحقق فوائد للسهم والمستثمرين وأصحاب المصلحة الآخرين، وجدت الدراسة أن هناك علاقة بين حجم التداول والعائد، إلى جانب البيانات التاريخية لحجم التداول وخاصة بالنسبة لأيام الخمسة الماضية التي تساعد على تحسين التنبؤ بالعائد في المستقبل، على الرغم من انه لا ينبغي الاعتماد فقط على حجم التداول لتوقع العائد لأنه يقيس جزء صغير جداً من التغيير في عائد الأسهم، وتم تطبيق الدراسة في بورصة المصرية واستخدمت في تحليل لوغاريتم نسبة دوران الأسهم واستخدم في تحليل الإحصاء الوسط الحسابي والانحراف المعياري وطريقة بيرسون لإيجاد العلاقة والانحدار وأهم الاستنتاجات التي توصل إليها أن البورصة المصرية غير فعالة من الناحية المعلوماتية مع وصول المعلومات إليها من السوق بشكل مستمر وليس في وقت محدد، وأن هناك الكثير من المضاربة في التداول، توصي الدراسة بأن يكون عدد المعاملات هي أفضل مقياساً لحجم التداول في البورصة المصرية وتعد مهمة لإدارة الصرف والمستثمرين والمحللين الفنيين.

#### المطلب الثالث: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة

من خلال الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع العائد والمخاطرة نلاحظ أنها كائن مختلفة فيما بينها ولذلك سنقوم بإجراء مقارنة بين دراستنا وهذه الدراسات من خلال استنتاج أوجه الشبه والاختلاف وتقديم إضافاتنا في هذه الدراسة.

### 1- أوجه الشبه:

نلاحظ أن كل الدراسات السابقة المتناولة ركزت على اختيار العلاقة بين العائد والمخاطرة، وتعتبر دراسة بكاري دلال ولعروسي بلخير هي الموافقة لدراستنا من حيث الأدوات الإحصائية المطبقة، أما عن المنهج المتبع فكل الدراسات اعتمدت على المنهج الوصفي التحليلي وهذا ما اتبعناه في دراستنا كما أن بيئة الدراسة كانت معظمها في أسواق مالية ناشئة.

### 2- أوجه الاختلاف:

اختلفت معظم الدراسات من حيث الأدوات الإحصائية المطبقة وكذلك من حيث الدراسة وطبيعته. بالإضافة المقدمة في دراستنا: وفيما يخص الإضافة المقدمة في دراستنا فقد استعمل السوق السعودية المالي خلال الفترة (-)، أما عن الطريقة المستخدمة فهي وفق نموذج medaf

• ومن الملاحظ أن معظم الدراسات ركزت على المخاطر النظامية على غرار دراسة بوزيد وkamuti h alsamman al galari

ولكن دراستنا تطرقت إلى المخاطر الكلية أي المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

## خلاصة الفصل:

خصص هذا الفصل لدراسة الإطار النظري للعلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم وفق نموذج MEDAF متضمنا التعريف بالمحفظة المالية وكيفية بناءها، وعرضنا لأهم المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية وأساليب التنويع وطرق قياس هذه المخاطر.

إن محفظة الأوراق المالية عبارة عن تلك التشكيلة أو التعريف المعينة من عدة أوراق مالية (أسهم، سندات) مختلفة النوع، وتاريخ الاستحقاق يحتفظ بها المستثمر، ويقوم بإدارتها للحصول على هدفين رئيسيين:

- العائد المترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية.
- إمكانية تحويل تلك الأوراق إلى سيولة جاهزة في حالة احتياج المستثمر لذلك عند تكوين المحفظة المالية

يجب التنويع لمواجهة المخاطر غير المنتظمة فكلما كان التنويع كفئا كلما كانت الأرباح المسطرة محققة.

**الفصل الثاني: دراسة  
تطبيقية تحليلية لنموذج  
MEDAF على عينة من  
السوق المالي السعودي**

**تمهيد:**

تعد الأسواق المالية من أهم الركائز الاقتصادية في أي بلد في العالم كما يعرف الاستثمار بأنه التضحية بقيمة مالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم غير مؤكدة في المستقبل فالمستثمر يضحي بجزء أو كل ثروته حيث يقرر طرح أمواله في استثمارات على أمل تنمية هذه الأموال. كما أن الاستثمار في الأوراق المالية على حتمية الحصول على أعلى عائد عند أقل مستوى من المخاطر ويترتب على كل عائد متوقع درجة معنية من المخاطر مما يجب على المستثمر التخفيض منها مما يضمن له التخصص الأمثل للموارد المالية وهذا ما سنتطرق له من خلال دراستنا في هذا الفصل حيث سنتطرق إلى ثلاث مباحث:

- **المبحث الأول:** تطورات السوق المالي السعودي.
- **المبحث الثاني:** التعريف بالعينات محل الدراسة.
- **المبحث الثالث:** دراسات تطبيقية.

## المبحث الأول: تطور السوق المالي السعودي

لقد أصبحت الأوراق المالية تحظى باهتمام كبير في التداول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دورها، في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزويد من معدلات رفاهية الأفراد، إلا أن المراقب لأداء السوق المالي السعودي يلاحظ أن هناك تغيرات واسعة تحدث بشكل متسارع من آن لآخر ومن هنا فإنه من الأهمية التطرق إلى واقع نشوء السوق السعودي.

### المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي السعودي<sup>1</sup>

تعود نشأة السوق المالي السعودي إلى عام 1934 بداية تأسيس أول شركة سعودية مساهمة والتمثلة في الشركة العربية السعودية، غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسسي إلا في نهاية السبعينات على إثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر، وما نتج عنها من تزايد في عدة الشركات المساهمة، وقد تزامن ذلك مع قيام حكومة المملكة بدمج شركات الكهرباء الخمسة في الشركة الموحدة للكهرباء بتوزيع أسهم إضافية دون مقابل على مساهميها وقيامها أيضا بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص حيث تم طرح أسهمها للاكتتاب العام وقد ساهمت هذه العوامل مجتمعة في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين، وهذا وقد نشأت في تلك الفترة سوق غير رسمية تحت إشراف مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة بشراء وبيع الأسهم ونظرا لقيامها على أسس غير سليمة وظهور الممارسة غير القانونية منها نشر أسعار غير واقعية للقيم المتداولة، فقد صدر المرسوم الملكي رقم 08/1230 عام 1984 القاضي بعملية تنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق، هذا وقد استند لإدارة الرقابة على الأسهم بمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) مهمة المراقب والإشراف اليومي على عملية تداول الأسهم في السوق اعتبارا من مطلع 1985.

ومن أجل مؤازرة جهود مؤسسة النقد العربي لتحقيق الانسجام والتوافق بين رغبات المستثمرين أنشأت سنة 1984 الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (SSRE) التي أوكلت إليها مهمة إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة والقيام بكافة العمليات المساندة تسوية الصفقات ونقل الملكية وتحويل الشهادات الخاصة بأسهم الشركات إلى إشعارات.

وقد شهد السوق المالي السعودي ابتداء من عام 1985 تطورات تقنية وتنظيمية حافلة بالنجاح والتحديث ففي عام 1990 تمت تآلية نظام التداول في السوق بتشغيل ولأول مرة في الشرق الأوسط النظام الآلي (النظام الإلكتروني) لتداول الأسهم في المملكة عبر البنوك التجارية وهو النظام الذي خضع بدوره لتطوير كبير ومستمر

<sup>1</sup>- عبد الله محمد المالكي، سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، ورقة بحث مقدمة خلال لقاء الخامس عشر لجمعية اقتصاد سعودي بالتعاون مع هيئة السوق المالي، تحت عنوان <>السوق المالي السعودي الواقع المأمول الرياض، السعودية، 15 نوفمبر 2005، ص20.

قفز بأعداد الصفقات والأسهم المتداولة الإلكتروني الذي أحدث نقلة نوعية في طريق التعامل بإدخاله تقنيات متطورة ومزايا جديدة على عمليات التداول وإجراءات تنفيذ الصفقات.<sup>1</sup>

ويمكن تلخيص أهم خصائص هذا النظام فيما يلي:<sup>2</sup>

-تسوية المباشر بأنظمة المصارف.

-الربط المباشر بأنظمة المصارف.

-إضفاء الشفافية على السوق من خلال نشر الأسعار ومعلومات الشركات وإعلانات بطريقة مباشرة عبر الانترنت

-إضافة أنواع جديدة من الأوامر ذات خصائص مماثلة لتلك الأوامر المتاحة في الأسواق الدولية

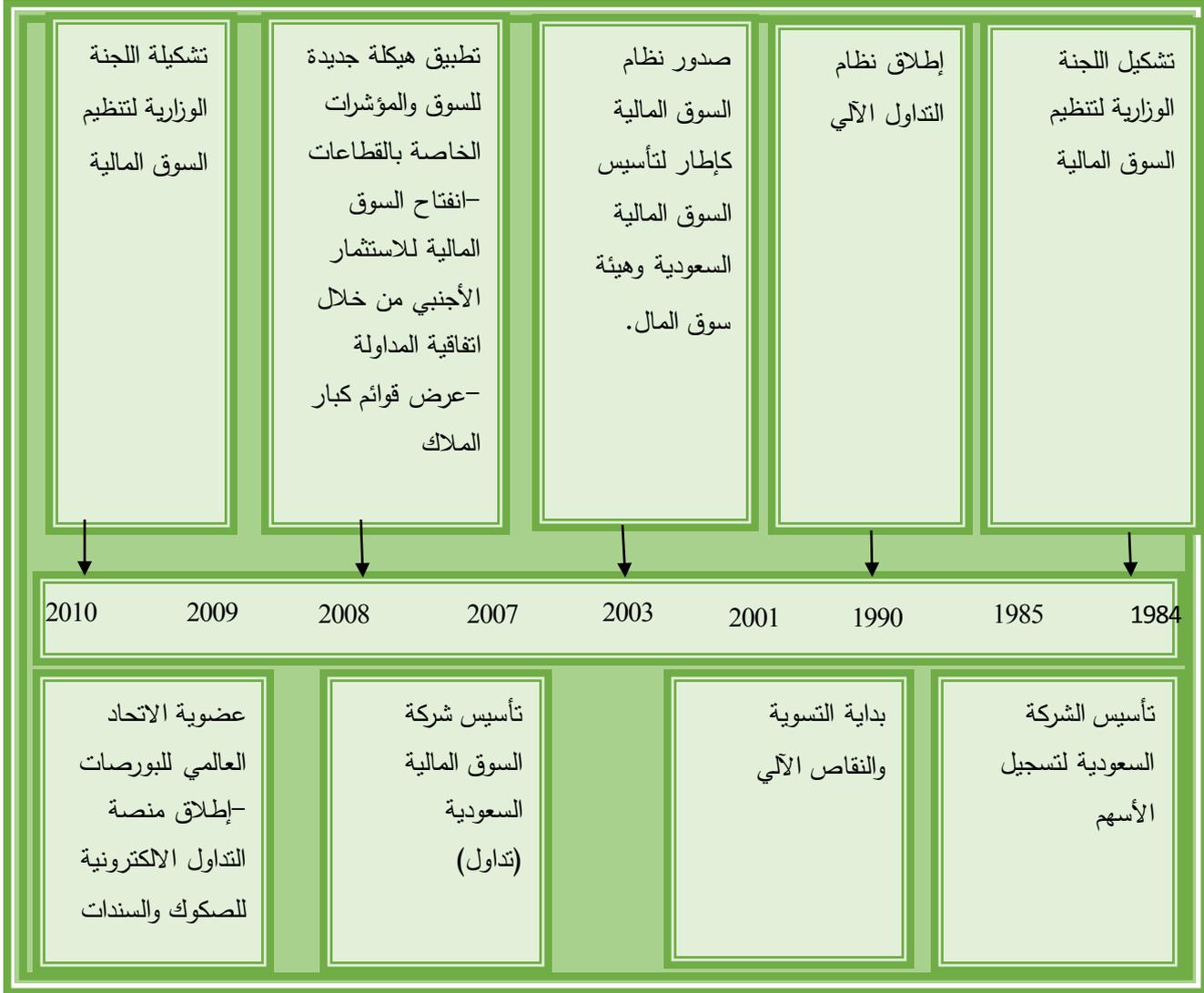
-تطبيق مبدأ المحافظة الاستثمارية بدل الإشعارات

ويمكننا إيضاح التطور التاريخي للسوق المالي السعودي من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup>-جمال عبد الله المسيحي، سوق الأسهم السعودي، مسيرة حافلة بالتطوير والإنجازات، مجلة تداول السوق المالي السعودي، هيئة السوق المالي، العدد 2، 2002، ص02.

<sup>2</sup>-صالح ابراهيم، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، علاقات الإرتباط والسيبية، ورقة مقدمة لبقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودي بعنوان الخدمات المالي في المملكة العربية السعودية بمركز الملك فهد الثقافي الرياض، أيام 4،3،2، جويلية، 2007 ص8.

## الشكل رقم 05: يوضح التطور التاريخي للسوق المالي السعودي



1- Source: [sitt://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30](http://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30)

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي<sup>1</sup>

ظلت عملية تداول الأسهم في السوق قبل صدور نظام السوق المالية في ديسمبر من عام 2002 تحت إشراف ثلاثة أنظمة تنظيمية وهي اللجنة الوزارية ولجنة الإشراف الدائمة وإدارة الرقابة في مؤسسة النقد العربي التي كانت مهمتها التحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف اليومي على جميع عمليات التداول، وخلال سنة 2003 خطي السوق المالي السعودي خطوة جديدة تمثلت في تأسيس هيئة السوق المالي بموجب المرسوم الملكي رقم (م/ 30)، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وتتولى الهيئة القيام

<sup>1</sup>-عائشة حيمور، هاجر حيمور، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة، مذكرة ماستر، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة 2016/2015 ص78.

بإصدار اللوائح والقواعد والتوجيهات الخاصة بإدارة السوق وقد عكفت هيئة السوق المالية بمجرد تأسيسها على تنفيذ نظام السوق المالية المتضمن إنشاء الأجهزة والغدرات المنظمة لعمل السوق والمتمثلة فيما يلي:<sup>1</sup>

### الفرع الأول: السوق المالي السعودي

نص نظام السوق المالية على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة ويمكن أن يتداول في هذه السوق أسهم الشركات القابلة للتحويل أو أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو الحكومة أو الهيئات العامة أو المؤسسات العامة، الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار وأية أدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة أو حقوق في توزيع الأصول.

ويدير السوق مجلس متكون من تسعة أعضاء يعي بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس إدارة هيئة السوق المالية ويعين من بينهم رئيس للمجلس ونائبه.

### الفرع الثاني: مركز إيداع الأوراق المالية

نص نظام السوق المالية على إنشاء إدارة تدعى بمركز إيداع الأوراق المالية، تكون هي الهيئة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها ومقا... وتسجيل ملكيتها ويمكن لمجلس إدارة السوق أن يحول مركز الأوراق المالية إلى شركة بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة على التحويل، وللمجلس أن يعطي موافقته موضحا بها متطلبات هيكل الشركة وعملياتها، وفقا لما يراه مناسباً وضرورياً لسلامة السوق وحماية المستثمرين.

### الفرع الثالث: لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

عمد نظام السوق المالية إلى هيئة السوق بمهمة إنشاء هذه اللجنة وتكوينها من مستشارين قانونيين لفترة ثلاثة سنوات قابلة للتجديد وقد اشترط نظام السوق المالية أن يكون هؤلاء المستثمرين متخصصين في مجال المعاملات والأسواق المالية، ويتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، وليس لهم مصلحة مالية أو تجارية مباشرة أو غير مباشرة.

وتعتبر هذه اللجنة صاحبة الاختصاص القضائي في الفصل في جميع المنازعات التي تقع في نطاق الهيئة والسوق، علاوة على هذا منح نظام السوق المالية لهذه اللجنة جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى، بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود وإصدار القرارات بالتعويض للمتضررين وغيرها من الصلاحيات.

<sup>1</sup> - عائشة حيمور، مرجع سابق، ص 78-79.

الفرع الرابع: لجنة الاستئناف<sup>1</sup>

نص نظام السوق المالية أيضا على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاثة سنوات قابلة للتجديد، وتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أما هيئة الاستئناف في غضون ثلاثين يوما من تاريخ الأخبار بذلك لتعد قراراتها النهائية في الأخير، وإلى جانب الأقسام السابقة فقد أنشأت هيئة السوق المالية في سبيل تحقيق مهامها حيث توجد عدة إدارات تعمل تحت إشرافها المباشر وهي إدارة تمويل الشركات، إدارة التراخيص والتفتيش، إدارة المتابعة والتنفيذ وإدارة الإشراف والرقابة.

حيث تتولى إدارة تمويل الشركات تقويم طلبات طرح وإدراج الأوراق المالية، والعمل مع المصدرين والمستشارين الماليين على استكمال المستندات اللازمة للطرح والإدراج والحياسة والاندماج.

أما عن إدارة التراخيص والتفتيش فهي تختص في دراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية وغيرها من الشركات التي تمارس عملها في السوق المالي السعودي بما في ذلك التعامل بالأوراق المالية وإدارة المحافظ المالية وتقديم الاستثمارات، وحفظ الأصول، إضافة إلى أي نشاط آخر تصنفه الهيئة على أنه من النشاطات الواجب الترخيص لمزاومتها كما تتولى الإدارة التأكد من التزامات الجهات المرخص لها بقواعد وقوانين نظام السوق المالية.

في حين تقوم إدارة المتابعة والتنفيذ بالأعمال والمهام المتمثلة في تلقي الشكاوي من المتعاملين والمستثمرين في السوق، والنظر فيها ودراستها وإجراء التحقيقات اللازمة للتأكد من صحتها، كما تتولى الإدارة متابعة تنفيذ نظام السوق المالية واللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بموجبه، والنظر في أية مخالفة أو انتهاك لهذه الأحكام أو اللوائح.

واقترح العزيمات والعقوبات المناسبة للمخالفين لأنظمة السوق للنظر في تطبيقها من قبل مجلس هيئة السوق المالية ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية إلى جانب متابعة تنفيذ الأحكام والقرارات الصادرة عن مجلس الهيئة ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

تتولى إدارة الإشراف والرقابة متابعة عمليات التداول والتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق المالية والتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق المالية والتأكد أيضا من... الشركات المدرجة لشروط وضوابط الإفصاح الكامل، ومن بين مهام هذه الإدارة مراقبة أعمال شركات الوساطة المالية للتأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية إزاء المستثمرين.

<sup>1</sup> - عائشة حيمور، مرجع سابق، ص 80.

### المطلب الثالث: نظام التداول في السوق المالي السعودي<sup>1</sup>

شهد التداول في السوق المالي السعودي نقلة نوعية، فمن نظام تداول الأسهم تم التوجه إلى إدخال نظام آخر لعمل سوق المال أطلق عليه اسم نظام "التداول" وهو نظام متكامل يعمل على توفير الشفافية للسوق، من خلال الإعلان الفوري عن أسعار السوق، وإعلانات الشركات مباشرة عبر الانترنت والتي تظهر بسرعة على موقع "تداول" ما يضمن العدالة بإتاحة فرص متكافئة أما جميع المشتركين، حيث كان الغرض من هذا النظام إتمام صفقات البيع والشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة قصيرة المدى. ويتجانس هذا النظام مع السوق المستمرة التي تحركها أوامر البيع والشراء الواردة إلى السوق من حين لآخر، ومن أهم مزايا نظام "التداول" التسوية السريعة والدقيقة للصفقات وفي نفس يوم تنفيذها، كما يتسم بالمرونة من حيث بقاء الأوامر في السوق حسب تاريخ صلاحية الأمر والشفافية من خلال الإعلان الفوري عن الأسعار والكميات المتداولة.

<sup>1</sup> - مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، سوق الأسهم السعودي 20 عام، العدد الثاني عشر، ربيع 2005 ص05.

## المبحث الثاني: المحافظ المالية محل الدراسة

من أجل التعمق أكثر في الموضوع محل الدراسة وقع اختيارنا على مجموعة محافظ استثمارية كعينة مختارة من بين المحافظ النشطة على مستوى السوق المالي السعودي والموافقة لضوابط الشريعة، حيث تطرقنا الى ثلاث مطالب يتناول الأول صندوق مرابحات، والمطلب الثاني صندوق مبارك، والمطلب الثالث والأخير صندوق يقين.

### المطلب الأول: صندوق مرابحات الأول بالريال السعودي<sup>1</sup>

صندوق مرابحات الأول بالريال السعودي هو صندوق أسواق النقد مفتوح المدة يستثمر في أسواق النقد السعودية والخليجية، أسس ويدرار من قبل شركة الأول كابيتال (مدير الصندوق)، وهي شركة مساهمة مغلقة سعودية وبموجب السجل التجاري رقم (4030170788) والترخيص الصادر عن هيئة السوق المالية رقم 3714178 وتم إصدار هذه الشروط والأحكام بتاريخ 1430/3/12 هـ هو الموافق 2009/03/09 وتم تحديث هذه الشروط والأحكام بتاريخ 2021/04/21م.

### الفرع الأول: النظام المطبق

يخضع صندوق مرابحات بالريال السعودي ومدي الصندوق لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية والأنظمة واللوائح الأخرى ذات العلاقة المطبقة في المملكة العربية السعودية.

### الفرع الثاني: عملة الصندوق

تقوم جميع أصول واستثمارات الصندوق بالريال السعودي، ويجب على المستثمرين إيداع أموالهم في حساب الصندوق بالريال السعودي وفي حال كان الدفع بعملة غير عملة الصندوق (الريال السعودي) فإن مدير الصندوق سيقوم بتحويلها إلى عملة الصندوق وفقاً لأسعار صرف العملات السارية في يوم الاشتراك، وقد يترتب عليها تأخير تنفيذ طالب الاشتراك أو تكاليف إضافية وسيتم إعلام المشترك بها قبل تفعيل اشتراكه في الصندوق هذا ويتحمل مالك الوحدات أي تقلبات في أسعار الصرف.

### الفرع الثالث: أهداف الصندوق

يهدف الصندوق إلى تنمية رأس المال من خلال تحقيق عوائد تزيد عن المؤشر المقارن للصندوق (وهو سايبور شهر) مع السعي للمحافظة على رأس المال بالصندوق، والإبقاء على مستوى مخاطر منخفض، وذلك من خلال تنويع محفظة استثمارات الصندوق في استثمارات منخفضة المخاطر وعالية السيولة بالريال السعودي.

### الفرع الرابع: سياسة الاستثمار وممارسته

أنواع الأوراق المالية التي سوف يستثمر الصندوق فيها بشكل أساسي: استرشاد الأحكام المادة 488 من لائحة صناديق الاستثمار، سيستثمر الصندوق أصوله في جميع أو بعض الأدوات الاستثمارية التالية:  
أ- صفقات أسواق النقد مع جهات خاضعة لتنظيم مؤسسة النقد أو هيئة رقابية ماثلة لمؤسسة خارج المملكة.

1- Source: [sitt://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30](http://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30)

- ب- الصكوك الصادرة عن جهات سيادية والشركات السعودية الحاصلة على تصنيف انتمائي.  
 ت- الودائع البنكية لدى المؤسسات الخاضعة لمؤسسة النقد أو جهة رقابية مماثلة خارج المملكة.  
 ث- صناديق أسواق النقد والمربحة وصناديق المتاجرة بالسلع لدى الشركات المالية المرخصة من هيئة السوق المالية أو هيئة رقابية مماثلة خارج المملكة.

#### الفرع الخامس: سياسة تركيز الاستثمار

يجوز لمدير الصندوق الاستثمار بما لا يتجاوز 25% من قيمة أصول الصندوق في الصكوك وصناديق الصكوك المتوافقة مع المعايير الشرعية، هذا وتحتصر استثمارات الصندوق في أدوات الدين في الإصدارات الصادرة عن الحكومات والبنوك المركزية أو شركات ومؤسسات سعودية ذات تصنيف انتمائي صادر عن أي من مؤسسات التصنيف الانتمائي.

باستثناء الاستثمار في الصكوك الإسلامية، يمكن للصندوق الاستثمار في صفقات المربحة والصناديق المشابهة بدون أي قيود على نسب الاستثمار باستثناء القيود الواردة في الفقرة (ز) قيود الاستثمار، يحق لمدير الصندوق استثمار جزء من أصول الصندوق في الدول التي تتمتع بمناخ استثماري آمن، وبشروط لا تتجاوز استثمارات الصندوق المباشرة في هذه الدول بنسبة 25% من قيمة أصول الصندوق.

#### الفرع السادس: أسواق الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق

يشمل مجال استثمار الصندوق في عمليات المربحة في صفقات السلع من خلال جهات خاضعة لتنظيم مؤسسة النقد أو هيئة رقابية مماثلة لمؤسسة خارج المملكة، أو من خلال صناديق أسواق النقد والمتاجرة المرخصة من قبل هيئة السوق المالية أو جهة تشريعية مماثلة خارج المملكة بالإضافة إلى الاستثمار في أدوات الدين المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

#### الفرع السابع: المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق

- أ- ينطوي الاستثمار في صندوق مرابحات الأول بالريال السعودي على مخاطر منخفضة عموماً، نظراً لكون الصندوق يستهدف الاستثمار في أدوات سوق النقد قصيرة الأجل والتي تتسم بانخفاض مخاطر الاستثمار فيها.  
 ب- إن الأداء السابق لصندوق أو الأداء السابق للمؤشر لا يعد مؤشراً على أداء الصندوق في المستقبل.  
 ت- لا يوجد ضمان أن الأداء المطلق للصندوق أو أداءه مقارنة بالمؤشر سوف يتكرر أو يماثل الأداء السابق.  
 ث- الاستثمار في الصندوق لا يعد ايداعاً لدى أي بنك محلي يسوق أو يبيع الأوراق المالية أو تابع لصندوق الاستثمار

ج- يقر مالك الوحدات ويتحمل المسؤولية عن أي خسارة مالية قد تترتب على الاستثمار في الصندوق إلا إذا كانت نتيجة لإهمال أو تقصير من مدير الصندوق.<sup>1</sup>

ويمكن تلخيص المخاطر الرئيسية التي قد تواجه الصندوق (على سبيل المثال لا الحصر) في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- أ. **المخاطر الاقتصادية:** الاقتصاد السعودي من الاقتصاديات الناشئة وهو يعتمد بشكل كبير على الداخل من النفط ويتأثر بتذبذب أسعاره، وبالتالي تتأثر أسعار الصندوق تبعاً.
- ب. **مخاطر مجال الاستثمار:** قد يتعرض الصندوق لمخاطر اختلاف النتائج الفعلية المحققة عن النتائج المتوقعة من استثمارات الصندوق.
- ج. **مخاطر التوقف عن السداد:** تشمل هذه المخاطر عدم قدرة الطرف الثاني في عقود التمويل بالمرابحة لصفقات السلع على التسديد في الوقت المتوقع عليه، مع الأخذ بالعلم أن الصندوق لن يستثمر أو ينفذ أي عمليات مرابحة إلا من خلال الصناديق المتخصصة ذات سجل أداء مستقر ومنخفض المخاطر أو أطراف ذات تصنيف ائتماني مرتفع وذلك حسب تصنيف وكالات الائتمان المشهورة عالمياً مثل ستاندر وأند بورز وموديز، ومع وجود هذه المعايير في اختيار الأطراف المزمع الدخول معها في عمليات المرابحة إلا أن هذه المخاطر لا يمكن استبعادها لأي سبب كان.
- د. **مخاطر الصكوك:** لا يوجد حالياً سوق ثانوي لتداول الصكوك، كما أنه لا يوجد أي ضمان بأنه سيتم استلام مبالغ التوزيعات النقدية المستحقة لحملة الصكوك والتي يدفعها موجد الصكوك في كل تاريخ سداد.
- هـ. **مخاطر تقلبات سعر الفائدة المحلي:** (السايبور) مما قد يؤدي إلى حدوث تغيير في العوائد المتوقعة من استثمارات الصندوق.
- و. **مخاطر الإدارة:** يعتمد مدير الصندوق شأنه شأن أي مدير استثماري على العنصر البشري بشكل كبير، وبالتالي فإن الصندوق قد يتأثر سلباً بخسارة المدراء التنفيذيين والموظفين المرتبطين بأعمال الصندوق وصعوبة توفير بدائل على المستوى ذاته من الخبرة على المدى القصير.
- ز. **مخاطر التقنية:** يعتمد مدير الصندوق على استخدام التقنية في إدارة الصندوق وحفظ أصول العملاء، إلا أن أنظمة المعلومات لديه قد تتعرض لعمليات اختراق أو فيروسات أو تعطل جزئي أو كلي على الرغم من الاحتياطات الأمنية المشددة المتبعة لديه.
- ح. **مخاطر تغير سعر صرف العملات:** تقوم جميع استثمارات الصندوق بالريال السعودي، إلا أنه يمكن للصندوق أن يستثمر بعملات أخرى وحيث أن سعر صرف تلك العملات معرض للتذبذب بناءً على عوامل متعددة منها مدى قوة اقتصادها والنتائج المحلي الإجمالي وقوى العرض والطلب على العملة وغيرها من العوامل، وبالتالي فيجب على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار مخاطر تلك التقلبات عند الاستثمار.

ط. المخاطر المرتبطة بفرض الضرائب: قامت المملكة مؤخراً بتطبيق ضريبة القيمة المضافة والتي تم تطبيقها ابتداءً من عام 2018 على جميع الرسوم والأتعاب والعمولات والمصاريف بمقدار 5% وفي تاريخ 2020/05/11 تم رفعها إلى 15% والمستحقة على الصناديق العامة والتي ستؤثر على مالكي الوحدات.

#### الفرع الثامن: الحالات التي تستوجب إنهاء الصندوق والإجراءات الخاصة بالإنهاء

الحالات التي تستوجب فيها إنهاء الصندوق والإجراءات الخاصة بالإنهاء بموجب أحكام لائحة صناديق الاستثمار هي:

- أ- إذا رغب مدير الصندوق بإنهاء الصندوق فيجب عليه إشعار الهيئة وملاك الوحدات كتابياً برغبته في ذلك قبل مدة لا تقل عن واحد وعشرون 21 يوماً من التاريخ المستهدف لإنهاء الصندوق دون الإخلال بالشروط والأحكام ومذكرة المعلومات الخاصة بالصندوق.
- ب- يجب على مدير الصندوق البدء في إجراءات تصفية الصندوق فور انتهائه وذلك دون الإخلال بالشروط والأحكام ومذكرة المعلومات الخاصة بالصندوق.
- ت- يجب على مدير الصندوق الإعلان في موقعه الإلكتروني والموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (تداول) عن انتهاء مدة الصندوق وتصفيته.

#### المطلب الثاني: صندوق مبارك للأسهم السعودية النقدية<sup>1</sup>

هي محفظة أسهم مفتوحة المدة متوافقة مع المعايير الشرعية، تديرها شركة العربي الوطني للاستثمار، تهدف إلى تنمية رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في الأسهم السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودية والاككتابات الأولية المتوافقة مع الضوابط الشرعية للأسهم النقدية، صفقات المراقبة وما في حكمها، صناديق المتاجرة وما في حكمها، ثم تأسيس المحفظة وطرح وحداتها في 2005/10/25 وضبطت أحكامها في نفس التاريخ وقد كان آخر تحديث لها في 2022/04/28.

#### فرع الأول: النظام المطبق

تخضع هذه الشروط والأحكام وكافة المعاملات في الصندوق للأنظمة الواجبة التطبيق والتي تكون نافذة من وقت إلى آخر في المملكة العربية السعودية كما تخضع للإشراف ورقابة ونظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية والأنظمة واللوائح الأخرى ذات العلاقة المطبقة في المملكة العربية السعودية، وأي نزاع ينشأ فيما يتعلق بهذه الشروط والأحكام أو بأي استثمار في الصندوق يتم إحالة إلى لجنة الفصل في المنازعات الأوراق المالية بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

#### فرع الثاني: عملة الصندوق

عملة الصندوق هي الريال السعودي إذا تم الدفع عن وحدات الصندوق بعملة غير عملة الصندوق، سيقوم مدير الصندوق بتحويل العملة التي تم الدفع بها إلى الريال السعودي بسعر الصرف الساري في ذلك الوقت

1- Source: [sitt://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30](http://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30)

حسب أسعار الخزينة لدى البنك العربي الوطني، ويتحمل المستثمر أي تقلب في أسعار الصرف ويصبح الشراء ساري المفعول عند استلام مدير الصندوق لذلك المبلغ بعملة الصندوق على أساس سعر التقييم التالي لوقت استلام المبلغ.

### الفرع الثالث: أهداف الصندوق

يهدف الاستثمار في هذا الصندوق إلى تنمية رأس مال على المدى الطويل، وتحقيق عوائد إيجابية تفوق عوائد المؤشر الاسترشادي من خلال الاستثمار في محفظة متنوعة من الأسهم المدرجة في سوق الأسهم السعودي شريطة توافقها مع الضوابط الشرعية للاستثمار في الأسهم النقية.

### الفرع الرابع: سياسة الاستثمار وممارساته

أ- أنواع الأوراق المالية التي سوف يستثمر الصندوق فيها بشكل أساسي:

سوف يستثمر الصندوق بشكل أساسي في الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودية (تداول) والمتوافقة مع المعايير الشرعية للصندوق.

ب- سياسة تركيز الاستثمار:

تتركز استثمارات الصندوق في الأسهم المدرجة في سوق الأسهم السعودية والمتوافقة مع المعايير الشرعية للصندوق. ومن أجل إدارة المخاطر فإن الصندوق يهدف أيضا إلى تنويع استثماراته من خلال الاستثمار في مجموعة مختلفة من قطاعات السوق والأسهم المختلفة في كل قطاع، وسيعمل مدير الصندوق على اختيار أفضل الأسهم من ناحية استثمارية بدءا على الأبحاث التي يقوم بها، علما أن استثمارات الصندوق تتركز في المملكة العربية السعودية.<sup>1</sup>

### الجدول رقم 01: يوضح جدول نسب الاستثمار في كل مجال استثماري

الحد الأعلى	الحد الأدنى	نوع الاستثمار
100	50	الأسهم السعودية المتوافقة مع المعايير الشرعية للصندوق للاستثمار في الأسهم النقية
50	60	النقد وأدواته وصناديق أسواق النقد
10	0	صناديق الاستثمار الأخرى ذات الأهداف أو الاستراتيجيات المماثلة

المصدر: موقع تداول السعودي www.tadawul.sa.

أسواق الأوراق المالية التي يحتمل أن يشتري ويبيع الصندوق فيها استثماراته.

تقتصر استثمارات الصندوق على الأوراق المالية المصدرة في المملكة العربية السعودية.

#### الفرع الخامس: المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق

أ- نظراً لأن الصندوق معرض لتقلبات السوق، وحيث أنه من فئة الصناديق ذات المخاطر المرتفعة فإنه يتوجب على العميل الاطلاع على المخاطر التي قد تؤثر بشكل سلبي على أداء الصندوق.

ب- لا يعتبر أداء الصندوق أو المؤشر في الماضي دليلاً على الأداء في المستقبل، إذ أن أسعار الوحدات قابلة للتغيير.

ت- لا يوجد ضمان لمالكي الوحدات أن أداء الصندوق المطلق أو أدائه مقارنة بالمؤشر الاسترشادي سينتكرر أو يكون مماثلاً للأداء السابق.

ث- لا يعتبر الاستثمار في الصندوق إيداعاً لدى مدير الصندوق أو البنك العربي الوطني أو أي بنك محلي أو أي جهة أخرى ذات علاقة.

ج- مالك الوحدات يتحمل المسؤولية عن أي خسارة مالية تترتب على الاستثمار في الصندوق إلا إذا كانت ناتجة عن إهمال أو تقصير.

ح- المخاطر الرئيسية المحتملة المرتبطة بالاستثمار في صندوق الاستثمار وتتمثل فيما يلي:

#### • مخاطر الأسهم ومخاطر السوق:

يستثمر الصندوق بصورة أساسية في الأسهم المتداولة والتي تتعرض لمخاطر التذبذب السعري ومخاطر السوق، حيث أن الاستثمارات في الأسهم بطبيعتها تعتبر استثمارات عالية المخاطر إلى جانب إمكانية حدوث هبوط مفاجئ في قيمتها واحتمال خسارة رأس المال.

#### • المخاطر الائتمانية:

المخاطر الائتمانية هي تلك التي تتعلق باحتمال أن يخفق أي مدين في الوفاء بالتزاماته التعاقدية مع الطرف المتعاقد معه وفق للشروط المتفق عليها بينهما، وتنطبق هذه المخاطر على الصندوق في حالة استثمار أموال (بصفة صفقات مرابحة أو ما في حكمها) لدى طرف ثالث من خلال الاستثمار المباشر أو في صناديق النقد والمتاجرة وما في حكمها وفي حالة إخفاق المدين في الوفاء بالتزاماته فإن ذلك سوف يؤثر سلباً على صافي قيمة أصول الصندوق مما يؤثر سلباً على المبلغ المستثمر لمالكي الوحدات.

#### • المخاطر السياسية:

قد يتأثر الصندوق وتنخفض قيمة أصوله كنتيجة لتغير الأوضاع السياسية في الدول التي يستثمر فيها الصندوق مما يؤثر سلباً على المبلغ المستثمر لمالكي الوحدات.<sup>1</sup>

- مخاطر الالتزام بالمعايير الشرعية للصندوق:

هذا النوع من المخاطر ينشأ عندما يتضح أن الأسهم المستثمر فيها أصبحت غير متوافقة مع المعايير الشرعية للاستثمار، وبالتالي يلزم أن يقوم الصندوق بتصفيتها نتيجة لذلك، في بعض الحالات، ولغرض التقيد التام بالتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، قد يضطر الصندوق إلى بيع الأسهم بأسعار غير ملائمة مما يؤثر سلباً على صافي قيمة أصول الصندوق وبالتالي سوف يؤثر سلباً على المبلغ المستثمر لمالكي الوحدات.

- المخاطر القانونية:

الشركات المستثمر فيها وصناديق الاستثمار معرضة للمخاطر القانونية حيث أن أي شركة أو صندوق ضمن شريحة الاستثمار معرضة لغرض إجراءات قانونية عليها من قبل السلطات الحكومية المختصة بالتنظيم والإشراف والرقابة عليها وكذلك من قبل المستثمرين وبالتالي يمكن أن يؤثر على قيمة الاستثمارات التي يستثمرها الصندوق في تلك الشركة أو الصندوق مما يؤدي لتأثر استثمارات مالكي الوحدات سلباً بتلك المخاطر.

- مخاطر تركيز الاستثمارات:

في بعض الأحيان يمكن أن يكون في الصندوق تركيز عالي من حيث الاستثمار في قطاع أو سهم شركة معينة، وذلك إما بسبب اعتبارات الاستثمار أو بيئة الاستثمار بصفة عامة أو بسبب النتائج الإيجابية المحتملة للاستثمارات في ذلك القطاع أو السهم قد يؤدي ذلك إلى تعرض الصندوق لمخاطر أكثر مما لو كانت استثماراته أكثر تنوعاً.

- مخاطر انخفاض التصنيف الائتماني:

في حالة انخفاض التصنيف الائتماني لأي من صناديق أو أدوات أسواق النقد التي يستثمر بها الصندوق فإن هذا من شأنه التأثير على استثمارات الصندوق مما قد يؤثر على قيمة أصول الصندوق والذي بدوره سيؤثر على سعر الوحدة.

- مخاطر تقلبات أسعار الفائدة:

هي المخاطر الناتجة عن تغير أسعار الفائدة، والتي تؤثر على قيمة الأوراق المالية وأسهم الشركات والذي بدوره سيؤثر على أداء الصندوق وسعر الوحدة.

- مخاطر عمليات الاستيراد الكبيرة:

من الممكن تملك عدد محدد من المستثمرين لأكثر من 10% من أصول الصندوق وفي حالة حدوث عملية استيراد كبيرة لوحدات الصندوق من قبل هؤلاء المستثمرين قد يتسبب في انخفاض أصول الصندوق بشكل يحد من قدرة مدير الصندوق على الاستثمار بشكل أكبر وهذا من شأنه التأثير سلباً على سعر الوحدة.<sup>1</sup>

• **مخاطر تضارب المصالح:** تنشأ هذه المخاطر في الأوضاع التي تتأثر فيها موضوعية واستقلالية قرارات مدير الصندوق بمصلحة شخصية مادية أو معنوية تهمه على حساب الصندوق، والذي من شأنه أن يؤثر سلباً على استثمارات الصندوق وأدائه وبالتالي على سعر وحدة الصندوق.

#### • مخاطر السيولة:

الصندوق بصفة عامة يستثمر أمواله في سوق الأسهم الذي يتميز بمعدل سيولة كبيرة بما يمكن معه بيع وشراء الأسهم بدون أي تغييرات كبيرة في الأسعار خلال فترة زمنية قصيرة جداً، ولكن قد تمر فترات يحدث فيها تقلب في السوق وعدم استقرار وقد تصبح بعض الأسهم أقل سيولة وأكثر صعوبة في تداولها والتعامل فيها نتيجة التداول المحدود فيها، أي صعوبات في بيع الأسهم يمكن أن تؤدي إلى تحقيق خسارة أو عائد أقل بالنسبة للصندوق مما يؤثر سلباً على استثمارات مالكي الوحدات.

#### • مخاطر التمويل:

في حالة حصول الصندوق على تمويل وتأخره عن سداد المبالغ المستحقة في أجلها المحددة فإن ذلك قد يترتب عليه رسوم تأخير سداد أو اضطرار مدير الصندوق لتسيير بعض استثماراته لسداد الديون مما قد يؤثر على أصول الصندوق وأدائه الذي سينعكس سلباً على أسعار الوحدات.

#### • المخاطر المتعلقة بأسعار العملات:

يستثمر الصندوق في أسهم الشركات السعودية المقومة بالريال السعودي، بالنسبة للمشاركين الذين لا يعتبر الريال السعودي العملة الأساسية لهم، فإنهم معروضون للتقلبات المصاحبة لتغير سعر صرف الريال السعودي.

#### • توقع النتائج المالية المستقبلية للشركات المساهمة:

من أهم الأدوات التي يبني مدير الصندوق قراراته الاستثمارية عليها هي توقع النتائج المالية المستقبلية للشركات محل استثمار الصندوق، إلا أن هذه التوقعات عرضة للتغير أو الخطأ وبالتالي قد يؤثر سلباً على استثمارات الصندوق.

#### • مخاطر الاعتماد على موظفي مدير الصندوق:

يعتمد أداء الصندوق بشكل كبير على مهارات وخبرات موظفي مدير الصندوق وبالتالي فإن أداء الصندوق قد يتأثر سلباً بخروج المدراء التنفيذيين والموظفين المرتبطين بأعمال الصندوق وصعوبة توفير بدائل على نفس المستوى ذاته من الخبرة والمهارة والذي بدوره من الممكن أن يؤثر بشكل سلبي على استثمارات الصندوق.<sup>1</sup>

## • مخاطر التقنية:

يعتمد مدير الصندوق على استخدام التقنية في إدارة عمليات الصندوق وحفظ أصوله، إلا أن أنظمة المعلومات لديه قد تتعرض لعمليات اختراق أو فيروسات أو تعطل جزئي أو كلي بالرغم من الاحتياطات الأمنية العالية المتبعة لديه والذي قد يحد من قدرة مدير الصندوق على إدارة استثمارات الصندوق بشكل فعال ومن الممكن أن يؤثر حدوث ذلك سلباً على أداء الصندوق ومالكي الوحدات.

## • مخاطر الكوارث الطبيعية:

تؤثر الكوارث الطبيعية من زلزال وبراكين والتغيرات الجوية الشديدة على أداء كافة القطاعات ومنها الاقتصادية والاستثمارية ذات العلاقة بأعمال الصندوق وهذا من شأنه أن يؤثر سلباً على أداء الصندوق بحسب شدتها وأنها خارجة عن إرادة مدير الصندوق وبالتالي سيؤثر مثل هذه الكوارث على استثمارات الصندوق وأسعار وحداته

## • المخاطر المتعلقة بأحداث معينة:

يعلم ويقبل المشترك أن قيمة أصول الصندوق يمكن أن تتأثر بعوامل مختلفة، منها عوامل سياسية واقتصادية وعوامل تتعلق بالتشريعات والأنظمة أو تتعلق بالسلطات الإشرافية والتنظيمية والرقابية، كما قد تتأثر بالتغيرات في سياسة الحكومة ونظام الضرائب وأسعار الفائدة أو قد تتأثر بأحداث معينة تتعلق بالجهة المصدرة للأسهم المستثمر فيها.

## الفرع السادس: إنهاء وتصفية صندوق الاستثمار

- يحق لمدير الصندوق إنهاء الصندوق في حال كانت قيمة أصول الصندوق المدارة أو معدل العائد المتوقع (في رأي مدير الصندوق) غير كافية لتبرير استمرار عمل الصندوق، أو نتيجة لأي تغيير في القوانين والأنظمة، أو لظروف أخرى يرى مدير الصندوق أنها مؤثرة على عمل الصندوق.

- سيقوم مدير الصندوق بانتهاء مرحلة بيع أصول الصندوق وتوزيع مستحقات مالكي الوحدات عليه قبل انتهاء مدة الصندوق

- لغرض إنهاء الصندوق سيقوم مدير بإعداد خطة وإجراءات إنهاء الصندوق بما يحقق مصلحة مالكي لوحدات، والحصول على موافقة مجلس إدارة الصندوق على هذه الخطة قبل القيام بأي إجراء في هذه الشأن، وسيتم الالتزام بخطة وإجراءات إنهاء الصندوق الموافق عليها.

- يقوم مدير الصندوق بإشعار الهيئة ومالكي الوحدات كتابياً بانتهاء الصندوق خلال 10 أيام من انتهاء مدة الصندوق.<sup>1</sup>

-في حالة انتهاء الصندوق ولم يتم مدير الصندوق مرحلة بيع أصول الصندوق خلال مدته، فسيقوم مدير الصندوق بتصفية الأصول وتوزيع مستحقات مالكي الوحدات عليهم خلال مدة لا تتجاوز 6 أشهر من انتهاء مدة الصندوق.

-يتم إشعار الهيئة ومالكي الوحدات كتابيا بتفاصيل خطة وإجراءات إنهاء الصندوق قبل مدة لا تقل عن 21 يوم من التاريخ المزمع إنهاء الصندوق فيه دون الإخلال بشروط وأحكام الصندوق، وفي تلك الحالة سيتم تسيير أصول الصندوق والوفاء بالمطلوبات القائمة المتعلقة به، ثم توزيع حصيلة التصفية المتبقية بعد ذلك على المشتركين بحسب نسبة الوحدات التي يحملها كل منهم إلى إجمالي عدد وحدات الاستثمار في الصندوق التي يتم التأكد من قبل مدير الصندوق أنها قد أصدرت قبل تلك التصفية مباشرة، وسيتم الإعلان عن انتهاء مدة الصندوق وتصفية في الموقع الإلكتروني لمدير الصندوق والموقع الإلكتروني للسوق.

-سيقوم مدير الصندوق بإشعار الهيئة ومالكي الوحدات كتابيا بانتهاء تصفية الصندوق خلال 10 أيام من انتهاء تصفية الصندوق.

-سيعامل مدير الصندوق جميع مالكي الوحدات بالمساواة أثناء عملية إنهاء الصندوق أو تصفيته.

-يجب على مدير الصندوق توزيع مستحقات مالكي الوحدات عليهم فور انتهاء مدة الصندوق أو تصفيته دون أخير وبما لا يتعارض مع مصلحة مالكي الوحدات وشروط وأحكام الصندوق.

-سيتم تزويد مالكي الوحدات بتقرير إنهاء الصندوق خلال مدة لا تزيد على 60 يوما من تاريخ اكتمال انتهاء الصندوق أو تصفيته.

متضمنا القوائم المالية النهائية المراجعة للصندوق عن الفترة اللاحقة لآخر قوائم مالية سنوية مراجعة.

-للهيئة عزل مدير الصندوق عن عملية التصفية في حال صدور قرار خاص للصندوق من مالكي وحدات الصندوق على أن يعين المصفي البديل في نفس الاجتماع الذي تم فيه تصويت مالكي الوحدات على عزل مدير الصندوق.

-في حالة عزل مدير الصندوق عن أعمال التصفية، سيقوم مدير الصندوق بالتعاون بشكل كامل على نقل مسؤوليات التصفية إلى المصفي المعين ونقل جميع المستندات المرتبطة بصندوق الاستثمار ذي العلاقة إلى المصفي المعين والتي تمكنه من إتمام أعمال التصفية خلال 20 يوما من صدور قرار الهيئة بعزل مدير الصندوق وتعيين مصف بديل.

-سيقوم مدير الصندوق بإشعار مالكي الوحدات كتابيا في حال صدور قرار الهيئة بعزل مدير الصندوق وتعيين مصفي بديل.

-في جميع الأحوال، يجب على مدير الصندوق إشعار الهيئة ومالكي الوحدات كتابيا وبشكل فوري دون أي تأخير بأي أحداث أو مستجدات جوهرية خلال فترة تصفية الصندوق.<sup>1</sup>

-في حال انتهاء مدة الصندوق لا يتقاضى مدير الصندوق أي أتعاب تخصم من أصول الصندوق.

### المطلب الثالث: صندوق يقين للمرابحة بالريال السعودي<sup>1</sup>

تم اعتماد صندوق يقين للمرابحة بالريال السعودي على أنه صندوق استثمار متوافق مع معايير شرعية المجازة من قبل لجنة الرقابة الشرعية المعنية لصندوق الاستثمار، وقد تم تسجيله لدى هيئة السوق المالي بتاريخ 1428/05/02 هـ الموافق ل 2007/05/28م وجرى آخر تحديث للشروط والأحكام في 2018/11/12م شروط وأحكام الصندوق كذلك وثائق الصندوق الآخر تتوافق وتخضع لأحكام لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن هيئة السوق المالي، يشرف على إدارة الصندوق شركة يقين كابيتال وأمين الحفظ هو شركة البلاد المالية

#### الفرع الأول: النظام المطبق

صندوق يقين للمرابحة بالريال السعودي ومدير الصندوق خاضعان لنظام السوق المالي ولوائحه التنفيذية والأنظمة واللوائح الأخرى ذات العلاقة السارية والمطبقة في المملكة العربية السعودية.

#### الفرع الثاني: عملة الصندوق

عملة الصندوق هي الريال السعودي وفي حالة الدفع للوحدات بعملة غير عملة الصندوق (الريال السعودي) فإن مدير الصندوق يقوم بتحويل عملة الدفع إلى عملة الصندوق وفقاً لأسعار صرف العملات السائدة في حينه ومن ثم فإن الشراء يكون نافداً بناء على سعر بعد التحويل.

#### الفرع الثالث: مدة صندوق الاستثمار

صندوق يقين للمرابحة بالريال السعودي هو صندوق استثماري عام مفتوح، ولن يكون هناك مدة محددة لعمل الصندوق ولا تاريخ للاستحقاق الصندوق.

#### الفرع الرابع: أهداف الصندوق

يهدف الصندوق إلى تحقيق دخل جاري مع توفير السيولة والمحافظة على رأس المال عن طريق الاستثمار في صفقات المربحات، يقوم صندوق يقين للمرابحة بالريال السعودي بالاستثمار في أدوات مالية منخفضة المخاطر متوافقة مع الضوابط الشرعية الإسلامية بهدف تحقيق أرباح منافسة لأدوات أسواق المال التقليدية عند مستويات دنيا مع المخاطر وتحقيق درجة عالية من المحافظة على رأس المال مع توفير السيولة وتقادي أي مخاطر محتملة تتعلق بسعر الصرف، كما يتم إعادة استثمار كافة الأرباح المحققة في نفس الصندوق مما يزيد قيمة وحداته.

#### الفرع الخامس: سياسة الاستثمار وممارسته

يمنح صندوق يقين للمرابحة بالريال السعودي المستثمر الفرصة للاستثمار في أسواق المال لتحقيق دخل جاري ونمو مستقر مع أقصى درجات الحماية لرأس المال مقارنة بالاستثمارات الأخرى لتحقيق أهداف الصندوق

1- Source: [sitt://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023](http://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023). 11:30

فإن مدير الصندوق سوف يوظف أموال الصندوق بالاستثمار في صفقات المربحات المتوافقة مع الضوابط الشرعية الإسلامية، والأصول التي يستثمر فيها الصندوق كالتالي:

### الجدول رقم 02: يوضح أصول الاستثمار في الصندوق

الحد الأعلى	الحد الأدنى	فئات الأصول
100%	50%	أدوات أسواق النقد وصناديق أسواق النقد كالودائع، عقود المربحات والإيجار في المملكة العربية السعودية
25%	0%	صكوك مصدرة في المملكة العربية السعودية
30%	0%	أدوات أسواق النقد كالودائع، عقود المربحات والإيجار في دول الخليج باستثناء دولة قطر

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على المعطيات المنشورة على الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالية السعودي المدرجة على الموقع التالي: [www.tadawul.sa](http://www.tadawul.sa)

- يستثمر مدير الصندوق في أدوات أسواق النقد والمربحات والصكوك وفق للضوابط الشرعية الخاصة بالصندوق مع مؤسسات مالية تتمتع بسمعة جيدة وذات مركز مالي سليم وذات خطورة منخفضة.

- تتركز استثمارات مدير الصندوق في أدوات أسواق النقد كالودائع، وعقود المربحات، والإجارة في المملكة العربية السعودية وذلك بنسبة 50% إلى 100% من صافي أصول الصندوق وتكون العملة حسب الجهة المصدرة، ويعتمد مدير الصندوق على التصنيف الداخلي وذلك بالاستثمار مع مؤسسات تتمتع بسمعة جيدة وذات مركز مالي سليم وخطورة منخفضة في المملكة السعودية مرخصة من هيئة سوق المال أو مؤسسة النقد العربي السعودي، على ألا تتجاوز ما نسبته 25% لدى جهة واحدة.

- قد يستثمر مدير الصندوق ما قد يصل نسبته إلى 50% من صافي قيمة أصول الصندوق في صناديق مماثلة وذات مخاطر منخفضة وأن تكون مطروحة طرحاً عاماً ومرخصة من قبل هيئة السوق المالية وتدار من قبل مدير أو مدراء صناديق أخرى وتكون عملة الصناديق حسب الجهة المصدرة.<sup>1</sup>

- يحق لمدير الصندوق أن يستثمر إلى 25% من صافي أصول الصندوق في الصكوك في أسواق المملكة العربية السعودية وذلك حسب الفرص المتاحة للصكوك والعملة تكون حسب الجهة المصدرة للصكوك، هذا

1- Source: [sitt://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023](http://sitt://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023). 11:30

وسيقوم مدير الصندوق بتصنيف جميع الأوراق المالية والصكوك داخليا بناء على المركز المالي والنقدية من العمليات والإدارة. يتم تقييم الفرص الاستثمارية المتاحة باختيار أفضل العوائد التي تتناسب مع أهداف الصندوق واستراتيجيات الاستثمار هذا ويوظف مدير الصندوق قدراته البحثية والتحليلية المتخصصة للحصول على الفرص الاستثمارية الواعدة في الصكوك عقود المربحة، والصناديق الاستثمارية المماثلة التي تتمتع بسمعة جيدة من حيث الأداء.

- قد يستثمر مدير الصندوق ما قد يصل نسبته إلى 30% من صافي قيمة أصول الصندوق في أدوات أسواق النقد كالودائع وعقود المربحات والإجارة في دول الخليج باستثناء دولة قطر.
- لن يستثمر الصندوق في أوراق مالية غير التي تم ذكرها في بند 3/ب.
- يجوز لمدير الصندوق الاقتراض على أن لا يتجاوز حجم الاقتراض بنسبة 10% من صافي قيمة أصول الصندوق على ألا تتجاوز مدة القرض سنة.
- يقوم مدير الصندوق باستثمار الأوراق المالية أو التعامل مع البنوك والمؤسسات المالية التي تعمل في المملكة العربية السعودية ودول الخليج باستثناء دولة قطر.
- في حالة الاستثمار في صناديق أخرى مماثلة سواء كانت مدارة من قبل مدير الصندوق نفسه أو مدراء صناديق أخرى وتكون العملة حسب عملة الصندوق المستثمر به، ولن تزيد عن 20% من صافي قيمة أصول الصندوق المستثمر به، ويتم اختيار تلك الصناديق بناء على الأداء وحجم الصندوق والمصاريف.
- لن يتم الاستثمار في الأوراق المالية

كما يجوز للصندوق التعامل مع مدير الصندوق أو أي من تابعيه كأصيل لحسابه الخاص وفقا للمادة 43 من لائحة صناديق الاستثمار، وقد يقوم مدير الصندوق باستخدام متحصلات عمليات المربحة في عمليات متنوعة منها على سبيل المثال لا الحصر تمويل عمليات الهامش لعملائه.

#### الفرع السادس: المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق

المخاطر التي يمكن أن تؤثر على قيمة الاستثمار في الصندوق هي كالاتي:<sup>1</sup>

##### أ- مخاطر عدم السداد:

هي المخاطرة التي يمكن أن تنتج عن عدم التزام الطرف الآخر في عقد المربحة بالدفع في الوقت المحدد أو التوقف عن الدفع نهائيا نتيجة لعدم قدرة الطرف الآخر من الاتفاقية على الوفاء بالتزاماته.

##### ب- مخاطر سعر الفائدة:

أرباح صفقات المربحة في هذه الصندوق مرتبطة بأسعار الفائدة على الريال السعودي وتبعاً لذلك فإن أي تغيرات على أسعار الفائدة العادية للريال سوق يكون لها تأثير على أرباح الصندوق.

1- Source: [sitt://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30](http://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30)

## ت- مخاطر السوق:

التغيرات التي تطرأ أو التقلبات الحادة في أسعار السلع والبضائع في الأسواق العالمية يكون لها تأثير على أداء الصندوق.

## ث- مخاطر الائتمان:

هي مخاطر ناتجة من خلال التعامل مع مدير الصندوق أو المؤسسات المالية الأخرى وعلى سبيل المثال لا للحصر كالإبداعات أو عمليات المراجعة، حيث أن الطرف الآخر قد لا يتقيد بالتزاماته التعاقدية مما قد ينتج عنه التخلف أو التعثر في السداد المبلغ المستثمر مما يتسبب في خسارة الصندوق ويؤثر سلباً على أداء الصندوق وانخفاض استثمارات مالكي الوحدات.

## ج- مخاطر السيولة:

وهي المخاطر التي يمكن أن تنتج عن عدم قدرة بيع الأصول وتحويلها إلى نقد عندما تستحق هذه الالتزامات للدفع بدون الأضرار إلى تكبد مصاريف أو خسائر غير مقبولة، ويتمثل الخطر الناتج عن السيولة في عدم القدرة على التداول في عقد مربحة معين بسرعة كافية لتقادي خسائر الصندوق ويؤثر سلباً على أداء الصندوق وقد يؤدي إلى انخفاض استثمارات مالكي الوحدات.

## ح- مخاطر تضارب المصالح:

تنشأ هذه المخاطر في الأوضاع التي تتأثر فيها موضوعية واستقلالية قرار مدير الصندوق بمصلحة شخصية مادية أو معنوية تهمه على حساب الصندوق مما قد يؤثر سلباً على استثمارات مالكي وحدات الصندوق

## خ- مخاطر العائد على الاستثمار:

يتأثر العائد على الاستثمار بتغير أسعار الفائدة على صفقات التمويل والمراجعة حيث قد يتم الاستثمار بناء على معدل ربح ثابت لا يتغير، وفي حال ارتفاع أسعار الفائدة قد يكون العائد أقل من سعر السوق مما يؤثر سلباً على أداء الصندوق وقد يؤدي إلى انخفاض استثمارات مالكي وحدات الصندوق مقارنة بأسعار الفائدة في السوق.

## د- مخاطر التصنيف:

سيقوم مدير الصندوق بتصنيف الأوراق المالية، كالودائع، عقود المراجحات، والصكوك داخلياً، وقد يكون هذا التصنيف غير دقيق لعدم توفر المعلومات اللازمة مما يؤدي إلى احتمالية الاستثمار مع أطراف أخرى لا تتوفر لديهم الملائمة المالية للوفاء بالتزاماتهم التعاقدية مع الصندوق مما قد ينعكس بشكل سلبي على أداء الصندوق وانخفاض استثمارات مالكي الوحدات.<sup>1</sup>

## ذ- المخاطر السياسية:

قد يتأثر أداء الصندوق بسبب حالات عدم اليقين الناتجة عن الأحداث السياسية غير المواتية التي يمكن أن تحدث على مستوى الإقليمي أو العالمي والتي يكون لها تأثير سلبي على أداء الصندوق، ويمكن للمخاطر السياسية أن تحدث كذلك نتيجة لتغير السياسات الحكومية أو فرض تشريعات جديدة يمكن أن تؤثر على التدفقات النقدية عبر الحدود وكذلك التغير في الأنظمة والتشريعات الضرائبية.

## ر- المخاطر الشرعية:

النطاق الذي يستثمر فيه الصندوق يكون محدوداً وفق ما تسمح به المعايير والضوابط الشرعية مما قد يحد من اتساع استثمارات مدير الصندوق وفي حال أصبحت إحدى المؤسسات أو الجهات التي يستثمر فيها الصندوق غير متوافقة مع بعض الضوابط الشرعية فإن الصندوق يتخلص من تلك الشركة مما يعني بيعها في ظروف استثمارية قد تكون غير ملائمة أو بسعر منخفض مما ينعكس بشكل سلبي على أداء الصندوق.

## ز- مخاطر الاستثمار في صناديق أخرى:

قد يستثمر مدير الصندوق في صناديق مماثلة والتي قد تتعرض لنفس المخاطر أو مخاطر أخرى ما يؤثر سلباً على أداء الصندوق.

## س- مخاطر الكوارث الطبيعية:

إن البراكين، الزلازل، الأعاصير والفيضانات وغيرها من الظواهر الطبيعية التي قد تتسبب بدمار للممتلكات لا يمكن السيطرة عليها، ما يؤثر سلباً على أداء الصندوق وعلى كافة القطاعات الاقتصادية والاستثمارية.

## ش- مخاطر العملة:

العملة الأساسية هي الريال السعودي ولكن من الممكن أن تكون استثمارات مدير الصندوق مع أطراف أخرى تتعامل بعملات أخرى غير عملة الصندوق الأساسية والتي قد تتأثر قيمة أصول الصندوق بشكل إيجابي أو سلبي بتقلبات أسعار صرف العملة.

## ص- مخاطر التركيز:

هي مخاطر تركيز الاستثمارات في قطاع معين أو عدة قطاعات صغيرة والتي تكمن عند عدم التنوع والتي يكون لها تأثير سلبي على أداء الصندوق.

## ض- مخاطر النظامية:

قد يتعرض الصندوق الى مخاطر نظامية بسبب التغيير في القواعد والقوانين والضريبة، حيث أن أي تغيير يطرأ قد يؤثر على إستراتيجية الاستثمار للصندوق أو تزيد نسبة التكاليف كالرسوم وغيرها مما يؤثر على أداء الصندوق.<sup>1</sup>

## ط- مخاطر الاعتماد على موظفي مدير الصندوق:

أداء الصندوق يعتمد بشكل تام على خبرات ومهارات مدير الصندوق والموظفين، وبالتالي فإن الصندوق قد يتأثر بخسارة المدراء التنفيذيين والموظفين المرتبطين بأعمال الصندوق وصعوبة توفير بديل على مستوى ذاته من الخبرة مما ينعكس بشكل سلبي على أداء الصندوق.

الفرع السابع: إنهاء الصندوق<sup>1</sup>

إذا لاحظ مدير الصندوق أن حجم أصول الصندوق تحت الإدارة غير كاف لتبرير التشغيل الدائم للصندوق أو في حالة حدوث تغيير في قانون أو النظام أو أي من الظروف الأخرى والتي يرى فيها مدير الصندوق أنها سبب مناسب لإنهاء الصندوق ويقوم الصندوق بإخطار هيئة السوق المالية وإشعار مالكي الوحدات كتابيا برغبته في إنهاء الصندوق وذلك بمدة لا تقل عن 21 يوما من تاريخ المزمع إنهاء الصندوق فيه.

في هذه الحالة يتم تصفية أصول الصندوق ويتم تسديد الديون المتعلقة بالخصوم، وتوزيع صافي الأصول المتبقية من هذه التصفية على المشاركين خلال 30 يوما من بداية التصفية وبالنسبة إلى تحملها وحداتهم منسوبة إلى إجمالي الوحدات، ويتم إصدار تأكيد من مدير الصندوق بذلك، في حالة بدء تصفية الصندوق، فإنه لن يتم عمل أي توزيعات للمستثمرين ما لم يتم تصفية كافة أصول الصندوق واستلام حصيلة التصفية بواسطة مدير الصندوق.

1- Source: [sitt://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30](http://www.tadawul.com.sa/WSP/Portal/!ut/p/04/date25/04/2023.11:30)

## المبحث الثالث: دراسات تطبيقية للعلاقة بين العائد والمخاطرة وفق نموذج

## MEDAF

سنقوم من خلال هذا المبحث بدراسة تحليلية للعلاقة التي تربط العينة المختارة من السوق المالي السعودي ممثلة في ثلاث عينات وهي محفظة مرابحات ومحفظة يقين ومحفظة مبارك بالسوق المالي، والتي تحدد لنا حجم المخاطر النظامية والغير نظامية التي تربط الطرفين.

## المطلب الأول: أداء المحافظ محل الدراسة مقارنة بال مؤشر الاسترشادي

نتطرق في هذا المطلب الى أداء المحافظ الاستثمارية محل الدراسة مقارنة بمؤشر الاسترشادي الخاص بكل منها.

## الفرع الأول: أداء محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي مقارنة بالمؤشر الاسترشادي

الجدول الموالي يبين تطور معدل عائد المحفظة للسنوات السابقة.

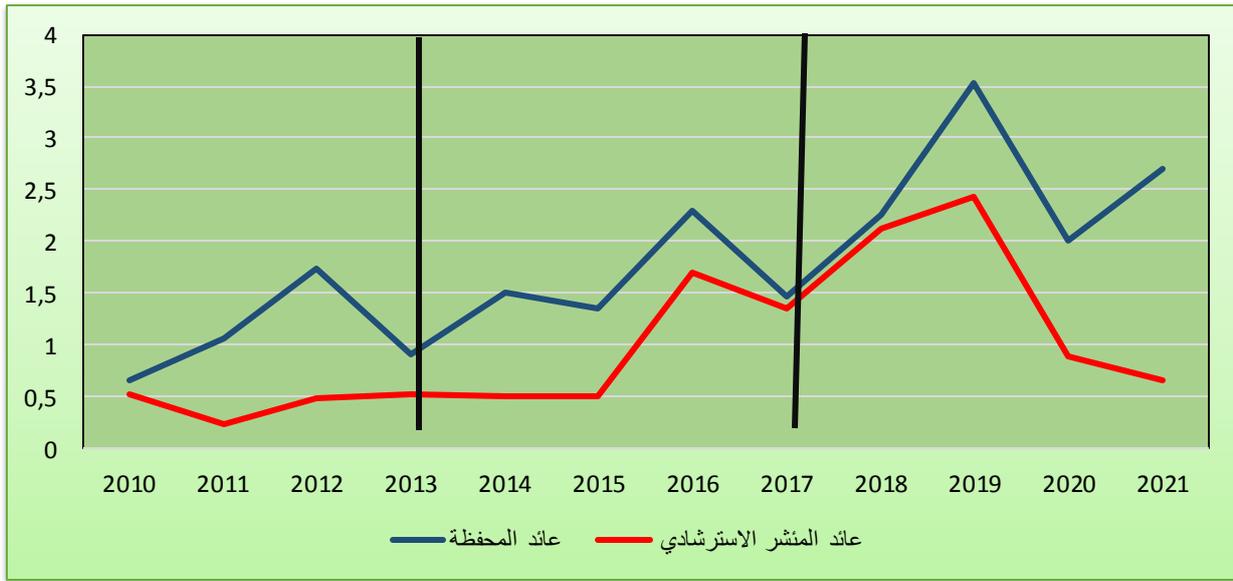
## الجدول رقم 03: يوضح عوائد محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي من 2010 إلى 2021م

السنوات	العائد المحفظة	عائد المؤشر الاسترشادي	عائد السوق
2010	0,66	0,52	13,52
2011	1,06	0,24	-0,70
2012	1,73	0,48	1,60
2013	0,91	0,52	8,57
2014	1,51	0,51	9,34
2015	1,36	0,5	25,75
2016	2,3	1,7	-12,61
2017	1,46	1,35	-24,37
2018	2,25	2,12	11,66
2019	3,52	2,44	11,88
2020	2	0,9	6,35
2021	2,7	0,65	28

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على المعطيات المنشورة على الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالية السعودي المدرجة على الموقع التالي: [www/tadawul.sa](http://www.tadawul.sa)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه التطور المستمر لعائد المحفظة وما راجع على الإجراءات والآليات المتخة من قبل المسيرين خلال تحقيق عوائد تزيد عن المؤشر المقارن للصندوق (وهو سايبور) مع السعي للمحافظة على رأس المال بالصندوق، وحسب نشرة معلومات الصندوق يستثمر الصندوق أصوله في صفقات المرابحة في السلع من خلال إدارات الخزينة بالبنوك المحلية والخليجية، وفي الصكوك الإسلامية، وفي صناديق المرابحة وصناديق المتاجرة بالسلع لدى الشركات المالية المرخصة لتحقيق أهدافه.

الشكل رقم 06: يوضح منحنى عوائد محفظة مرابحات



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على معطيات الجدول السابق رقم 03.

ومن الملاحظ أيضا من الشكل أعلاه أن معدلات عوائد المحفظة دائما إيجابية وهي أعلى من عائد المؤشر الاسترشادي، وقد سجلت الفترة ثلاث فترات كما هو موضح في الشكل إذ بلغ معدل العائد 1.73% و 2.3% و 3.52% للسنوات 2012م، 2016م، 2019م على التوالي يليه تراجع على مستوى العائد للسنوات الموالية للسنوات المذكورة، ومن جهة أخرى فإن هذا التذبذب في نسبة العائد لا يقابله إتجاه مماثل بالنسبة لعائد السوق وهو ما يدل على أن المخاطر التي تحكم المحفظة هي مخاطر غير نظامية وإنما هي في الغالب مخاطر التذبذب في أداة مالية ما بسبب التغيرات في الأسعار السائدة في السوق مثل أسعار صرف العملات الأجنبية ومعدلات الفوائد وأسعار الأسهم مما يؤثر على دخل الصندوق أو قيمة ما تمتلكه من أدوات مالية، بينما تشير التقارير الصادرة عن هيئة الإدارة إلى أن التراجع المسجل في سنة 2019 ناتج عن حالة الاضطراب التي كان سببها إنتشار فيروس (Covid19) مما تسبب في اضطرابات في الأنشطة التجارية والنشاط الاقتصادي، تعتبر إدارة الصندوق أن هذا النقشي حدث غير قابل للتعديل في الميزانية العمومية نظراً لأن الوضع متقلب وسريع التطور، ومع ذلك، لا يتوقع أن يكون لهذه الأحداث أثر جوهري على قدرة الصندوق

على الاستمرار في العمل وفقاً لمبدأ الاستمرارية، حيث أن الصندوق لديه سيولة كافية متاحة لمواصلة الوفاء بالتزاماته المالية في المستقبل المنظور عند استحقاقها.

الفرع الثاني: أداء محفظة مبارك للأسهم السعودية النقية مقارنة بالمؤشر الاسترشادي

الجدول التالي يبين تطور معدل عائد المحفظة لسنوات الدراسة مقارنة بالمؤشر الاسترشادي وعائد السوق.

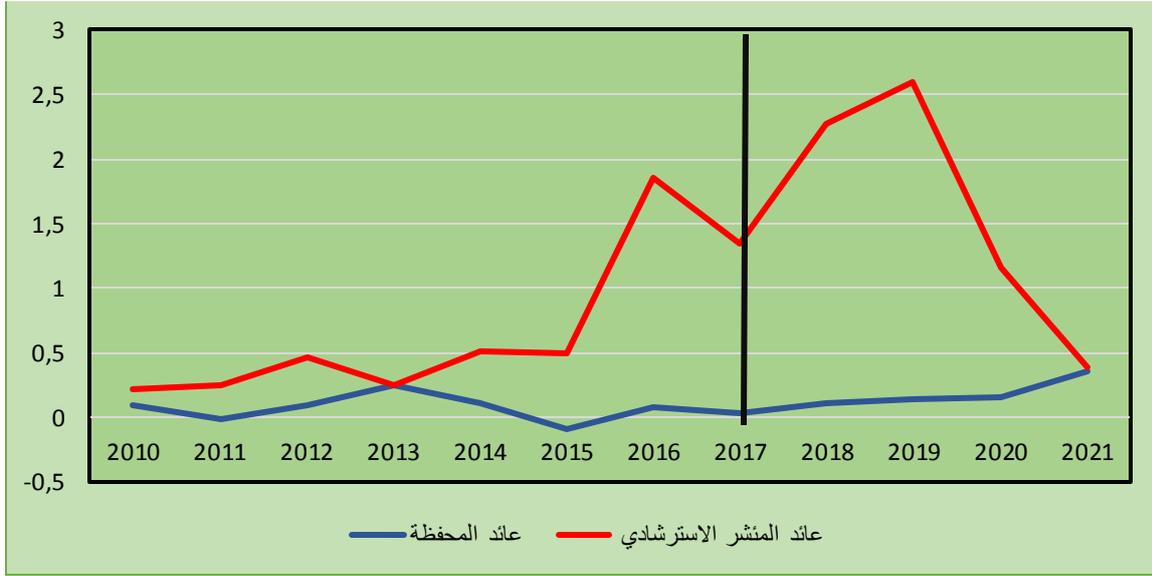
الجدول رقم 04: يوضح عوائد محفظة مبارك للأسهم السعودية النقية من 2010م إلى 2021م

السنوات	العائد المحفظة	عائد المؤشر الاسترشادي	عائد السوق
2010	0.09	0.21	13.52
2011	-0.02	0.24	-0.70
2012	0.09	0.47	1.60
2013	0.25	0.25	8.57
2014	-0.10	0.51	9.34
2015	0.10	0.50	25.75
2016	0.08	1.86	-12.61
2017	0.03	1.34	-24.37
2018	0.11	2.28	11.66
2019	0.14	2.59	11.88
2020	0.15	1.16	6.35
2021	0.36	0.38	28

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على المعطيات المنشورة على الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالية السعودي المدرجة على الموقع التالي: [www.tadawul.sa](http://www.tadawul.sa)

من خلال الجدول نلاحظ وجود تذبذب في نسب العائد التي حققتها المحفظة خلال الفترة وهي معدلات لم ترتقي إلى المعدلات المسجلة من قبل المؤشر الاسترشادي الذي يعتبر الموجه الأساسي للمحفظة، وهذا راجع بشكل أساسي إلى اعتماد إدارة المحفظة في سياسة على تكوين محفظة من الأدوات المالية ذات المخاطر المنخفضة، وفي المقابل فإن التذبذب المسجل خلال فترة الدراسة هو ناتج عن التذبذب في السوق المالي وهو ما نلاحظه من خلال الجدول إذ أن كل ارتفاع أو إنخفاض للعوائد المسجلة من قبل المحفظة يقابلها ارتفاع أو إنخفاض في العوائد المسجلة من قبل السوق المالي، وهو ما يدل على نجاعة الاجراءات والسياسات المتخذة من قبل إدارة المحفظة للتحكم في المخاطر الغير منتظمة والتي تمس المحفظة دون غيرها.

الشكل رقم 07: يوضح منحني عوائد محفظة مبارك



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على معطيات الجدول السابق رقم 04.

من خلال الشكل أعلاه نميز مرحلتان أساسيتان، المرحلة الأولى من سنة 2010م إلى سنة 2015م إذ من الملاحظ التقارب في أداء المحفظة مع أداء المؤشر الاستراتيجي لأقل من 0.5% لكلا الطرفين وهو ما يدل على أن سياسة المحفظة في إختيار الأدوات المالية المكونة للمحفظة تتواءم مع الاتجاه العام للمؤشر الاستراتيجي، بينما المرحلة الثانية فهي من سنة 2016م إلى سنة 2021م فمن الملاحظ الفرق الشاسع في أداء كلى المحفظتين، فبالنسبة للمؤشر الاستراتيجي فقد إتخذ نهجا معاييرا في سياساته التي تقوم على إختيار الأدوات ذات المخاطر المرتفعة والتي تحقق بدورها عوائد مرتفعة، في حين فإن محفظة مبارك ظلت على نفس السياسة المنتهجة والقائمة على إختيار الأدوات المالية التي تحقق لها عوائد أقرب إلى الثبات وذات مخاطر منخفضة.

الفرع الثالث: أداء محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي مقارنة بالموشر الاسترشادي  
الجدول الموالي يبين معدل عائد المحفظة للسنوات الاثنتي عشر السابقة:

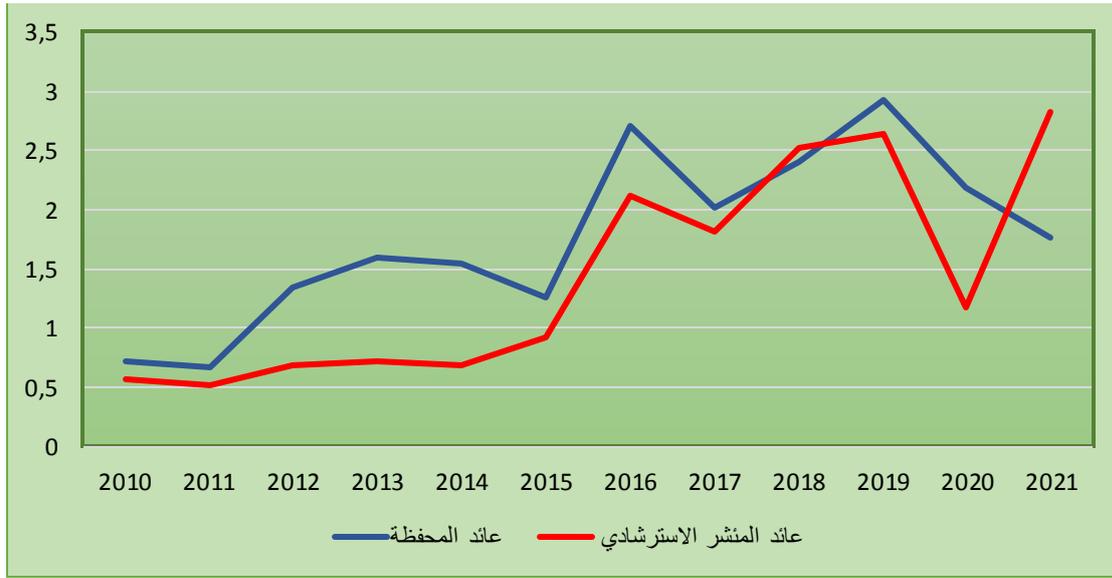
الجدول رقم 05: يوضح عوائد محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي 2010م إلى 2021م

السنوات	العائد	العائد الإرشادي	عائد السوق
2010	0,72	0,56	13,52
2011	0,66	0,51	-0,70
2012	1,35	0,69	1,60
2013	1,6	0,72	8,57
2014	1,55	0,69	9,34
2015	1,25	0,92	25,75
2016	2,7	2,11	-12,61
2017	2,02	1,82	-24,37
2018	2,4	2,53	11,66
2019	2,92	2,64	11,88
2020	2,18	1,17	6,35
2021	1,77	0,82	28

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على المعطيات المنشورة على الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالية السعودي المدرجة على الموقع التالي: [www/tadawul.sa](http://www.tadawul.sa)

من الملاحظ من خلال الجدول أعلاه أن المخاطر التي تتعرض لها المحفظة هي مخاطر غير نظامية وذلك نتيجة لعدم التجانس في أداء المحفظة مع أداء السوق المالي، وهذا يعني أن المخاطر التي تتعرض إليها المحفظة والتي تسعى إدارة المحفظة من التقليل منها هي غير تلك التي يتعرض لها السوق المالي وإنما هي كامنة في الأدوات المالية المكونة للمحفظة.

الشكل 08: يوضح منحني عوائد محفظة يقين



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على معطيات الجدول السابق رقم 04.

نلاحظ من الشكل أعلاه تقارب الاتجاه العام لكل من أداء المحفظة أداء المؤشر الاسترشادي وهو ما يدل على نجاعة إدارة المحفظة في إختيار الأدوات المالية التي تحقق لها الأهداف المسطرة سلفا، ومن الملاحظ أيضا ان معدلات عوائد المحفظة دائما ايجابية، وهي أعلى من عائد مؤشر الاسترشادي باستثناء عام 2018م أين سجلت المحفظة عائد قدر بـ 2،4% متراجعة عن عائد المؤشر بـ 0،13%، وهذا راجع إلى الإجراءات المتخذة من قبل إدارة المحفظة والمتمثلة في إجراء تعديلات على معايير الدولية للقوائم المالية المعمول بها من قبل إدارة المحفظة.

وقد سجلت المحفظة أفضل عائدها سنة 2019م حيث سجلت عائدا يقدر بـ 2،92% مقارنة بـ 2،64% للمؤشر الإرشادي، وقد سجلت المحفظة أكبر فارق إيجابي بين عائدها وعائد المؤشر سنة 2020م أين سجلت المحفظة عائد 2،18% مقابل 1،17% للمؤشر الإرشادي بفارق 1،01%، وهذا ما يدل على نجاعة الإدارة في إتخاذ الأدوات والإجراءات المناسبة للتقليل من المخاطر وتحقيق عوائد مقبولة.

### المطلب الثاني: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

بما أن المستثمرين يلجأون عادة إلى أسلوبين أساسيين لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية، فإذا كان المبتدئون منهم يعتمدون الأسلوب البسيط المبني على معدل العائد المحقق فقط، نجد أن المستثمرين ذوي الخبرة يلجأون إلى استخدام الأسلوب المزدوج الذي يجمع بين العائد والمخاطرة في تقييم أداء المحفظة خصوصا مقياس شارب ومقياس ترينور في هذا المطلب سنتطرق لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية محل الدراسة بالأسلوب البسيط أولا ثم بمقياس شارب، ومقياس ترينور آخرا.

## الفرع الأول: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالأسلوب البسيط

الجدول رقم 06: يوضح عوائد المحافظ المالية بأسلوب البسيط.

العائد المتوسط	المحافظة الاستثمارية
1,788333	محفظة مرابحات
10,7466	محفظة مبارك
1,76	محفظة يقين

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على معطيات الجداول 3 و4 و5.

يتضح من خلال الجدول أعلاه باستخدام الأسلوب البسيط المعتمد على معدل العائد المحقق فقط بغض النظر عن التكاليف التي يتحملها المستثمر نجد أن محفظة مبارك هي الأفضل كونها الأعلى عائداً بـ 10,7466 تليها في المركز الثاني محفظة مرابحات بعائد قدره 1,788333 وأخيراً محفظة يقين التي حققت عائداً مساوياً لـ 1,76.

## الفرع الثاني: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مؤشر شارب

الجدول رقم 07: يوضح عوائد المحافظ المالية باستخدام مؤشر شارب

مؤشر شارب	الانحراف المعياري	العائد المتوسط	المحافظ الاستثمارية
2,695708	1,02959	1,788333	محفظة مرابحات
7,840228	0,71424	10,7466	محفظة مبارك
3,412837	0,63028	1,76	محفظة يقين

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على معطيات الجداول 3 و4 و5.

بما أن مؤشر شارب يحسب انطلاقاً من قسمة متوسط العائد على الانحراف المعياري وطالما أن المحافظ الاستثمارية المختارة موافقة للشريعة الإسلامية فهي مكونة من أوراق مالية ذات مخاطر وخالية تماماً من الأوراق المالية الخالية من المخاطر ويتضح لنا من خلال الجدول أعلاه أفضل محفظة استثمارية بناءً على مؤشر شارب هي محفظة مبارك بأعلى عائد هو 7,840228 متبوعاً بمحفظة يقين في المرتبة الثانية بعائد يساوي 3,412837 ثم أخيراً محفظة مرابحات بعائد قدره 2,695708.

الفرع الثالث: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مؤشر ترينور

الجدول رقم 08: يوضح عوائد المحافظ المالية باستخدام مؤشر ترينور

مؤشر ترينور	B	العائد المتوسط	المحفظة الاستثمارية
1,226482	0,014581	1,788333	محفظة مرابحات
0,120653	0,8907	10,7466	محفظة مبارك
1,73999	0,010115	1,76	محفظة يقين

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على معطيات الجداول 3 و4 و5.

يتبين من الجدول أعلاه أن أعلى عائد على الاستثمار باستخدام أسلوب ترينور هذا الأخير الذي يوضح لنا نسبة المخاطر المنتظمة الممثلة ببيتا إلى عائد المحفظة، قد حققته محفظة مبارك بمعدل 0,120653 ثم تليها محفظة مرابحات بمعدل يقدر بـ 1,226482 وأخيرا محفظة يقين لتحقيقه لمعدل عائد مساوي لـ 1,73999.

الفرع الرابع: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مؤشر جونسن

الجدول رقم 09: يوضح عوائد المحافظ المالية باستخدام مؤشر جونسن

مؤشر جونسن	المحفظة الاستثمارية
1.69707	محفظة مرابحات
10.68073	محفظة مبارك
-4.90185	محفظة يقين

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على معطيات الجداول 3 و4 و5.

يتبين لنا من الجدول أعلاه أن عائد الاستثمار باستخدام مقياس جونسن الذي يقيس قدرة مدير المحفظة فإن محفظة مبارك قد حققت أفضل عائد بمعدل 10.68073 ثم تليها محفظة مرابحات بمعدل يقدر بـ 1.69707 وأخيرا محفظة يقين لتحقيقه لمعدل عائد مساوي لـ (-4.90185).

من الملاحظ أنه في كل المقاييس التي تم الاستعانة بها سالفًا فإن محفظة مبارك كانت في المرتبة الأولى تم تليها محفظة مرابحات ومن ثم محفظة يقين.

المطلب الثالث: تقييم أداء المحافظ وفق نموذج MEDAF

الفرع الأول: التعريف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (medaf)

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية medaf أول نموذج يوضح العلاقة بين العائد المتوقع للأصل وخطره (خطر نظامي) وقد جاء هذا النموذج كثمرة لجهود عدة باحثين من خلال أعمالهم المتفرقة هم " جاك وترينور (1962)، "ويليام شارب" (1964)، "جون لينتر" (1965) " جان موسان " (1966)....، وبالرغم

من ظهور عدة نماذج أخرى وتضح العلاقة السابقة ، الا ان medaf لا يزال يحتل الصدارة ، كما انه يعد النموذج المرجعي والاكثر استعمالا في اغلب المؤسسات لتقدير تكلفة رأس المال. كما أن "نموذج تسعير الأصول المالية capm يقوم على فكرة العلاقة بين العائد والمخاطرة، ولقد قدم ويليام شارب هذا النموذج عام 1964م لاستخدامه كأساس لتقييم الإستثمارات في الأوراق المالية"..... حيث يعتبر من الأدوات التحليل التي تأخذ بعين الإعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة الملازمة لهذا الأسهم عندما يتم الإحتفاظ به كجزء من المحفظة المالية المتنوعة.

إن المخاطر التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطر السوقية والتي تقاس بمعامل بيتا، ويقصد بمخاطر السوق تلك المخاطر التي تترك أثارها على جميع الأوراق المالية نتيجة عوامل مشتركة إقتصادية وسياسية وإجتماعية وغيرها حيث تصيب الإقتصاد الوطني ككل ولا يمكن تجنبها من خلال التنويع في الأوراق المالية، ويقوم هذا النموذج على تحديد معدل العائد المتوقع المطلوب من قبل المستثمرين في الأوراق المالية.

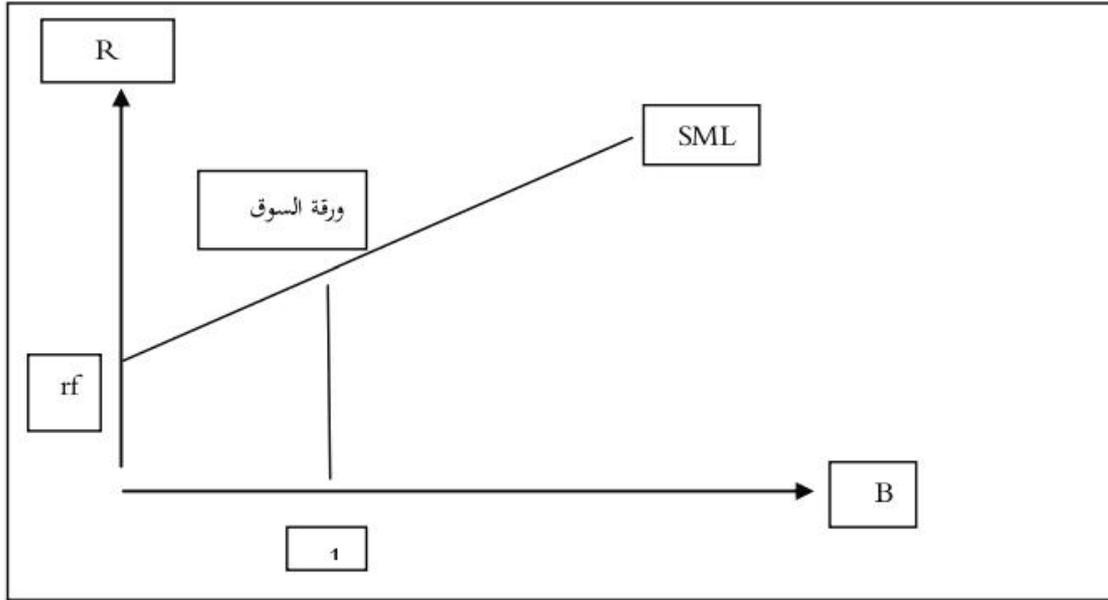
يقوم نموذج تسعير الأصول المالية على ثلاث فرضيات أساسية هي :

- يتميز السوق المالي بالمنافسة التامة.
- يمتلك المستثمرين نفس التوقعات حول العوائد المنتظرة وذلك راجع لتجانس المعلومة إن الإسهام الرئيسي الذي قدمته نظرية المحفظة يتمثل بتحديد معدل المردودية المطلوب من قبل المساهم، وهو عبارة عن المجموع الجبري لمعدل المردودية بدون مخاطرة كتعويض عن عنصر الزمن، وتهتم نظرية توازن الأصول الرأسمالية التي تتشكل منها محفظة الأوراق المالية بالإستثناء على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة بيتا ( $\beta$ ).

ويمكن إظهارها في العلاقة الخطية التالية بين العائد المتوقع والمعامل بيتا من خلال خط ينطلق من الاصل عديم الخطر ( $B=0$ ) ويمر بورقة السوق ( $B=1$ ) يطلق على هذا الخط إسم خط سوق رأس المال أو خط الأصول لأن جميع الأصول تظهر عليه من خلال علاقتها مع بيتا  $\beta$ .

وهذا ويمكن توضيحه من خلال الشكل التالي :

الشكل 09: يوضح خط سوق رأس المال (sml) وفق نموذج medaf



المصدر: لعروسي بلخير، تقدير العائد والمخاطر للاستثمار وفق نموذج MEDAF مع خطأ GARCH-M حالة سوق السعودية لأوراق المالية (للفترة من 2010 إلى 2015)، مذكرة ماستر، شعبة علوم تجريبية، تخصص التقنيات الكمية في المالية، سنة 2016/2015، ص 12.

وتمت صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالمعادلة التالية:

$$R_i = rF + \beta_i(R_m - rF) \dots \dots \dots (06)$$

حيث أن

$R_i$ : معدل العائد المطلوب على السهم.

$rF$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$R_m$ : معدل العائد على محفظة السوق.

$\beta_i(R_m - rF)$ : الخطر النظامي.

$(R_m - rF)$ : علاوة خطر السوق

$(R_i - rF)$ : علاوة مخاطرة الأصل.

$\beta$  معامل المخاطر بين حساسية معدل المردودية لسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائدة فيالسوق.

ويحسب معامل بيتا بالعلاقة التالية. Tapez une equation ici.

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{\delta^2(R_m)} \dots \dots \dots (07)$$

حيث أن:

$\beta$  معامل المخاطر بين حساسية معدل المردودية لسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائدة فيالسوق.

$\delta^2(R_m)$  إنحراف عائد السوق.

$COV (R_i, R_m)$  التباين بين عائد الورقة المالية وعائد السوق .

إن معامل  $\beta$  يقيس المخاطر المنظمة والمخاطر السوقية أي يبين لنا مدى الارتباط بين مردودية السوق ومردودية الورقة المالية.

الفرع الثاني: انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (medaf)

1- نموذج medaf ما هو إلا تطوير لنظرية المحفظة، والخطر قائم لا محال والإعتماد على نظرية السوق الكفاء التي تبقى كنظرية.

2- الاعتماد على البيانات التاريخية وكذا الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المردودية.

3- فرضية استقرار بيتا ، فنموذج تسعير الأصول هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية ويسمح بتحديد المردودية المتوقعة كدالة في المخاطر النظامية ،ومن ثم يستوجب حساب بيتا التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن.

4- يرفض النموذج المستثمرين ممن يقبلوا بعوائد قليلة في مقابل التعرض لمخاطر شديدة.

5- يفترض النموذج أن عوائد الأسهم تتأثر بنوع معين من المخاطر وهي المخاطر النظامية، في حين يتجاهل المخاطر غير النظامية.

6- يفترض النموذج أن لجميع المستثمرين قدرات متساوية في الحصول على المعلومات (فرضية تجانس توقعات المستثمرين)، لكن لا يمكن تحقق هذا الفرض في الواقع لأن السوق لا تتمتع بكفاءة تامة.

الفرع الثالث: دراسة تطبيقية على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (medaf)

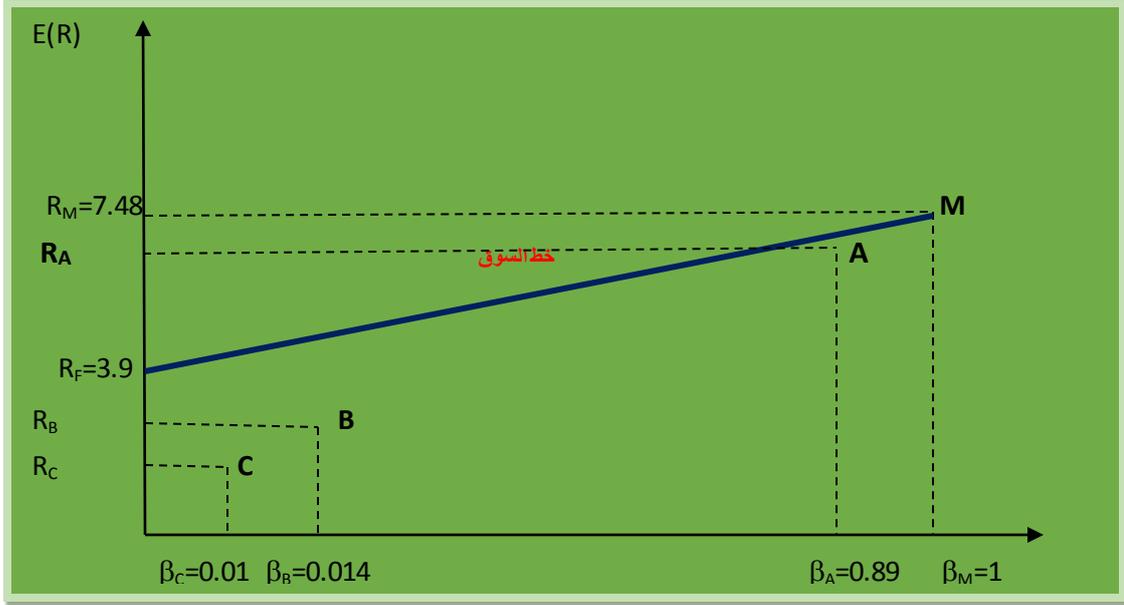
الجدول رقم (10): يوضح النتائج التطبيقية لنموذج (medaf) على عينة الدراسة

المحافظ الاستثمارية	□	عائد السوق	مخاطر السوق	Medaf
محفظة مرابحات (B)	0.014581	7.487	70.61204	0.10917
محفظة مبارك (A)	0.8907	7.487	70.61204	6.66867
محفظة يقين (C)	0.010115	7.487	70.61204	0.07573

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على مخرجات الجداول رقم 7 و8 و9.

من الملاحظ من خلال الجدول أعلاه أن محفظة مبارك حققت أعلى عائد من بين المحافظ المختارة للدراسة إذ حققت عائد يقدر بـ 6.66% بمخاطرة 0.89% وهو ما يشير إلى أن المحفظة تتضمن في مكوناتها أدوات مالية ذات مخاطر مرتفعة مما نتج عنه عوائد مرتفعة تكاد تكون ممثلة بمحفظة السوق، في حين تشير النتائج المحصل عليها في الجدول أن كلا المحافظتان المتبقيتان تعتمد في أدائها على الأدوات المالية ذات المخاطر المنخفضة والتي تحقق بدورها عوائد منخفضة.

الشكل رقم (10): يوضح العائد والمخاطرة لعينة الدراسة وخط سوق رأس المال وفق نموذج medaf



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (10)

نلاحظ من المنحنى أعلاه أن محفظة يقين والممثلة بالنقطة (C) حققت عائد أقل من عائد السوق وتحملت مخاطرة أقل من مخاطرة السوق لأنها تعتبر من فئة الاستثمارات منخفضة المخاطر حيث يقتصر عملياتها على عمليات المتاجرة في السلع مع أطراف تتمتع بسمعة جيدة وذات مركز مالي سليم، وبالنسبة لمحفظة مرابحات والممثلة بالنقطة (B) حققت عائد أقل من عائد السوق وتحملت مخاطرة أقل وذلك لأن الاستثمار فيها ينطوي على مخاطر منخفضة عموماً، نظراً لكون المحفظة تستهدف الإستثمار في أدوات سوق النقد قصيرة الأجل والتي تتسم بإنخفاض مخاطر الإستثمار فيها، أما محفظة مبارك قد حققت عائد أكبر يكاد يكون مساوياً لعائد السوق إذ تحملت مخاطرة أكبر من مخاطرة السوق لأنه من فئة المحافظ ذات المخاطر المرتفعة لأنه يستثمر أمواله في سوق الأسهم الذي يتميز بمعدل سيولة كبيرة وطويلة الأجل، بما يمكن معه بيع وشراء الأسهم بدون أي تغيرات كبيرة في الأسعار خلال فترة زمنية قصيرة جداً

## خلاصة الفصل:

خصصنا هذا الفصل لتناول الجانب التطبيقي لدراسة وذلك بإسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي حيث كان السوق المالي السعودي هو بيئة الدراسة، وكان الهدف الأساسي من وراء هذا البحث هو تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وتحليلها بالاعتماد على المؤشرات أسعار الأسهم الشركات التي أخذناها كعينة دراسة وذلك باستخدام أدوات كمية.

وفي الأخير قمنا بتحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها انطلاقاً من المعطيات التي تمت معالجتها، حيث بينت الدراسة ان هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطر في سوق السعودية للأوراق المالية.

# الخاصة العامة

من خلال دراستنا الموضوع العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم وفق نموذج MEDAF في السوق المالي السعودي كان الهدف الأساسي تقييم وتحليل العلاقة بين مخاطر المحفظة المالية وأسعار الأسهم بالاعتماد على مؤشرات وعوائد المحافظ التي أخذناها كعينة دراسة وذلك باستعمال نماذج وأساليب إحصائية (نموذج MEDAF أسلوب شارب، ترينور...).

وتوصلنا من خلال الدراسة إلى مجموعة من النتائج وقمنا باقتراح عدة توصيات وهي كالتالي:

#### أولاً: نتائج الدراسة

من خلال هذه الدراسة تولنا إلى العديد من النتائج نصيغ أهمها في ما يلي:

- تنقسم المخاطر إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية والمخاطر غير المنتظمة نستطيع التحكم فيها من خلال التنويع الجيد والكفاء؛
- الهدف من استخدام نموذج توزيع الأصول الرأسمالية هو تحديد التوليفة من الاستثمارات التي تحقق للمستثمر أكبر عائد عند مستوى مقبول من المخاطرة؛
- يمكن قياس المخاطر الكلية (المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة) عن طريق معاملات إحصائية أشهرها التباين، معامل الارتباط الانحراف المعياري، بيتا؛
- يعتبر نموذج توزيع الأصول الرأسمالية النموذج الرائد في عملية تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة؛
- أسعار الأسهم في بورصة السعودية لا تتحرك عشوائياً وإنما تأخذ أشكالاً وأنماطاً معينة؛
- من عوامل الاستثمار الجيد والفعال هو التحليل الجيد للبيئة المراد الاستثمار فيها ومعرفة الظروف المحيطة بها؛
- عند اتخاذ أي قرار استثماري يجب أخذ عنصر المخاطرة بعين الاعتبار؛
- هناك علاقة طردية بين العائد المخاطرة، أي كلما زاد طموح المستثمر لتحقيق عائد أعلى كلما توجب عليه تحمل أعلى مخاطرة؛
- هناك عدة أدوات إحصائية لدراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة لكن الأمثل والانسب للدراسة في البيئة السعودية هو نموذج medaf؛

#### ثانياً: اختبار الفرضيات

- **الفرضية الأولى:** توجد علاقة بين عائد المحفظة وعائد المؤشر الاسترشادي حيث تعتمد المحفظة في قياس أدائها غالباً على المؤشر الاسترشادي وتهدف إدارة المحفظة أن يتفوق أدائها على أداء المؤشر الاسترشادي كعامل من عوامل تقييم نجاحها ويمكن للمستثمر أن يضيف إلى ذلك مقارنة أداء المحفظة مع المحافظ المشابهة الأخرى ومنه تقبل الفرضية الثالثة وهكذا قد أجبنا على الإشكالية الأولى.
- **الفرضية الثانية:** تم التوصل إلى أن التحكم في المخاطر الغير نظامية المصاحبة لكل عملية استثمارية يتم عن طريق تحديد التوليفة المناسبة من الاستثمارات من خلال التنويع الجيد والإدارة الرشيدة ومنه نقبل الفرضية الأولى أي نثبتها وبذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الثانية.

➤ **الفرضية الثالثة:** من خلال الجانب التطبيقي تم استنتاج أن المخاطر المنتظمة كما جاء بها نموذج MEDAF في صيغته التقليدية، والتي يعبر عنها من خلال حساسية عوائد الأصل المالي للتغير نسبة إلى تغير عائد السوق، محددًا رئيسياً لقيمة الأصل المالي في النموذج المقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، فقد تتحقق ذلك وأثبتت أن المخاطر النظامية تؤثر أكبر في البيئة السعودية من المخاطر غير النظامية (الانحراف المعياري)، حيث يصعب على المستثمر تحديد العائد المتوقع لتقدير المخاطر المحيطة بهذا العائد، ومن خلال نموذج توازن الأصول المالية نلاحظ أن المحافظ المالية المدرجة تستجيب لمخاطر السوق مقارنة بعوائدها، ومنه نستنتج أن لنموذج MEDAF قدرة في تحديد أسعار الأسهم في سوق السعودية المالي. ومنه نقبل الفرضية الثالثة، وبالتالي نكون قد أجبنا على الإشكالية الثالثة.

ومن خلال إثبات الفرضيات والإجابة على الأسئلة الفرعية لدراسة نكون بذلك قد أجبنا على الإشكالية الرئيسية: أن لنموذج MEDAF القدرة على تفسير طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحافظ المالية في السوق المالي السعودي.

#### ثالثاً: توصيات الدراسة

وفقاً لما تم عرضه في الإطار النظري من هذه الدراسة والقيام بالدراسة التطبيقية والتطرق لاهم النماذج لقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة وبعد استخلاص النتائج وإثبات الفرضيات يمكننا اقتراح التوصيات التالية:

- على إدارات المحافظ الاستثمارية أن تضع إدارة متخصصة في دراسة حركة السعر يقوم عليها أصحاب خبرة في هذا المجال؛

- ضرورة تضمين التقارير المالية التي تنشرها الشركات المدرجة في البورصة السعودية معلومات تتعلق بتوقعات الأرباح المستقبلية وذلك لمساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة؛
- ضرورة العمل على التحديث الدائم للمعلومات المنشورة في السوق المالي ونشرها إلى الجميع حتى يمكن الاستفادة منها بشكل فعال وبأقل تكاليف؛

- التوسيع القطاعي في سوق السعودية المالي، يهدف جلب الاستثمارات الخارجية؛
- الدراسة بالمراجعة المستمرة للمعلومات المالية المنشورة لتأكد من دقتها حيث يتم الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة؛

- ينبغي على المستثمر قبل اتخاذ أي قرار استثماري تحديد الأهداف التي يرغب في تحقيقها من وراء العملية الاستثمارية، كذلك تحديد مستوى الخطر الذي يستطيع تحمله؛

- إلزامية الإطلاع وتحليل نشرات الدورية للأسهم المراد الاستثمار فيها ليكون الاختيار موفق.

#### رابعاً: آفاق الدراسة

- إجراء الدراسة باستعمال أساليب وطرق أخرى وذلك لضبط نتائج الدراسة،
- إجراء دراسات لسنوات طويلة وعدد كبير من الشركات ولقطاعات اقتصادية مختلفة وذلك للخروج بنتائج أكثر دقة في المستقبل؛

- محاولة تطبيق هذا النموذج على بورصة الجزائر.

# قائمة المراجع

1. المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

- 1- أحمد محمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، 2019.
- 2- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة 1، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 3- شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، الطبعة 1، دار المسيرة لنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 4- شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية، الطبعة 1، دار المسيرة لنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- 5- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة 1، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، 2013، ص 41.
- 6- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة 1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 7- حاكم الربيعي، المشتقات المالية، الطبعة 1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان 2011.
- 8- دريد كامل الشبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري الطبعة 1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2016.

ثانياً: المجلات العلمية

- 1- إبراهيم علي عبد الله القاضي، أثر جاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية، دراسة إختبارية على البنوك التجارية الأردنية لفترة 2012، 2014، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، 2016.
- 2- إلياس خيضر الحمودني، فاعلية التنوع في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية، دراسة في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مجلة تنمية الراقدين، مجلد 35، عدد 112، 2013.
- 3- جماز عبد الله المسيحي، سوق الأسهم السعودي، مسيرة حافلة بالتطوير والإنجازات، مجلة تداول السوق المالي السعودي، هيئة السوق المالي، العدد 2، 2002.
- 4- ربيعة عبو، أثر خطر الصرف على خصائص المحفظة الاستثمارية، بناء محفظة أسهم دولية في السوق السعودية، استخدام البرمجة التركيبية، مجلة الاقتصاد المالية (GEF)، المجلد 8، العدد 1، 2022.
- 5- سحنون محمد، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 31، جوان 2009.
- 6- عبو عمر، مؤشر تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة في السوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 1، مارس 2017.
- 7- مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، سوق الأسهم السعودي 20 عام، العدد الثاني عشر، ربيع 2005.
- 8- طراد خوجة هشام، دور المحفظة المالية في إدارة المخاطر بالبنك الخارجي الجزائري BEA وكالة سوق أهراس، مجلة ارتقاء للبحوث والدراسات الاقتصادية، المجلد 2، العدد 2، ديسمبر 2021.

ثالثاً: المحاضرات والأبحاث العلمية

1. صالح إبراهيم سحيباني، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، علاقة الارتباط والسببية، ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودي بعنوان الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية بمركز الملك فهد الثقافي الرياض، أيام 2،3،4، جويلية، 2007.
2. عبد الله محمد المالكي، سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، ورقة بحث مقدمة خلال لقاء الخامس عشر لجمعية اقتصاد سعودي بالتعاون مع هيئة السوق المالي، تحت عنوان <>السوق المالي السعودي الواقع المأمول الرياض، السعودية، 15 نوفمبر 2005.
3. العمراوي حنان، مطبوعة الدعم البيداغوجي في مقياس إدارة المحافظ المالية، موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، 2017-2018.
4. نصر الدين بوعمامة، إدارة المحافظ الاستثمارية، موجهة لطلبة الماستر، تخصصات إدارة مالية، ومالية المؤسسة واقتصاد نقدي وبنكي، 2020، 2021.

ثالثاً: المذكرات الجامعية

- 1- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلو التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2007.
- 2- سليمة حشايشي، نموذج مقترح لتقييم الأصول الرأسمالية في الأسواق المالية العربية، دراسة قياسية أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتورا، علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، 2018.
- 3- عائشة حيمور، هاجر حيمور، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة، مذكرة ماستر، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة 2016/2015.
- 4- عائشة حيمور، هاجر حيمور، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة، مذكرة ماستر، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة 2016/2015.
- 5- عائشة حيمور، هاجر حيمور، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة، مذكرة ماستر، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة 2016/2015.
- 6- لعروسي بلخير، تقدير العائد والمخاطر للاستثمار وفق نموذج MEDAF مع خطأ GARCH-M حالة سوق السعودية للأوراق المالية (للفترة من 2010 إلى 2015)، مذكرة ماستر، شعبة علوم تجريبية، تخصص التقنيات الكمية في المالية، سنة 2016/2015.

المواقع الإلكترونية:

1 - موقع تداول السعودي [www/tadawul.sa](http://www.tadawul.sa)