

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة دكتور مولاي طاهر بسعيدة



كلية: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

قسم: العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة التخرج لنيل شهادة ماستر أكاديمي تخصص مالية وبنوك بعنوان:

تكوين محفظة استثمارية مثلى

دراسة حالة لعينة مدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال

الفترة 2020-2023

تحت اشراف استاذ:

د. رفاة ابراهيم

اعداد الطالب:

هشام مسعودان

لجنة المناقشة:

رئيسا

أستاذ محاضر أ

د. مسكين الحاج

مشرفا

أستاذ التعليم العالي

د رفاة ابراهيم

ممتحنا

أستاذ محاضر

د. بلهادي عبد القادر

2023/2024

سورة الاحقاف

شكر و عرفان

الحمد لله الحميد الصمد العظيم الشأن أحمدده سبحانه على توفيقه وتيسيره لأمرى،
فله كل الحمد والشكر والثناء الحسن، وأصلي وأسلم على الرحمة المهداة النبى
الكريم محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه الطيبين الطاهرين ومن تبع
هداه إلى يوم الدين.

فى هذا المقام لا يسعنى إلا أن أتقدم بالشكر الجزيل للوالدة الكريمة حفظهما الله
تعالى لما لها من فضل على، ولا أنسى فى مقام الشكر هذا أن أتقدم بجزيل الشكر
للدكتور "رفافة إبراهيم" أولاً على قبوله الاشراف على وثانيا لما لاقيته منه من
حسن الاستقبال وجودة النصح والتوجيه. كما أتقدم بالشكر إلى من عرفنا بهم القدر
وتحلوا بالإخاء، وتميزوا بالوفاء "بال محمد وبن عيسى ياسين".

كما لا يفوتنا أن نشكر لجنة المناقشة لتقييمها لهذه المذكرة.

والشكر الجزيل لمن قدم لنا يد العون بأسلوب أو بآخر.

وفى الأخير فإن هذا العمل المتواضع الذى تحررنا فيه الصدق فى القول والأمانة فى
النقل فإننا نرجو به النفع، فإن أصبت فمن الله العزيز الحكيم، وإن أخطأت فمن
نفسى ومن الشيطان.

قائمة المحتويات

الفهرس

الصفحة	قائمة المحتويات
/	اهداء
/	ملخص
/	قائمة المحتويات
/	قائمة الجداول
/	قائمة الاشكال
/	قائمة المختصرات
/	قائمة الملاحق
١ - ج	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى	
1	تمهيد الفصل
2	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار
2	المطلب الأول: عموميات حول الاستثمار
2	فرع 1: مفهوم عام حول الاستثمار
3	فرع 2: المقومات الأساسية للاستثمار
6	المطلب الثاني: مجالات الاستثمار
6	فرع 1: الاستثمار عبر شركات الاستثمار
6	فرع 2: الاستثمار بالإصدارات العالمية
8	المطلب الثالث: أدوات الاستثمار المالية
9	فرع 1: الأوراق المالية
14	فرع 2: وثائق صناديق الاستثمار
20	المبحث الثاني: تكوين محفظة استثمارية مثلى

	المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية
20	فرع 1: مفهوم المحفظة
20	فرع 2: مفهوم المحفظة الاستثمارية
22	فرع 3: اهداف المحافظ الاستثمارية
23	فرع 4: أنواع المحافظ الاستثمارية
26	المطلب الثاني: تشكيل محفظة استثمارية
30	فرع 1: مبادئ تشكيل محفظة استثمارية
31	فرع 2: سياسات تشكيل محفظة استثمارية
33	فرع 3: محددات تشكيل محفظة استثمارية
34	المطلب الثالث: خطوات تكوين محفظة استثمارية مثلى
34	فرع 1: مراحل بناء محفظة استثمارية مثلى
39	فرع 2: مواصفات محفظة استثمارية مثلى
40	فرع 3: استراتيجية التنوع في المحفظة
44	فرع 4: نماذج تقييم المحافظ الاستثمارية
48	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: الجانب النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى	
49	تمهيد الفصل
50	المبحث الاول: تقديم عام لسوق الأوراق المالية السعودية
50	المطلب الاول: تعريف سوق الأوراق المالية السعودي
52	فرع 1: نشأة سوق الأوراق المالية السعودي
54	فرع 2: مفهوم سوق الأوراق المالية السعودي
54	المطلب الثاني: خدمات واهداف سوق الأوراق المالية السعودي
55	فرع 1: خدمات سوق الأوراق المالية السعودي

56	فرع 2: اهداف سوق الوراق المالية السعودي
56	المطلب الثالث: الهيئات المشكلة للنظام المالي السعودي
56	فرع 1: هيئة السوق المالية
56	فرع 2: شركة السوق المالية السعودي
57	فرع 3: مركز إيداع الأوراق المالية
57	فرع 4: لجنة الفصل في المنازعات الخاصة للأوراق المالية
58	فرع 5: الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة
59	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
60	المطلب الأول: عينة وأدوات الدراسة
61	المطلب الثاني: متغيرات الدراسة
69	المبحث الثالث: عرض نتائج الدراسة
74	المطلب الثاني: تطبيق نموذج تسعير الأصول الراس مالية
82	المطلب الثالث: اختبار صحة الفرضيات
84	خلاصة الفصل
86	الخاتمة
91	قائمة المصادر والمراجع
100	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
59	متوسط عوائد مؤسسات عينة الدراسة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2020-2023	01
62	عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة خلال سنة 2020	02
63	عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة خلال سنة 2021	03
64	عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة خلال سنة 2022	04
66	عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة خلال سنة 2023	05
67	العائد المتوسط للسهم خلال الفترة 2020-2023	06
69	الانحراف المعياري لكل سهم	07
75	متوسط أسعار الفائدة لأذونات الخزينة الأسبوعية خلال 2023	08
76	عائد محفظة السوق المالي السعودي للفترة 2020-2023	09
77	التباين المشترك بين المراعي ومحفظة السوق	10
78	التباين المشترك بين عائد أسهم الشركات المكونة للمحفظة وعائد السوق	11
79	"تباين عائد مؤشر السوق السعودي "تاسي"	12
80	معامل بيتا لأسهم عينة الدراسة	13
81	العائد المطلوب لعينة الدراسة	14

الاشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
42	منحنى بياني أثناء مبدأ التنويع من خلال وصف العلاقة بين المخاطرة وعدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة	01
71	مصفوفة التغير لعينة الدراسة	02

قائمة الاختصارات

TASI	Tadawul All Share Index
CAPM	Capital Asset Pricing Model

فهرس الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
100	تطور الأسواق المالية السعودية	01
101	الانحراف المعياري لسهم شركة المراعي	02
101	الانحراف المعياري لسهم شركة سابك	03
102	الانحراف المعياري لسهم شركة الغاز	04
102	الانحراف المعياري لسهم شركة المواساة	05
103	الانحراف المعياري لسهم شركة التعمير	06
103	الانحراف المعياري لسهم شركة اس تي سي	07
104	الانحراف المعياري لسهم شركة الدريس	08
104	الانحراف المعياري لسهم شركة جرير	09
105	التباين المشترك بين عائد سهم شركة سابك وعائد مؤشر السوق	10
105	التباين المشترك بين عائد سهم شركة الغاز وعائد مؤشر السوق	11
106	التباين المشترك بين عائد سهم شركة المواساة وعائد مؤشر السوق	12
106	التباين المشترك بين عائد سهم شركة التعمير وعائد مؤشر السوق	13
107	التباين المشترك بين عائد سهم شركة اس تي سي وعائد مؤشر السوق	14
107	التباين المشترك بين عائد سهم شركة الدريس وعائد مؤشر السوق	15
108	التباين المشترك بين عائد سهم شركة جرير وعائد مؤشر السوق	16

مقدمة عامة

يعتبر الاستثمار المالي عملية قائمة بذاتها لها أهدافها ووسائلها. كما أن الاستثمار في الأسهم خيار استثماري متميز، ويسعى دائما المستثمر فيها عند اختيار الاستثمارات المناسبة، اختيار تلك الأسهم التي تحقق عوائد مرضية وتعوض المخاطر التي تواجهه، بالاعتماد على عنصرين مهمين هما العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المترتبة عليها التي بدورها تنقسم الى مخاطر نظامية متعلقة بالسوق ومخاطر غير نظامية متعلقة بالسهم.

قبل تطوير نظرية المحفظة من قبل هاري ماركوفيتش **Markowitz** سنة 1952 كان التنوع الساذج هو السائد آنذاك، والقائم على فكرة أن المحافظ التي تحتوي على عدد أكبر من الأوراق المالية هي الأكثر تنوعا، لكن تم إثبات أن في التنوع البسيط يؤدي إلى آثار عكسية، ومن ثم قدم ماركوفيتش التنوع الكفاء، على أساس الربط بين عائد ومخاطرة الأصول المالية، ثم قدم وليام شارب **Sharpe** سنة 1943 نموذج المؤشر الواحد (نموذج السوق) بهدف تبسيط نموذج ماركوفيتش، والذي يمثل تمهيدا لنموذج تسعير الأصول ال أرسالية المُقدم كذلك من قبل وليام شارب سنة 1964. والذي يعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة للأصول المالية باستخدام المعامل β .

ونظرا لأهمية هذا النموذج في المجال المالي، فقد جاءت هذه الدراسة لغرض التعرف على هذا النموذج واستخدامه ومن ثم تطبيقه على مجموعة من الشركات في سوق الأوراق المالية السعودي للوقوف على المخاطر النظامية التي تواجه هذه الشركات وتحليل العلاقة بينها وبين معدل العائد المتوقع لهذه الشركات.

الإشكالية

يعتبر السوق المال السعودي من ضمن الأسواق المالية الرائدة في منطقة الشرق الأوسط، والذي خلق لنفسه مكانة بين الأسواق الناشئة وشهد تطورات ملحوظة. وهذا راجع إلى ما حققه من إنجازات كبيرة في مجال الاستثمار في الأسهم، ولهذا فالأصول المالية تحتاج تقييم دقيق وهذا

من خلال قياس المخاطرة. ويعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **CAPM** التي تأخذ في اهتمامها تأثير المخاطر النظامية على عوائد الأسهم في تحدي العلاقة بين العائد والمخاطرة.

وانطلاقاً من الأهمية التي يكتسيها يمكن طرح التساؤل التالي:

كيف يمكن استخدام نماذج المحافظ الاستثمارية لتكوين محفظة استثمارية مثلى؟

التساؤلات الفرعية: من أجل توضيح الإشكالية يتم طرح التساؤلات التالية:

❖ ما هي مبادئ المحفظة الاستثمارية المثلى؟

❖ ما طبيعة العلاقة بين تقلبات عائد السوق وتقلبات عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة؟

❖ هل توجد علاقة بين معامل بيتا الذي يقدمه نموذج **CAPM** والعائد المتوقع لاسهم مؤسسات عينة الدراسة؟

❖ هل ان الارتفاع في معدل العائد المتوقع يقابله ارتفاع في المخاطر الكلية؟

❖ ما طبيعة سياسة إدارة المخاطر التي تتبعها مؤسسات عينة الدراسة؟

الفرضيات: على ضوء ما تم طرحه من تساؤلات حول موضوع البحث، يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات:

الفرضية الرئيسية: مبادئ تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى تتمثل في مبادئ القياس، الشمول، الارتباط، الجودة والتنوع.

الفرضيات الفرعية:

❖ **الفرضية رقم 01: تربط بين تقلبات عوائد السوق وتقلبات عوائد الأسهم لمؤسسات عينة الدراسة علاقة طردية.**

❖ **الفرضية رقم 02: وجود علاقة بين معامل بيتا الذي يقدمه نموذج CAPM والعائد المتوقع لأسهم المؤسسات عينة الدراسة.**

❖ **الفرضية رقم 03: ان الارتفاع في معدل العائد المتوقع لأسهم عينة الدراسة راجع لارتفاع المخاطر الكلية للأسهم.**

❖ الفرضية رقم 04: تتبع المؤسسات عينة الدراسة سياسة هجومية في مواجهة مخاطر الأسهم.

اهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الأوراق المالية السعودية لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

إضافة الى أهداف فرعية تتمثل في:

- التعرف على كيفية تقدير المخاطر النظامية.
- تحديد مدى تأثير عوائد الأسهم والمحافظ المالية المدرجة في سوق أسهم السعودية بتقلبات عوائد السوق.
- توضيح آلية عمل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد العائد المطلوب على أسهم عينة الدراسة.

أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية العملية الاستثمارية في السوق المالي وذلك من خلال تناولها لقطاع مهم من مكونات الاقتصاد العربي وهو السوق المالي السعودي، كما تظهر أهمية الدراسة في التعريف بالعائد والمخاطرة المالية وطرق قياسها وإظهار العلاقة بين العائد والمخاطرة من خلال تطبيق نموذج **CAPM** في سوق الأسهم السعودي لتكوين محفظة مثلى.

حدود الدراسة

الإطار المكاني، تم التطبيق في السوق المالي السعودي باعتباره سوق نشط، اما الإطار الزمني فيتمثل في سلوك أسعار أسهم هذه المؤسسات خلال الفترة المقدرة من سنة 2020 الى 2023.

أسباب اختيار الموضوع

-الميل الى التعرف على سوق الأوراق المالية السعودية خاصة أنه عرف تطور كبير خلال الآونة الأخيرة.

- الميول الشخصي نحو البحث في هذا المجال بهدف التعرف وحصر المفاهيم على الأسواق المالية.

- الاهتمام بموضوع الدراسة من قبل المستثمرين والمساهمين.

صعوبات الدراسة

-صعوبة حصر الفرضيات.

- صعوبة جمع المعطيات من الموقع الرسمي لتداول السعودية.

- صعوبة في إيجاد دراسات سابقة ومراجع التي تناولها الجانب التطبيقي.

منهج الدراسة

لقد تم استخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي في هذه الدراسة، حيث تم تطبيق المنهج الوصفي في الجانب النظري من الدراسة من خلال تحديد ووصف المحفظة الاستثمارية المثلى، في حين تم استخدام المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي في اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وتحليل متغيرات النموذج للوقوف على محفظة مثلى.

هيكل الدراسة

للإحاطة بجميع جوانب الدراسة وتبعاً لإشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية المرتبطة بها وانطلاقاً ممن الفرضيات المقترحة لموصول إلى الأهداف المرجوة منها. بتقسيم الدراسة إلى فصلين:

الفصل الأول: الأدبيات النظرية حول الاستثمار في المحافظ وتكوين المثلى، يضم المبحث الأول الأساسية حول الاستثمار والذي يتفرع الى ثلاث مطالب، المطلب الأول بعنوان عموميات حول الاستثمار، المطلب الثاني مجالات الاستثمار، المطلب الثالث بعنوان أدوات الاستثمار المالية. أما المبحث الثاني بعنوان تكوين محفظة استثمارية مثلى وتم تقسيمه الى ثلاثة مطالب

أيضاً، المطلب الأول تحت عنوان ماهية المحفظة الاستثمارية المطلب الثاني بعنوان تشكيل المحفظة الاستثمارية والمطلب الثالث بعنوان خطوات تكوين محفظة استثمارية مثلى.

خصص الفصل الثاني الذي بعنوان المحفظة الاستثمارية المثلى بتطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية خلال فترة الدراسة، الى اسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي من خلال تطبيق نموذج **CAPM** على سوق الأسهم السعودي. وتم تقسيم الفصل الى مبحثين، المبحث الأول تحت عنوان تقديم عام لسوق الأوراق المالية السعودية، الذي قسم الى ثلاث مطالب، المطلب الأول تحت عنوان التعريف بسوق الأوراق المالية السعودية، المطلب الثاني بعنوان خدمات وأهداف سوق الأوراق المالية السعودية والمطلب الثالث بعنوان الهيئات المشكلة للنظام المالي السعودي. أما المبحث الثاني منهجية الدراسة الذي بدوره قسم الى مطلبين، المطلب الأول عينة وأدوات الدراسة والمطلب الثاني تحت عنوان متغيرات الدراسة. أما المبحث الثالث فخصص لعرض النتائج المتوصل اليها تحت عنوان عرض نتائج الدراسة بعنوان تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عينة الدراسة والمطلب الثالث بعنوان اختبار صحة الفرضيات.

الفصل الأول:

الإطار النظري لتكوين

محفظة استثمارية مثلى

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى

تمهيد الفصل:

تنوعت وسائل وأساليب الاستثمار وفقا لرؤية المستثمر وميولته، أهمها هو تكوين المحافظ الاستثمارية التي وضعها ماركويتز (MARKOWITZ) عام 1952 حيث يهدف المستثمر من وراء بنائه للمحافظ الاستثمارية الى تحقيق هدفين أساسيين هما: الحصول على العائد المترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية وتحويل تلك الأوراق المالية الى سيولة جاهزة عند الحاجة. وحتى يصل إلى تحقيق ذلك عليه الالمام بالمحفظة الاستثمارية ومكوناتها، لذا يتم التعرف في هذا المبحث على مفهوم المحفظة الاستثمارية ومكوناتها.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار:

تعددت أشكال الاستثمار والعوائد المرجوة منه وازدهر الاستثمار المالي بشكل كبير ليأخذها حيزا هاما في الاقتصاد، وليكون له مبادئ واستراتيجيات وبينه استثمارية تميزها عن غيره وتسمح للمستثمر باتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة.

المطلب الأول:

1-1 مفهوم الاستثمار

غدا الاستثمار أمرا في غاية الأهمية وهو بحاجة الى الكثير من الخبرة والدراية لتحقيق أفضل العوائد بأقل مستوى من المخاطرة وهو ما ينشده كل فرد ومؤسسة إذا كان لدراسته الخطوة الكبرى في الاقتصاد، وخاصة بعد التطور الكبير الذي شهدته الاستثمارات المالية وتعظم اهمية أسواق المال كما كان سهل وممكن من تواجد الاستثمار على نطاق واسع ووفقه آليات متعددة، وقد تعددت التعاريف التي توضح ما هي الاستثمار ومفهومه

يعرف بعض الاقتصاديين الاستثمار انطلاقا من الوظائف والاستخدامات النقدية على أنه توظيف النقود لأجل معين قد يكون طويل نسبيا في أصول ثابتة ومتداولة ومالية، ويعرفه البعض الآخر من خلال تفريق بينه وبين الادخار فيما عمد آخرون إلى توضيح مفهوم الاستثمار المالي بالمقارنة مع المضاربة

ويعرف الاستثمار من وجهة نظر الشركة على أنها العملية التي يتم بموجبها تخصيص الاموال في مشاريع حقيقية أو مالية على امل الحصول مستقبلا على عائد من شأنه زيادة ثروة المستثمر وبمعنى آخر خلق القيمة. (القاسم و العلي، ادارة الاستثمارات و المحافظ الاستثمارية، 2016-2017، صفحة 19)

ويعرف اقتصاديون والاقتصاد الكلي الاستثمار على أنه تدفق الإنفاق على الأصول المعمرة التي تعمل إما على زيادة القدرة على الإنتاج المنتجات في المستقبل، أو الى خلق منافع للمستهلك في المستقبل. (بوادجي و الحريري، 2005، صفحة 173)

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

وباختصار في الاستثمار وفقا لمنظور الاقتصاد الكلي هو عبارة عن زيادة او خلق أصول رأسمالية جديدة.

يعرفه بيار ماس (Pierre mass) على ان تلك الأموال التي تقبل المؤسسة دفعها حاليا مقابل أرباح مستقبلية محصل عليها من هذه الأموال. (kamel، 2000، صفحة 4)

يعرفه حسين عمر على أنه استخدام المدخرات في تكوين الاستثمارات اللازمة العملية إنتاج السلع والخدمات والمحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة أو تجديدها. (عمر، الاستثمار و العولمة، 2000، صفحة 37)

تجدر الإشارة الى ان الاستثمار في أبسط معانيه ما هو الا التخلي عن أموال يمتلكها الشخص الطبيعي أو المعنوي في الحاضر بقصد الحصول على تدفقات مالية أكبر في المستقبل تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم مع توفر عائد معقول مقابل تحمل المخاطر.

1-2 المقومات الأساسية للاستثمار:

للاستثمار الناجح مقومات تتلخص في الاستراتيجية المتبعة والاسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار ومن مراعاة العائد والمخاطرة، ما بينها الدكتور محمد مطر: (مطر، 2015، صفحة 40)

اولا: الاستراتيجية الملائمة للاستثمار وهي مختلفة ومتعددة باختلاف المستثمرين واولياتهم الاستثمارية التي تتمثل بما يسمى منحنى تفضيل المستثمر investor preference curve الذي يختلف وفق ميول المستثمرين للعناصر التالية:

● الربحية profitability

● السيولة liquidity

● الامان safety

وبناء عليه يصنف المستثمرين وفق الانواع التالية:

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

1 - **المستثمر المتحفظ** conservative investor حساسيته عالية للمخاطرة فهو يتوجه للاستثمار بالأوراق المالية قليلة او عديمة المخاطرة كأذون الخزينة وبالتالي يولي عنصر الأمان الأولوية في تكوين محفظته الاستثمارية.

2 - **المستثمر المضارب** speculator ويتجه للاستثمار في أسهم الشركات الحديثة وذات المخاطرة المرتفعة، حيث يولي الأهمية الأولى لعنصر الربحية ويفضلها على عنصر الامان وسيوله.

3 - **المستثمر المتوازن** (الرشيد) balanced investor وهو المستثمر الذي يوازن بين العائد والمخاطرة بالشكل الذي يحقق له عائدا معقولا ومقبولا.

ثانيا: الاسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري:

لاتخاذ القرار الاستثماري الرشيد لابد من مراعاة امرين:

الاول: هو اعتماد المدخل العلمي في اتخاذ القرار ومن اهم خطواته ما يلي:

- تحديد الهدف الاساسي للاستثمار
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار
- تحديد العوامل الملائمة التي يتم من خلالها تحديد العوامل الاساسية المتحكمة في القرار
- تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة
- اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف

الثاني: هو اعتماد بعض المبادئ والمعايير في اتخاذ القرار ومن اهمها:

- **مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية** يعتبر هذا المبدأ من اهم اركان القرار الاستثماري حيث ان الفوائض النقدية الموجودة لدى المستثمر تتسم بالندرة في حين تتنافس الفرص الاستثمارية والتي تمتاز بالكثرة على الاستقطاب هذه الفوائد النقدية وبالتالي على المستثمر ان يقوم بالمفاضلة بين هذه الفرص لاختيار الأداة الاستثمارية والانجع والانسب لتحقيق

استراتيجية الاستثمارية، وزيادة الفرص الاستثمارية يتيح لمتخذ القرار الاستثماري مرونة أكبر في اتخاذ القرار الناجح الذي يحقق اهدافه.

- **مبدأ الخبرة والتأهيل** ان القرار الاستثماري الرشيد يحتاج للدراية والخبرة التي قد لا تتوفر لجميع فئات المستثمرين فكما ان هناك فئات من المستثمرين المحترفين ممن يتمتعون بالخبرة والدراية الكافية الادخار القرار الاستثماري، فهناك فئة من المستثمرين السذج اي عديم خبره وأولئك بحاجة للاستعانة بالأفراد ممن يحترفون تقديم النصح والارشاد ويتمتعون بخبره ودراية جيدة من مدراء المحافظ الاستثمارية ومحلي الاستثمار وخبراء السوق.
- **مبدأ الملائمة** ويقوم هذا المبدأ على اختيار المستثمر للمجال الاستثماري والأداة الاستثمارية الملائمة المتاحة له من بين مجموعات الفرص والادوات الاستثمارية الموجودة، ويسترشد المستثمر في تطبيق هذا المبدأ بمنحى تفضيله الخاص المبني على مجموعه من العوامل المتعلقة بعمره وظيفته مستوى دخله حالته الاجتماعية والصحية ومنحى التفضيل هذا يقوم على اساس درجه اهتمام كل مستثمر بالعناصر الثلاثة المتعلقة بعائد الاستثمار ومخاطره ودرجه السيولة وذلك بما يتعلق بالمستثمر الفرد.

في حين أن المؤسسات المالية تواجه مود خانات على الاستثمار بحسب الظروف الملائمة، ووفقا لما يسمى بنظرية القطاعات السوقية segmented markets theory ومفادها بان السوق المالي ينقسم عاد الى عدة قطاعات مختلفة يستقطب كل منها فئة معينه من فئة المستثمرين وذلك لوفقا لميولهم الاستثمارية

- **مبدأ التنوع او التوزيع المخاطر الاستثمارية:** يقوم هذا المبدأ على عدم توجيه كافه المدخرات باتجاه فرصه استثماريه محدد وبشكل مركز واهمال باقي الفرص، وبشكل ايسر فهو ينطلق من المقولة التالية "لا تدع كل البيض في سله واحده". ويقوم المستثمر بتحديد العائد على الاستثمار الذي يطمح بتحقيقه على هيئه هدف وليضمن تحقيق هذا الهدف لابد من توافر شرطين. (القاسم و العلي، ادارة الاستثمارات و المحافظ الاستثمارية، 2016-2017، صفحة 26)

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

- 1 ان تكون التدفقات النقدية المتوقعة من حيث القيمة المؤكدة تماما.
- 2 ان تكون ايضا مؤكده تماما من حيث التوقيت.

وينشا عن عدم تحقق هذين الشرطين مخاطر تحيط بالاستثمار والمخاطر يتم تصنيفها في نوعين رئيسيين:

***مخاطر منتظمة (سوقية):** وهي المخاطر التي تطل السوق ككل ولا يمكن التخفيف من حدتها عن طريق تنوع مكونات المحفظة الاستثمارية.

***مخاطر غير منتظمة (خاصة):** وهي المخاطر التي لا تطل السوق بشكل عام وانما أحد او بعد قطاعات، تحدث في ظروف استثنائية ويمكن التقليل منها عن طريق التنوع في مكونات المحفظة الاستثمارية.

المطلب الثاني: مجالات الاستثمار:

يقصد بمجالات الاستثمار المحفظي الطرق المختلفة لانتقال رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار في الأسواق المالية العالمية، فهي تسمح من جهة للمستثمر المحلي من الوصول إلى السوق المالي الأجنبي، ومن جهة أخرى تمكن المستثمر الأجنبي من الاستثمار في السوق المالي المحلي، ومن بين هذه المجالات نجد:

أولاً: الاستثمار عبر شركات الاستثمار:

تعتبر شركات الاستثمار من الشركات المساهمة في تنشيط الاستثمار المالي، وهي مؤسسات مالية تتولى تجميع المدخرات من عدد كبير من الأفراد عن طريق إصدار أسهم أو ما يعرف بوثائق الاستثمار، وتستخدم محصلات بيع هذه الأسهم في شراء أوراق مالية مدرجة في أسواق محلية وأجنبية، فهي بذلك تقوم باستثمار حصص المساهمين في صناديق متنوعة تنوعاً جيداً ومدارة من قبل محللين يتمتعون بكفاءة مهنية عالية ومديري محافظ ذات خبرة واسعة في هذا المجال، الأمر الذي يزيد من ثقة المساهمين فيها. (عمار، 2008-2009، صفحة 68)

ثانياً: الاستثمار بالإصدارات العالمية للأوراق المالية:

يشمل الاستثمار بالإصدارات العالمية أو الدولية الأوراق التي تم إدراجها أو تسجيلها في الأسواق المالية العالمية والمستوفاة لمجموعة من شروط التسجيل في هذه البورصات، نذكر البعض من هذه الشروط حجم الإنتاج المبيعات مدى الالتزام بسياسات ومبادئ الإفصاح والشفافية، مدى اتباع المعايير المحاسبية الدولية، إضافة إلى درجة الملاءة الائتمانية (La solvabilité) والحالة الاقتصادية للدولة المصدرة في حالة السندات الحكومية، هذا النوع من الاستثمارات يؤدي إلى توسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الإقليمية، إذ يسمح بتداولها في دول كثيرة، كما أنه يوفر فرص للشركة المصدرة للحصول على تمويل أجنبي (عمار، 2008-2009، صفحة 68)، ومن أنواع الإصدارات العالمية نجد:

- شهادات الإيداع الدولية
- شهادات الإيداع الأمريكية
- شهادات الإيداع الأوروبية

1 شهادات الإيداع الدولية:

هي عبارة عن شهادات تصدرها إحدى المؤسسات أو أحد البنوك الدولية، تصدر بالدولار الأمريكي أو أي عملة أجنبية، وهي تثبت على أنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محددة، هذا المبلغ يعادل قيمة الأوراق المالية المحلية (أسهم مثلاً)، (أي أنها شهادات تعادل قيمة الأسهم). وهي أداة قابلة للتداول في البورصات العالمية باعتبارها بديلاً للأوراق المالية المحلية. (حسن، 2003، صفحة 116)

2 شهادات الإيداع الأمريكية:

هي شهادات يتم إصدارها وتداولها في الولايات المتحدة الأمريكية مقابل إيداع أوراق مالية لإحدى الشركات الأجنبية من خارج (الو.م.أ). (حسن، 2003، صفحة 117)

3 شهادات الإيداع الأوروبية:

هي شهادات يتم إصدارها مقابل إيداع أوراق مالية لإحدى الشركات الأجنبية من خارج أوروبا،

أين يتم تداولها في الأسواق الأوروبية وفقا لشروط وقواعد تلك الأسواق. (حسن، 2003)

السندات الأجنبية: هي عبارة عن سندات تصدرها شركات او هيئات حكومية اجنبيه في سوق الاوراق المالية المحلي لدوله اخرى، وتباع عادة من خلال بنوك الاستثمار المتواجدة فيها. كما يتم تداولها في سوق الخاص بهذه الدولة المضيفة، ويخضع سند لقوانين الحماية الخاصة بهذه الدولة. (بول و ماكدونالد، 2007، صفحة 612)

ومن بين هذه السندات نجد:

1. سندات الخزينة الأمريكية

تعد سندات الخزينة الأمريكية أداة مالية طويلة الأجل يتراوح تاريخ استحقاقها من عشرة إلى ثلاثين سنة.

2. سندات اليورو دولار (eurodollar):

هي سندات الدولار الأمريكي الموجودة خارج الو.م.أ، حيث يتم التعامل بها خارج إطار أنظمة وتعليمات السلطات النقدية الأمريكية ، إذ تعتبر بمثابة ديون طويلة الأجل تباع في الأسواق الأجنبية لقاء وعد الدفع بالدولار .

3. سندات اليورو (Euro-obligation):

هي سندات طويلة الأجل يتم إصدارها من طرف دول لا تستخدم العملة المصدرة بها كعملة وطنية خاصة بها، وقد تشير أيضا إلى إصدار مشترك للسندات من طرف دول منطقة اليورو (L'émission d'obligations en commun) أين يتم تداولها في مجموعة من الأسواق وهي طريقة لتجميع دين هذه المنطقة. (بول و ماكدونالد، 2007)

المطلب الثالث: ادوات الاستثمار المالية:

يسعى المستثمر (فرا او مؤسسة) وراء كل عمليه استثمار الى تعظيم الثروة والمحافظة عليها، وهذا ما يتطلب منه القيام بدراسة الانواع المختلفة من الادوات الاستثمارية المتاحة لديه التي من

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

شأنها تحقيق هذا الهدف، حيث تتعدد وتتنوع هذه الأدوات وذلك وفقا لطبيعة ونوعيه الاستثمار في حد ذاته.

أولاً: الأوراق المالية:

تعد الأوراق المالية من أبرز الأدوات الاستثمار في عصرنا الحاضر اذ تعتبر بمثابة السلعة الوحيدة التي يجرى التبادل عليها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية.

• الأسهم:

الأسهم المعروفة أيضاً بالحِصص أو حِصص الملكية هي من أكثر الأدوات المالية شهرة. مصطلحات الأسهم والحِصص والحِصص الملكية تُستخدم لوصف وحدات الملكية في شركة واحدة أو أكثر. يحق أيضاً للمالك، المعروف بالمُساهم، الحصول على جزء من أرباح الشركة إذا تم دفع توزيعات الأرباح، بالإضافة إلى حقوق التصويت.

غالبًا ما يتم استخدام هذه المصطلحات بصورة متبادلة في المجال المالي، ولكن هناك بعض الاختلافات الفنية بينها والتي يمكن أن تسبب التباسًا. الحِصة/حِصة الملكية مُصطلح يُعبر عن إجمالي الحِصص المملوكة في الشركة بعد سداد أي دين، بينما يصف السهم وحدة ملكية واحدة. عادة ما يشير مصطلح الأسهم بصيغة الجمع إلى وحدات الملكية في شركة معينة، في حين أن الحِصص وحِصص الملكية هي مصطلحات تستخدم بشكل عام للإشارة إلى أجزاء الملكيات في شركات مُتعددة.

يعتمد وزن تصويت المساهمين وعدد الأرباح التي يتلقونها على عدد الأسهم التي تصدرها الشركة ومقدار ما يمتلكونه منها. على سبيل المثال، إذا كان لدى الشركة 10,000 سهم متداول، وكان شخص ما يمتلك 1000 سهم، فيمكن القول أن لديه حصة 10 في المائة من الشركة.

يعمل بيع وشراء الأسهم بطريقة مماثلة للسوق العادي، حيث تتفاوض الأطراف على سعر لتبادل الأصل. تسهل المؤسسات المعروفة باسم البورصات عملية تبادل الأسهم المدرجة للعام وهذا يتطلب من الشركة أن تكون قد قامت بطرحها العام الأولي.(IPO)

• السندات:

السند هو نوع من القروض يقوم فيه حامل السند بإقراض الأموال لشركة أو حكومة. يقوم المقترض بسداد مدفوعات الفائدة بشكل منتظم حتى تاريخ محدد في المستقبل، وعند حلول ذلك التاريخ يقوم المقترض بسداد مبلغ القرض الأولي.

المبلغ النهائي الذي تقوم جهة إصدار السندات بسداده إلى حامل السند يُطلق عليه "أصل القرض"، وتكون الفائدة في شكل سلسلة من المدفوعات تُسمى "الكوبون".

يمكن أيضًا الإشارة إلى أصل القرض على أنه القيمة الصورية أو القيمة الاسمية للسند. تُدفع الكوبونات على فترات زمنية محددة (على سبيل المثال بصورة نصف سنوية أو على أساس سنوي أو في بعض الحالات شهريًا)، وهي تمثل نسبة من مبلغ الدين الأصلي. عادةً ما تكون مقادير الكوبونات ثابتة، ولكن كما هو الحال بالنسبة للسندات المرتبطة بمؤشرات، يمكن أن تتغير مقادير الكوبونات عندما يقوم السند بتعديل دفعاته لمتابعة تحركات مؤشر ما - مثل مؤشر معدل التضخم. ونظرًا لأن السندات بشكل عام عبارة عن أوراق مالية قابلة للتداول، فإن من الممكن شراؤها وبيعها مثل الأسهم في سوق ثانوية، رغم وجود اختلافات كبيرة بين الاثنين. وعلى الرغم من أن العديد من السندات مدرجة في بورصات مثل بورصة لندن، إلا أنه يتم تداولها في المقام الأول خارج البورصة من خلال وكلاء/وسطاء المؤسسات مثل الأسهم، تخضع أسعار السندات لقوى العرض والطلب في السوق. وهذا يعني أن بإمكان المستثمرين الحصول على أرباح إذا ارتفعت قيمة الأصل، أو تكبد قدر من الخسائر إذا انخفضت قيمة السندات التي يبيعونها. نظرًا لأن السند عبارة عن أداة دين، فإن سعره يعتمد بشكل كبير على معدلات الفائدة. عند ارتفاع معدلات الفائدة، تصبح السندات أقل جاذبية للمستثمرين الذين قد يجدون منافع أكبر في أماكن أخرى، وبهذا تنخفض الأسعار. وبالمثل، عندما تنخفض معدلات الفائدة، تصبح السندات أكثر جاذبية وترتفع الأسعار.

تتوفر مجموعة متنوعة واسعة من السندات. من الناحية العملية، يتم تعريف السندات في كثير من الأحيان من خلال هوية جهة إصدارها - الحكومات والشركات والبلديات والوكالات الحكومية.

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

عند الحاجة إلى زيادة رأس المال للاستثمار أو لدعم الإنفاق الجاري، فإن جهات الإصدار قد تجد معدلات فائدة وشروطاً أكثر ملاءمة في سوق السندات من تلك التي تقدمها قنوات الائتمان الأخرى مثل البنوك.

1 السندات الحكومية

في المملكة المتحدة، تُعرف السندات التي تصدرها الحكومة البريطانية باسم سندات الدين الحكومي (gilts) وفي الولايات المتحدة، يُطلق عليها اسم سندات الخزنة الأمريكية. في حين أن جميع الاستثمارات تنطوي على مخاطر، فإن السندات السيادية من الاقتصادات الراسخة والمستقرة تُعتبر منخفضة المخاطر.

أذونات الخزنة الأمريكية (T-bills) هي سندات ذات استحقاق لعام واحد أو أقل؛ بينما تتراوح آجال الاستحقاق لأوراق الخزنة الأمريكية (T-notes) ما بين عامين إلى عشرة أعوام، أما سندات الخزنة الأمريكية (T-bonds) فلها آجال مدتها 30 عامًا.

2 سندات الشركات

يتم إصدار سندات الشركات من قبل الشركات لتأمين التمويل للاستثمار. ورغم النظر إلى السندات عالية الجودة من الشركات الراسخة على أنها استثمارات متحفظة، فإنها تظل حاملة لمخاطر أكبر من السندات الحكومية، وتدفع بها فائدة أعلى.

3 سندات الوكالات الحكومية

سندات الوكالات الحكومية تُعتبر في الأساس ظاهرة أمريكية، وهي عبارة عن أوراق مالية صادرة إما عن مؤسسات ترعاها الحكومة أو إدارات حكومية بخلاف الخزنة. في حين أن سندات الوكالات الحكومية الفيدرالية مدعومة من قبل الحكومة الأمريكية، لكن ليس الحال كذلك بالنسبة للسندات الصادرة عن مؤسسات ترعاها الحكومة. تشمل السندات المعروفة الصادرة عن مؤسسات ترعاها الحكومة تلك الخاصة بالجمعية الاتحادية الوطنية للرهن العقاري (فاني ماي) والمؤسسة الاتحادية لرهن القروض السكنية (فريدي ماك) (IG, 2024).

• الصكوك

الصكوك هي أوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، تعطي لحاملها ملكية حصة في مشروع منجز أو قيد الإنشاء والتطوير أو في استثمار معين، وهذا يمثل الركيزة الأساسية للصكوك المصدرة، فهي لا بد من أن تكون مرتبطة بأصول.

تُصدر الشركات الصكوك بهدف تمويل مشاريعها، بحيث يتشارك المساهمون مع الشركة الربح والخسارة، إذ يحصلون على نسبة مئوية من الأرباح، تتحدد عند التعاقد، كما يتحملون الخسائر وفقا لتلك النسبة المحددة، وهذا بناء على القاعدة الفقهية التي تنص على "العُثم بالغُرم"، أي المشاركة في الربح والخسارة هذه الخاصية تميز الصكوك الإسلامية عن أدوات الاستثمار الأخرى، ما يجعلها جذابة للمستثمرين والدول. فهي على خلاف السندات التي تمنح حاملها نسبة محددة مسبقاً من قيمتها الإسمية. يتم إصدار الصكوك بحصص متساوية القيمة، تمثل حصصاً في المشروع /الاستثمار، وتُطرح للاكتتاب العام، فيتم شراء وتداول هذه الصكوك بين المستثمرين، من خلال شركات الوساطة المالية. تنتم الصكوك بالمرونة، فيتمكن حامل الصك من بيعه أو رهنه أو وهبه لأي شخص، وفقاً للقانون، في حين يؤمن إصدارها عادة تمويلًا كبيراً للشركات، يتيح تغطية أي عجز مالي.

السودان أول دولة تُصدر صكوكاً إسلامية عام 2000 ، أما بريطانيا فكانت الدولة الأولى من خارج العالم الإسلامي التي تصدر صكوكاً إسلامية عام 2014، بقيمة 200 مليون جنيه استرليني. (عماشة، 2017)

• صناديق الاستثمار العقاري (Real Estate Investment Trusts)

المعروفة اختصاراً بـ (REITs) ، هي صناديق استثمارات طويلة الأجل في قطاع العقارات عبر تملك العقارات أو تشغيلها (التأجير)، أو عن طريق شراء الرهون العقارية أو القروض المستخدمة في التمويل العقاري. توفر هذه الصناديق للمستثمرين أرباحاً موثوقة وارتفاعاً تراكمياً لأسعار الأسهم. تعزز صناديق الاستثمار العقاري من تنوع محفظتك الاستثمارية، وتوفر لك

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

تدفقًا من تأجير الأصول العقارية دون الحاجة إلى شراء العقارات أو تكبد مبالغ كبيرة من رأس المال. إلى جانب صناديق الاستثمار العقاري التقليدية، يقدم لك سوق دبي المالي أكبر صندوق استثمار عقاري متداول في العالم متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، والذي يعد الأكبر من نوعه من حيث إجمالي أصوله وقيمه السوقية. (قائمة، 2021)

عقود الخيارات

تداول الخيارات هو عملية شراء وبيع الخيارات. وهي عبارة عن عقود تمنح صاحبها الحق، وليس الالتزام، لشراء أو بيع أصل أساسي بسعر مُحدد، إذا تحرك متجاوزًا ذلك السعر ضمن إطار زمني مُعيّن. على سبيل المثال، لنقل بأن المستثمر يتوقع ارتفاع سعر النفط الخام الأمريكي من 50 دولار إلى 60 دولار للبرميل على مدى الأسابيع القليلة القادمة. قرر شراء خيار شراء (call) يمنحه الحق في شراء السوق بسعر 55 دولار للبرميل في أي وقت خلال الشهر القادم. السعر الذي يدفعه لشراء الخيار يُعرف بقيمة العلاوة (premium) إذا ارتفع النفط الخام الأمريكي مُتجاوزًا 55 دولارًا (سعر التنفيذ) قبل انتهاء خياره، فسوف يكون بإمكانه شراء السوق بسعر الخصم. لكن إذا ظل السوق دون 55 دولار، فلن يكون بحاجة إلى ممارسة حقه وبإمكانه ترك الخيار ينتهي ببساطة. في هذه الحالة، فإن كل ما سيخسره هو قسط الخيار (مبلغ العلاوة) الذي دفعه لفتح مركزه. (IG، 2024)

العقود الآجلة

هي اتفاقيات تمكّن الأطراف التي تشترك فيها من شراء أو بيع أصول معينة (مثل السلع، المؤشرات، العملات المشفرة، النفط والذهب) بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد.

العقود الآجلة (Futures) وعقود الكاش (Cash contract) تحت مظلة العقود مقابل الفروقات (CFDs) في هذه المقالة سنتحدث عن العقود الآجلة بالتفصيل.

تتيح هذه العقود للأطراف التحكم في تحولات السعر المستقبلية للأصول دون أن تتطلب منهم تسليم الأصول الفعلية في الوقت الحاضر. وتستهمل لأغراض متعددة مثل التحوط (التأمين) ضد

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

مخاطر تقلبات الأسعار، الاستثمار والتداول. يتم فيها تحديد المبلغ، السعر وتاريخ انتهاء العقد (تاريخ الاستحقاق). وعندما ينتهي العقد، يجب على الطرفين إما تسوية الصفقة عن طريق دفع الفرق بين سعر العقد والسعر الحالي للسوق (إذا كان هناك ربح)، أو تلقي الفرق (إذا كان هناك خسارة). تُستخدم العقود الآجلة في مجموعة متنوعة من الأسواق، مثل أسواق السلع، أسواق العملات، أسواق الأسهم والأسواق المالية الأخرى. وتساعد المستثمرين والشركات على تقليل المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار، وتوفر فرصاً لتحقيق أرباح من تحركات السوق المختلفة. (قدحنون، 2024)

ثانياً: وثائق صناديق الاستثمار

تعتبر وثائق الاستثمار نوع من الأسهم تصدر عن صناديق الاستثمار، تعطي لحاملها الحق في الأرباح الموزعة والحصول على جزء من أصول الشركة في حالة التصفية، غير أن ليس لهم الحق في التصويت. (picon, 2000, p. 41)

إن صناديق الاستثمار عبارة عن صناديق تنشؤها البنوك والمؤسسات المالية، تدار من طرف أشخاص ذو خبرة وكفاءة عاليتين في مجال الاستثمار المالي، تهدف إلى تجميع مدخرات المستثمرين مقابل إصدار وثائق، ومن ثم توجيه هذه الأموال للاستثمار في الأوراق المالية بما يحقق التنوع الكفاء، والعائد المناسب لحملة الوثائق. (فاروق، 2007، صفحة 18)

تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوي، و بالتالي فان وجودها ينشط سوق الأوراق المالية، حيث توفر بديلاً آخر للمدخرين بدلاً من اللجوء مباشرة إلى السوق، إذ انها تحقق عدة مزايا، فهي توفر سيولة للمستثمر في الوقت الذي يرغب فيه من خلال استعدادها لشراء الحصص او اسهم او وثائق الاستثمار بناء على طلبه، إضافة إلى تخفيض مستوى المخاطر من خلال التنوع الكفاء للتشكيلة التي تتكون منها، و الاستفادة من مهارات الإدارة المحترفة القائمة على شؤون الصندوق بما يضمن عوائد أكبر للمستثمر، و كذا إتاحة الفرصة للمفاضلة بين أنواع متباينة من الصناديق ليختار منها المستثمرين ما يناسب أهدافه، (ابراهيم، أدوات الإستثمار في

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

أسواق رأس المال - الأوراق المالية و صناديق الإستثمار، 2003، صفحة 138) هذا الى جانب توقيير فرص استثمار أموالهم في أسواق دولية. (وهيب، 2009، صفحة 291)

تصنيف صناديق الاستثمار:

تشكلت انواع عديده لصناديق الاستثمار نتيجة اختلاف وتعدد اهداف ورغبات المستثمرين ودرجه تقبلهم للمخاطر ومن اهم هذه التصنيفات نجد:

1. تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لتشكيله الاوراق المالية:

تصنف الصناديق حسب هذا المعيار الى أربع مجموعات وهي:

• صناديق الاسهم العادية:

هي الأكثر شيوعا في مجال صناديق الاستثمار، حيث أنها لا تحتوي إلا على الأسهم العادية وتختلف فيما بينها باختلاف جهة الإصدار والخصائص المرتبطة بتلك الأسهم وهي كالتالي: (القادر ح.، 2009 2010، صفحة 93)

. الصناديق التي تركز على أسهم المؤسسات التي تتمتع بدرجة عالية من النمو.

. الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للمؤسسات الرائدة في قطاع معين مثلا قطاع الصحة، قطاع الاتصالات.. إلخ.

. الصناديق التي تركز على أسهم مؤسسات في منطقة جغرافية معينة.

كما نجد أيضا صناديق مرتبطة بمؤشر (fonds indiciels) والتي تتضمن مجموعة من الأوراق المالية التي توافق أو تماثل تلك التي يتكون منها المؤشر المستهدف مثل مؤشر (standard & 500 poor's)، (وفاء، 2006، صفحة 96) ويكون الأداء المتحقق لهذه الصناديق قريب جدا من أداء مؤشر السوق.

• صناديق السندات

تتكون من السندات فقط، وتختلف فيما بينها باختلاف الجهة المصدرة لها حيث نجد كلا من:
صناديق السندات المحلية وصناديق السندات الدولية. (العزیز، 2007، صفحة 81)

● الصناديق المتوازنة:

يشمل هذا النوع من الصناديق على أسهم عادية وادوات مالية اخرى ذات الدخل الثابت مثل
السندات. (العزیز، 2007)

● صناديق النقد:

يقصد بها تلك الصناديق التي تتكون من تشكيله من الاوراق المالية قصيره الاجل، حيث ان
الاستثمار في هذا النوع من الصناديق يتناسب مع اولئك الذين يضعون هدفي السيولة والامان
في مقدمه اهدافهم الاستثمارية. (ابراهيم، ادارة الاسواق و المنشات المالية، 2002، صفحة 345)

2. تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لهيكل راس مالها:

وفقا لهذا المعيار تنقسم الصناديق الى:

● صناديق الاستثمار المطلقة

يطلق عليها اسم صناديق الاستثمار ذات رأس مال ثابت كونها تقتصر على فئة معينة أو
مختارة من المستثمرين، مدة هذه الصناديق محددة بفترة زمنية معينة، يتمتع حاملو وثائق الصندوق
المغلق الحرية الكاملة في بيع الوثائق عن طريق التداول في البورصة، وليس لهم الحق في
استرداد قيمتها من الصندوق إلا عند تاريخ استحقاقها. (وليم، 2005، صفحة 47)

● صناديق الاستثمار المفتوحة

هي صناديق هيكل رأسمالها يتغير باستمرار نظرا لإصدارها ووثائق جديدة لتلبية الطلب، تتميز
كونها تفتح المجال للدخول والخروج منها دون قيود تذكر طالما أن نشاط الصندوق ظل قائماً،
أي بإمكان المستثمر شراء الوثائق عندما يشاء ويتنازل عنها عن طريق ردها مباشرة إلى الجهة

المصدرة لها، فالصندوق يكون مستعدا دائما لرد قيمة الاستثمار نقدا عند الطلب، كما أنه لا يجوز إدراج أو تداول الوثائق في البورصة.

وتجدر الإشارة إلى أن الاسترداد وال شراء في هذا النوع من الصناديق يتم عن طريق وكلاء توزيع وثائق الصندوق. (مبروك، 2007، صفحة 97)

3. تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لأهدافها:

ضمن هذا التصنيف نجد ما يلي:

أ- صناديق النمو

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو طويل الأجل وعائد مرتفع بدلا من الدخل المنتظم، وذلك من خلال العمل على تحقيق تحسن في القيمة السوقية التشكيلة التي يتكون منها الصندوق، لذا عادة ما تستثمر هذه الصناديق في أسهم عادية الشركات تتسم بدرجة عالية من النمو. (حسين ع.، 2005، صفحة 27)

ب- صناديق الدخل

هي صناديق تركز على الاستثمار في أسهم وسندات شركات كبيرة ومستقرة توزع أرباحا دورية مرتفعة، تناسب هذه الصناديق أولئك المستثمرون الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية احتياجاتهم. (القادر ح.، 2009 2010، صفحة 92)

ج- صناديق الدخل والنمو

تسعى هذه الصناديق إلى تحقيق هدف مزدوج وهو حصول المستثمر على دخل منتظم من توزيعات الأرباح وفي نفس الوقت تحقيق أرباحا رأسمالية من ارتفاع السعر (ابراهيم، ادارة الاسواق و المنشآت المالية، 2002، صفحة 348)، ولذلك فهي تستثمر بشكل رئيسي في أوراق مالية ذات الدخل الثابت وأسهم عادية الشركات تتزايد قيمتها في سوق الأوراق المالية.

د- صناديق إدارة الضريبة

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

يستهدف هذا النوع من الصناديق تأجيل دفع الضريبة من قبل المستثمرين المشاركين فيها، حيث

أنه لا تجرى توزيعات للعوائد على المستثمرين بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل. حصولهم على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها وبالتالي تثير هذه الصناديق اهتمام المستثمرين الذين يرغبون في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة بحكم أنه لا تدفع ضريبة ما لم يتم توزيع العوائد عليهم. (القادر ح.، 2009، 2010، صفحة 93)

هـ - صناديق الاستثمار المتخصصة

تهدف هذه الصناديق إلى الاستثمار في نوع معين من الصناعات، أو قطاع معين كقطاع البنوك أو التأمين ويستقطب هذا النوع من الصناديق مجموعه من المتقائلين بمستقبل صناعات المعنية والمستعدين لتحمل المخاطرة. (عمار، 2008-2009، صفحة 66)

و- صناديق الاستثمار الإسلامية

إن أهم ما يميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن الصناديق الأخرى هو توجيه مواردها نحو الاستثمارات التي تتماشى مع فكرة الاستثمار الإسلامي، حيث تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق عوائد مرتفعة بشرط أن تكون غير ربوية ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. (العزیز، 2007، صفحة 87)

ي- صناديق الاستثمار عابرة القارات (الدولية)

الغرض من هذه الصناديق هو الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية وبالتالي اختراق البورصات العالمية التي تشهد نموا كبيرا، ومن ثم فإن عوائد تلك الصناديق لا تتأثر فقط بأسعار الأوراق المالية المكونة لمحفظتها، بل تتأثر أيضا بالتقلبات أسعار صرف العملات. (وليم، 2005، صفحة 49)

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

المبحث الثاني: تكوين محفظة استثمارية مثلى

تمهيد

شغلت المحفظة الاستثمارية حيزا كبيرا في الدراسات الاستثمارية، اذ تعد من أهم الأدوات التي تهدف الى تحقيق التوظيف الأمثل لمجموعة الأصول التي تديرها، هذه الأصول عبارة عن الأصول المختلطة المالية والحقيقية وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يدعى مدير المحفظة الذي يسعى الى اختيار التشكيلة المثلى التي تصلح بالمستثمر وتحقق له أهدافه المالية، من خلال تحقيق أكبر عائد مع مستوى مخاطر مقبول.

المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

1. ماهية المحفظة الاستثمارية:

إن أول من كتب في المحافظ الاستثمارية هو المحلل الأمريكي Markowitz وذلك عام 1952 ثم جاء بعده عدد من الدارسين والمحليلين أمثال Sharpe و Coren حيث ظهرت هذه الدراسات في بريطانيا والولايات المتحدة خلال الخمسينات والستينات، حيث ظهر في الوقت عدد كبير من المصارف والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها من أجل استثمار استثماراً صحيحاً وتحقيق دخل جيد للمصرف والمدخر، وكان هنالك عدد كبير من المدخرين وكذلك ظهر عدد كبير من الصناديق المشتركة مثل صندوق التقاعد المدني وصندوق الضمان الاجتماعي وصناديق توفير البريد وغيرها من هذه الصناديق حيث تم جمع مبالغ كبيرة من المدخرات ولكن عدداً من مدراء المصارف والمؤسسات المالية غير المتخصصة أصابهم الغرور، وبسبب أن هؤلاء المدراء غير متخصصين في إدارة المحافظ ولم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ فشلوا في إدارتهم وخرج عدد كبير من هذه المؤسسات من السوق، وظلت المؤسسات المالية التي كان يديرها مدراء متخصصين طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم المختلفة لذلك حققوا نجاحاً كبيراً، مما دعا الباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ. (محمد، 2018)

1.2 مفهوم المحفظة المالية

يختلف مفهوم المحفظة المالية عن مفهوم كل من المحفظة الاستثمارية والمحفظة المالية المثلى كما يلي:

تعرف المحفظة الاستثمارية بأنها بمثابة أداة مركبة أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة والذي قد يكون مالکها أو مسيراً لها بأجر. وتختلف المحفظة الاستثمارية في تنوع أصولها، إذ كما يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية كالذهب والعقارات والسلع المادية، كما يمكن أن تكون جميع أصولها مالية كالأسهم

والسندات وأذونات الخزينة والخيارات.... لكن في غالب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط، أي أنها تجمع الأصول الحقيقية والمالية معاً. (مطر و فايز، ادارة المحافظ الاستثمارية، 2005)

بينما تعرف المحفظة المالية بأنها عبارة عن توليفة من الأوراق المالية تختلف في: قيمتها، عائدتها، مدة استحقاقها ونوعها ... إلخ، ويتم اختيارها بالاعتماد على خاصية التنوع، وذلك بهدف تعظيم عائدتها وتدنية مخاطرها من خلال تحسين العلاقة (عائد - مخاطرة). (بوزيدي، 2006 2007، صفحة 3)

وعلى ذلك يمكن التفرقة بين المحفظة الاستثمارية والمحفظة المالية، حيث تعتبر المحفظة الاستثمارية مفهوماً أوسع من مفهوم المحفظة المالية والتي تعرف بأنها عبارة عن مجموعة من الأصول المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية، والتي يتم تكوينها بهدف الحفاظ على قيمتها والعمل على زيادتها وإيجاد دخل مستقر من خلالها.

وتعرف المحفظة المالية المثلى بأنها تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول الاستثمارية والتي تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر أو من يديرها. (المومني، 2009، صفحة 111) لذلك فإن المحفظة المالية المثلى تعرف بأنها التوليفة المناسبة من الأوراق المالية التي تعظم منفعة المستثمر، سواء تعلق الأمر بتعظيم العائد أو بتدنية المخاطرة.

1. مفهوم المحفظة الاستثمارية

تعرف المحفظة بأنها مجموعة أو تشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية مثل العقارات والذهب أو مالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية أو مزيج من النوعين من الأصول، (kamdem, 2004) يقرر مستثمر معين تكوينها بهدف تحقيق عائد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر من خلال تنويع مكوناتها.

تتكون المحفظة من أصول مالية يسعى المستثمر من خلال توظيفها إلى الحصول على عائد. كما تعني المحفظة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية بأنها توليفة أو مجموعة من الأوراق

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

المالية الشركات تكون ذات خصائص مختلفة مثل (الأسهم ، السندات ، المشتقات المالية ... الخ) ومثل هذه المجموعة من الأوراق يتشكل منها محفظة يطلق عليها محفظة الأوراق المالية Security Portfolio. لذا نجد البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار المشتركة تكون أحيانا مجبرة ضمن القانون بتكوين محافظ استثمارية متنوعة، كما يحق للأفراد أيضا إمتلاك مثل هذه المحافظ. (goffin, 2004, p. 39)

يقصد بالمحفظة المتنوعة **Diversified Portfolio**: امتلاك مستثمر عدد من الأوراق المالية الشركات مختلفة في أن واحد بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار، فالمستثمرون يهتمون بعوائد و مخاطر المحفظة ككل وليس بارتفاع أو انخفاض أسعار كل ورقة مالية على حدى.

بشكل عام يمكن تصنيف موجودات المحافظ الاستثمارية إلى نوعين رئيسيين هما:

-**الموجودات المالية**: وتمثل ما يستحق أو يتحقق عن القابلية الإرادية الموجودات، ويتم التعبير عن هذا الاستحقاق من خلال إصدار شهادة رسمية تقرر الخصائص والحقوق المرافقة لذلك الاستحقاق.

-**الموجودات الحقيقية**: وهي لا تتعلق بمستحقات مالية وإنما بحياسة المستثمر للموجودات الحقيقية ذاتها المكونة للمحفظة وكلما ارتفعت قيمة هذه الموجودات ارتفعت حصة المستثمر من المكاسب الرأسمالية. وعليه يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار، وهي تتكون من أصليين أو أكثر بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة من المخاطر وعلى أن تتلاءم أهداف المحفظة مع رغبة المستثمر سواء كان مستثمر محافظ أو مضارب أو رشيد، وتخضع المحفظة الإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة قد يكون مالكا لها كما وقد يكون مأجوراً وحينئذ ستفاوت صلاحياته في أدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك أو مالكي المحفظة. (جميل، 2015)

كما يمكن تعريف نظرية المحفظة الاستثمارية بأنها تلك النظرية التي تقوم على مزج ورقتين ماليتين أو أكثر مع بعضها في حقيبة استثمارية واحدة من خلال توزيع المبالغ المستثمرة في

رأسمال المحفظة على هذه الأوراق بأهمية نسبية تتلاءم مع أهداف المحفظة بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار ورفع القيمة السوقية لرأسمالها، أي تتوقع الأدوات الاستثمارية في المحفظة بصورة تتلاءم مع أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة، ويأخذ التنوع بعين الاعتبار مقدار العوائد المنخفضة عن كل أداة أو أصل مالي في المحفظة ومدى المخاطر الناجمة عن الانحراف بين العائد الفعلي والعائد المتوقع من خلال استخدام أدوات إحصائية في قياس درجة المخاطر بهذه العوائد.

ولعل من أهم القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي (Major Mix Decision) والذي يتم من خلاله تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا لرأسمالها الكلي. وتبرز في هذا القرار مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى Optimum portfolio والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنوع وبدرجة تحقق هدفه الرئيسي في تعظيم العائد المتوقع للمحفظة مع تخفيض مخاطرها المرجحة إلى حد أدنى. (موسى و ابو عرابي، 2009)

1. 3 أهداف المحفظة الاستثمارية

إن الأهداف الأساسية من تشكيل المحفظة الاستثمارية تتمثل فيما يلي:

- المحافظة على رأس المال الأصلي: إن هذا الهدف يشكل الهم الأكبر المدير المحفظة الاستثمارية حيث على الرغم من أنه يسعى لتحقيق الأرباح والعوائد المناسبة، إلا أنه قبل ذلك يهتم باسترداد رأسماله الأصلي، ولهذا يأتي هذا الهدف في طليعة اهتمامات مدير المحفظة
- تحقيق أقصى عائد ممكن يشكل هذا الهدف الحافز الأساسي الأكبر من أجل الاستثمار وهو المعيار الذي يضعه مدير المحفظة في الحسابان عندما يقوم بتكوين هذه المحفظة.
- نمو رأس المال وتعظيم الثروة: يعتبر نمو رأس المال من الأهداف الرئيسة لجميع المستثمرين كما يعتبر مؤشر للنجاح في العملية الاستثمارية، ولهذا يسعى مدير المحفظة لتحقيق هذا الهدف

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

من خلال تكوين محفظة استثمارية تشمل على الأوراق المالية ذات النوعية الجيدة والتي تترافق بزيادة في القيمة السوقية بصورة مضطربة. هذا ويميل العديد من المستثمرين لكي يكون هدف تعظيم الثروة ورأس المال أهم من الهدف المتعلق بتحقيق أقصى عائد ممكن، ونحن لا نرى وجود تعارض بين هذين الهدفين بل إن تحقيق أحدهما يمكن أن يقود إلى تحقيق الآخر.

-تلبية متطلبات السيولة نظراً لتعرض البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لطلبات المودعين وطلبات المقترضين، فإن توفر السيولة النقدية في هذه المؤسسات أمراً في غاية الأهمية وهو أيضاً الدافع التشكيل محفظة استثمارية تضم أوراق مالية ذات أجل قصير سهلة التسويق والتحول إلى سيولة.

-تجنب التعرض لمخاطر الإفلاس: إن تقليل المخاطر شيء ضروري يجب أخذه بالحسبان عند القيام بالاستثمار، لأن المخاطر الشديدة يمكن أن تقود إلى بعثرة الثروة والإفلاس، وإذا كان لا بد من وضع هدف وحيد للمحفظة الاستثمارية فإنه سيكون مزيجا من مجمل الأهداف السابقة وهو تحقيق أعلى عائد ممكن على الاستثمار مع تقليل المخاطر التي يتعرض لها. (الثلجة، 2014)

-تقبل مخاطر التعرض للضرائب على إيرادات القروض، حيث أن الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب وبالتالي يمكن تعويض جانب من الضرائب المدفوعة على إيرادات المحفظة بالإضافة إلى الاستفادة من الحوافز الضريبية الموجودة في الكثير من الأنظمة. (العرفاوي، 2014)

1. 4 أنواع المحافظ الاستثمارية:

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

1 **محافظ العائد المنتظم** يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض الحصول على عائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعليه فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم الثابت والمستقر

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد. وعليه يعتبر الهدف الرئيسي المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلا شهريا أو سنويا. (عادل، 2014)

2محافظ الربح والنمو: وهي محافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة، ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مقابل تحمل درجة مخاطر مرتفعة، وعليه فإن هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة وهي من المؤكد لها خصائص معينة. (عرفة ا.، 2009)

3 محافظ الربح والعائد " المختلطة ": تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلا كبيرا وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلى المزج بين العائد والخطر. (حسين ع.، 2008، صفحة 206)

4المحافظ التقليدية: هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق، ما يعني تحمل درجة معينة من المخاطر هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم، وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق.

5 المحفظة المهاجمة: هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطر كبيرة لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص.

6المحفظة الحذرة: هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تأمين وضمان زيادة في رأس المال وفي نفس الوقت تحقيق عائد معين، ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة التوفيق بين انتظام

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

العوائد ونمو الدخل، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكيم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل ...

7 المحفظة المضاربة تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة، لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة. كما يمكن تصنيف محافظ الاستثمار وفقاً لمكوناتها، نذكر منها على سبيل المثال:

- محافظ الأسهم العادية: على الرغم من أن الأسهم العادية تشتمل خصائص محددة، فإنها تختلف باختلاف سمات تلك الأسهم، فهناك المحافظ التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة، بل وربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة ... وهكذا.

- محافظ السندات: يقصد بمحافظ السندات تلك التي تتكون من سندات فقط وفي هذا الصدد توجد محافظ تتكون من تشكيلة من السندات التي تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة، وهناك المحافظ التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة التي تولد عائد منخفض نسبياً ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر، كذلك توجد المحافظ المختلطة في تلك التي تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة، وتتباين معها المخاطر والعائد المتوقع.

- المحافظ المتوازنة: يقصد بالمحافظ المتوازنة تلك التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت محدد، مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة، لذا يطلق عليها أيضاً بالمحافظ المتنوعة.

- محافظ سوق النقد: يقصد بمحافظ سوق النقد تلك المحافظ التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي عادة ما تتداول في سوق النقد أي من خلال مؤسسات

مالية كالبنوك التجارية، إضافة إلى بيوت السمسة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق، ومن الأمثلة على الأوراق المالية قصيرة الأجل اذونات الخزنة، شهادات الاستثمار، والكمبيالات المصرفية. (الحسين و الياس، 2014)

المطلب الثاني:

تشكيل المحفظة الاستثمارية:

تتضمن عملية تشكيل المحفظة التعرف على تلك الأصول الواجب الاستثمار فيها مع تحديد نسبة أو نصيب والثروة الموجهة لكل أصل من طرف المستثمر، وتظهر من خلال هذه العملية أهمية استراتيجية التنوع التي من شأنها تخفيض وتوزيع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، إلى جانب ذلك لابد من مراعاة مجموعة من المبادئ والقيود التي تسمح بالوصول إلى محفظة مثلى تحاول في هذا المطلب معرفة أكثر عن بعض الجوانب المتعلقة بتشكيل المحافظ. (ريمة، 2014، صفحة 98)

لتشكيل محفظة استثمارية موافقة تماما لرغبة المستثمر واحتياجاته لابد من التحديد المسبق للآليات المعتمدة في تحقيق ذلك من خطوات وسياسات.

الخطوات

قبل البدء بعملية الاستثمار من الضروري وضع استراتيجية محددة نبدأ من خلالها بتحديد الهدف والتخطيط للوصول إليه، مع الأخذ بعين الاعتبار أن العملية الاستثمارية تتحمل الربح والخسارة، لذا يجب أخذ الوقت الكافي لدراسة وتوثيق خطتنا، ولتشكيل المحفظة يجب إتباع الخطوات التالية:

الخطوة الأولى: التخطيط

بمعنى تحديد الأهداف التي يسعى المستثمر أو مدير المحفظة تحقيقها والوسائل التي تحقق بها هذه الأهداف، ومن خلال هذه الخطوة يتم تحديد فيما يلي:

1- تحديد أهداف و احتياجات المستثمر: وهذا من خلال تحديد رأس المال الذي يرغب المستثمر توظيفه في المحفظة الأفق التوظيفي واحتياجاته من الأرباح والعوائد المتوقعة ، إلى جانب ذلك يجب تحديد مقدار المخاطرة الذي هو مستعد لتحملها وكذا نوعية وخصائص الأصول التي يرغب الاستثمار فيها، الأمر الذي يمكن المدير من اتخاذ قرارات سليمة.

2- تعيين مدير المحفظة : أي تحديد المسؤول عن إدارة المحفظة والشروط الواجب توفرها فيه حيث يجب أن يتميز بكونه قادرا على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب، كما يجب أن يكون على دراية وخبرة واسعة في هذا المجال، إضافة إلى إلمامه بظروف الأسواق المالية.

الخطوة الثانية: تحليل مكونات المحفظة

تضمن هذه الخطوة تحليل وفحص مجموعة من الأوراق المالية لغرض تحديد الأوراق الجذابة من أجل رسم السياسة التي سيتم انتهاجها ويتم ذلك من خلال:

1. التحليل الفني: يقوم المحللون الفنيون بتتبع حركة الأسعار وحجم التداول التي سبق تسجيلها في السوق أي التغيرات السابقة لاكتشاف سلوك أو نمط حركة الأسعار ليتم على إثرها إتخاذ القرار المناسب للمستثمر، وعلى هذا الأساس يمكن تعريف التحليل الفني على أنه: دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسوم البيانية وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلا. يهدف التحليل الفني بالدرجة الأولى إلى التعرف على الاتجاه العام للأسعار في المستقبل وكشف أي إشارة لاحتمال تغير مسارها بأسرع وقت ممكن حتى يمكن الاستفادة من ذلك بقدر المستطاع في اتخاذ قرارات الشراء والبيع في أنسب الأوقات.

2- التحليل الأساسي : وهو دراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المؤسسة ذاتها، والهدف من ذلك هو الكشف عن المعلومات التي قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمؤسسة والتي تعتبر محددًا أساسيًا للقيمة العادلة للسهم الذي تصدره يستعين المحللون في هذا الصدد بالقوائم المالية معتمدين بذلك على العديد من المؤشرات والنسب نذكر منها : السيولة ،

الربحية والمردودية، وهذا للتعرف بشكل مبكر على أي تغيرات إيجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع الشركة فتؤثر على أسعار أسهمها . (الحميد، 2005، صفحة 47)

الخطوة الثالثة: اختيار مكونات المحفظة

تتكون هذه المرحلة من ما يعرف بقرار المزج الرئيسي، الذي يتم من خلاله تحديد التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا لرأس مالها الكلي، يتم الأخذ بعين الاعتبار في هذا التوزيع نوعية المحفظة، وكذا نتائج مرحلة تحليل الأوراق المالية، بحيث تبرز من خلال هذا القرار مهارة المسير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى، ويشمل قرار المزج تحديدا العناصر التالية:

- أنواع الأصول التي تتشكل منها المحفظة.
- الوزن النسبي لكل أصل أو فئة من الأصول في هيكل المحفظة.
- القطاعات والأسواق (الواعدة) التي سيتم الاستثمار فيها، ومن جهة أخرى تحديد الأصول التي سيتم الاستثمار فيها في كل قطاع وفي كل سوق.

تجدر الإشارة إلى أن تفضيلات المستثمر تأتي في آخر مرحلة من مراحل عملية تشكل المحفظة فالمحافظ الأقل تباين والمحافظ الأكثر فاعلية هي نفسها بالنسبة لجميع المستثمرين، وعليه فالأمر يرجع للمستثمر في التعبير عن تفضيلاته. (chauveau, 2004, p. 107)

الخطوة الرابعة: تقييم المحفظة

تتم هذه الخطوة من خلال إخضاع المحفظة الاستثمارية لعملية تقييم مستمرة وهذا لمعرفة مدى سلامة أدائها وتدعيم نقاط القوة أو تصحيحها من خلال التعديل في مكوناتها إضافة إلى التأكد من أن القيمة السوقية قد حققت أهداف المستثمر ويتم التقييم من خلال:

-قياس الأداء: يتم من خلاله فحص القيمة السوقية للأصول المالية ومقارنتها بفترة زمنية سابقة وهذا بغرض معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة لأخرى.

- مقارنة الأداء: وهي مقارنة أداء المحفظة بأداء محافظ أخرى أو أحد مؤشرات السوق وذلك لمعرفة مدى صحة قرارات مدير المحفظة ومدى مساهمة هذه القرارات في زيادة ثروة المحفظة المشكلة.

الخطوة الخامسة: مراجعة المحفظة

يجب مراجعة ومتابعة المحفظة لأن أسعار الأصول تتميز بالتذبذب والعشوائية، حيث تتضمن هذه المرحلة بعض أعمال المراحل السابقة بغية التعديل مثل إعادة تحليل واختيار الأوراق المالية، ويتم فيها اتخاذ قرارات إما بشراء أسهم جديدة وضمها لمجموعة الأصول السابقة أو التخلي عن أصول أصبحت تشكل تهديدا، كما يتم في هذه المرحلة اتخاذ قرارات تتعلق بتعديل السيولة بزيادتها أو تخفيضها تبعا لما تفرضه معطيات السوق. ويتم تعديل المحفظة بواسطة طريقتين هما: التعديل حسب تقلبات الأسعار وحسب التنبؤات المستقبلية.

أ - **التعديل حسب تقلبات الأسعار:** كما سبق ذكره، فإن تكوين المحفظة يتم وفقا لظروف واحتياجات كل مستثمر، وعلى أساس السياسة التي انتهجها متحفظة أو هجومية، لكن كثيرا ما تجبره الظروف المتمثلة في تقلبات أسعار الأوراق المالية على إعادة النظر في هيكل المحفظة ولكن دون المساس باحتياجاته التي أخذت بعين الاعتبار عند تكوين المحفظة لأول مرة، وفي هذه الحالة فإنه من المهم أن يضع المستثمر خطة لإعادة النظر في تكوين المحفظة عند تقلبات الأسعار وذلك قبل أن تداهمه الأحداث.

ب - **التعديل حسب التنبؤات المستقبلية:** يهتم المستثمر بتقدير أسعار الأوراق المالية المستقبلية ويضع سياسات التي ترمي للاستفادة من هذا التنبؤ وهي تشمل:

ت - **تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بالأسعار** خلال الدورة الاقتصادية تتحرك أسعار الأوراق المالية في نفس اتجاه الدورة الاقتصادية، ففي فترة الزواج ترتفع الأسعار وعندما يبلغ الارتفاع أقصاه يتوقع المستثمر انتهاء فترة الرواج وبداية فترة الكساد التي سيصاحبها انخفاض في الأسعار وبالتالي يبدأ المستثمر بتعديل محفظة بحيث سيقبل من الأسهم العادية ذات المخاطر، ويشترى

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

بحصيلة البيع أوراقا مالية أخرى مستقيدا من سعرها المنخفض، وفي فترة الكساد يتوقع المستثمر تحسن الأحوال وارتفاع الأسعار في المستقبل وبالتالي يعمل على التقليل ما بمحفظته للاستفادة بالتغير في الأسعار المحتملة في المستقبل.

ث - **تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بسعر الفائدة** من المعروف أنه تؤثر التغيرات في سعر الفائدة بدرجة أكبر على أسعار السندات طويلة الأجل، وعليه فإن توقع المستثمر انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل فمن الضروري زيادة نسبة السندات طويلة الأجل في محفظته والتقليل من السندات قصيرة الأجل، وهذا ليستفيد من ارتفاع أسعار السندات طويلة الأجل الناتج عن انخفاض أسعار الفائدة، وفي حالة ما إذا توقع العكس أي ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل، يقلل من نسبة السندات طويلة الأجل حتى يقلل من الخسارة الناتجة عن انخفاض قيمتها في المستقبل، مع الإشارة إلى أنه إذا أخطأ المستثمر في تقديره الأسعار الفائدة في المستقبل سيتعرض للخسائر كبيرة. (ريمة، 2014) p. 107 ,

مبادئ تشكيل محفظة استثمارية:

هناك عدة مبادئ لابد للمستثمر صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة الاستثمارية وذلك ليتحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة، منذكر بعضا منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر:

مبدأ القياس الكمي: ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة الاستثمارية، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، وقياس العائد والخطر لابد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل.

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

مبدأ الشمول: ويقصد به اشتغال المحفظة الاستثمارية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم سندات حكومية، أدوات الخزنة ... إلخ، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.

مبدأ الارتباط: ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة، فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة الاستثمارية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة.

مبدأ الجودة ونقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطر الناتجة عن تقلبات السوق كما يمكن القول إن توافر الجودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها.

- **مبدأ التنوع:** تخصيص الأصول هو ترجمة لتنوع المحفظة الاستثمارية (picon, 2000, p. 197)، حيث إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب جميع أنواع الأوراق المالية ذات الخصائص المتنوعة، ويمكن أن يأخذ التنوع عدة أشكالاً أهمها: (عادل، 2014، صفحة 112)

تنوع قطاعي: تنوع قطاعات النشاط الاقتصادي

تنوع سوقي: أسواق حاضرة أو مستقبلية، أسواق محلية أو أجنبية

التنوع في الأوراق المالية: أسهم، سندات

التنوع في نوعية الورقة المالية: أسهم ممتازة، أسهم عادية، سندات متغيرة الفائدة.

سندات ثابتة الفائدة سندات المساهمة وشهادات الاستثمار.

سياسات تشكيل محفظة استثمارية:

يراعي المستثمر عند إدارة المحفظة عامل السيولة والربحية والضمان وبالتالي يأخذ بعين الاعتبار السياسة التي سيتبعها، فقد تكون هذه السياسة:

سياسة هجومية: حيث يضمن المستثمر استمرار الدخل وبالتالي يبحث عن تراكم الأرباح فيكون أسلوبه هجومياً ويلجأ إليها المستثمر في حالات الرخاء والازدهار الاقتصادي فيستعمل أدوات استثمارية ناجحة كالأسهم مثلاً ويحتفظ بها عندما تكون الأثمان منخفضة لبيعها عند ارتفاع الأسعار فيحقق أرباحاً متزايدة.

سياسة دفاعية: حيث يهتم المستثمر بتكوين الدخل الثابت والمستمر فيكون متحفظاً ويهتم بعنصر الضمان والأمان بحيث يضمن دخلاً مستمراً فيستعمل أدوات استثمارية كالسندات طويلة الأجل والعقارات وكذلك الأسهم الممتازة التي تضمن دخلاً ثابتاً مهما كانت الظروف.

سياسة متوازنة: في هذا النوع من السياسات يحاول المستثمر الجمع بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية فيكون بذلك متوازناً، وأغلب المستثمرين يميلون لهذا النوع من السياسات حيث يحققون عوائد تتناسب ودرجة المخاطر، لكن ذلك لا يمنع من دخوله في عمليات المضاربة إن سمحت له الظروف، ويلجأ المستثمرون الذين يعتمدون السياسة المتوازنة إلى الاستثمار بأدوات استثمارية قصيرة الأجل تتمتع بالسيولة والضمان والربحية كأذونات الخزينة وربما يلجأ بعضهم للأدوات طويلة الأجل كالسندات والعقارات والهدف من هذا التنوع تقليل المخاطرة والحد من الخسارة في بعض الأدوات.

حتى يتمكن المستثمر من الوصول إلى الأهداف المنشودة يجب عليه تحقيق الأسس التالية:
(كافي، 2009، صفحة 237 238)

التحفظ والتعقل: فعلى المستثمر أن يكون عقلانياً رشيداً في اتخاذ قراره الاستثماري فلا يتهور في مجالات استثمارية ذات مخاطر كبيرة فتجلب له الخسارة.

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

التوقيت: وتعني بذلك اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق أو الخروج منه، فلا يشتري إلا عندما تتخفص الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها، لا سيما وأن الأسعار كثيرة التقلب وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العلمية، على أن يتزامن قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية.

المراقبة والمتابعة: يجب على المستثمر متابعة مراقبة الأسهم فيبيعها إذا شعر أن الأسعار ستخفص حتى يتجنب حدوث خسائر جسيمة وذلك لا يكون إلا بدراسة حركة السوق والأسعار معا وقوى العرض والطلب كذلك، فيحقق بذلك معدل دوران جيدا من احتفاظه بالاستثمارات الناجحة وتنازله عن الاستثمارات الخاسرة وبالتالي يجب الاستمرار في مراقبة الأسهم في المحفظة الإجراء أي تعديل بصورة دورية حسب أوضاع السوق وأوضاع الشركة المستثمرة بها.

محددات تشكيل المحفظة الاستثمارية:

لغرض بناء محفظة استثمارية لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المحددات والعوامل التي تؤثر على تشكيلها وهي كالتالي:

المحدد الأول: نمو رأس المال

إن نمو رأس المال هو ذلك المعدل الذي يتزايد به رأس مال المحفظة خلال فترة الإستثمار أو التوظيف المالي (La durée du placement financier) ، فإذا رغب المستثمر تنمية القيمة السوقية للمحفظة خلال مدة طويلة الأجل فلا بد من البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف بلجوه إلى الاستثمار في أسهم شركات تتسم بدرجة عالية من النمو أو في صناديق الاستثمار (صناديق النمو).

المحدد الثاني: عائد المحفظة

وهي الأرباح الناجمة عن الاستثمار في الأوراق المالية فوائداً أو توزيعات أرباح، حيث يختلف العائد المطلوب من فرد لآخر حسب احتياجاته، وعلى مدير المحفظة أن يراعي ميول المستثمر

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

ورغباته، فإذا أراد المستثمر عائد ثابتا فمن الضروري الاستثمار في السندات، أما إذا رغب في تحقيق عائد متغير ومرتفع ففي هذه الحالة لابد من أن يوظف أمواله في أسهم العادية.

المحدد الثالث: مخاطرة المحفظة

تعتبر المخاطرة محددا هاما للاستثمار، وعلى المستثمر أو مدير المحفظة أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير المتوقعة التي تؤثر على رأس مال المحفظة (Le degrés de tolérance au risque) هذا و لأن درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر مختلفة من فرد إلى آخر، فالمستثمرون الذين ينفرون من المخاطرة (Les investisseurs risquophobes) سوف يبحثون عن فرص تقدم لهم بعض الأدوات التي تؤمن لهم ثبات واستمرارية الحصول على الدخل كأذونات الخزينة أو السندات الحكومية ذات معدل عائد مضمون وقد يقبل المستثمرون على توظيف أموالهم في أسهم عادية وذلك بتحملهم درجة مخاطر عالية الغرض تحقيق هدفهم النهائي بالحصول على عائد عال ، ويدعى على هذا النوع من المستثمرين بالمستثمرين المجازفين المحبين للمخاطرة (Les investisseurs risquophiles) (شبيب، 2010، صفحة 18 19)

المطلب الثالث: خطوات تكوين محفظة استثمارية مثلى:

اولا: مراحل بناء محفظة استثمارية:

قبل البدء بعملية الاستثمار من الضروري وضع استراتيجية محددة نبدأ من خلالها بتحديد الهدف والتخطيط للوصول إليه، مع الأخذ بعين الاعتبار أن العملية الاستثمارية تتحمل الربح والخسارة. لذا يجب أخذ الوقت الكافي لدراسة وتوثيق خطتنا، ولتشكيل المحفظة يجب اتباع المراحل التالية:

المرحلة الأولى: التخطيط

بمعنى تحديد الأهداف التي يسعى المستثمر أو مدير المحفظة تحقيقها والوسائل التي تحقق بها هذه الأهداف، ومن خلال هذه المرحلة يتم تحديد ما يلي: (المومني، 2009، صفحة 45)

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

1- تحديد أهداف و احتياجات المستثمر وهذا من خلال تحديد رأس المال الذي يرغب المستثمر توظيفه في المحفظة الأفق التوظيفي (L'horizon de placement) و احتياجاته من الأرباح والعوائد المتوقعة، إلى جانب ذلك يجب تحديد مقدار المخاطرة الذي هو مستعد لتحملها و كذا نوعية و خصائص الأصول التي يرغب (Déterminer le profil de l'investisseur) الاستثمار فيها، الأمر الذي يمكن المدير من اتخاذ قرارات سليمة.

2- تعيين مدير المحفظة: أي تحديد المسؤول عن إدارة المحفظة والشروط الواجب توفرها فيه حيث يجب أن يتميز كونه قادرا على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب، كما يجب أن يكون على دراية وخبرة واسعة في هذا المجال، إضافة إلى إلمامه بظروف الأسواق المالية.

المرحلة الثانية: تحليل مكونات المحفظة

تتضمن هذه الخطوة تحليل وفحص مجموعة من الأوراق المالية لغرض تحديد الأوراق الجذابة les titres financiers attrayants من أجل رسم السياسة التي سيتم انتهاجها ويتم ذلك من خلال:

1- التحليل الأساسي (L'analyse fondamentale) وهو دراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المؤسسة ذاتها، والهدف من ذلك هو الكشف عن المعلومات التي قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمؤسسة والتي تعتبر محددًا أساسيًا للقيمة العادلة للسهم الذي تصدره. (سعيدة، 2009، صفحة 19)

يستعين المطلون في هذا الصدد بالقوائم المالية معتمدين بذلك على العديد من المؤشرات والنسب تذكر منها السيولة، الربحية المردودية ... وهذا للتعرف بشكل مبكر على أي تغيرات إيجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع الشركة فتؤثر على أسعار أسهمها.

2- التحليل الفني (L'analyse technique): يقوم المحللون الفنيون بتتبع حركة الأسعار وحجم التداول التي سبق تسجيلها في السوق (أي التغيرات السابقة لاكتشاف سلوك أو نمط حركة

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

الأسعار ليتم على إثرها اتخاذ القرار المناسب للمستثمر، وعلى هذا الأساس يمكن تعريف التحليل الفني على أنه: دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسوم البيانية وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلا. (المجيد، 2005، صفحة 47)

يهدف التحليل الفني بالدرجة الأولى إلى التعرف على الاتجاه العام للأسعار في المستقبل وكشف أي إشارة تنبئ باحتمال تغير مسارها بأسرع وقت ممكن حتى يمكن الاستفادة بذلك بقدر المستطاع في اتخاذ قرارات الشراء والبيع في أنسب الأوقات. (المجيد، 2005)

المرحلة الثالثة: اختيار مكونات المحفظة

تتكون هذه المرحلة من

قرار المزج الرئيسي الذي يتم من خلاله تحديد التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا للرأس مالها الكلي، يتم الأخذ بعين الاعتبار في هذا التوزيع نوعية المحفظة، وكذا نتائج مرحلة تحليل الأوراق المالية. حيث تبرز من خلال هذا القرار مهارة المسير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى. (القادر ا.، 2010، صفحة 158)

ويشمل قرار المزج تحديدا العناصر التالية:

- أنواع الأصول التي تتشكل منها المحفظة.
- الوزن النسبي لكل الأصل أو فئة من الأصول في هيكل المحفظة.
- القطاعات والأسواق (الواعدة) التي سيتم الاستثمار فيها، ومن جهة أخرى تحديد الأصول التي سيتم الاستثمار فيها في كل قطاع وفي كل سوق.

المرحلة الرابعة: تقييم المحفظة

تم هذه الخطوة من خلال إخضاع المحفظة الإستثمارية لعملية تقييم مستمرة وهذا المعرفة مدى سلامة أدائها وتدعيم نقاط القوة أو تصحيحها من خلال التعديل في مكوناتها إضافة إلى

التأكد من أن القيمة السوقية قد حققت أهداف المستثمر ويتم التقييم من خلال: (المومني، 2009، صفحة 66)

-1- قياس الأداء: يتم من خلاله فحص القيمة السوقية للأصول المالية ومقارنتها بفترة زمنية سابقة وهذا بغرض معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة لأخرى.

-2- مقارنة الأداء: وهي مقارنة أداء المحفظة بأداء محافظ أخرى أو أحد مؤشرات السوق وذلك المعرفة مدى صحة قرارات مدير المحفظة ومدى مساهمة هذه القرارات في زيادة ثروة المحفظة المشكلة.

المرحلة الخامسة: مراجعة المحفظة

يجب مراجعة ومتابعة المحفظة لأن أسعار الأصول تتميز بالتذبذب والعشوائية، حيث تتضمن هذه المرحلة بعض أعمال المراحل السابقة بغية التعديل مثل إعادة تحليل واختيار الأوراق المالية ... إلخ ويتم فيها اتخاذ قرارات إما بشراء أسهم جديدة وضمها لمجموعة الأصول السابقة أو التخلي عن أصول أصبحت تشكل تهديدا، كما يتم في هذه المرحلة اتخاذ قرارات تتعلق بتعديل السيولة وذلك بزيادتها أو تخفيضها تبعا لما تقرضه معطيات السوق.

ويتم تعديل المحفظة بواسطة طريقتين هما: التعديل حسب تقلبات الأسعار وحسب التنبؤات المستقبلية.

-1- التعديل حسب تقلبات الأسعار:

كما سبق ذكره، (كمال، 2004، صفحة 41) فإن تكوين المحفظة يتم وفقا لظروف واحتياجات كل مستثمر، وعلى أساس السياسة التي انتهجها متحفظة أو هجومية، لكن كثيرا ما تجبره الظروف المتمثلة في تقلبات أسعار الأوراق المالية على إعادة النظر في هيكل المحفظة ولكن دون المساس باحتياجاته التي أخذت بعين الاعتبار عند تكوين المحفظة لأول مرة، وفي هذه الحالة فإنه من المهم أن يضع المستثمر خطة لإعادة النظر في تكوين المحفظة عند تقلبات الأسعار وذلك قبل ان تداومه الاحداث، ويمكن تقسيم سياسات إعادة تكوين المحفظة إلى ما يلي:

أ- السياسة الدفاعية

الغرض منها تقليل الخسائر في المحفظة بسبب تقلبات الأسعار، وطبقا لهذه السياسة فإن المستثمر لا يرغب في تحقيق أي ربح، وفي نفس الوقت يرغب في تجنب الخسارة، وكل ما يريده هو الاحتفاظ بهيكل محفظته كما شكلها لأول مرة، غير أنه يضطر للشراء أو البيع، وفي هذه الحالة تتم العملية بالأسعار السائدة في السوق مثل شراء أوراق جديدة أو إعادة استثمار بعض الأموال التي كانت مستثمرة في سندات حل ميعاد استحقاقها، وقد يلجأ المستثمر إلى بيع أوراق مالية أخرى إذا أصبحت لا تتناسب مع أهدافه لتدهور المركز المالي للجهة المصدرة مثلا.

ب- السياسة المتحررة

الغرض من هذه السياسة هي تحقيق أرباح لمدة طويلة أي تأجيل البيع على أمل ارتفاع الأسعار وكذا تأجيل شراء الأوراق المالية على أمل انخفاض الأسعار.

-2- التعديل حسب التنبؤات المستقبلية

يهتم المستثمر بتقدير أسعار الأوراق المالية المستقبلية ويضع سياسات التي ترمي للاستفادة من هذا التنبؤ.

أ- تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بالأسعار خلال الدورة الاقتصادية:

تتحرك أسعار الأوراق المالية في نفس اتجاه الدورة الاقتصادية، ففي فترة الرواج ترتفع الأسعار و عندما يبلغ الارتفاع أقصاه يتوقع المستثمر انتهاء فترة الرواج وبداية فترة الكساد التي سيصاحبها انخفاض في الأسعار وبالتالي يبدأ المستثمر بتعديل محفظة بحيث سيقبل من الأسهم العادية ذات المخاطر، ويشترى بحصيلة البيع أوراقا مالية أخرى مستفيدا من سعرها المنخفض، وفي فترة الكساد يتوقع المستثمر تحسن الأحوال وارتفاع الأسعار في المستقبل وبالتالي يعمل على التقليل ما بمحفظته هذا للاستفادة بالتغير في الأسعار المحتملة في المستقبل. (القادر ح.، 2009، صفحة 174)

ب تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بسعر الفائدة

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

من المعروف أنه تؤثر التغيرات في سعر الفائدة بدرجة أكبر على أسعار السندات طويلة الأجل، وعليه فإن توقع المستثمر انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل فمن الضروري زيادة نسبة السندات طويلة الأجل في محفظته والتقليل من السندات قصيرة الأجل، وهذا ليستفيد من ارتفاع أسعار السندات طويلة الأجل الناتج عن انخفاض أسعار الفائدة ، وفي حالة ما إذا توقع العكس أي ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل، يقلل من نسبة السندات طويلة الأجل حتى يقلل من الخسارة الناتجة عن انخفاض قيمتها في المستقبل، مع الإشارة إلى أنه إذا أخطأ المستثمر في تقديره أسعار الفائدة في المستقبل سيتعرض لخسائر كبيرة. (سعيدة، 2009، صفحة 31)

ثانيا: مواصفات المحفظة المثلى:

- تحقق للمستثمر توازنا معقولا بين العائد والأمان.
- تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي (التنوع الكفاء)، ولا يقتصر هذا الأخير على تنوع أصولها فقط بل يشمل أيضا التنوع الجغرافي لأدوات الاستثمار، إضافة إلى الاستثمار في أدوات ذات آجال مختلفة.
- تحقيق هذه الأدوات المكونة للمحفظة حدا مقبولا من السيولة مما يوفر لمديرها المرونة الكافية التي تمكنه من إجراء تعديلات عليها عند المراجعة. (الامين و مضوي، 2019، صفحة 20)

ثالثا: استراتيجية التنوع في المحفظة الاستثمارية:

من أهم النتائج التي توصلت إليها المالية الحديثة في مجال اختيار الاستثمارات هي إمكانية تدنئة المخاطر التي تتعرض لها المحافظة من خلال تشكيلة متنوعة وحكيمة (judicieuse) من الأصول، وهذا ما يطلق عليه بأثر التنوع. (roland & patrice, 2009, p. 701)

1- أساليب التنوع في المحفظة الاستثمارية

أ - التنوع بناء على جهة الإصدار:

يقصد بذلك توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة، وعدم التركيز على ورقة مالية تصدرها شركة واحدة ويوجد في هذا الصدد أسلوبين شائعين للتنوع وهما: التنوع الساذج وتنوع ماركويتز .

• التنوع الساذج La diversification naïve

يقوم هذا الأسلوب على الاختيار العشوائي للأوراق المالية استنادا على فكرة أنه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائلها، بمعنى شراء عدد من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار خصائص هذه الأوراق. (القادر ح. ع.، 2009 2010, p. 137 ,

وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنوع إلى أن احتواء المحفظة على حوالي 15 ورقة مالية كحد أدنى يؤدي غالبا إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر الخاصة، وأن أي زيادة وفق هذا العدد تكون غير مجدية في تخفيض المخاطر. (alain & rouyer, 2002, p. 410) لذا ينصح الخبراء على عدم المبالغة في التنوع للأسباب التالية: (القادر ا. م.، 2010, p. 234)

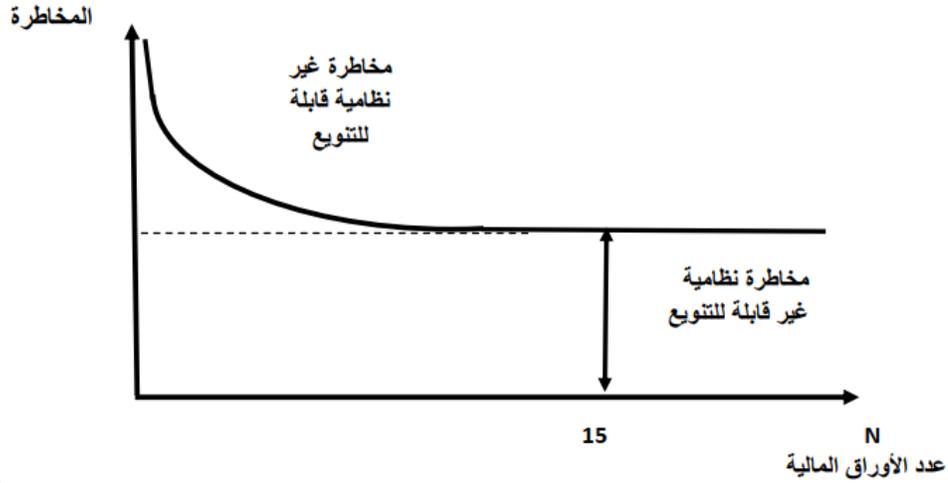
- صعوبة إدارة المحفظة: نتيجة تعدد الأدوات الاستثمارية المكونة لها، إذا يتطلب ذلك التحليل المستمر للمراكز المالية لجهات الإصدار، إضافة إلى تتبع ربحيتها بهدف شراء أوراق مالية وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أوراق أخرى.
- ارتفاع تكاليف إدارة المحفظة وذلك عند اللجوء إلى متخصصين في التحليل الفني والأساسي كما يرتفع متوسط العمولات المدفوعة للوسطاء أيضا نتيجة الشراء بكميات صغيرة من كل نوع من الأدوات الاستثمارية.

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

- صعوبة اتخاذ قرارات استثمارية سليمة لأن المغالاة في التنوع قد تدفع المستثمر إلى استثمار أمواله في أوراق مالية ذات مخاطر لا تتناسب مع العائد المتوقع، وفي هذه الحالة فإن احتمال اتخاذ قرارات خاطئة تكون أكبر.

ويوضح الرسم البياني أثناء مبدأ التنوع من خلال وصف العلاقة بين المخاطرة وعدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة:

1 الرسم البياني أثناء مبدأ التنوع من خلال وصف العلاقة بين المخاطرة وعدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة



المصدر: من كتاب risk management and value من اعداد البروفيسور belellah mondher الصفحة 27

يميل منحى المخاطر إلى الأسفل هذا (ما يدل على انخفاض مستوى المخاطر الخاصة) إلى أن وصل إلى حده الأدنى عند مستوى 15 ورقة أين بقي مستوى المخاطر ثابتا (مخاطر نظامية غير قابلة للتنوع).

● Markowitz تنوع

على عكس التنوع الساذج الذي يعتمد على الاختيار العشوائي للأصول المكونة للمحفظة، نجد أسلوب Markowitz الذي يعتمد على الطرق العلمية بمعنى استخدام الأساليب الإحصائية والرياضية اللازمة للاختيار الدقيق لتلك الأصول، مع مراعاة معامل الارتباط بين عوائد هذه

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

الأوراق، ويفضل في هذه الحالة أن تكون العلاقة بين الأصول عكسية سالبة أو مستقلة لتخفيض المخاطر إلى أدنى حد ممكن. (ماجد، 2011، صفحة 147)

التنوع الجيد للأصول المحفظة الائتمانية يمكن إدارة الائتمان في البنوك من تجنب التذبذبات أو التقلبات التي تحدث للتدفقات النقدية الناتجة عن منح الائتمان والتي يكون تأثيرها عدم مقدرة العملاء على خدمة الدين والفائدة حسب تواريخ الاستحقاق وشروط الائتمان المتفق عليها، فالتنوع يؤدي إلى توزيع مخاطر المحفظة فإذا عجزت التدفقات النقدية لأحد العملاء على مقابلة الالتزام وتسبب ذلك في تعثره فإن درجة تأثيره على المحفظة الائتمانية الكلية يكون منخفض. (الزبيدي، 2002، الصفحات 169-170)

في الخمسينيات استطاع هاري ماركويتز Markowitz أن يقدم نظرية المحفظة من خلال فكرة التنوع وتوصل إلى ما يعرف بالحد الكفر (Efficient Set) للاستثمارات الخطرة علماً بأن المبادئ الأساسية التي تقوم عليها المحافظ الائتمانية للبنك مستمدة من مبادئ ونظريات المحافظ الاستثمارية.

عندما تحصل هناك زيادة في معامل الارتباط الموجب فإن فرص تنوع مخاطر المحفظة يكون أقل وعندما يكون معامل الارتباط سالب فإننا نستطيع تخفيض مستوى المخاطر إلى حدودها الدنيا، ويكون هنالك (Perfect Hedging) وفي هذه الحالة تستطيع الوصول إلى النقطة التي تعطي أقل انحراف معياري وبناء محفظة لها تباين 0. (Alan, 2005, p. 224)

تعد فكرة تنوع المخاطر أهم وسيلة تأخذ بها إدارة الائتمان، وتقوم فكرة التنوع على:

* تحليل المحفظة وفق الأنشطة الاقتصادية التي تنتمي إليها التسهيلات القائمة والتي تم منحها للعملاء.

* تحليل المحفظة وفق أجال التسهيلات الممنوحة قصيرة، متوسطة طويلة.

* تحليل المحفظة وفق حجم العملاء (صغير، كبير)

* تحليل المحفظة وفق نوع العملات الممنوح بها التسهيلات (بإعداد المراكز المالية للبنك وفق

عملية رئيسية معينة). (الحمزاوي، 2000، صفحة 39)

فتنوع المحفظة يشتمل على توزيع حسابات الائتمان والودائع بين مجموعة واسعة من العملاء، وتضم حسابات الأعمال الصغيرة والكبيرة والصناعات المختلفة وتنوع مصادر الدخل والضمانات. (hudging, 2005, p. 487)

ب تنوع تواريخ الاستحقاق

تؤثر تقلبات أسعار الفائدة على القيمة السوقية للأوراق المالية، أي أن درجة استجابة القيمة السوقية للأوراق تزداد كلما زادت فترة الاستحقاق، لهذا كان من الضروري توزيع الاستثمارات بين أوراق قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار في كل منهما، وذلك من خلال اتباع السياسات التالية: (حسين ب.، 2001، صفحة 201)

• الأسلوب الهجومي

تقوم فكرة الأسلوب الهجومي على التغيير المستمر في مكونات المحفظة بناء على توقعات حركة أسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فعليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق طويلة الأجل، علماً أن نجاح هذه السياسة تعتمد على مدى صحة التوقعات.

• تدرج تواريخ الاستحقاق

يتم بموجب هذا الأسلوب توزيع الاستثمارات داخل المحفظة بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متدرجة (متتالية) وهذا لغرض توفير السيولة وتحقيق الربح في نفس الوقت، فلو أن المستثمر خطط لاستثمار ما قيمته 10 ملايين وأقصى تاريخ استحقاق هو 10 سنوات فإنه يوزع مخصصات المحفظة على 10 أجزاء كل جزء يستحق في تاريخ مختلف على الأجزاء الأخرى وحسب هذه الطريقة فإن المستثمر يتحصل على قيمة الأوراق المالية المستحقة بعد كل سنة ويقوم بإعادة استثمارها من جديد في أوراق تستحق لمدة 10 سنوات لتحقيق هدف استقرار العائد.

2- أشكال التنوع:

يمكن التمييز بين ثلاثة أشكال للتنوع وهي كالتالي:

أ حسب طبيعة الورقة المالية

إذ يتم تنوع الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك حسب طبيعتها ومدى درجة مخاطرها، حيث تمثل الأسهم أوراقا مالية أكثر مخاطرة من السندات، وقد أظهرت دراسة أجريت على مختلف السندات والأسهم الأوروبية تؤكد احتمال خسارة رأس المال بالنسبة للأسهم أعلى بثلاث مرات منه في السندات. (يوسف، 2011، 2012، صفحة 82)

ب التنوع القطاعي

يقصد بالتنوع القطاعي توزيع استثمارات المحفظة على عدة قطاعات قطاع الاتصالات القطاع البنكي إلخ)، بعبارة أخرى هي اقتناء تشكيلة من الأوراق المالية الصادرة عن مؤسسات تنشط في قطاعات مختلفة، علما أن القطاعات تسلك سلوكا مختلفا تجاه الظروف الاقتصادية. (يوسف، 2011، 2012) فعند فترة الحروب مثلا تتأثر أغلب القطاعات في منطقة معينة سلبا بينما يؤثر ذلك إيجابيا على قطاع الصناعات العسكرية.

ج التنوع الجغرافي (الدولي)

تم تبني التنوع الدولي من قبل المستثمرين منذ وقت طويل باعتباره وسيلة فعالة لتحسين عائد المحفظة، فهو من جهة يسمح بتحقيق ربح هام ناجم من محفظة مكونة من أصول أجنبية ومن جهة أخرى فهو يعمل على تدنئة المخاطر الكلية. (maroua, 2011, p. 30)

يعمل التنوع الدولي على تخفيض مخاطر المحفظة بنسب أكبر من التنوع القطاعي المحلي هذا لأنه في نفس البلاد (قطاع محلي) أسعار الأسهم تتأثر بنفس التغيرات الاقتصادية (كالتضخم وسعر الفائدة) مما يجعلها تميل إلى التقلب معا، وحتى يتم تجاوز هذه المخاطر يلجأ المستثمر إلى التعامل في البورصات الدولية وذلك بشراء أسهم مسعرة في هذه الأسواق أو شراء أسهم أجنبية مسعرة السوق المحلي. (rouyer و alain، 2002، صفحة 410)

رابعاً: نماذج تقييم المحافظ الاستثمارية:

تعتبر عملية تقييم الأداء من الأساليب الرقابية التي تؤدي الى تحسين أداء المحفظة، وسوف نتعرض فيما يلي لثلاثة نماذج اقترحت:

1. نموذج شارب (sharp-1966)

قدم ويليام شارب مقياساً مركباً لقياس أداء المحفظة، اذ يقوم يقوم هذا النموذج على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري، فمعادلة تحدد العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة (القادر ا. م.، 2010) (p. 222 223)، و بالتالي فان هذا المؤشر هو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطر الكلية، و كلما كانت النسبة مرتفعة كان أداء المحفظة افضل. ويصاغ هذا النموذج حسب العلاقة التالية:

$$ratio\ de\ sharpe = \frac{R_p - R_F}{\sigma_p}$$

حيث ان:

R_p : عائد المحفظة.

R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

σ_p : الانحراف المعياري للمحفظة.

تجدر الإشارة الى انه لا يمكن استخدام هذا المؤشر الا في المحافظ الاستثمارية ذات الاهداف المتشابهة، والتي تخضع لقيود متماثلة. (وهيب، 2009، صفحة 398)

2. مؤشر ترينور (treynor-1965)

يقصد بمؤشر ترينور نسبة الفائض في عائد المحفظة للمخاطر النظامية، و يقوم هذا الأخير على الفصل بين المخاطر النظامية و الخاصة، حيث يرى هذا النموذج ان المحفظة التي تم

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

تنويعها جيدا تتخلص من المخاطر الخاصة و بذلك تبقى المخاطر النظامية وحدها التي تهتم المستثمر و التي يتم تقديرها على أساس المعامل β . (عرفة س.، 2009، صفحة 80)

ويعتبر مقياس ترينور أكثر دقة من مقياس مقباس شارب، وذلك لاعتماده على خصائص كل ورقة مالية بالدرجة الأولى ومعامل بيتا لكل ورقة ومعامل بيتا المرجح للمحفظة. (المومني، 2009، صفحة 231)

وكقاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما دل ذلك على أداء أفضل للتشكيلة. (القادر ح.، 2009 2010، صفحة 186)

والمعادلة التالية توضح الصيغة العامة للمؤشر :

$$ratio\ treynor = \frac{R_P - R_F}{\beta_P}$$

حيث ان:

R_P : عائد المحفظة الاستثمارية.

R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

β_P : المخاطر النظامية للمحفظة.

3. نموذج جنسن (Jensen-1968):

يعتمد نموذج جنسن مباشرة على نموذج على تسعير الأصول الراس مالية، حيث تقوم فكرة هذا النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين، يدعى هذا الفرق بمعامل الفا α .

المقدار الأول: ويمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى بالعائد الإضافي.

المقدار الثاني: يمثل حاصل ضرب المعامل β_P في الفرق بين متوسط عائد السوق والعائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة. (القادر ا.، 2010، صفحة 225)

الفصل الأول: الإطار النظري لتكوين محفظة استثمارية مثلى.

وعلى هذا الأساس نكتب معادلة النموذج على الشكل التالي:

$$\alpha = (R_p - R_F) - \beta_P(R_m - R_F)$$

حيث ان:

Rp: العائد المتوقع للمحفظة.

Rf: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

(Rp-Rf): العائد الإضافي.

وتشير المعادلة أعلاه الى ان α يمكن ان يتخذ ثلاث قيم:

* إذا كان $\alpha > 0$ هذا يعني ان أداء المحفظة جيد.

* إذا كان $\alpha < 0$ هذا يعني ان أداء المحفظة سيئ.

* إذا كان $\alpha = 0$ يعني هذا حالة توازن بين عائد المحفظة وعائد السوق.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل سلطنا الضوء على المفاهيم الأساسية للمحفظة الاستثمارية، وكذا التنوع، إضافة إلى شرح العائد والخطر وكيفية قياسهما. كما بينا تطور نظرية المحفظة وكيفية اختيارها وصولاً للمحفظة المثلى. والاستثمار في المحفظة المالية يتم ضمن إطار سوق الأوراق المالية، فقد كان من الضروري توضيح الأهمية الكبيرة لهذه السوق في تفعيل الأنشطة الاقتصادية وتوجيه المدخرات نحو المشاريع الانتاجية، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال وجود سوق منظمة تتوفر على مقومات الكفاءة وتوفر المؤشرات، حيث من طبيعة المستثمرين الميل نحو تحقيق أهدافهم مثل تعظيم ثروتهم وتعددت المحاولات في توضيح هذه العلاقة بين العائد والمخاطر وكانت البداية من اعمال ماركويتز بنظرية المحفظة ثم انتقل تحليل هذه العلاقة في شكل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM الذي يعتمد على العلاقة بين عائد السهم ومعدل عائد محفظة السوق.

كأي نموذج أولي تعرض نموذج CAPM الى العديد من الانتقادات أدت الى التطوير منه تلك المحاولات زادت من تعقيد النموذج مما أدى بالباحثين الى تغيير اتجاه التفكير نحو نظريات جديدة ومن بين هذه النظريات الجديدة نظرية التسعير بالمراجعة والمالية السلوكية.

الفصل الثاني: استخدام نموذج ماركويتز

ونموذج CAPM لتكوين محفظة

استثمارية مثلى خلال الفترة 2020-

2023

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

تمهيد

بعد تقديم الجانب النظري من الدراسة والمتعلق بدراسة مفهوم المحفظة الاستثمارية ومكوناتها وانواعها وكذا التطرق الى الادبيات السابقة للموضوع، سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق الى جانب آخر من الدراسة وهو جانب تطبيقي يتضمن ما تم التطرق له في الجزء النظري، من خلال دراسة عينة من سوق الأوراق المالية السعودية والبالغ عددها 8 شركات في السوق السعودي للأوراق المالية.

لتحقيق الاهداف المرجوة من هذه الدراسة، نقوم بإسقاط نموذج ماكويتز و CAPM على سوق الأوراق المالية السعودية، ودراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في أسهم الشركات المختارة بالاعتماد على بيانات السوق السعودي خلال الفترة الممتدة من 2020 الى 2023.

لذلك تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاث مباحث التالية:

- المبحث الأول: تقديم عام لسوق الأوراق المالية السعودية؛
- المبحث الثاني: منهجية الدراسة؛
- المبحث الثالث: عرض نتائج الدراسة.

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

الفصل الثاني:

المبحث الأول: تقييم عام حول سوق الأوراق المالية السعودي:

تعتبر أسواق الأوراق المالية العربية من الأسواق الناشئة ويعتبر السوق المالي السعودي المعروف باسم تداول من أكبر الأسواق المالية في الدول العربية، كما أنه يحتل المراتب الأولى في تصنيف الأسواق الناشئة. وعليه سيتم التعرف على هذا السوق من خلال هذا المبحث في:

- التعريف بالسوق السعودي؛
- خدمات وأهداف سوق الأوراق المالية السعودية؛
- الهيئات المشكلة للنظام المالي السعودي.

المطلب الأول

لقد عرف سوق الأوراق المالية السعودية تطوراً كبيراً، حيث مرت نشأته بعدت مراحل حتى وصلت الى ما هي عليه الآن.

1-نشأة سوق الاوراق المالية السعودية

لقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً مقارنة بالبلدان العربية الأخرى، حيث مر بالعديد من المراحل التي أدت الى ما هو عليه سوق الأوراق السعودي الآن، ويمكن تلخيص هذه المراحل الأساسية فيما يلي:

المرحلة الأولى: 1932 الى أوائل الثمانينيات

بداية الأمر لم يكن سوق رأس المال السعودي موجود بشكل منظم وتحت إشراف هيئات حكومية بل كان يتم تداول الأدوات المالية بشكل مباشر وفي مقر الشركات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية في عام 1932م، وهي الشركة العربية للسيارات وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصاً في السبعينيات، إذ تزايدت أعداد هذه الشركات وتطورها حيث سجلت أسعار الأسهم في السوق خلال تلك الفترة مستويات عالية مما أدى إلى انشاء سوق غير رسمي للأسهم في أوائل الثمانينيات. (ابازيد، 2021، صفحة 535)

المرحلة الثانية: أوائل الثمانينيات الى 2003

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

تميزت هذه الفترة بمحاولة تنظيم التداول، إذ في سنة 1983م أوكلت المؤسسة النقد العربي السعودي مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول. وفي عام 1990م بدأ السوق بتطبيق النظام الآلي، وهو نظام مختص بالتداول وعمليات التسوية، وتم استحداثه حتى عام 2001م حيث تم تفعيل جيل جديد من أنظمة التداول تحت اسم " تداول وهو الاسم الذي احتفظت به السوق حتى اليوم وعمله تنظيم عمليات التداول والتسوية والمقاصة للأسهم بشكل فوري لأنها ترتبط مباشرة بالبنوك التجارية ويوفر النظام سوقا يقوم على استقبال أوامر البيع والشراء وتنفيذ الصفقات وتحويل الملكية بطريقة دقيقة. (تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول المالية، 2023، صفحة 52)

المرحلة الثالثة 2003 - 2008

لقد شهد السوق السعودي في هذه المرحلة نقلة نوعية؛ ففي عام 2003م صدرت الموافقة على نظام السوق المالي وكانت أبرز ملامحه إنشاء هيئة السوق المالية وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتولى مهام تنظيم السوق وتطويره وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها، وحماية المستثمرين من التلاعب أو الغش من خلال تحقيق العدالة والكفاية والشفافية، وتنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات وغيرها، ومع النمو السريع للاقتصاد المملكة العربية السعودية واتساع رقعتها حتى على البنوك الأجنبية زاد تأسيس الشركات والبنوك حيث وصل عددها في النصف الأول من سنة 2008 الى 122 شركة.

المرحلة الرابعة: 2015 2021

في سنة 2015 سمحت السعودية للمستثمرين المؤهلين الأجانب من الالتحاق بالسوق المالي السعودي من خلال إطلاق برنامج المستثمر الأجنبي المؤهل. أيضا في سنة 2017 تم ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق رأس المال وتخصيص سوق مالي خاص بها سمي " سوق رأس المال الموازي أو نمو" وبهذا أصبح سوق رأس المال السعودي ينقسم الى قسمين: سوق رأس المال الرئيسي " تاسي" ويضم الشركات ذات الراس المال الكبير وسوق رأس المال الموازي " نمو " ويضم الشركات الناشئة ذات رأس مال صغير. (ماينة، 2023، صفحة 52)

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

كانت أحداث سنة 2019 من الأسباب التي أدت إلى الارتقاء بالسوق العالي السعودي، حيث تم ترقيته إلى مصاف الاسواق الناشئة من قبل أكبر الشركات العالمية للمؤشرات MSCI وفوتسي راسل FRSE و Dow Jones P&S كما شهد ديسمبر 2019 طرح شركة أرامكو أحد أكبر 10 شركات في العالم ب 25.6 مليار دولار ليكون أكبر اكتتاب عام في تاريخ السوق السعودي، وأدى هذا الاكتتاب إلى ارتقاء سوق الاسم السعودي الى تاسع أكبر بورصة في العالم بقيمة سوقية تصل إلى 2.3 ترليون دولار واستمر سوق الأسهم السعودي في التآلق والتوسع، فقد أعلنت "تداول" عن تحولها إلى شركة قابضة تحت اسم مجموعة تداول السعودية التي تضم أربع شركات متمثلة تداول السعودية: سوق الأوراق المالية؛ 7 مقاصة تقديم خدمات المقاصة وتقليل المخاطر.

مركز إبداع الأوراق المالية

إدارة نظام الإبداع والتسوية وامض: متخصصة في الخدمات والحلول التقنية.

2- خصائص سوق الأوراق المالية السعودية

السوق السعودي عدة خصائص، حيث تعد أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية واحجام التداول اليومية وتحتل الرتبة التاسعة عالميا من حيث الرسملة السوقية، ويتضح هذا فيما يلي:

عدد الشركات المدرجة

يعتبر سوق رأس المال السعودي حديث النشأة مقارنة ببقية الأسواق العالمية وهذا ما يفسر صغر حجم المؤسسات المدرجة فيه مقارنة بحجم الاقتصاد السعودي، وبالتالي حجم المعاملات في السوق سيكون محدودا وهذا ما يعرف بضيق السوق.

تنوع القطاعات:

يتم توزيع الشركات المدرجة على عشرون قطاعا وفق المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS)، وهي كما يلي:

قطاع الطاقة ويضم 6 شركة قطاع المواد الأساسية: يضم 44 شركة قطاع السلع الرأسمالية: يضم 12 شركة قطاع الخدمات التجارية والمهنية 4 شركات قطاع النقل 6 شركات قطاع السلع طويلة الأجل: 6 شركات، أيضا قطاع تجزئة السلع الكمالية : 9 شركات قطاع الخدمات

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

الاستهلاكية: 13 شركة قطاع الاعلام والترفيه : 3 شركات قطاع تجزئة الأغنية: 8 شركات قطاع انتاج الأغذية: 14 شركة قطاع الرعاية الصحية : 9 شركات الأدوية شركة واحدة، قطاع البنوك 12 بنك قطاع الاستثمار والتمويل: 6 شركات التأمين : 27 مؤسسة تامين قطاع التطبيقات والخدمات التقنية : 5 شركات قطاع الاتصالات: 4 شركات الصناديق العقارية المتداولة: 17 صندوق عقاري وقطاع إدارة وتطوير العقارات 12 شركة. وهذا حسب سنة 2022.

أقسام تداول السعودية

حيث تنقسم شركة تداول السعودية الى 4 اقسام رئيسية، وهي: 1. سوق الأسهم وينقسم سوق الأسهم الى السوق الرئيسية للأسهم وسوق الأسهم الموازية 2 سوق الصكوك والسندات 3 الصناديق الخاصة بالاستثمار 4 الصناديق الخاصة بالمؤشرات.

مؤشرات السوق

يوضح مؤشر السوق فكرة عامة عن اتجاه السوق حيث من خلاله يستطيع المستثمر معرفة وضع السوق لتحديد اتجاه عمليات البيع أو الشراء والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المدرجة في السوق، ونجد في تداول السعودية أن لكل سوق مؤشر خاص به:

➤ المؤشر تاسي خاص بالشركات المدرجة في السوق ويقيس المستوى العام للأسعار فيها، ونجد أن لكل قطاع مؤشر خاص به يقيس المستوى العام للأسعار شركات القطاع في السوق

➤ مؤشر نمو الخاص بالشركات الصغيرة والمتوسطة.

➤ مؤشر سوق الصكوك والسندات ونجد فيه مؤشر سوق الصكوك والسندات.

➤ مؤشر أدوات الدين الحكومي ومؤشر صكوك وسندات الشركات.

➤ مؤشر إم اس سي اي 30 الخاص بسوق المشتقات المالية.

المؤشر تاسي: مؤشر تاسي هو مؤشر سوق أسهم تم تصنيفه بناءً على إجمالي القيمة السوقية لأكثر 50 شركة مدرجة في السوق السعودية. يجب أن تستوفي الشركات معايير نسبة القيمة المتداولة السنوية البالغة 5% حتى يتم إدراجها في المؤشر. وهذا يضمن أن المؤشر يمثل الشركات

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

الأكثر أهمية اقتصادياً والمتداولة علناً في السوق. يعد المؤشر بمثابة أداة لا تقدر بثمن للمستثمرين من خلال تقديم لمحة شاملة عن أداء المكونات. ويمكن استخدامه لتتبع الأداء وقياسه بناءً على معايير محددة. (saudiexchange، 2024، saudiexchange)

مؤشر سوق الصكوك والسندات: يُستخدم مؤشر الصكوك والسندات لقياس قيمة جزء من سوق الصكوك والسندات ويمكن تعريفه من خلال خصائص محددة مثل الاستحقاق أو التصنيف الائتماني لتمثل شريحة ضيقة من السوق. وعلى سبيل المثال مؤشر "إيبوكس تداول للصكوك وأدوات الدين الحكومية بالريال السعودي" يقيس الأداء في سوق الصكوك والسندات الحكومية المصدرة بالريال السعودي، وتقيس مؤشرات "إيبوكس تداول للصكوك الحكومية بالريال السعودي" على وجه التحديد سوق الصكوك الحكومية المصدرة بالريال السعودي ويستثنى منها السندات وأدوات الدين الحكومية. (saudiexchange، 2024، saudiexchange)

مؤشر تداول للشركات الصغيرة والمتوسطة: يقيس مؤشر تداول للشركات الصغيرة أداء الشركات المدرجة بالنظر إلى حجمها في السوق يتم احتساب مؤشر تداول للشركات الصغيرة والمتوسطة من مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) بناءً على القيمة السوقية للأسهم الحرة.

مؤشر "إم إس سي أي تداول 30" هو مؤشر متداول طورته تداول السعودية بصورة مشتركة مع شركة "إم إس سي أي" ليكون أساساً لمنتجات المشتقات وصناديق المؤشرات المتداولة. ويعكس هذا المؤشر أداء نحو 30 شركة مدرجة تعد أكبرها حجماً وأكثرها تداولاً في تداول السعودية. عقدت تداول السعودية شراكة مع مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال، الشركة العالمية الرائدة في تقديم خدمات المؤشرات، وذلك لتطوير مؤشر مشترك قابل للتداول يمكن استخدامه كقاعدة للمنتجات المالية بما في ذلك المشتقات وصناديق المؤشرات المتداولة. وأطلق على المؤشر المشترك اسم مؤشر إم إس سي أي تداول 30 (إم تي 30). (saudiexchange، 2024، saudiexchange)

المطلب الثاني: خدمات وأهداف سوق الأوراق المالية السعودية

يقدم سوق تداول السعودي سلسلة من الخدمات التي تفيد المستثمرين، والتي تسهم في تحقيق أهدافها المرجوة.

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

1- خدمات سوق تداول السعودي

ان أبرز الخدمات التي تقدمها سوق الأوراق المالية السعودي تتمثل في ثلاث خدمات يمكن إيجازها فيما يلي:

خدمات التداول

تقدم السوق المالية السعودية (تداول) خدمات متنوعة لجميع المستثمرين، حيث تعتمد على أحد أكثر أنظمة التداول تقدمًا، مما يخلق تجربة تداول سلسلة من خلال التشغيل المتكامل الإجراءات العمل. وتتم مطابقة جميع التداولات وتأكيداتها وتنفيذها إلكترونيا اعتمادا على نظام التسوية T2، وقد صمم محرك التداول لخدمة أوامر متعددة تلبي احتياجات المستثمرين، بما في ذلك صفقات النقاوض.

خدمات ما بعد التداول أو بعد الصفقة

تقدم شركة إيداع الأوراق المالية (إيداع) مجموعة من خدمات ما بعد التداول الحيوية لجعل تداول السعودية أكثر كفاءة وإفادة المصدرين والمستثمرين والأعضاء. تشمل هذه الخدمات خدمات الإيداع وخدمات التسجيل للشركات المدرجة وغير المدرجة، ورهن الأوراق المالية، ونقل ملكية الأوراق المالية، وفرض وإزالة القيود على ملكية الأوراق المالية، وخدمات المقاصة والتسوية ذات الصلة، وإجراءات الشركات والتقارير الموحدة، وخدمة الأصول.

تداولاتي:

تداولاتي هو نظام متكامل للعديد من الخدمات الجديدة التي تقدمها مؤسسة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع) بالتعاون مع أعضاء الحفظ، تضم تداولاتي مجموعة جديدة من الخدمات المالية المصممة لتلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين والشركات المساهمة.

تم تصميم نظام الخدمة تداولاتي لتوفير قيمة مضافة لجميع الأطراف المشاركة في عملية الاستثمار والسوق المالي السعودي بأكمله من خلال توعية المستثمرين بحقوقهم الاستثمارية وتفعيل دورهم بتمكينهم من التصويت والاطلاع على الاستحقاقات الربحية وتزويدهم بمختلف الإخطارات حول الأحداث ذات الصلة وأيضا توفير آلية مستمرة للتحقق من البيانات الموجودة في تداول وتحديثها.

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

2- أهداف سوق تداول السعودي

تتمثل الأهداف الرئيسية للسوق المالي السعودي التي تسعى من خلالها تحقيق رؤيتها فيما يلي:

- الإدارة والتشغيل الفعال للأسواق المالية وتقديم خدمات متميزة عالية الجودة من خلال دعم الجهود الهادفة إلى تحسين ثقافة الاستثمار لدى المستثمرين.
- تقديم خدمات ذات جودة عالية لعملائها الوضاء، المستثمرين، المصدرين..)
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة ومبتكرة.
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوضاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الالتزام.

المطلب الثالث: الهيئات المشكلة للنظام المالي السعودي

يتميز سوق الأوراق المالية السعودية ببيئة منظمة إلى حد ما نتيجة تفعيل دور الجهات الإدارية والتنظيمية التي تشرف على مراقبة السوق والعمل معاً لضمان بيئة استثمارية أكثر أماناً، وتتمثل هذه الجهات فيما يلي:

1-هيئة السوق المالية

تأسست هيئة السوق المالية السعودية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 31/07/2003 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتولى الاشراف على تنظيم السوق المالية السعودية وتطويرها. من مهامها تنظيم وتطوير السوق المالية وتنمية الجهات الفاعلة في تداول الأوراق، حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة مثل الغش أو الاحتيال، أيضاً تنظيم ومراقبة كل من عملية الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها والأنشطة الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.

2-شركة السوق المالية السعودية تداول

تعتبر شركة تداول السعودية إحدى شركات مجموعة تداول السعودية، وقد تم إنشاءها كشركة تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافس على نطاق عالمي. ويتضح ذلك من خلال رسالتها التي تتلخص في تقديم منتجات وخدمات الأسواق المالية بكل كفاءة وفعالية، وبشكل مختلف بما

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محافظة استثمارية مثلى

يحقق قيمة مضافة لجميع المستفيدين والمشاركين في السوق. وتتولى مسؤولية إدراج وتداول الأوراق المالية للمستثمرين المحليين والدوليين باعتبارها سوق الأوراق المالية المعنية بأنشطة التداول والمصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق في المملكة، وقد حققت سوق تداول السعودية العديد من الأرقام المميزة من بينها أنها توسعت في حجم التداول حيث بينت احصائيات 2022 أن تداول تضم 345 ورقة مالية موزعة على مختلف منصات تداول السعودية، أيضا تعتبر ثالث أكبر سوق مالي من الأسواق الناشئة وتعتبر أكبر سوق مالي في منطقة مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا. (ماينة، 2023، الصفحات 52-58)

3- مركز إبداع الأوراق المالية

تأسست شركة مركز إبداع الأوراق المالية "إبداع" في عام 2016 بموجب نظام الشركات السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/3 بتاريخ 28/01/1437هـ، وهي شركة مساهمة مقللة مملوكة بالكامل المجموعة تداول السعودية. يتمثل النشاط الرئيسي لشركة إبداع في تشغيل نظام الإبداع والتسوية المستخدم لتسجيل الأوراق المالية DSS كما تعمل بالأعمال المتعلقة بإبداع الأوراق المالية وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها، وتسجيل أي قيد من قيود الملكية على الأوراق المالية المودعة تهدف شركة إبداع إلى تطوير البنى التحتية وتنفيذ المعاملات وفق المعايير العالمية وتهدف الشركة إلى تعزيز كفاءة خدمات وتسجيل الأوراق المالية بما يتماشى مع رؤية المملكة العربية السعودية 2030 من خلال خلق بيئة تعزز التميز في مختلف قطاعات السوق المالية.

4- لجنة الفصل في المنازعات الخاصة بالأوراق المالية:

شكلت لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية بقرار من هيئة السوق المالية وهذا بتاريخ 01/02/2005. وتم انشاءها تطبيقا لنظام السوق المالية الذي أكد على تكوين لجنة من مستشارين قانونيين متخصصين في مجال المعاملات والأسواق المالية ويتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية، والمالية، والأوراق المالية، للفصل في المنازعات التابعة لنظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية ومختلف تعليماتها فيما يتعلق بالحقوق العامة والحقوق الخاصة. (ماينة، 2023، الصفحات 52-58)

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محافظة استثمارية مثلى

2- الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة

وتتمثل هذه الجهات فيما يلي:

2-1 مؤسسة النقد العربي السعودي:

تمثل مؤسسة النقد العربي السعودي البنك المركزي لدولة السعودية وعضوا في بنك التسويات الدولي وفي لجنة المدفوعات والتسويات وكذا بلجنة بازل للرقابة البنكية. أن العمل الأساسي المؤسسة النقد هو تنظيم أعمال المصارف التجارية وإدارة السياسة النقدية للمحافظة على الاستقرار في الأسعار وأسعار الصرف وكذا مراقبة أعمال شركات التأمين وشركات التمويل وحتى المعلومات الائتمانية المختلفة كما تشجع نمو النظام المالي السعودي وتضمن سلامته.

2-2 وزارة التجارة:

تتولى وزارة التجارة والاستثمار العديد من الوظائف المختلفة لعل أهمها وضع السياسات التجارية وتنفيذها وتعزيز دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني، كما تتولى اقتراح الأنظمة واللوائح التجارية ذات العلاقة بما فيها نظام الشركات وتطبيقها كما تعمل على تسجيل وتصنيف ونشر المعلومات الخاصة بتجارة السلع والخدمات، وتوفيرها للجهات ذات العلاقة، وإصدار التقارير الخاصة بذلك.

2-3 هيئة المحاسبين القانونيين السعوديين

تعمل هذه الهيئة تحت وصاية وزارة التجارة وتهدف الى تطوير مزاولة هذه المهنة ومراقبة جودة أدائها وتعزيز مشاركتها في الاقتصاد الوطني والمجتمع السعودي، كما تعمل على دعم الافراد والمؤسسات ذات العلاقة بين بالعمل التجاري وتطويرهم.

2-4 الهيئة العامة للزكاة والضريبة والجمارك

وهي هيئة تعمل على تحقيق وجباية الزكاة الشرعية، تحقيق وجباية الضريبة من الخاضعين لها وفقا لما تنص به مختلف الأنظمة والأوامر. كما تهدف هذه الهيئة الى تحسين وتعزيز الجانب الأمني والرفع من مستوى الامتثال والالتزام من قبل الخاضعين كما تدعم رؤية المملكة 2030 من خلال تسيير التجارة ودعم التنمية الاقتصادية. (ماينة، 2023، الصفحات 52-58)

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

المبحث الثاني: منهجية الدراسة:

المطلب الأول: عينة وأدوات الدراسة

يتضمن المطلب الأول عينة الدراسة التي تمثل شركات من سوق الأسهم السعودي، كما يظهر مختلف الأدوات والمصادر المعتمد عليها في انجاز هذه الدراسة.

1- عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في المؤسسات المدرجة في سوق راس المال السعودي، وقد تم اختيار العينة مكونة من 08 شركات خلال الفترة الممتدة من 2020 الى 2023. وقد تم الاعتماد على:

✓ ان تكون المؤسسات مدرجة في السوق المالي السعودي، وان تكون أسهم هذه الشركات متداولة خلال فترة الدراسة.

✓ ان تكون الأسهم مدرجة في مؤشر السوق الرئيسي "تاسي" وليست معلقة من التداول خلال فترة الدراسة.

✓ ان تتوفر معلومات عن الشركات محل الدراسة كالبيانات المالية، المؤشرات المالية وأيضا حركة الأسهم في السوق المالي

يوضح الجدول التالي عينة الدراسة لسوق الأسهم السعودي المشكلة من 08 مؤسسات ومتوسط العائد لكل مؤسسة خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (01): متوسط عوائد مؤسسات عينة الدراسة في السوق المالي السعودي خلال

الفترة 2020-2023

1

رقم الشركة	اسم الشركة	رمز الشركة	القطاع	متوسط عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة
01	المراعي	2280	انتاج الاغذية	1.782

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محافظة استثمارية مثلى

16.08	المواد الاساسية	2010	سابق	02
2.082	المرافق العامة	2080	السعودية الغاز والتصنيع الأهلية (الغاز)	03
5.067	الرعاية الصحية	4002	المواساة	04
1.472	ادارة وتطوير العقارات	4150	الرياض للتعمير	05
4.785	الاتصالات	7010	اتصالات السعودية اس تي سي	06
2.925	الطاقة	4200	الدريس	07
8.2775	تجزئة السلع الكمالية	4190	جرير	08

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية الإحصائية لفترة الدراسة 2020-2023.

يبين الجدول متوسط عوائد الأسهم لعينة الدراسة خلال 2020-2023. حيث نجد ان أكبر عائد يعود لشركة سابق بمتوسط عائد 16.08. وتليها شركة جرير بمتوسط 8.27. ثم كل من شركة المواساة وشركة اس تي سي بمتوسط 5.067 و 4.785 على التوالي. ثم نجد أن أقل متوسط عائد كان لشركة المراعي والرياض للتعمير بمتوسط عوائد 1.782 و 1.472.

2- أدوات الدراسة:

البيانات الضرورية لهذه الدراسة التي كانت من المصادر التالية:

-المصادر الأولية: هي التي اعتمد عليها في اعداد الجانب التطبيقي من الدراسة وتتمثل في البيانات التي تم الحصول عليها من المواقع الإلكترونية من بينها الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي، موقع البنك المركزي السعودي، والمعلومات المتعلقة بعينة الدراسة هي كالاتي:

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

✓ أسعار الافتتاح والاطلاق بالنسبة لاسهم الشركات محل الدراسة من 2020/01/01 الى 2023/12/31.

✓ توزيعات الأرباح التي قامت بها المؤسسات على أسهمها.

✓ معدل الفائدة الخاص بأذونات الخزينة خلال فترة الدراس

-المصادر الثانوية: وهي البيانات التي اعتمد عليها في اعداد الجانب النظري من الدراسة حيث تنوعت بين الكتب والمجلات العلمية والمذكرات والاطروحات، وكذلك الأبحاث والدراسات السابقة المتعلقة بين العائد والمخاطرة ونظرية نموذج ماركويتز.

المطلب الثاني: متغيرات الدراسة

يبين المطلب الثاني مختلف متغيرات الدراسة المتمثلة في العائد الفعلي لكل أسهم العينة خلال فترة الدراسة وكذا معدل العائد المتوقع لكل سهم، مع تحديد متوسط أسعار الفائدة لأذونات الخزينة الأسبوعية ومعدل العائد السوقي.

1-العائد الفعلي للأسهم

تم الاستعانة بالأسعار الافتتاحية والاختتامية وتوزيعات الأرباح على كل سهم من شركات العينة خلال 2020-2023، حيث يحسب العائد الفعلي للسهم وفق العلاقة التالية:

$$R_t = \frac{D_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

حيث:

Dt: معدل العائد المتحقق.

Pt-1: سعر البيع في بداية الفترة.

Pt: سعر البيع في نهاية الفترة.

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

ولغرض تحديد عوائد أسهم الشركات خلال فترة الدراسة نستعين بالجدول التالي الذي يوضح أسعار الأسهم بداية ونهاية كل سنة مع التوزيعات التي قامت بها هذه المؤسسات على حملة أسهمها.

الجدول رقم (02): عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة خلال سنة 2020.

2

الشركة	سعر الافتتاح	سعر الاغلاق	توزيع الارباح	العائد الحالي لسنة 2020
المراعي	50.00	54.90	1	0.118
سابك	94.00	101.40	3	0.1106
السعودية الغاز والتصنيع الأهلية (الغاز)	30.90	30.50	0.5	-0.0032
المواساة	88.00	138.00	2.5	0.5965
الرياض للتعمير	15.10	17.18	1.15	0.2139
اتصالات السعودية اس تي سي	40.64	42.40	4	0.1417
الدريس	50.16	51.92	1	0.0749
جرير	165.40	173.40	7.85	0.0958

المصدر: من اعداد الطالب باعتماد على تقارير التاريخية وتقارير توزيعات الأرباح.

يوضح الجدول رقم 02 عوائد أسهم عينة الدراسة خلال سنة 2020. وقد اعتمد على بيانات الأسعار الافتتاحية والاختتمية وتوزيعات الأرباح عن كل سهم خلال سنة 2020. حيث نلاحظ ان معظم المؤسسات لها عوائد موجبة الا شركة الغاز حيث حققت عائد سلبي خلال هذه السنة مقدر بنسبة -0.0032% حيث نجد أكبر عائد يعود لمؤسسة المواساة بعائد قدره % 59.65

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

وهذا بسبب نشاط قطاع الصحة والمستشفيات جراء جائحة كورونا. تليها مؤسسة التعمير بعائد 21.39% ثم مؤسسة اس تي سي ب 14.17%، ثم مؤسسة المراعي وسابك وجريز والدريس بعائد فعلي 11.8% و 11.06% و 9.58% و 7.49% على التوالي.

العوائد الفعلية لاسهم الشركات الممثلة لعينة الدراسة خلال 2021، سيتم التطرق اليها في الجدول الموالي:

الجدول رقم(03): عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة خلال سنة 2021.

3

الشركة	سعر الافتتاح	سعر الاغلاق	توزيع الارباح	العائد الحالي لسنة 2021
المراعي	54.80	48.75	1	-0.0921
سابك	101.40	116.00	4	0.1834
السعودية الغاز والتصنيع الأهلية (الغاز)	30.55	54.20	1.5	0.8232
المواساة	136.00	173.00	2.75	0.2981
الرياض للتعيمير	17.20	25.40	1.5	0.5639
اتصالات السعودية اس تي سي	42.40	44.96	4	0.1547
الدريس	51.52	66.80	1.5	0.3272
جريز	174.00	196.80	7.5	0.1741

المصدر: من اعداد الطالب باعتماد على تقارير التاريخية وتقارير توزيعات الأرباح.

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

يوضح الجدول رقم 3 العوائد الفعلية لأسهم الشركات خلال سنة 2021. نجد ان أكبر عائد حققته شركة الغاز 82.32% تم تليها مؤسسة التعمير 56.39%. ثم مؤسسة الدريس 32.72% ثم مؤسسة المواساة بعائد 29.81%. وتليها كل من مؤسسة سابك، جريز، اس تي سي بعوائد فعلية: 18.34% 17.41% 15.47% على التوالي، ثم مؤسسة المراعي بأقل عائد خلال سنة 2021 قدر ب 9.21%.

وبمقارنة العوائد الفعلية خلال 2021 نجد ان العوائد الفعلية لشركة المراعي وشركة المواساة خلال سنة 2021 قد انخفضت بالنسبة للسنة السابقة، في حين سجلت باقي أسهم الشركات نموا وارتقاعا في العوائد الفعلية لها خلال هذه السنة مقارنة بالسنة السابقة.

الجدول رقم (04): عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة خلال سنة 2022.

4

الشركة	سعر الافتتاح	سعر الاغلاق	توزيعات الارباح	العائد الحالي لسنة 2022
مراعي	48.30	53.50	1	0.1283
سابك	116.00	89.40	4.25	-0.1926
الغاز	54.20	51.80	1.85	-0.0101
المواساة	173.80	209.00	3	0.2197
التعمير	25.25	18.08	0.5	-0.2641

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

-0.1189	2.8	36.60	44.72	اتصالات السعودية اس تي سي
0.1402	2	74.40	67.00	الدريس
-0.1982	7.95	150.00	197.00	جرير

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على تقارير الاداء التاريخية وتقارير توزيعات الأرباح.

يوضح الجدول أعلاه العائد الفعلي الذي سجلت المؤسسات الممثلة لعينة الدراسة خلال سنة 2022. تظهر نتائج الجدول أن اغلب المؤسسات سجلت عائد سلبي خلال هذه الفترة، ونجد ان الشركات التي سجلت عوائد إيجابية هي كل من شركة المواساة، الدريس وشركة المراعي بعوائد %21.97 %14.02 %12.83 على التوالي. أما باقي الشركات فقد سجلت عائد سلبي حيث نجد أن شركة التعمير اقل عائد من بين عينة الدراسة خلال هذه الفترة بعائد قدرها -26.41%. وبمقارنة العوائد الفعلية لاسهم شركات العينة خلال سنة 2022 بالسنتين السابقتين، ان اغلب الأسهم انخفضت عوائدها الفعلية وسجلت عوائد سلبية خلال 2022 في حين ان سهم المراعي سجل ارتفاعا في العائد الفعلي لهذه السنة مقارنة بالسنتين السابقتين.

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

الجدول رقم (05): عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة خلال سنة 2023.

العائد الحالي لسنة 2023	توزيعات الأرباح	سعر الإغلاق	سعر الافتتاح	الشركة
0.0616	1	55.80	53.50	مراعي
-0.0523	1.8	83.30	89.80	سابق
0.3243	1	68.00	52.10	الغاز
-0.4559	3	111.80	211.00	المواساة
0.1806	0.25	21.12	18.10	التعمير
0.1102	0.4	40.40	36.75	اتصالات السعودية اس تي سي
1.4016	2	177.40	74.70	الدريس
-0.8946	0.25	15.58	150.20	جرير

5

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على تقارير الاداء التاريخية وتقارير توزيعات الأرباح.

يوضح الجدول أعلاه العائد الفعلي الذي سجلت المؤسسات الممثلة لعينة الدراسة خلال سنة 2023. تظهر نتائج الجدول الشركات التي سجلت عوائد إيجابية هي كل من شركة الدريس، الغاز، التعمير، اس تي سي والمراعي بعوائد 140.16% 32.43% 18.06% 11.02% 6.16% على التوالي، أما باقي الشركات فقد سجلت عائد سلبي حيث نجد أن شركة جرير اقل عائد من بين عينة الدراسة خلال هذه الفترة بعائد قدره -89.46%.

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

وبمقارنة العوائد الفعلية لأسهم شركات العينة خلال سنة 2023 بالسنوات السابقة. نجد ان سهم الدريس والغاز والتعمير واس تي سي سجل ارتفاعا في العائد الفعلي لهذه السنة مقارنة بالسنة السابقة. وسجلت عوائد سلبية لأسهم الشركات التالية: سابك، المواساة وجريير.

2-العائد المتوسط (المتوقع) للسهم

يحدد معدل العائد المتوسط للسهم بالاعتماد على بيانات الجداول رقم (02)، (03)، (04) و(05) من خلال العلاقة التالية:

$$\bar{R} = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{n}$$

الجدول التالي يوضح معدل العائد المتوقع لعينة الدراسة:

الجدول رقم (06): العائد المتوسط للسهم خلال الفترة 2020-2023:

$E(\bar{R}_i)$	2023	2022	2021	2020	السهم
0.054	0.0616	0.1283	-0.0921	0.118	مراعي
0.0123	-0.0523	-0.1926	0.1834	0.1106	سابك
0.284	0.3243	-0.0101	0.8232	-0.0032	الغاز
0.1621	-0.4559	0.2197	0.2981	0.5865	المواساة
0.1736	0.1806	-0.2641	0.5639	0.2139	التعمير
0.0719	0.1102	-0.1189	0.1547	0.1417	اتصالات السعودية اس تي سي
0.486	1.4016	0.1402	0.3272	0.0749	الدريس
-0.2057	-0.8946	-0.1982	0.1741	0.0958	جريير
0.1523	0.6755	-0.0369	0.3040	0.1672	معدل العائد على المحفظة

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجداول رقم 4،3،2،5.

يبين الجدول أعلاه العائد المتوسط لكل سهم من عينة الدراسة خلال (2020-2023) و هذا بالاعتماد على بيانات الجداول رقم (02)، (03)، (04) و(05). حيث بين لنا ان متوسط عائد المحفظة خلال سنوات الدراسة (2020-2023) بلغ 15.23% اما عائد المحفظة خلال كل سنة كان متذبذب حيث قدر عائد المحفظة سنة 2020 ب 16.72% ليرتفع العائد سنة 2021 الى 30.40% لينخفض بقيمة سلبية قدرت ب 3.69-%، وشهدت سنة 2023 نموا إيجابيا حيث قدر العائد ب 67.55% وهو اكبر قيمة حصلت عليها المحفظة خلال فترة الدراسة (2020-2023)، وهذا بالافتراض بان نسبة قيمة الاستثمار كانت بالتساوي على كل سهم من اسهم عينة الدراسة.

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

المبحث الثالث: عرض نتائج الدراسة

سيتم التطرق في هذا المبحث الى تقدير قيمة معامل بيتا الممثل للمخاطر النظامية لكل سهم من العينة مع تقدير المخاطر الكلية للأسهم، وأيضا حساب معدل العائد المطلوب الذي يطلبه المستثمر مع اختبار صحة الفرضيات الموضوعة سابقا.

1- المخاطر الكلية لاسهم المؤسسات:

في هذا المطلب نتطرق الى تقدير الانحراف المعياري لاسهم عينة الدراسة، حيث يقيس الانحراف المعياري المخاطر الاجمالية للسهم الا ودرجة التشتت في عوائد الأسهم ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n [R_i - E(\bar{R}_i)]^2}{N}}$$

$E(\bar{R}_i)$: العائد المتوسط من السهم.

R_i : العائد الفعلي للسهم.

n : عدد سنوات الدراسة.

ومنه يمكن تلخيص نتائج تقدير الانحراف المعياري لاسهم مؤسسات العينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (07): الانحراف المعياري لكل سهم.

الانحراف المعياري	العائد المتوسط	الشركة
0.1146	0.054	المراعي
0.0129	0.0123	سابك
0.1145	0.284	الغاز
0.1481	0.1621	المواساة

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

0.0864	0.1736	التعمير
0.0124	0.0719	اس تي سي
0.2881	0.486	الدريس
0.1774	-0.2057	جرير

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجداول علاقة درجة التشتت او الانحراف المعياري.

يقيس الانحراف المعياري المخاطر الإجمالية للمحفظة حيث يختار المستثمر الورقة المالية التي تقدم أعلى عائد لنفس الدرجة من المخاطر، أو إذا كانت الورقة أقل خطورة بالنسبة لنفس العائد المتوسط. ونجد هنا أن سهم شركة الدريس تنطوي على أعلى مخاطر من مخاطر الشركات الأخرى بنسبة 28.81% ويليها سهم شركة جرير بنسبة 17.74%، وتليها شركة المواساة وسابك والمراعي بنسب على التوالي 14.81% 11.46% 11.45%، ثم تليها أسهم الشركات الأقل مخاطرة وهي على التوالي شركة التعمير وسابك بنسب 8.64% 1.29% وأخر شركة اقل مخاطرة المتمثلة في شركة اس تي سي بنسبة 1.24% مخاطر. ولكي يتم اختيار الاستثمار المناسب يجب مقارنة المخاطر الكلية مع العوائد المتوسطة لتحديد العلاقة بينهما، حيث من الجدول السابق رقم (06) كان العائد المتوسط لشركة جرير عائد سالب بمخاطر موجبة وبالتالي لا ينصح الاستثمار فيها، وعلى الرغم من أن العائد المتوقع في الشركات الأخرى، عكس الشركات التالية دريس والتعمير وشركة الغاز عوائد موجبة وتتعدى المخاطر الكلية بالتالي ينصح الاستثمار فيها.

3- مصفوفة التباين-التباين المشترك بين عوائد الاسهم

ومنه فإنه يمكن تلخيص عملية حساب تباين محفظة الأوراق المالية في مصفوفة التباين - تغاير وشعاعي نسبة الاستثمار في الأصول وفقاً لما يلي:

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

$$V = \begin{pmatrix} \sigma_{1.1} & \sigma_{1.2} & \dots & \dots & \sigma_{1,n-1} & \sigma_{1,n} \\ \sigma_{2.1} & \sigma_{2.2} & \dots & \dots & \sigma_{2,n-1} & \sigma_{2,n} \\ \vdots & \vdots & & & \vdots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \ddots & & \vdots & \vdots \\ \sigma_{n-1,1} & \sigma_{n-1,2} & \dots & & \sigma_{n-1,n-1} & \sigma_{n-1,n} \\ \sigma_{n,1} & \sigma_{n,2} & \dots & & \sigma_{n,n-1} & \sigma_{n,n} \end{pmatrix}$$

وعليه بالاعتماد على الجدول رقم (07) الذي يتضمن على العوائد المتوسطة والمخاطر الكلية لاسهم عينة الدراسة إضافة الى الاستعانة ببرنامج Excel لحساب مصفوفة التباين:

	المرعى	سابك	الغاز	المواساة	التعمير	اس تي سي	الدريس	جرير
المرعى	0.01313316	-0.008605385	-0.029675818	0.00187872	-0.021727885	-0.00537881	-0.005461025	-0.010217793
سابك	-0.008605385	0.00016641	0.030420768	0.02352292	0.039993588	0.015138913	-0.013968788	0.034396855
الغاز	-0.029675818	0.030420768	0.01311025	-0.02331851	0.081971318	0.020564243	0.042760355	0.022057235
المواساة	0.00187872	0.02352292	-0.02331851	0.02193361	0.0102624	0.00173061	-0.19648438	0.15219915
التعمير	-0.021727885	0.039993588	0.081971318	0.0102624	0.00746496	0.02972776	0.019804723	0.01978743
اس تي سي	-0.00537881	0.015138913	0.020564243	0.00173061	0.02972776	0.00015376	0.014800675	0.014817968
الدريس	-0.005461025	-0.013968788	0.042760355	-0.19648438	0.019804723	0.014800675	0.08300161	-0.204402308
جرير	-0.010217793	0.034396855	0.022057235	0.15219915	0.01978743	0.014817968	-0.204402308	0.03147076

مقلوب المصفوفة

	المرعى	سابك	الغاز	المواساة	التعمير	اس تي سي	الدريس	جرير
المرعى	112.392977	33.48802747	-14.70371857	2.991832297	10.87180615	71.14410221	6.498593052	-2.399508193
سابك	33.48802747	-23.52991166	6.487575887	2.187130313	11.14196484	31.85816841	0.639595382	3.614209933
الغاز	-14.70371857	6.487575887	-12.66163795	0.162821075	2.316653983	14.27129728	1.700814778	-0.907319693
المواساة	2.991832297	2.187130313	0.162821075	-4.812514809	-0.584113974	0.370573913	-2.879473097	3.231724142
التعمير	10.87180615	11.14196484	2.316653983	-0.584113974	-7.225674659	19.75265992	2.123306132	1.586612815
اس تي سي	71.14410221	31.85816841	14.27129728	0.370573913	19.75265992	-36.41143134	2.729574746	-1.062926687
الدريس	6.498593052	0.639595382	1.700814778	-2.879473097	2.123306132	2.729574746	-2.15256689	-2.456625405
جرير	-2.399508193	3.614209933	-0.907319693	3.231724142	1.586612815	-1.062926687	-2.456625405	-4.400030819

ومنه

	المرعى	سابك	الغاز	المواساة	التعمير	اس تي سي	الدريس	جرير
المرعى	1	5.55112E-17	1.04083E-17	-1.38778E-17	4.51028E-17	-1.249E-16	-1.04083E-17	-2.77556E-17
سابك	-3.60822E-16	1	-1.00614E-16	-1.38778E-17	0	-1.38778E-17	4.16334E-17	2.77556E-17
الغاز	-4.23273E-16	-2.08167E-16	1	-2.77556E-17	-6.245E-17	1.73472E-17	-1.38778E-17	-1.38778E-17
المواساة	0	0	-2.77556E-17	1	2.77556E-17	1.66533E-16	-5.55112E-17	1.11022E-16
التعمير	-6.245E-16	-1.38778E-17	-3.29597E-16	-2.77556E-17	1	2.74086E-16	2.08167E-17	1.52656E-16
اس تي سي	1.11022E-16	-6.93889E-18	-6.93889E-18	-5.55112E-17	-7.28584E-17	1	2.08167E-17	8.32667E-17
الدريس	-4.44089E-16	0	-8.32667E-17	0	-5.55112E-17	1.38778E-16	1	-2.22045E-16
جرير	1.52656E-16	1.38778E-17	1.52656E-16	1.38778E-16	-7.63278E-17	1.94289E-16	-1.38778E-16	1

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

نلاحظ من جدول مصفوفة التغيرات أن اغلب الارتباطات هي ارتباطات موجبة بين الأسهم هذا ما يعني أن سلوك الأسهم فيما بينها تتحرك في نفس الاتجاه والعكس عن الارتباطات السالبة، تؤكد نتائج مصفوفة الارتباط بين عوائد أسهم العينة نتائج مصفوفة التباين المشترك حيث تظهر وجود علاقة موجبة تربط بين اغلب عوائد الأسهم وإن بينها ارتباطات ضعيفة في معظمها.

الأوزان النسبية المثلى للمحفظة المالية وهي كالآتي

$$W^* = \frac{V^{-1}1^t}{1^t.V^{-1}1}$$

المراعي	220.2841114
سابك	65.88676057
الغاز	-3.333513208
المواساة	0.667979859
التعمير	39.9832152
اس تي سي	102.6520185
الدريس	6.203218699
جرير	-2.793863907
W	429.5499271

ف نجد نسبة الاستثمار على كل سهم كما يلي:

الشركة	النسبة	%
المراعي	0.512825396	51%
سابك	0.15338557	15%
الغاز	-0.007760479	-1%
المواساة	0.001555069	0%
التعمير	0.093081648	9%
اس تي سي	0.238975756	24%
الدريس	0.014441205	1%
جرير	-0.006504166	-1%

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (07) وبرنامج Excel

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

نلاحظ من النسب في الأعلى ان شركة المراعي هي التي أخذت أعلى نسبة في المحفظة المالية بنسبة 51%، تليها شركة الاتصالات اس تي سي بنسبة 24% وشركة سابك والتعمير بنسبة 15% 9% على التوالي، وأقل نسبة تعود لشركة الدريس والمواساة بنسب 1.44% 0.155%، اما شركتي الغاز وجريير فهي بنسب سالبة وهذا ما يعني الغاء الاستثمار في هذه الأسهم إذا اراد المستثمر أن يتحصل على أدنى مخاطرة ممكنة في ظل عائد معين.

المطلب الثاني: تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عينة الدراسة

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يدرس العلاقة بين العائد والمخاطرة. فوفقاً لنموذج CAPM فان المخاطر النظامية للأسهم هي المتغير الوحيد الذي يؤثر بعوائد الأسهم وهذا بعلاقة طردية ذات دلالة إحصائية بحيث إذا ارتفعت المخاطر النظامية للسهم سوف يرفع من أداء السهم وعائده والعكس صحيح.

يتم حساب نموذج CAPM بالاعتماد على متغيرات معادلة معدل العائد المطلوب:

$$E(R_i) = R_f + [(E(R_m) - R_f)\beta_i]$$

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

$[(E(R_m) - R_f)\beta_i]$: علاوة المخاطرة.

ووفقاً لمعادلة نموذج CAPM فان للنموذج متغيران أساسيان هما:

متغير مستقل: ويتمثل في المخاطر النظامية المعبر عنها بمعامل بيتا؛

متغير تابع: ويتمثل في معدل العائد المطلوب.

سنتطرق الى تقدير معامل بيتا ومعدل العائد المطلوب في هذا المطلب وتحليل لنتائج المتحصل عليها.

1-معامل بيتا

ويبين معامل بيتا مدى حساسية عوائد الأصول للتغيرات في السوق ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

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

COV(R_i ,R_m) التباين المزدوج بين الورقة والسوق؛

يمثل σ^2_m تباين السوق.

2-معدل العائد الخالي من المخاطرة:

لتحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة تم الاعتماد على معدل الاستثمار في أدوات الخزينة والتي تعتبر إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل وقليلة المخاطر، حيث نجد المخاطر فيها شبه معدومة في غالب الوقت وهذا بسبب صغر فترة الاستحقاق، عكس الأدوات طويلة الاجل فتكون ذات نسبة من المخاطر. فالجدول التالي يوضح معدل العائد الخالي من المخاطر على متوسط الازونات الشهرية من عام 2023:

الجدول رقم (08): متوسط أسعار الفائدة لأدوات الخزينة الشهرية خلال 2023.

10

اسعار الفائدة %	2023
4.55	جانفي
4.60	فيفري
4.65	مارس
4.70	افريل
4.75	ماي
4.80	جوان
4.85	جويلية
4.90	اوت
4.95	سبتمبر
5.00	أكتوبر

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

5.05	نوفمبر
5.10	ديسمبر
57.9	الإجمالي
4.825	الإجمالي/RF=12

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك السعودي ساما.

قدر متوسط أسعار الفائدة لأذونات الخزينة الشهرية خلال 2023 بنسبة 4.825%، ونلاحظ ارتفاع أسعار فائدة أذونات الخزينة الأسبوعية خلال كل أشهر من سنة 2023 تدريجيا و هذا راجع الى التغيرات في السياسة النقدية التي اتخذتها مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) استجابة للتطورات الاقتصادية المحلية والعالمية.

3-العائد السوقي للمحفظة:

تم استخراج البيانات بالاعتماد على نسبة التغير في قيمة مؤشر السوق تاسي لكل سنة تم تحديد العائد السوقي وفقا لمؤشر السوق الرئيسي للأسهم " تاسي" كبديل عن عوائد محفظة السوق خلال سنوات الدراسة 2020-2023 وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التغير في قيمة مؤشر السوق} = \frac{n-1 \text{ للسنة المؤشر قيمة} - n \text{ للسنة المؤشر قيمة}}{n-1 \text{ للسنة المؤشر قيمة}}$$

الجدول التالي يوضح قيمة مؤشر السوق تاسي لكل سنة وعائد مؤشر السوق خلال فترة الدراسة وكذا معدل العائد المتوقع لمؤشر السوق:

الجدول رقم (09): عائد محفظة السوق المالي السعودي للفترة 2020-2023.

8

E(Rm)	2023	2022	2021	2020	2019	السنوات
/	11458.98	10478.45	11281.71	8689.53	8389.23	قيمة مؤشر السوق تاسي

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

0.0891	0.0936	-0.0711	0.2983	0.0357	/	عائد مؤشر السوق Rm
--------	--------	---------	--------	--------	---	--------------------------

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات مؤشر السوق تاسي.

يوضح الجدول رقم (09) قيم مؤشر السوق الرئيسي تاسي خلال الفترة 2020-2023 وكذلك عوائد المحفظة السوقية. حيث سجل عائد مؤشر السوق تاسي خلال سنة 2020 نسبة 3.57% ليرتفع الى 29.83% سنة 2021، لينخفض في 2022 ويسجل اقل نسبة خلال فترة الدراسة والمقدرة بنسبة 7.11%- ليعود العائد السوقي للمؤشر للرواج ليصل في سنة 2023 الى 9.36%. كما نلاحظ انه خلال فترة الدراسة أن معدل العائد على المحفظة الاستثمارية قد تعدى عائد مؤشر السوق خلال نفس الفترة، في سنة 2020 قد تخطى معدل العائد على المحفظة البالغ 16.72% العائد السوقي للمؤشر الرئيسي للأسهم الذي بلغ 3.57% ويعود هذا الانخفاض الى تداعيات جائحة كورونا وما خلفتها من آثار سلبية على الاقتصاد العالمي والسعودي، اما في سنة 2023 فقد تخطى ايضا معدل العائد على المحفظة معدل العائد السوقي للمؤشر تاسي وهذا يدل على نمو وازدهار الشركات المدرجة في مؤشر السوق تاسي للأسهم، حيث سجلت معظم الشركات عوائد إيجابية خلال السنة 2023 حيث بلغ عائد المحفظة 67.55% في حين نجد عائد السوق قد بلغ 9.36%. على العموم حافظ مؤشر سوق الأسهم السعودي على مستوى إيجابي من النمو خلال فترة الدراسة على الرغم من التأثيرات والتحديات الاقتصادية في الأسواق العالمية.

4-التباين المزدوج بين السهم والسوق

يبين التباين المشترك بين السهم والسوق العلاقة بين عائد السهم وعائد السوق ويحسب:

$$cov(R_i R_m) = \sum_{i=1}^n (R_i - E(\bar{R}_i))(R_m - E(R_m)) / n$$

E (Rm): العائد المتوقع من مؤشر السوق تاسي؛

E (Ri): العائد المتوسط من السهم؛

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

n : عدد سنوات الدراسة.

ومنه التباين المشترك بين عائد سهم الدريس والعائد السوقي:

الجدول رقم (10): التباين المشترك بين المراعي ومحفظة السوق

9

السنة	$(R_a - E(R_a))$	$(R_m - E(R_m))$	$(R_a - E(R_a)) (R_m - E(R_m))$
2020	-0.422	-0.0534	0.0225
2021	-0.6321	0.2092	-0.1322
2022	-0.4117	-0.1602	0.066
2023	-0.4784	0.0045	-0.0022
		Σ	-0.0459
		$COV(R_a, R_m)$	-0.0114

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (06) و(08).

يوضح الجدول التباين المشترك بين سهم شركة المراعي ومحفظة السوق، حيث نلاحظ سهم شركة المراعي ذو تباين سالب وهذا يعني أن متوسط عائد السوق ومتوسط عائد السهم يتغيران في اتجاه معاكس أي ان عائد السهم يرتفع بانخفاض عائد السوق والعطس صحيح. وبالتالي فان التباين المشترك بين عائد أسهم شركات العينة وعائد السوق تتبين في الجدول الموالي على أن يتم تبين طريقة حساب التباين المشترك لكل شركة في الملاحق التابعة للدراسة:

الجدول رقم (11): التباين المشترك بين عائد أسهم الشركات المكونة للمحفظة وعائد

السوق.

10

التباين المشترك	الشركة
0.0159	سابك
0.1498	الغاز

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

-0.00155	المواساة
0.0374	التعمير
0.011	اس تي سي
0.012	الدريس
0.015	جرير

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (06) و(08).

نلاحظ من الجدول أن معظم الشركات ذات تباين مزدوج موجب وهذا يعني ان متوسط عائد مؤشر السوق وعائد السهم يتغيران في اتجاه واحد وبالتالي فالمخاطر النظامية لأسهم الشركات تكون كبيرة ومتماشية مع تقلبات السوق، اما شركة المواساة فنلاحظ أنها ذات تباين مزدوج سالب وهذا يعني هذا أن المخاطر النظامية للسهم تكون ضعيفة أي أن عائد مؤشر السوق تاسي وعائد السهم يتغيران في اتجاهين معاكسين.

5-تباين عائد السوق

يبين درجة تقلب عائد السوق حيث ان التقلب الموجب في هذا العائد دلالة على انتعاش السوق اما التقلب السالب يدل على انكماش السوق ويكون وفق العلاقة التالية:

$$\sigma_m^2 = \sum_{i=1}^n (R_m - E(R_m))^2 / N$$

ومنه:

الجدول رقم (12): تباين عائد مؤشر السوق السعودي "تاسي".

السنة	$(R_m - E(R_m))$	$(R_m - E(R_m))^2$
2020	-0.0534	0.0029
2021	0.2092	0.0438
2022	-0.1602	0.0257
2023	0.0045	0.00002

11

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

0.0181

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (08).

يبين الجدول تباين عائد المؤشر تاسي خلال 2020-2023 حيث تظهر نتائج الجدول ان قيمة التباين في مؤشر السوق للأسهم السعودي هي 1.81% حيث نجد أن التقلب في عوائد السوق خلال 2020 و2022 كان سالبا وهذا يدل على حالة الانكماش في مؤشر تاسي للأسهم، في حين عرفت سنة 2021 و2023 تقلبا موجبا وهو يدل على رواج وانتعاش في المؤشر.

بعد تقدير كل من التباين المشترك بين عائد كل سهم وعائد السوق للمؤشر تاسي وكذا تباين السوق يتم تقدير معامل بيتا وفقا للبيانات السابقة ويلخص في الجدول التالي:

الجدول رقم (13): معامل بيتا لأسهم عينة الدراسة

12

المواساة	الغاز	سابك	المراعي
-0.0856	8.276	0.878	-0.6298
جدير	الدريس	اس تي سي	التعمير
0.8287	0.663	0.61	2.066

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الجداول رقم (10) (11) و(12).

نلاحظ من الجدول أعلاه ان المخاطر النظامية لكل من سهم شركة الغاز والتعمير أكبر من الواحد وهذا يعني ان التقلب في عوائد السهمين أكبر من التقلب في عائد السوق وهذا يدل على ان الشركتين تنتهجان سياسة هجومية.

ونجد ان معامل بيتا لباقي الشركات اقل من الواحد وهذا يعني ان هذه الشركات تنتهج سياسة دفاعية أي التقلب في عوائد الأسهم اقل من التقلب في عائد السوق.

وإشارة معاملات بيتا لكل من شركة المراعي والمواساة سالب وهذا يدل على وجود علاقة عكسية بين متوسط عائد السهم وعائد السوق أي كلما ارتفع عائد السوق انخفض عائد السهمين، ونجد ان معامل بيتا لباقي الشركات ذو إشارة موجبة وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

متوسط عائد السهم ومتوسط عائد السوق أي كلما ارتفع العائد السوقي ارتفع معه متوسط عوائد أسهم هذه الشركات.

6- معدل العائد المطلوب

يحسب نموذج CAPM وفق علاقة العائد المطلوب. وتتمثل العناصر المكونة للنموذج فيما يلي:

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة، وتم حسابه مسبقاً من خلال الجدول رقم (07):
4.825%.

$E(R_m)$: معدل العائد المتوسط من مؤشر السوق تاسي والمقدر بنسبة 8.91%.
ومنه يكون معدل العائد المطلوب لكل سهم من أسهم شركات عينة الدراسة موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (14): العائد المطلوب لعينة الدراسة.

13

الشركة	العائد المتوسط	العائد المطلوب
المراعي	0.054	0.0225
سابك	0.0123	0.084
الغاز	0.284	0.386
المواساة	0.1621	0.0448
التعمير	0.1736	0.133
اس تي سي	0.0719	0.073
الدريس	0.486	0.075
جرير	-0.2057	0.082

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الجداول رقم (06)(07)(08) و(13).

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

نلاحظ من خلال الجدول رقم (14) أن معدل العائد المتوسط لكل من شركة المراعي، المواساة، التعمير والدريس أكبر من معدل العائد المطلوب لها. بحيث يغطي علاوة المخاطرة، فهو في صالح المستثمر وبالتالي يفضل الاستثمار في أسهم هذه المؤسسات. في حين نجد أن العائد المتوسط في كل من شركة سابك، الغاز، اس تي سي وجريز أقل من العائد المطلوب الذي يغطي علاوة المخاطرة وبالتالي ليست في صالح المستثمر.

القرار الاستثماري الأنسب هو الاستثمار في أسهم كل من شركة المراعي، المواساة، التعمير والدريس بشراء أسهمها، اما باقي الشركات فيفضل بيع الأسهم.

المطلب الثالث: اختبار صحة الفرضيات

في هذا المطلب سنتطرق الى اختبار فرضيات الدراسة التي تمت صياغتها أي قبولها او رفضها، من خلال نموذج CAPM في تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة.

1- اختبار الفرضية رقم (01)

ان الارتفاع في معدل العائد المتوسط لأسهم عينة الدراسة راجع لارتفاع المخاطر الكلية للأسهم.

ومن النتائج المتوصل اليها أن هذه القاعدة غير مطبقة على أسهم عينة الدراسة خلال فترة 2020-2023 وأن المخاطر الكلية لا تتوافق مع العوائد المتوقعة لهذه الأسهم، حيث نجد أن معظم العوائد المتوقعة من أسهم عينة الدراسة غير متقاربة مع المخاطر الكلية لها ولا يمكن تفسيرها بمعامل الانحراف المعياري. مثلا عائد سهم شركة الغاز مرتفع في حين المخاطر الكلية منخفضة وعائد سهم شركة جريز منخفض والمخاطر الكلية مرتفعة حيث عائد السهم سالب والمخاطر موجبة، في حين كانت العوائد المتوسطة لأسهم شركة سابك والمواساة متوافقة مع معامل المخاطر الكلية.

ومن هنا يتضح عدم قدرة معامل الانحراف المعياري على تفسير تقلبات أغلب عوائد أسهم مؤسسات عينة الدراسة. الفرضية مرفوضة.

2- اختبار الفرضية رقم (02)

وجود علاقة بين معامل بيتا الذي يقدمه نموذج CAPM والعائد المتوسط لأسهم المؤسسات عينة الدراسة.

من النتائج المتوصل اليها هو عدم وجود علاقة بين المعامل بيتا والعائد المتوسط من الاستثمار في الأسهم الممثلة لعينة الدراسة، أن معاملات بيتا في أغلب الأسهم غير متقاربة مع العائد المتوسط ولا يمكن تفسيرها بمعامل بيتا الذي يقدمه نموذج CAPM فنجد في بعض الشركات المخاطر النظامية مرتفعة في حين العوائد التي تقابلها منخفضة مثل شركة سابك والغاز ونجد أن معامل بيتا لشركة المراعي والمواساة منخفضة والعوائد المتوسطة من السهمين مرتفعة.

ومن هنا يتضح عدم وجود توافق بين معامل بيتا والعوائد المتوسطة. **الفرضية مرفوضة.**

3- اختبار الفرضية رقم (03)

يربط بين تقلبات عوائد السوق وتقلبات عوائد الأسهم لمؤسسات عينة الدراسة علاقة طردية. من النتائج المتوصل اليها من حساب معاملات بيتا لكل سهم من مؤسسات عينة الدراسة انها اغلبية معاملات موجبة وهذا أن متوسط عوائد الأسهم وعائد مؤشر السوق تاسي يتحركان في اتجاه واحد مما يدل على وجود علاقة طردية، وهذا عكس شركة المراعي والمواساة فمعامل بيتا لأسهم هذه الشركات سالب وهذا يدل على أن عائد الشريكتين وعائد مؤشر السوق في اتجاهين متعاكسين ومن هنا يتبين وجود علاقة عكسية أي كلما انخفض عائد السوق ارتفعت متوسطات عوائد السهمين.

يتضح لنا أن عوائد مؤشر السوق وعوائد الأسهم تربطهما علاقة طردية. **قبول الفرضية.**

4- اختبار الفرضية رقم (04)

ان مؤسسات عينة الدراسة تتبع سياسة هجومية في مواجهة مخاطر الأسهم. تم التوصل الى ان اغلب أسهم شركات عينة الدراسة تنتهج سياسة دفاعية، وهذا ما بينت نتائج حساب معامل بيتا التي نقل عن الواحد بأن مؤسسات عينة الدراسة تتبع سياسة دفاعية، أي التقلب في عوائد الأسهم اقل من التقلب في عائد السوق حيث تسعى لتحقيق عوائد نسبية

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي لتكوين محفظة استثمارية مثلى

ودون التعرض لمخاطر كبيرة. عكس السياسة التي تتبعها شركة الغاز والتعمير هي سياسة هجومية حيث تسعى الى تحقيق عوائد كبيرة وتحمل مخاطر كبيرة. الفرضية مرفوضة.

ملخص الفصل

تناول هذا الفصل عينة مختارة من سوق الأوراق المالية السعودي بالاستعانة على البيانات المتوفرة في الموقع الالكتروني لسوق الأوراق المالية السعودي الذي تمت الإشارة اليه سابقا. وتم استعمال نموذج تسعير الأصول ال أرسالية لاختبار حساسية السوق المقدره بمعامل بيتا والمخاطر غير النظامية، واختباره في تحديد وتكوين المحفظة المثلى في العينة المختارة من السوق المالي السعودي.

وفي الأخير تم تحليل وتفسير النتائج المتحصل عليها انطلاقا من معالجة المعطيات المتحصل عليها حيث بينت نتائج الدراسة ان المحفظة الاستثمارية المختارة تنتهج سياسة دفاعية خلال الفترة من 2020 الى 2023، بحيث ان نسبة تأثر أغلب الشركات المكونة للمحفظة بتقلبات السوق قليلة، علاقة طردية بين تغيرات معظم عوائد أسهم المؤسسات عينة الدراسة وتقلبات معدل عائد مؤشر سوق الأوراق المالية السعودي "تاسي".

الخطاتمة

الخاتمة

الخاتمة العامة

تناولت هذه الدراسة موضوعاً من أهم المواضيع التي أخذت حيزاً هاماً في الدراسات المالية، تمثل في التنوع الاستثماري وأثره على إدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية، فنجاح الاستثمار في المحفظة المالية يعتمد على مدى قدرة المستثمر على التحكم الجيد في تشكيلة الأوراق المالية التي تضمها المحفظة والتي من خلالها يمكن تحقيق الأهداف الاستثمارية. وترتكز نظرية ماركوفيتش على التحليل من خلال العائد والمخاطرة، في حين تمثل المجموعة الكفوءة أفضل البدائل الاستثمارية، وأصبح من الضروري عدم الاكتفاء فقط بتحليل ماركوفيتش العائد-المخاطر في تقييم أداء المحافظ بل يتم الاعتماد على نماذج ومؤشرات تقيس لنا أداءها.

إن جوهر الاستثمار في المحفظة المالية يتعلق بضرورة تحقيق العوائد المرضية مع ضمان عدم التعرض لمخاطر أكبر من فدرة المستثمر على تحمله، من خلال استخدام أفضل الأساليب والنماذج العلمية والتي عملت مختلف النظريات الاقتصادية على تطويرها في سبيل جعلها أكثر كفاءة وفعالية في التحكم في المخاطر وتحقيق أكبر العوائد.

ان الهدف من الدراسة الحالية هو اختبار معالم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطر في سوق الأوراق المالية السعودي. واختبار النموذج في دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي، وهو ما يمكننا من استخلاص نتائج الدراسة التالية:

1- نتائج الدراسة

بين الجانب النظري والتطبيقي للدراسة، يمكن إجمال النتائج التالية:

1-1 النتائج النظرية

- الاستثمار في المحفظة له وجهان وجه يمثل العائد والوجه الآخر يمثل الخطر وعلى أساسهما يتم تحديد السياسة المتبعة في إدارة مخاطر المحفظة.
- المحفظة الاستثمارية هي تشكيلة من الأصول المالية والحقيقية الهدف من تكوينها هو تحقيق الأرباح وتقليل المخاطر.
- يساهم التنوع في إدارة المحافظ الاستثمارية من خلال تدنية المخاطر وتعظيم العائد.
- تتنوع الأساليب والنماذج التي من الممكن أن تمثل أدوات أساسية لإدارة المحفظة.
- على الرغم من أنه يمكن تقليل المخاطرة الكلية للمحفظة المالية إلا أنه لا يمكن إزالتها ويبقى جزء منها يستوجب على المستثمر تقبله كجزء طبيعي للاستثمار.

1-2 النتائج التطبيقية

- معدل العائد المتوسط لكل من شركة الغاز المواساة التعمير واس تي سي أكبر من معدل العائد المطلوب والمخاطر الكلية وبهذا ينصح الاستثمار في أسهم هذه المؤسسات.
- معاملات بيتا لأغلب الأسهم أقل من الواحد، أي أن التقلب في عوائد الأسهم أقل من تقلب عوائد السوق، ونجد ان شركة الدريس، سابك، جريز، شركة اس تي سي المراعي والمواساة تتأثر بتغيرات عائد السوق بنفس الاتجاه.
- لا يوجد توافق بين معدل العائد المتوقع والمخاطر النظامية.
- معامل بيتا لكل من شركة الغاز وتعمير أكبر من الواحد وهذا يعني أن التقلب في عوائد السهمين أكبر من التقلب في عائد السوق.
- وجود علاقة طردية تربط بين تقلبات عوائد مؤشر السوق وعوائد أسهم شركات العينة.
- الهدف الأول والأخير من تكوين المحفظة هو الوصول غمى المحفظة المثلى التي تحقق أعلى عائد في ظل مستوى معين من المخاطرة.
- تتنوع وتختلف السياسات بين الهجومية والدفاعية.

التوصيات

بناء على النتائج التطبيقية المتوصل إليها، يمكن الخروج بجملته من الاقتراحات نجمها فيما يلي:

- ❖ ضرورة تحديد درجة المخاطرة التي يمكن لمدير المحفظة تحملها قبل أي قرار استثماري.
- ❖ ضرورة تحديد مستوى العائد الذي يرغب مدير المحفظة في تحقيقه.
- ❖ ضرورة تنويع الاستثمارات في السوق من خلال توفير أصول مالية أخرى كالمشتقات المالية.
- ❖ العمل على توفير بعض المؤشرات الاحصائية الأساسية لاستخدام النماذج المتخصصة في تقييم الأوراق والمحافظ المالية كمؤشر بيتا.
- ❖ العمل على زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق وإحداث نوع من التوازن.
- ❖ العمل على تجديد المعلومات المنشورة في السوق المالي، ونشرها حتى يمكن الاستفادة منها أكثر مثل نشر المعلومات المتعلقة بتوقعات الأرباح المستقبلية التي تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات السليمة.
- ❖ عدم الاعتماد على سلوك القطيع والاشاعات في عملية تقييم الأوراق المالية.

افاق الدراسة

ان نتائج الدراسة تفتح الآفاق امام الباحثين في نطاق تكوين المحفظة المثلى ومن أهم المواضيع التي يمكن اقتراحيا للدراسة مستقبلا تبعا للموضوع الذي تناولناه:

➤ أثر التنويع على خصائص المحافظ الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية.

- أثر التنوع على عوائد أسهم المحافظ الاستثمارية.
- دور التنوع الاستثماري في تخفيض المخاطر غير المنتظمة للمحفظة الاستثمارية.
- إجراء بحوث ودراسات لسنوات طويلة وحجم عينة أكبر.
- إجراء الدراسة باستعمال أساليب ونماذج أخرى مثل نموذج المالية السلوكية.
- التطرق الى عوامل أخرى غير المخاطر النظامية في تفسير عوائد الأسهم في سوق الأسهم مثل حجم الشركة، نسبة السعر الى الربحية ونسبة سعر لاسهم الى القيمة الدفترية.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المراجع والملاحق

المراجع باللغة العربية

الكتب

- 1- احمد صبحي جميل. (2015). الاسس و القواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية. 274. بغداد، العراق: كلية بغداد للعلوم الاقتصادية.
- 2- الراوي خالد وهيب. (2009). ادارة المخاطر المالية. عمان الاردن: دار المسيرة للنشر و التوزيع.
- 3- السيد سالم عرفة. (2009). ادارة المخاطر الاستثمارية. (دار الراية، المحرر) الاردن: الطبعة الاولى.
- 4- المهيلمي عبد الحميد. (2005). التحليل الفني للاسواق المالية. عمان: دار البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع الطبعة الاولى.
- 5- السيد متولي عبد القادر. (2010). الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير. عمان: دار الفكر للنشر و التوزيع.
- 6- المهيلمي عبد المجيد. (2005). التحليل الفني للاسواق المالية. عمان: البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة الثالثة.
- 7- بن هاني حسين. (2001). الاسواق المالية. عمان: الكندي للنشر و التوزيع الطبعة الثانية.
- 8- حسن أمين عبد العزيز. (2007). الاسواق المالية. القاهرة مصر: دار قباء للطباعة و النشر و التوزيع.
- 9- حسين عمر. (2000). الاستثمار و العولمة. مصر: القاهرة.
- 10- حسين عمر. (2000). الاستثمار و العولمة (الإصدار الطبعة الاولى). القاهرة: دار الكتاب الحديث.
- 11- حمدي حسن. (2003). دليلك إل، البورصة و الإستثمار و الأسهم و أسواق المال. دمشق: دار الكتاب العربي.
- 12- حمود حمزة الزبيدي. (2002). ادارة الائتمان المصرفي و التحليل الائتماني. عمان الاردن: الوراق للنشر و التوزيع.
- 13- دريد كمال ال شبيب. (2010). ادارة المحافظ الاستثمارية. الاردن: دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة.
- 14- سيد عالم عرفة. (2009). ادارة المخاطر الاستثمارية. عمان الاردن: دار الراية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى.
- 15- عبد الرزاق القاسم. (2010). ادارة الاستثمارات و المحافظ الاستثمارية (الإصدار دار الملايين للنشر و التوزيع). سوريا، جامعة دمشق.
- 16- عبد الرسول محمد فاروق. (2007). الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية. مصر: دار الجامعة الجديدة للنشر الطبعة الأولى.
- 17- عبد الفتاح الثلجة. (2014). ادارة المحفظة الاستثمارية. دمشق، سوريا.
- 18- عصام حسين. (2008). اسواق الاوراق المالية. عمان: دار اسامة.
- 19- عطا الله ماجد. (2011). ادارة الاستثمار. عمان: دار اسامة للنشر و التوزيع.
- 20- غازي فلاح المومني. (2009). ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. عمان الاردن: دار المناهج.

قائمة المراجع والملاحق

- 21- محمد كمال خليل الحمزاوي. (2000). *اقتصاديات الائتمان المصرفي*. الاسكندرية: منشأة المعارف.
- 22- محمد مطر. (2015). *ادارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية*. عمان: دار وائل للنشر و التوزيع.
- 23- محمد مطر، و تيم فايز. (2005). *ادارة المحافظ الاستثمارية*. عمان، الاردن: دار وائل.
- 24- مصطفى يوسف كافي. (2009). *بورصة الأوراق المالية*. دمشق: دار مؤسسة رسلان الطبعة الاولى.
- 25- نزيه عبد المقصود مبروك. (2007). *صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الاسلامي و الاقتصاد الوضعي*. الاسكندرية مصر: دار الفكر الجامعي.
- 26- هرلوود ستي بول، و رولاند ماك دونالد. (2007). *النقود و التمويل الدولي*. الرياض: دار المريخ للنشر.
- 27- هندي منير ابراهيم. (2002). *ادارة الاسواق و المنشآت المالية*. الاسكندرية مصر: منشأة المعارف.
- 28- هندي منير ابراهيم. (2003). *أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال- الأوراق المالية و صناديق الإستثمار*. الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.

المقالات العلمية

- 1- النجار عنايات، الشريف وفاء. (2006). دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية. منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية. القاهرة، مصر، مصر: المنظمة العربية للتنمية الادارية.
- 2- اندراوس عاطف وليم. (2005). *السياسة المالية و اسواق الاوراق المالية خلال فترة التحول الى اقتصاد السوق*. الاسكندرية مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
- 3- بن موسى كمال. (1 6, 2004). *المحفظة الإستثمارية- تكوينها و مخاطرها*. المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية، 12.
- 4- سارة بوزيدي. (2006 2007). *ادارة محفظة الاوراق المالية*. قسنطينة، علوم التسيير، الجزائر: جامعة منتوري.
- 5- شقيري نوري موسى، و مروان ابو عرابي. (2009). *مدى استخدام البنوك لسياسة التنوع للحد من المخاطر*. *journal of baghdad college of economic sciences*, 9.
- 6- عبد الرحيم بوادقجي . محمد خالد الحريري. (2005). *الاقتصاد الكلي* (الإصدار الطبعة الثانية). دمشق، سوريا: جامعة دمشق.
- 7- عبد الرحيم بوادقجي، و محمد خالد الحريري. (2005). *الاقتصاد الكلي*. سوريا دمشق: جامعة دمشق.
- 8- عبد الرزاق القاسم، و احمد العلي. (2016-2017). *ادارة الاستثمارات و المحافظ الاستثمارية*. سوريا: منشورات جامعة دمشق.
- 9- عطا غنيم حسين. (2005). *دراسات في التمويل*. مصر: المكتبة الاكاديمية الطبعة الأولى.
- 10- علي قائمة. (18 01, 2021). *سوق دبي المالي*. تم الاسترداد من سوق دبي المالي: <https://www.dfm.ae/ar/investing/products/reits>
- 11- نور عماشة. (8 02, 2017). *alarabiya*. تم الاسترداد من [alarabiya: https://www.alarabiya.net/aswaq/economic-terms/2017/02/08/%D9%85%D8%A7-](https://www.alarabiya.net/aswaq/economic-terms/2017/02/08/%D9%85%D8%A7-)

قائمة المراجع والملاحق

%D9%87%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%83%D9%88%D9%83-
%D8%9F-%D9%88%D9%85%D8%A7-
%D9%8A%D9%85%D9%8A%D9%91%D8%B2%D9%87%D8%A7-%D8%9F

12- محمد المنجي العرفاوي. (2014). *عائد و مخاطر الاستثمار و كيفية قياسها*. الرياض: جامعة المجمعة.

13- أحمد قدحنون. (2024). *ARAB PLATFORM CAPITAL IBC Company*. تم الاسترداد من arab-platform CAPITAL IBC Company: <https://blog.arab-platform.com/%D8%A7%D9%84%D8%B9%D9%82%D9%88%D8%AF-%D8%A7%D9%84%D8%A2%D8%AC%D9%84%D8%A9>

الرسائل الجامعية

1- الامين، و يعقوب عبد الرحيم مضوي. (2019). *محافظ وصناديق الاستثمار واثرها على الاقتصاد السوداني دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للاوراق المالية. رسالة ماجستير*. السودان، كلية الدراسات العليا، السودان: جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا.

2- تلي سعيدة. (2009). *التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لاسهم مسعرة في بورصة تونس. رسالة ماجستير*. ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر: جامعة ورقلة.

3- حوة عبد القادر. (2009 2010). *بناء المحافظ الإستثمارية و إدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة. مذكرة ماجستير في المحاسبة و التدقيق*. الجزائر، جامعة الجزائر، الجزائر: جامعة الجزائر.

4- خروبي يوسف. (2011 2012). *تقدير العائد و المخاطرة للإستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية. مذكرة ماجستير في مالية الاسواق*. ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر: كلية العلوم الإقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير.

5- دعاء مينة. (2023). *تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الاصول المالية. رسالة ماجستير*. تبسة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية علوم التسيير، الجزائر: جامعة الشهيد الشيخ العربي.

6- رامي محمد محمد. (2018, 11 7). *تطبيق المبادئ العلمية لتكوين محافظ استثمارية في المصارف التجارية السورية*. 59. اللاذقية، قسم ادارة الاعمال، سوريا: جامعة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية.

7- زيان ريمة. (2014). *محددات بناء محفظة استثمارية. رسالة ماجستير*. الجزائر، جامعة الجزائر 3، الجزائر: جامعة الجزائر.

8- سلماني عادل. (2014). *دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على ادوات الاستثمار في سوق راس المال الاسلامي*. 113 114. بسكرة، جامعة بسكرة، الجزائر: جامعة بسكرة.

9- صافي عمار. (2008-2009). *محددات الاستثمار المحفظي و اثاره على اسواق الاوراق المالية و البنوك. دراسة مقارنة بين مصر تونس و الجزائر*. بومرداس، جامعة أمحمد بوقرة، الجزائر.

10- محمد الحسين، و ميلانة الياس. (2014, 3 2). *ادارة المحفظة الاستثمارية*. 11 12. دمشق، جامعة دمشق، سوريا: جامعة دمشق كلية الاقتصاد ماجستير.

المؤتمرات والملفات

قائمة المراجع والملاحق

11-ولاء حسين ابازيد. (2021). سوق راس المال السعودي. دراسة استكشافية تقييمية. المؤتمر الدولي التاسع للنظام الاقتصادي الاسلامي، ماليزيا: جامعة ساينز اسلام.

المراجع باللغة الأجنبية

- chauveau, t. (2004). *l'equilibre d'un marche financier*. paris: lavoisier.
- .paris: glossaire cfpb .*le marche financier* .(2002) .gerard rouyer و ,choinel alain
- goffin, r. (2004). *principes de finance moderne*. paris: economica 4eme edition.
- hamdi kamel ,alger .*analyses des projet et leur financements* .(2000) .
- kamdem, j. s. (2004, 12 15). methodes analitique pour le risque des portefeuilles financies. 54. champagne ardenne, france: university de reims.
- kamel, h. (2000). *analyse des projet et leur finacement*. alger.
- maroua, m. (2011). these de doctorat. *choix des portefeuilles internationaux; diversification; attitude face au barriers a l'investissement*. pontoise ufr, fac de l'economie et gestion, france: university cergy.
- paris: 2eme edition gerard .*finance moderne d'entreprise* .(2003) .mondher bellalah .hirigoyen
- picon, o. (2000). *la bourse: ses mecanismes. gerer son portefeuille. reussir ses placements*. delmas: delmas 14 edition.
- roland, p., & patrice, p. (2009). *finance de marche*. paris: dalloz 2e edition.
- new york s c: .*bank management and finacial services* .(2005) .Rose P. Sylvia and hudging Graw Hill.6th ED Mc
- new york: 6th ed mc graw- .*Investments* .(2005) .Bodie. Zvi. Kane. Alex and Marcus J. Alan hill

المواقع الالكترونية

- IG: <https://www.ig.com/ar-ae/bonds/what-are-bonds> من IG. (2024) .IG
- saudiexchange: تم الاسترداد من [saudiexchange](https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/rules-guidance/indices/iboxx-tadawul-sar-government-sukuk-bond-indices?locale=ar) .(2024 ,05 22) .saudiexchange
- https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/rules-guidance/indices/iboxx-tadawul-sar-government-sukuk-bond-indices?locale=ar
- saudiexchange: تم الاسترداد من [saudiexchange](https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/rules-guidance/indices/t50indices?locale=ar) .(2024 ,05 22) .saudiexchange
- https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/rules-guidance/indices/t50indices?locale=ar

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01: مراحل تطور سوق الأوراق المالية السعودية



قائمة المراجع والملاحق

الملحق رقم 02: الانحراف المعياري لسهم شركة المراعي

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_i - E(\bar{R})) * (R_i - E(\bar{R}))$
2020	-0.064	0.001024
2021	-0.1461	0.005336
2022	0.1643	0.006749
2023	0.0076	0.000014
		$\sqrt{\sum/N}$ 0.1146

الملحق رقم 03: الانحراف المعياري لسهم شركة سابك

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_i - E(\bar{R})) * (R_i - E(\bar{R}))$
2020	-0.0124	0.0031
2021	0.0604	0.0009
2022	0.0696	0.0012
2023	-0.1753	0.0077
		$\sqrt{\sum/N}$ 0.0129

قائمة المراجع والملاحق

الملحق رقم 04: الانحراف المعياري لسهم شركة الغاز

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_i - E(\bar{R})) * (R_i - E(\bar{R}))$
2020	-0.2843	0.0202
2021	0.5392	0.0723
2022	-0.2941	0.0216
2023	0.0403	0.0004
		$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.1145

الملحق رقم 05: الانحراف المعياري لسهم شركة المواساة

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_i - E(\bar{R})) * (R_i - E(\bar{R}))$
2020	0.4344	0.0472
2021	0.1357	0.0046
2022	0.0576	0.0008
2023	-0.618	0.0955
		$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.1481

قائمة المراجع والملاحق

الملحق رقم 06: الانحراف المعياري لسهم شركة التعمير

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_i - E(\bar{R})) * (R_i - E(\bar{R}))$
2020	0.0403	0.0004
2021	0.3903	0.0381
2022	-0.4377	0.0479
2023	0.007	0.00001
		$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.0864

الملحق رقم 07: الانحراف المعياري لسهم شركة الدريس

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_i - E(\bar{R})) * (R_i - E(\bar{R}))$
2020	-0.4111	0.0423
2021	-0.1588	0.0063
2022	-0.3458	0.0299
2023	0.9158	0.2096
		$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.2881

قائمة المراجع والملاحق

الملحق رقم 08: الانحراف المعياري لسهم شركة اس تي سي

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_i - E(\bar{R})) * (R_i - E(\bar{R}))$
2020	0.0698	0.0012
2021	0.0828	0.0017
2022	-0.1908	0.0091
2023	0.0383	0.0004
		$\sqrt{\sum/N}$ 0.0124

الملحق رقم 09: الانحراف المعياري لسهم شركة جريير

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_i - E(\bar{R})) * (R_i - E(\bar{R}))$
2020	0.3015	0.0227
2021	0.3798	0.0361
2022	0.0075	0.000014
2023	-0.6889	0.1186
		$\sqrt{\sum/N}$ 0.1774

قائمة المراجع والملاحق

الملحق رقم 10: التباين المشترك بين عائد سهم شركة سابك وعائد مؤشر السوق تاسي خلال

الفترة 2023-2020

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_m - E(R_m))$	$(R_m - E(R_m)) (R_i - E(\bar{R}))$
2020	0.0983	-0.0534	-0.00525
2021	0.1711	0.2092	0.0358
2022	-0.1049	-0.1602	0.0328
2023	-0.0646	0.0045	0.0003
			$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.0159

الملحق رقم 11: التباين المشترك بين عائد سهم شركة الغاز وعائد مؤشر السوق تاسي خلال

الفترة 2023-2020

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_m - E(R_m))$	$(R_m - E(R_m)) (R_i - E(\bar{R}))$
2020	-0.2872	-0.0534	0.0153
2021	0.5392	0.2092	0.1128
2022	-0.2941	-0.1602	0.4711
2023	0.0394	0.0045	0.00017
			$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.1498

قائمة المراجع والملاحق

الملحق رقم 12: التباين المشترك بين عائد سهم شركة المواساة وعائد مؤشر السوق تاسي خلال

الفترة 2023-2020

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_m - E(R_m))$	$(R_m - E(R_m)) (R_i - E(\bar{R}))$
2020	0.4244	-0.0534	-0.0227
2021	0.136	0.2092	0.0285
2022	0.0576	-0.1602	-0.0092
2023	-0.618	0.0045	-0.0028
			$\sqrt{\Sigma/N}$ -0.00155

الملحق رقم 13: التباين المشترك بين عائد سهم شركة التعمير وعائد مؤشر السوق تاسي خلال

الفترة 2023-2020

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_m - E(R_m))$	$(R_m - E(R_m)) (R_i - E(\bar{R}))$
2020	0.0403	-0.0534	-0.0022
2021	0.3903	0.2092	0.0817
2022	-0.4377	-0.1602	0.0701
2023	0.007	0.0045	0.00003
			$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.0374

قائمة المراجع والملاحق

الملحق رقم 14: التباين المشترك بين عائد سهم شركة اس تي سي وعائد مؤشر السوق تاسي

خلال الفترة 2020-2023

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_m - E(R_m))$	$(R_m - E(R_m)) (R_i - E(\bar{R}))$
2020	0.0698	-0.0534	-0.0037
2021	0.0828	0.2092	0.0173
2022	-0.1908	-0.1602	0.0306
2023	0.0383	0.0045	0.00017
			$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.011

الملحق رقم 15: التباين المشترك بين عائد سهم شركة الدريس وعائد مؤشر السوق تاسي خلال

الفترة 2020-2023

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_m - E(R_m))$	$(R_m - E(R_m)) (R_i - E(\bar{R}))$
2020	-0.4111	-0.0534	0.0219
2021	-0.1588	0.2092	-0.0332
2022	-0.3458	-0.1602	0.0554
2023	0.9156	0.0045	0.0041
			$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.012

قائمة المراجع والملاحق

الملحق رقم 16: التباين المشترك بين عائد سهم شركة جرير وعائد مؤشر السوق تاسي خلال

الفترة 2020-2023

السنة	$(R_i - E(\bar{R}))$	$(R_m - E(R_m))$	$(R_m - E(R_m)) (R_i - E(\bar{R}))$
2020	0.3015	-0.0534	-0.0161
2021	0.3798	0.2092	0.0795
2022	0.0075	-0.1602	-0.0012
2023	-0.6889	0.0045	-0.0031
			$\sqrt{\Sigma/N}$ 0.015

المخلص

المحافظ الاستثمارية هي من أكثر الأدوات التي أخذت حيزا هاما في الدراسات المالية، ولتحديد وتكوين المحفظة المثلى يتطلب تحديدا دقيقا لكافة مكوناتها وأنواعها والاستراتيجيات المتبعة، فالهدف من هذه الدراسة هو التطرق لكيفية بناء والحصول على محفظة الاستثمارية مثلى من أجل ذلك، حاولنا دراسة مجموعة من أسهم الشركات المتاحة في سوق الأوراق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2020 الى 2023، وهذا بالاعتماد على مصفوفة التغيرات ونموذج تسعير الأصول الراس مالية، ولمعالجة إشكالية البحث واختبار فرضياته تم استخدام أدوات إحصائية كالانحراف المعياري ومعامل بيتا إضافة الى مصفوفة التغيرات، وقد أظهرت نتائج الدراسة الى افضلية المحفظة المالية المثلى.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار، نظرية المحفظة، المحفظة المالية المثلى، العائد، السوق المالي السعودي.

Summary

Investment portfolios are one of the most important tools in financial studies, and to manage them requires a precise definition of all their components, types and strategies followed. The aim of this study is to address how to build and obtain an optimal investment portfolio. For this purpose, we tried to study a group of shares of companies available in the Saudi Stock Market for the period from 2020 to 2023, relying on the covariance matrix and the capital asset pricing model. To address the research problem and test its hypotheses, statistical tools such as the standard deviation and the beta coefficient were used in addition to the covariance matrix. The results of the study showed the superiority of the optimal financial portfolio.

Keywords: Investment, Portfolio Theory, Optimal Portfolio, Return, Saudi Stock Market.