وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث
تخصص: إدارة مالية

بعنوان:

دراسة أثر التنويع في الأسواق المالية على المخاطر المالية - دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2021 إلى 2024-

من إعداد الطالبة:
بن داود آمنة

تحت إشراف:
د. ولد عابد عمر

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة	الجامعة
د. عبو عمر	بروفيسور	رئيسا	جامعة الشلف
د. ولد عابد عمر	أستاذ محاضر أ	مشرفا ومقررا	جامعة الشلف
د. بولرباح بوخاري	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة الشلف
د. بخيت حسان	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة الشلف
د. طهراوي دومة علي	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة غليزان
د. عزاوي خالد	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	المدرسة العليا للتجارة القليعة

السنة الجامعية: 2024/2023

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث
تخصص: إدارة مالية

بعنوان:

دراسة أثر التنويع في الأسواق المالية على المخاطر المالية - دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2021 إلى 2024-

من إعداد الطالبة:
بن داود آمنة

تحت إشراف:
د. ولد عابد عمر

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة	الجامعة
د. عبو عمر	بروفيسور	رئيسا	جامعة الشلف
د. ولد عابد عمر	أستاذ محاضر أ	مشرفا ومقررا	جامعة الشلف
د. بولرباح بخاري	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة الشلف
د. بخيت حسان	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة الشلف
د. طهراوي دومة علي	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة غليزان
د. عزاوي خالد	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	المدرسة العليا للتجارة القليعة

السنة الجامعية: 2024/2023

بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وعرفان

"الحمد لله الذي له ما في السماوات وما في الأرض وله الحمد في الآخرة وهو الحكيم الخبير"

فما لي إلا أن أتوجه إليك ربي مسير خطاي، منير دربي ومسهل أمري بالشكر على توفيقك لي

والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

والحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعانني على أداء هذا الواجب ووفقني إلى انجاز

هذا العمل

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على انجاز هذا العمل

وفي تذليل ما واجهته من صعوبات، وأخص بالذكر الأستاذ المشرف "عمر ولد عابد".

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواضعة إلى:

- الوالدين الكريمين: أمي وأبي حفظهما الله وبارك في عمرهما وجعلهما ذخرا لي في دنياي وآخرتي،
- إلى جدتي الغالية أطال الله في عمرها.
- إلى إخوتي وأخواتي حفظهم الله ووفقهم.
- إلى سندي ورفيق دربي حفظه الله ورعاه.
- إلى كل الأهل والأقارب.

بن داود آمنة

الفهرس

الفهرس العام

فهرس المحتويات I

فهرس الجداول X

فهرس الأشكال XI

فهرس الملاحق XII

مقدمة عامة ..... أ

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية 1

تمهيد 1

المبحث الأول: ماهية السوق المالي 1

المطلب الأول: مفهوم ونشأة السوق المالي 1

الفرع الأول: مفهوم السوق المالي 1

الفرع الثاني: نشأة السوق المالي 2

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية 5

الفرع الأول: التصنيف حسب درجة نظامية العمليات 5

الفرع الثاني: التصنيف حسب المساهمة المباشرة في الاستثمار أو التداول 6

الفرع الثالث: التصنيف حسب آجال العمليات 6

الفرع الرابع: التصنيف حسب المجال الجغرافي 7

الفرع الخامس: التصنيف حسب آجال تنفيذ العمليات 7

المطلب الثالث: أهمية ووظائف السوق المالي 8

الفرع الأول: أهمية السوق المالي 8

الفرع الثاني: وظائف السوق المالي 10

المطلب الرابع: عمليات سوق الأوراق المالية 11
الفرع الأول: العمليات الآنية 11
الفرع الثاني: العمليات الآجلة 11
المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية 12
المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية و إصدارها 12
الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية 12
الفرع الثاني: تسجيل الأوراق المالية وعرضها 12
الفرع الثالث: إصدار الأوراق المالية 13
المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية 14
الفرع الأول: الأسهم 14
الفرع الثاني: السندات 17
الفرع الثالث: المشتقات المالية 20
المطلب الثالث :قيم وتقييم الأوراق المالية 22
الفرع الأول: قيم الأوراق المالية 22
الفرع الثاني: تقييم الأوراق المالية 24
المطلب الرابع: تسعير الأوراق المالية 28
الفرع الأول: طرق تسعير الأوراق المالية في البورصة 28
الفرع الثاني: التداول عبر الأنترنت 29
خلاصة الفصل الأول 30
الفصل الثاني: أساسيات حول إدارة المحفظة المالية 32
تمهيد 32

المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية..... 33
المطلب الأول : مفهوم محفظة الأوراق المالية والهدف من تشكيلها 33
الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية..... 33
الفرع الثاني: مفهوم محفظة الأوراق المالية 33
الفرع الثالث: الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية 34
المطلب الثاني: قيود ومبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية..... 35
الفرع الأول: قيود تكوين محفظة الأوراق المالية..... 35
الفرع الثاني: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية..... 36
المطلب الثالث: أنواع محفظة الأوراق المالية ومراحل بنائها 37
الفرع الأول: أنواع المحافظ المالية 37
الفرع الثاني: مراحل بناء محفظة الأوراق المالية 39
المطلب الرابع: سياسات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ووظائفها..... 40
الفرع الأول: سياسات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية 40
الفرع الثاني: وظائف محفظة الأوراق المالية 41
المبحث الثاني: نظرية المحفظة المالية (portfolio theory)..... 42
المطلب الأول: التعريف بنظرية المحفظة المالية ومراحل بنائها..... 42
الفرع الأول: التعريف بنظرية المحفظة المالية 42
الفرع الثاني: فرضيات نظرية المحفظة المالية 43
الفرع الثالث: المحفظة الاستثمارية المثلى..... 44
المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية..... 47
الفرع الأول: التعريف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية 47

الفرع الثاني: فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية 49
الفرع الثالث: خط السوق للأوراق المالية 49
المطلب الثالث: نموذج التسعير بالمراجحة 50
الفرع الأول: التعريف بنموذج التسعير بالمراجحة 50
الفرع الثاني: فرضيات نموذج التسعير بالمراجحة 51
الفرع الثالث: التوازن في نظرية التسعير بالمراجحة 52
المبحث الثالث: إدارة محفظة الأوراق المالية 53
المطلب الأول: التعريف بإدارة المحفظة المالية والهدف منها 53
الفرع الأول: التعريف بإدارة المحفظة المالية 53
الفرع الثاني: أهداف إدارة المحفظة المالية 54
المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في إدارة المحفظة المالية 55
الفرع الأول: العوامل المؤثرة في إدارة المحفظة المالية 55
الفرع الثاني الاعتبارات الفنية في إدارة المحفظة المالية 56
المطلب الثالث: أسس وطرق إدارة المحفظة المالية 57
الفرع الأول: أسس إدارة المحفظة المالية 57
الفرع الثاني: طرق إدارة المحفظة المالية 58
المطلب الرابع: المراحل الأساسية لإدارة المحفظة المالية 59
الفرع الأول: تحديد أهداف المستثمر 59
الفرع الثاني: تحليل مختلف الفرص الاستثمارية 60
الفرع الثالث: تقييم كفاءة محفظة الأوراق المالية 61
خلاصة الفصل الثاني 62

الفصل الثالث: عائد ومخاطر المحفظة المالية 64
تمهيد 64
المبحث الأول: عائد المحفظة المالية 65
المطلب الأول: ماهية العائد 65
الفرع الأول: مفهوم العائد 65
الفرع الثاني: أنواع العوائد 65
الفرع الثالث: قياس العوائد 67
المطلب الثاني: مفهوم وقياس عائد المحفظة المالية 69
الفرع الأول: تعريف عائد المحفظة المالية 69
الفرع الثاني: حساب عائد المحفظة المالية 69
المطلب الثالث: قياس أداء المحفظة المالية 71
الفرع الأول: الأسلوب البسيط 71
الفرع الثاني: الأسلوب المزدوج 71
المبحث الثاني: مخاطر المحفظة المالية 75
المطلب الأول: مفهوم مخاطر المحفظة المالية وأنواعها 75
الفرع الأول: مفهوم مخاطر المحفظة المالية 75
الفرع الثاني: أنواع المخاطر 76
المطلب الثاني: مصادر المخاطر في المحفظة المالية 77
الفرع الأول: مصادر المخاطر النظامية 77
الفرع الثاني: مصادر المخاطر الغير نظامية 79
الفرع الثالث: مصادر المخاطر المالية 79

المطلب الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية 80
الفرع الأول: الانحراف المعياري والتباين 80
الفرع الثاني: معامل بيتا ومعامل الاختلاف 81
الفرع الثالث: المدى والتوزيعات الاحتمالية 82
المطلب الرابع: العوامل المؤثرة في مخاطر المحفظة المالية 83
الفرع الأول: عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة 83
الفرع الثاني: توزيع رأس المال على المحفظة المالية 83
الفرع الثالث: معامل الارتباط 83
المبحث الثالث: التنويع في المحفظة المالية 84
المطلب الأول: تعريف التنويع وأهميته 84
الفرع الأول: تعريف التنويع 84
الفرع الثاني: أهمية استراتيجية التنويع 85
الفرع الثالث: علاقة التنويع بالمخاطر الكلية 85
المطلب الثاني: أساليب التنويع 86
الفرع الأول: تنويع جهة الإصدار 86
الفرع الثاني: تنويع تواريخ الاستحقاق 88
المطلب الثالث: استراتيجيات التنويع في المحفظة المالية 89
الفرع الأول: الاستراتيجيات الساكنة أو غير النشطة 89
الفرع الثاني: الاستراتيجيات النشطة 90
المطلب الرابع: أشكال التنويع في المحفظة المالية 91
الفرع الأول: التنويع حسب طبيعة الورقة المالية 91

الفرع الثاني: التنويع حسب أساليب التسيير 92
الفرع الثالث: التنويع الجغرافي 92
الفرع الرابع: التنويع على أساس القطاعات الاقتصادية 92
خلاصة الفصل الثالث 93
الفصل الرابع: دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2021-2024 95
تمهيد 95
المبحث الأول: دراسة إحصائية وصفية للبيانات 96
المطلب الأول: نبذة عن السوق المالي السعودي 96
الفرع الأول: تعريف ونشأة السوق المالي السعودي 96
الفرع الثاني: أهداف وخدمات السوق المالي السعودي 97
الفرع الثالث: هيئة السوق المالية السعودية 98
المطلب الثاني: مؤشرات السوق المالي السعودي 99
الفرع الأول: أهم مؤشرات السوق المالي السعودي 99
الفرع الثاني: حساب مؤشر السوق المالي 100
الفرع الثالث: تحليل مؤشرات السوق المالي السعودي 101
المطلب الثالث: عينة الدراسة والتعريف بمتغيراتها 102
الفرع الأول: عينة الدراسة 102
الفرع الثاني: التعريف بمتغيرات الدراسة 105
الفرع الثالث: التحليل الاحصائي لمتغيرات الدراسة 107
المبحث الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة 109
المطلب الأول: ماهية بيانات السلاسل الزمنية المتقطعة 109

الفرع الأول: مفهوم بيانات بانل..... 109
الفرع الثاني: أهمية استخدام نماذج بانل..... 111
الفرع الثالث: مميزات البيانات الطولية 112
المطلب الثاني: نمذجة واختبار عدم التجانس 113
الفرع الأول: اختبار التجانس (HSIAO) 114
الفرع الثاني: مراحل تطبيق اختبار HSIAO 115
المطلب الثالث: النماذج الساكنة الأساسية لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية.....116
الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) 116
الفرع الثاني: نموذج التأثيرات العشوائية (Fixed effects Model) 117
الفرع الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية (Random effects Model) 118
الفرع الرابع: اختبارات المفاضلة بين نماذج بانل الساكنة 118
المبحث الثالث: عرض وتحليل نتائج تقدير نماذج بانل الساكنة.....120
المطلب الأول: تطبيق منهجية HSIAO لتحديد التجانس 120
الفرع الأول: اختبار فرضية التجانس الكلي لبنية بانل..... 121
الفرع الثاني: اختبار فرضية تجانس المعاملات (الميول) 122
الفرع الثالث: اختبار فرضية تجانس الثوابت في النموذج 122
المطلب الثاني: تقدير نماذج بانل الساكنة.....123
الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي 123
الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة 125
الفرع الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية..... 127
المطلب الثالث: اختبارات المفاضلة بين النماذج.....129

الفرع الأول: اختبار (Lagrange multiplier (LM) test) 129

الفرع الثاني: اختبار (Redundant Fixed Effects)..... 130

الفرع الثالث: اختبار Hausman..... 131

المطلب الرابع: تشخيص النموذج المفضل والتحليل الاقتصادي للنتائج 132

الفرع الأول: اختبارات مشاكل القياس 133

الفرع الثاني: التأثيرات الفردية الثابتة لمفردات العينة..... 137

خلاصة الفصل الرابع 139

خاتمة عامة.....141

قائمة المراجع 147

الملاحق.....156

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	الفرق بين الأسهم والسندات	19
2-4	عينة المحافظ المدرجة في الدراسة	105-102
3-4	أنواع المخاطر المالية	106
4-4	متغيرات الدراسة ومصادر البيانات	107
5-4	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	108
6-4	نتائج اختبار التجانس لـ HSIOA	121
7-4	تقدير نموذج الانحدار التجميعي	123
8-4	تقدير نموذج التأثيرات الثابتة	125
9-4	تقدير نموذج التأثيرات العشوائية	127
10-4	اختبار LM test للنموذج الأول	129
11-4	نتائج اختبار Redundant Fixed Effects للنموذج الاول	130
12-4	اختبار Hausman للنموذج الأول	131
13-4	اختبارات مشاكل القياس	133
14-4	النموذج بعد تصحيح مشاكل الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباين	135
15-4	الآثار الفردية الثابتة في المحافظ محل الدراسة	137

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-2	نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى	46
2-2	منحنى خط السوق	50
3-3	التنويع الساذج لمحفظة الأوراق المالية	88
4-4	نمذجة تحيز التقدير	113
5-4	خطوات اختبار التجانس لـ HSIAO	114

فهرس الملاحق

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
01	اختبار هاسيو	156
02	النماذج الأساسية	157
03	اختبارات المفاضلة	160
04	مشاكل القياس	163

دراسة أثر التنويع في الأسواق المالية على المخاطر المالية
– دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2021 إلى 2024–

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر تنوع السوق المالي على المخاطر المالية في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من الفصل الأول لسنة 2021 إلى الفصل الأول لسنة 2024، وقد طبقت هذه الدراسة على عينة من المحافظ الاستثمارية الناشطة بالسوق المالي السعودي والتابعة لقطاعات متنوعة تتسم بمستويات متباينة من المخاطرة وتتصف بخصائص مختلفة، وقد تم استخدام نماذج بيانات بانل لقياس العلاقة بين متغيرات الدراسة المتمثلة في تنوع السوق والمخاطر المالية، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن المحفظة المالية تتعرض لمخاطر نظامية وأخرى غير نظامية، وأن التنويع كاستراتيجية يُعبر عن القرار الخاص بتوليفة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، والتي يسعى من خلالها المستثمر إلى تخفيض درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها عائد المحفظة، كما أظهرت النتائج أن مؤشر تنوع السوق المالي (FL) يؤثر بشكل سلبي على مؤشر المخاطر المالية (RISK) في سوق المال السعودي وذلك بناء على الإشارة السالبة المرتبطة بالمتغير المفسر، وقد أسفرت الدراسة التجريبية أن الاختلافات الفردية بين المحافظ الاستثمارية المدرجة في قياس أثر تنويع السوق المالي على المخاطر يعود إلى الفروقات الثابتة بين المحافظ، بالإضافة إلى أن تنويع المحافظ الاستثمارية يمكن أن يساهم بشكل كبير في التقليل من حجم المخاطر المالية في السوق المالي السعودي.

الكلمات المفتاحية: أسواق مالية، محفظة مالية، مخاطر مالية، عائد المحفظة، التنويع.

Study the impact of diversification in financial markets on financial risks – Saudi Financial Market case study for the period from 2021 to 2024–

Abstract:

This study aimed to measure the impact of financial market diversification on financial risks in the Saudi financial market during the period from the first quarter of 2021 to the first quarter of 2024. This study was applied to a sample of investment portfolios active in the Saudi financial market and belonging to various sectors characterized by varying levels of risk and different characteristics. Panel data models were used to measure the relationship between the study variables represented by market diversification and financial risks. The study reached a set of results, the most important of which is that the financial portfolio is exposed to systematic and unsystematic risks, and that diversification as a strategy expresses the decision regarding the combination of investments that make up the portfolio, through which the investor seeks to reduce the degree of financial risks to which the portfolio return is exposed. The results also showed that the financial market diversification index (FL) negatively affects the financial risk index (RISK) in the Saudi financial market based on the negative sign associated with the explanatory variable. The experimental study revealed that the individual differences between the investment portfolios included in measuring the impact of financial market diversification on risks are due to the fixed differences between the portfolios, in addition to the fact that portfolio diversification Investment can contribute significantly to reducing the size of financial risks in the Saudi financial market.

Keys words: financial markets, portfolio, financial risks, portfolio return, diversification.

المقدمة

مقدمة:

لقد حظي مفهوم الأسواق المالية باهتمام العديد من الباحثين والمفكرين في مجال الإدارة المالية، وذلك باعتبارها أداة داعمة للاقتصاد يتم من خلالها تدفق رؤوس الأموال، حيث تعتبر بمثابة الأسلوب الأمثل والأنجع لتحقيق أهداف الاقتصاد، خاصة فيما يتعلق بتأطير المدخرات التي يمتلكها الأعوان الاقتصاديون.

تتشكل أسواق المال من سوق نقدي يتكون من الجهاز المصرفي وسوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين وسوق الأوراق المالية، وقد تطورت الأسواق المالية مع مرور الزمن وتزايد الإقبال عليها من طرف المؤسسات والحكومات بهدف الاقتراض، الأمر الذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية.

موازاة مع ظهور الأسواق المالية وتطورها، ظهر الاستثمار في الأوراق المالية، وبعد ما كان التعامل في الأسواق المالية يقتصر على أدوات تقليدية من أسهم وسندات وأدوات مالية قصيرة الأجل، فقد شهدت السوق ظهور أدوات مالية حديثة توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين في السوق المالي والمتمثلة في المشتقات المالية، حيث يسعى المستثمر من خلال الاستثمار في الأسواق المالية إلى الحصول على أعلى عوائد عند مستوى مقبول من المخاطر، وهذا الأمر لا يتحقق إلا بتحقيق تنويع للمحفظة بما يضمن توزيع المخاطر فيها.

فسوق الأوراق المالية يتوفر على منتجات متنوعة تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم من أجل تخفيف حدة المخاطر التي تتعرض لها استثماراتهم، فلطالما ارتبط مفهوم الاستثمار في الأسواق المالية بمخاطر تقلب معدلات الفائدة، أسعار الصرف وتذبذب أسعار الأوراق المالية ومخاطر أخرى، الأمر الذي حتم على المستثمر البحث عن توليفة من البدائل الاستثمارية التي تمكنه من الحصول على مزيج من الأوراق المالية المنوعة وذلك بهدف تخفيف المخاطر.

حيث تتكون المحفظة المالية من مجموعة من الأصول والأوراق المالية المنقولة التي يحوزها المستثمر بغرض الاستثمار، ويخضع تكوينها لمجموعة من العوامل على رأسها العائد، الخطر والتنويع، وبالتالي فإن إدارتها تتطلب معرفة علمية وخبرة كبيرة في مجال الاستثمار.

ونظرا لما تتطلبه المحفظة المالية من خبرة وكفاءة بقواعد الاستثمار، يلجأ صاحب المحفظة المالية إلى جهات مختصة تملك الخبرة والمعرفة الضروريتين ويوكل إليها مهمة إدارة محفظته المالية، والتي نجد على رأسها البنوك التجارية.

ويكمن الهدف الرئيسي لأي مستثمر في الوصول إلى المحفظة المثلى، أي تحقيق أكبر عائد بأقل مستوى من المخاطر، وقد قدمت نظرية المحفظة لماركويتز مفهوم المحفظة المثلى التي تعظم العائد عند مستوى معين من المخاطر أو تقلل المخاطر لأدنى حد عند مستوى عائد معين.

ويعود الفضل في ابتكار نظرية المحفظة عام 1952 إلى ماركويتز، حيث تضمنت نظريته المبادئ الأساسية لبناء المحفظة الاستثمارية، واعتمد فيها على تباين معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة في ظل فرضيات مقبولة واستخراج معامل الارتباط بين الأدوات المتنوعة من خلال العلاقة بين العائد والمخاطرة. وظهر بعدها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يعد بمثابة امتداد لنظرية المحفظة لماركويتز، وقد بين هذا النموذج العلاقة بين العائد والمخاطرة عن طريق مفهومه الضمني القائم على فكرة التباين المشترك في العائد النسبي لمخاطرة سوق معينة.

وفي عام 1976 قدم ستيفن روس نظرية التسعير بالمراجحة وهي نظرية للتوازن تحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية والمتغيرات المؤثرة في ذلك العائد، هذا النموذج يعد بمثابة بديل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وبما أن قرار الاستثمار يتوقف على عنصرين أساسيين يتمثلان في عائد المحفظة المالية ومخاطرها، فإن المستثمر ملزم بدراسة وتحليل البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية، من أجل الوقوف على الفرص والتهديدات التي ينطوي عليها السوق وكذا لاتخاذ قرار التنويع بتشكيل توليفة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة والتي تهدف إلى تخفيض درجة المخاطر سواء المنتظمة أو الغير منتظمة.

حيث يستمد هذا البحث أهميته من المحفظة المالية كأداة استثمارية لتلبية حاجات المستثمرين الذين يرغبون في تجميع الموارد المالية والحصول على عوائد في المستقبل، وكذا من دور استراتيجية التنويع في تخفيض المخاطر على مستوى الأسواق المالية التي تتسم بالتقلب المستمر وحالة عدم التأكد، خاصة في ظل التطورات والتغيرات التي يشهدها الاقتصاد ككل، وتزداد أهمية هذه الدراسة كونها تسعى إلى إبراز الدور الذي يمكن أن يلعبه التنويع في التخفيض من المخاطر المالية على مستوى السوق المالي السعودي كسوق عربي ناشئ لتكون إضافة في مجال الدراسات القياسية التي تناولت دراسة أثر التنويع في الأسواق المالية على المخاطر المالية، وذلك باستخدام نماذج بيانات بانل لقياس العلاقة بين متغيرات الدراسة، والتي تتسم بمستوى عالي من الدقة والكفاءة في مجال القياس الاقتصادي.

أ. إشكالية البحث:

لقد أصبح الاستثمار في المحافظ المالية وجهة للعديد من المستثمرين خاصة في ظل تزايد حركة رؤوس الأموال والانفتاح على الأسواق المالية، إلا أن الاستثمار في هذه المحافظ يعرض المستثمر إلى مجموعة من المخاطر التي يتوجب عليه التقليل منها عن طريق التنويع والتشكيل الجيد لمكونات هذه المحفظة، ومن أجل ذلك سنقوم بدراسة أثر التنويع في المحافظ المالية على المخاطر المالية في السوق المالي السعودي.

مما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

إلى أي مدى يؤثر تنوع السوق المالي على المخاطر المالية في السوق المالي السعودي؟

ومن خلال التساؤل الرئيسي يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما مدى تأثير عدد الأصول المشكلة للمحفظة المالية على عوائدها ومخاطرها؟
- ما هو مصدر الاختلافات في تأثير تنويع المحافظ الاستثمارية على المخاطر المالية بالسوق المالي السعودي؟
- كيف يؤثر تنويع المحافظ الاستثمارية على المخاطر بالسوق المالي السعودي؟

ب. فرضيات البحث:

في هذا الشأن يمكن صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: يساهم عدد الأصول في ارتفاع العوائد وزيادة المخاطر النظامية، وذلك حسب الخصائص التي يتميز بها الأصل المضاف؛

الفرضية الثانية: يكمن مصدر الاختلافات في تأثير تنويع المحافظ الاستثمارية على المخاطر المالية بالسوق المالي السعودي في وجود آثار فردية عشوائية؛

الفرضية الثالثة: زيادة مستويات التنويع على مستوى السوق المالي السعودي يؤدي إلى التقليل من المخاطر.

ج. أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر تنوع السوق المالي على المخاطر المالية في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2021 إلى 2024، وذلك من خلال قياس العلاقة بين متغيرات الدراسة المتمثلة في تنوع السوق والمخاطر المالية، أي إبراز الدور الذي يمكن أن يلعبه التنويع في التخفيض من المخاطر المالية في عينة المحافظ الاستثمارية المدرجة في الدراسة والمنتمية إلى قطاعات متنوعة تتسم بمستويات متباينة من الخطر.

د. عينة ومنهجية البحث:

تضمنت عينة البحث مجموعة من المحافظ الاستثمارية المدرجة في السوق المالي السعودي، من أجل دراسة أثر تنوع السوق المالي على المخاطر المالية في السوق المالي السعودي، وقد تم تناول عائد هذه المحافظ والمخاطر المرتبطة بها خلال الفترة الممتدة من 2021 إلى 2024، أما بالنسبة لمنهجية البحث، فقد تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي بأداتيه الوصف والتحليل لعرض المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية، نظريات المحفظة المالية وأساسيات إدارتها بالإضافة إلى عائد ومخاطر الاستثمار في المحفظة وتدنئة المخاطر عن طريق التنويع.

أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد تم اعتماد المنهج الاستقرائي بأداتيه القياس والتحليل من خلال استخدام نماذج بيانات بانل من أجل تحليل البيانات ودراسة وتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة عبر الزمن، حيث تساعد هذه الأداة على تحليل البيانات الاقتصادية بدقة وبكفاءة، وقد تم استخدامها لقياس الأثر الناجم عن تنوع السوق المالي على المخاطر المالية بالسوق المالي السعودي، أي لدراسة التغيرات والتباينات في المتغيرات خلال فترة الدراسة.

هـ. تحديد إطار الدراسة:

نظرا لتخصص موضوع الدراسة واختلاف طبيعة الأسواق المالية وتنوع خصائصها، ارتأينا أن تكون الدراسة التطبيقية على عينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي بحكم انتمائها لقطاعات استثمارية متنوعة، أما فيما يخص الإطار الزمني (فترة الدراسة) فقد امتدت من الفصل الرابع لسنة 2021 إلى الفصل الأول لسنة 2024، وذلك حسب البيانات والمعطيات المتوفرة في السوق.

و. الدراسات السابقة:

– سعد مجيد الجنابي، " **أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية –دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية–**"، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد الأول، العراق، 2019.

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية في الشركات الصناعية العراقية من خلال معرفة أثر العوائد المتحققة من نوع معين من الاستثمارات في تغطية الخسائر التي من المحتمل حدوثها في نوع أخر من الاستثمارات المتواجدة بنفس المحفظة. وقد خلصت الدراسة بأن الشركات الصناعية العراقية التي تقوم بتنويع محافظها الاستثمارية تقلل المخاطر المالية التي تواجهها وذلك لأن تنوع المحفظة الاستثمارية يؤدي بدوره إلى تنوع العوائد المالية التي تغطي الخسائر المتحققة.

– دراسة بديار أمينة، " **فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية: دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2016/2008**"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، 2019/2018.

تناولت هذه الدراسة كيفية إدارة مخاطر السوق المالية بالاعتماد على استراتيجية التنويع الاستثماري في كل من بورصتي الجزائر والمغرب، وذلك من خلال تطبيق نموذج ماركويتز لتحديد المحفظة المثلى، ونموذج تسعير الأصول المالية من أجل اختبار طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة في البورصتين محل الدراسة. وقد خلصت الدراسة إلى أن المحفظة المثلى المشكلة في بورصة المغرب أقل مخاطرة من المحفظة المثلى المشكلة في بورصة الجزائر وذلك نتيجة لضعف معاملات الارتباط بين عوائد أسهم بورصة المغرب، وأن العلاقة بين العائد والمخاطرة موجبة في اتجاهها في البورصتين.

– دراسة نعاس مريم نجاة، "**استراتيجية التنويع الاستثماري كآلية لإدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية–حالة البورصات العربية–**"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، 2017.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس فعالية التنويع في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية، وذلك من خلال تطبيق استراتيجية التنويع الدولي على مؤشرات البورصات العربية: عمان، السعودية، دمشق، الكويت، مسقط وأبو ظبي، وذلك بالاعتماد على خوارزميات النمل من أجل الحصول على المحفظة المثلى، كما تم إسقاط الدراسة على حالة الجزائر من خلال تطبيق أسلوب البرمجة التربيعية للحصول على المحفظة المثلى، وقد خلصت الدراسة إلى إمكانية بناء محفظة استثمارية مثلى في الدول العربية ذات مخاطرة قدرت بـ 62350,50 وعائد قدر بـ 93058,12، أما في الجزائر تم استخراج محفظة مثلى ذات مخاطرة قدرت بـ 3.234% وعائد قدر بـ 0.472% كما تم تحقق فرضية السير العشوائي لعوائد مؤشرات البورصات العربية مما يرفع من درجة المخاطر فيها، أما بالنسبة للجزائر فقد بينت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين العوائد والمخاطر خلال مدة الدراسة، فارتفاع وانخفاض مؤشر بورصة الجزائر مرتبط بارتفاع وانخفاض التذبذب بالعوائد.

– دراسة آفين فائق، "**أثر تنويع محفظة القروض في عائد ومخاطر المحفظة–دراسة تطبيقية–**" مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دحلب، 2015.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر تنويع محفظة القروض في تحقيق العوائد المالية ومدى قدرتها على مواجهة المخاطر المستقبلية في المصارف، بالإضافة إلى تحديد المصارف الأكثر مثالية في تنويع المحافظ الخاصة بالقروض، وقد توصلت الدراسة إلى أن تنويع محفظة القروض يؤثر معنويا في تحقيق العوائد في المصارف، وأن تنويع المحفظة يقلل من المخاطر المالية التي من الممكن أن تواجه المصرف مستقبلا.

– دراسة إلياس خضير الحمدوني، " **فاعلية التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية –دراسة في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم**"، مجلة تنمية الرافدين، العدد 112، العراق، 2013.

هدف هذا البحث إلى دراسة أثر التنويع في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية، وتمت الدراسة على عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم في العراق، وقد خلصت إلى أن التنويع يمكن أن يكون له تأثير إيجابي في تخفيض مخاطر المحفظة. حيث تم تحليل كيفية تأثير التنويع في تقليل المخاطر المالية للمستثمرين وأظهرت نتائج البحث أن التنويع الجيد في المحفظة يمكن أن يقلل من التباين ويحسن الأداء العام للاستثمارات.

-Ikhlaas Gurrib & Saad Alshahrani ; **Diversification in Portfolio Risk Management: The Case of the UAE Financial Market** ; International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 3, No. 6, December ; New York ; United States; 2012.

هدف هذا البحث إلى دراسة فعالية التنويع الاستثماري في عينة من الشركات المدرجة في بورصة الإمارات والتابعة لقطاعات اقتصادية مختلفة، وقد خلص إلى أن مخاطرة الاستثمار في الأسهم الفردية أعلى من مخاطرة الاستثمار في مجموعة من أسهم المحفظة، وكشفت الدراسة أن استخدام أسهم 20 شركة يمكن أن يقلل من المخاطر التي تنطوي عليها عملية الاستثمار المالي في ظل القيود المفروضة والتي تساهم في ضمان عائد متوقع قدره 5 %، وإنحراف معياري ممثلا لعنصر المخاطرة قدر بـ 2.68 %. حيث تضمنت المحفظة المثلى باستخدام نموذج العائد والمخاطرة لماركويتز نسبة توظيف استثماري قدر ب 48.17 % في سهم شركة أرامكس، ونسبة 50.41 % في سهم شركة الإمارات للاتصالات ونسبة 1.42 % في سهم شركة هيتس تيليكوم القابضة.

– دراسة حيدر نعمة الفريجي، " **أثر التنويع الدولي في عائد ومخاطرة المحفظة الدولية–دراسة تطبيقية**–"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد السادس، العراق، 2008.

هدف هذا البحث إلى دراسة أثر التنويع الدولي في تحقيق المبادلة الأفضل بين العائد والمخاطرة، وقد خلصت الدراسة إلى أن مخاطر سعر الصرف تؤدي إلى زيادة نسبة المخاطرة بالنسبة للاستثمارات الدولية خصوصا إذا كانت معدلات تقلب العملة كبيرة مما قد يؤدي إلى تحول العوائد بالعملات الأجنبية إلى خسائر بالعملة المحلية عند انخفاض قيمة العملات الأجنبية أمام العملة المحلية.

خطة البحث:

على ضوء التساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول أساسية، وقد جاءت على النحو الآتي:

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

اشتمل هذا الفصل على الإطار النظري للأسواق المالية من خلال مبحثين رئيسيين، حيث عالج المبحث الأول ماهية السوق المالي أما المبحث الثاني فقد تضمن الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية بالإضافة إلى قيم وتقييم الأوراق المالية.

الفصل الثاني: أساسيات حول إدارة المحفظة المالية

تم تخصيص هذا الفصل لدراسة أساسيات حول إدارة المحفظة المالية، وقد تناول ثلاثة مباحث أساسية، تضمن المبحث الأول منها ماهية محفظة الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فقد تناول نظرية المحفظة المالية، وأخيرا المبحث الثالث تم التطرق فيه إلى إدارة محفظة الأوراق المالية.

الفصل الثالث: عائد ومخاطر المحفظة المالية

تضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث حول عائد ومخاطر المحفظة المالية، حيث تم تخصيص المبحث الأول إلى عائدها أما المبحث الثاني فقد تم التطرق فيه إلى مخاطر المحفظة المالية، وأخيرا المبحث الثالث خصص لدراسة التنويع في المحفظة المالية.

الفصل الرابع: دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2021 إلى 2024

تضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث، حيث تم التطرق في المبحث الأول إلى دراسة إحصائية وصفية للبيانات، أما المبحث الثاني فقد تناول أدوات الدراسة (نماذج بانل الساكنة)، وأخيرا المبحث الثالث خصص لعرض وتحليل نتائج تقدير نماذج بانل الساكنة.

الفصل الأول:

الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد:

يعد مفهوم الأسواق المالية مفهوما واسعا وشاملا، حيث شهد العقد الأخير من القرن العشرين والعقد الأول من القرن الحادي والعشرين العديد من التطورات والتغيرات في مجال التعاملات المالية، وهو ما جعل الأسواق المالية محل اهتمام العديد من الباحثين والمفكرين في مجال الاقتصاد والمالية، باعتبارها القنوات التي يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض مالية (Surplus Units) إلى الوحدات التي تعاني من العجز المالي (Déficit Units)، حيث ارتأينا تخصيص هذا الفصل للتعريف بالأسواق المالية مركزين على مفهومها، نشأتها، أنواعها، أهميتها ووظائفها بالإضافة إلى الأدوات المالية المتداولة فيها.

المبحث الأول: ماهية السوق المالي

تلعب الأسواق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاديات الحديثة وتعد من الأساليب الناجحة في تحقيق أهداف الاقتصاد، خاصة فيما يتعلق بتأطير المدخرات التي يمتلكها الأعوان الاقتصاديون الذين يعملون على شراء الأسهم والسندات المطروحة في الأسواق المالية قصد تحقيق عائد أكبر، حيث سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى مفهوم ونشأة السوق المالي، أنواعه، وظائفه، أهميته بالإضافة الى عملياته.

المطلب الأول: مفهوم ونشأة السوق المالي

لقد تطرق العديد من الكتاب إلى مفهوم السوق المالي وأعطي له الكثير من التعريفات والتقسيمات وسنتطرق من خلال هذا المطلب إلى البعض منها.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالي

يعرف السوق المالي على أنه: " المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من أجل تبادل سلعة أو خدمة ما، وفيه تتفاعل قوى العرض والطلب من أجل تحديد الأسعار حيث لا تهم وسائل الاتصال بين مختلف المتعاملين في السوق، فقد يكون الاتصال مباشر أو عن طريق وسائل الاتصال الحديثة، وتختلف أنواع الأسواق حسب السلع المتداولة بها فقد نجد سوق الخضر، سوق القمح، سوق البترول والذهب والعملات"[1].

كما يعرف على أنه: " حلقة اتصال بين مختلف القطاعات في المجتمع أي بين المدخرين والمنتجين، فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة الى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة والقطاعات المنتجة بحاجة الى المصادر المالية

[1]- حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها وأدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، دار الكندي، 2002، ص 03.

حتى تتمكن من الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية، ومن هنا يتجلى لنا دور السوق المالي والمتمثل في نقل الفوائض المالية (المدخرات) من القطاعات التي تملكها الى تلك التي لديها عجز في الأموال"[1].

ويعرف أيضا بأنه: " شبكة تمويل على المدى البعيد، مبنية أساسا على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي"[2].

من التعاريف السابقة نستخلص أن السوق المالي هو السوق الذي يتم فيه اصدار وتداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها، وهو ذلك المكان الذي يلتقي فيه أصحاب العجز الذين هم بحاجة لمصادر التمويل وأصحاب الفائض الذين يرغبون في الاستثمار من أجل تحقيق العوائد والأرباح.

الفرع الثاني: نشأة السوق المالي

لا يمكننا التطرق إلى الأسواق المالية دون الحديث عن نشأتها والبداية كانت بفكرة تبديل عملات النقد، التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة في الصيرفة، حيث كان حكام اليونان القديمة يكلفون الصرافين عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية.

الا أنه وبعد فترة قصيرة دخلت هذه المهنة في مرحلة ركود خاصة في السنوات الأولى بعد الميلاد، لتغيب كليا بعدها، وتعود للظهور من جديد في شمال ايطاليا، أين قام المشرعون الرومانيون بوضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع وتبادل النقود، لتحتل بعدها جمهوريات ايطاليا كجنوة، فينيسيا وفلورنسا، مركزا رائدا على صعيد الاقتصاد الدولي وذلك بفضل تجارتها مع الشرق في هذا المجال.

وقد لقب الأشخاص العاملون في تلك المهنة أي الصيرفة بالمصرفيين، وظهرت مدينة بروج (بلجيكا) في بداية القرن الرابع عشر محتلة للمركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، وكانت العائلات الستة الأكبر، العاملة في مجال الصيرفة تجتمع في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثمة كتابة وثائق التأمين (polices).

وكان الرئيس الذي يستقبل تلك العائلات في منزله يدعى (فاندر بورز) ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات وعملية بيع وشراء العملة باسم بورز بالفرنسية، وباللغة العربية البورصة.

وحسب المؤرخين تعتبر سنة 1339م بمثابة السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة، حيث كان رجال الأعمال وخاصة ممثلي المصارف الايطالية آنذاك يقومون بقبول الإيداعات ومنح القروض. ومع مرور الوقت، ازداد عدد الوسطاء

[1]– عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 2001، ص 19.

[2]- P.CONSO, « la gestion financière de l'entreprise », Tome 2, Dunod, 7ème Ed, Paris, 1989, p 387.

بشكل كبير وأصبحت أسعار العملات تتحدد حسب الغزارة والندرة وكذلك وفق التغيرات الحاصلة والطارئة على العملات المحلية والأجنبية.

لكن سرعان ما بدأ يتقلص الدور الذي لعبته مدينة بروج ومرفأها في مجال التبادلات التجارية والمالية مع نهاية القرن 14، على حساب مدينة (أنفرس)، التي تم اعتبارها بأنها أول سوق نقدية في أوروبا بكل ما في الكلمة من معنى، وينسب هؤلاء المؤرخين ظهور موضوع أو فكرة الحسم لتجار تلك المدينة واعتبرها البرتغاليون بمثابة المركز الرئيسي لكافة أنواع التجارة الدولية وخاصة تجارة التوابل بين شرق العالم وغربه.

وفي سنة 1595م، ظهرت بورصة ليون Lyon، وهي الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، ولم تظهر بورصة باريس في الواجهة إلا ابتداء من عام 1639م، كنتيجة لظهور عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع خصم الكمبيالات التجارية.

وبعد مائة عام تقريبا، تعزز هذا النجاح بإصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس التي تشكل أولى الأسواق المالية، والتي تعود إلى القرن السادس عشر ميلادي، لتتحول في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال.

كما أن انتشار شركات المساهمة، أدى إلى دفع وانتشار هده الأسواق، وساهم في بداية التعامل بالصكوك على قارعة الطريق، في الدول الكبرى كفرنسا، أمريكا وانجلترا وبعد ذلك أصبح التعامل يتم في أماكن خاصة وفيما بعد أصبحت تعرف بالأسواق المالية.

وبفضل اكتشاف أمريكا وطريق الهند والثورة الصناعية، ومن ثم ازدهار حركة التجارة وزيادة التبادلات بين الدول وظهور الحاجة إلى شركات النقل لشحن البضائع ومبادلتها في الأسواق المختلفة، سواء كانت أسواق حاضرة أو آجلة، ازدادت أهمية البورصات في تعبئة المدخرات والموارد المالية، خاصة في الدول الرأسمالية، باعتبارها إحدى المتطلبات الأساسية لتمويل ودعم الاقتصاد ووحداته الإنتاجية المختلفة، مما أدى إلى تعميم وانتشار هذه الأسواق المالية.

وقد ارتبط تطور الأسواق المالية، بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، لاسيما الدول الرأسمالية على غرار:

- ✓ بورصة الأوراق المالية، في فرنسا عام 1726م التي تم انشاؤها بموجب أمر ملكي؛
- ✓ بورصة لندن للأوراق المالية في بريطانيا في عام 1776م، في مبنى خاص أطلق عليه (ROYAL EXCHANGE)؛

- ✓ في الولايات المتحدة الأمريكية، لم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر ولمدة طويلة، فقد أنشأت أول بورصة للأسهم عام1821م وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق في Wall Street في أمريكا؛
- ✓ بورصة نيويورك عام 1721م؛
- ✓ بورصة طوكيو عام 1778م.

ثم إن قيام الثورة الفرنسية عام 1789م، والتغيرات الجذرية التي حصلت على جميع الأصعدة أدت إلى خلق نوع من التضخم وانهيار العملة الوطنية مما أدى الى غلق البورصة ولم تتمكن السلطات الحكومية من تسديد ديونها العامة إلا جزئيا وبعملة منخفضة القيمة إلى حد كبير، وهذا الحدث أدى إلى تفكير الطبقة الأرستقراطية والبرجوازية في تغيير تفكيرهم وتوجيه ادخارهم إلى المجال العقاري، وفي الوقت ذاته تمكنت هذه الطبقة من خلق ثروتها عن طريق المضاربة وبيع الممتلكات والتجهيزات وتمويل صفقات الأسلحة واستغلالها للبلدان المستعمرة.

وقد شهد عام 1830م، استثمار رؤوس الأموال في شراء الأسهم والسندات ومثال ذلك شراء أسهم الشركات المتخصصة في بناء خطوط السكك الحديدية، التي تجمع بين التمويل الكبير، الفوائد الصناعية الضخمة، الادخار الخاص وكذلك رؤوس الأموال الأجنبية.

وبحلول النصف الثاني من القرن التاسع عشر، أدى الازدهار المحقق في قطاع البناء، الخدمات العامة (شركات القطاع العام)، وكذلك ظهور أعداد كبيرة ومتزايدة من المصارف، إلى التوسع الكبير في البورصة، ولوحظ في القرن العشرين زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة، مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط في باريس وإنما في كافة البورصات الدولية أيضا، ومع نهاية سنوات الثمانينات تغير ترتيب البورصات الدولية لصالح الولايات المتحدة واليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، وتعود المرتبة الأولى من فترة إلى أخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو بورصة طوكيو تاركة ورائها بورصة لندن وفرانك فورت وباريس.

ومع نهاية ديسمبر 1995م بلغت قيمة التداولات في بورصة نيويورك 3779 مليار دولار وفي بورصة باريس 3776 مليار دولار في بورصة فرانكفورت و670 مليار دولار في بورصة باريس.

إذن فالبورصة في العصر الحالي، لم تختلف كثيرا عما كانت عليه سابقا، وظلت سوق يتم فيها بيع وشراء رؤوس أموال الشركات، السلع المعدنية، المحاصيل الزراعية والأوراق المالية من أسهم وسندات سواء بأموال سائلة أو عن طريق شيكات بغرض الاكتتاب فيها[1].

[1]- رقيبة سليمة، الأسواق المالية الدولية "محاضرات، تطبيقات وتجارب"، النشر الجامعي الجديد، تلمسان، الجزائر، 2021، ص 35-38.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

تصنف الأسواق المالية إلى عدة أصناف ووفقا لمعايير محددة حيث تختلف من تصنيف لآخر.

الفرع الأول: التصنيف حسب درجة نظامية العمليات

وتنقسم الى أسواق نظامية وأسواق غير نظامية.

1-الأسواق النظامية:

يطلق عليها بالأسواق النظامية كون أن التعامل فيها يكون بناء على القواعد والأنظمة والأساليب والتعليمات المعتمدة في الأسواق المركزية الرسمية، التي ترتبط بها في تسيير عملياتها وممارسة نشاطها كسوق نيويورك للأوراق المالية، بورصة طوكيو وبورصة لندن، وهي تنقسم بدورها الى قسمين[1]:

1-1-السوق الأولي:

يمثل أهم سوق نظامي، حيث تعتبر شروط دخول المؤسسات إليه أكثر صرامة بالمقارنة مع السوق الثاني، ويضم هذا السوق الأوراق المالية للشركات المحلية والأجنبية التي تتوفر على الرسملة البورصية الأكثر ارتفاعا والتي تسجل أكبر حجم من المعاملات.

1-2-السوق الثانوي:

هو عبارة عن سوق نظامي يهدف الى السماح للمؤسسات الأقل أهمية والمؤسسات صغيرة الحجم بالقيام بدعوى عامة للادخار نظرا لعدم توفرها على شروط الدخول للسوق الأول.

2-الأسواق غير النظامية :

سميت بالأسواق غير المنظمة نسبة إلى المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها بمعاملات المنضدة (الطاولة) Over The Counter OTC، وعادة ما تتبناها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء العالم، ويتم ذلك من خلال شبكة اتصالات قوية[2]، ويلجأ المتعاملون غالبا إلى هذا النوع من الأسواق نظرا لمرونتها في التعامل وكذا بسبب التسهيلات المتاحة فيها وقلة تكاليفها، ويطلق على هذه الأسواق بالأسواق الثالثة والرابعة بعد السوق الأولي والثانوي[3].

---

[1]- Jaque Teulié, Patrick Topsacalian, Finance, 2ème édition, Vuibert, France, 1997, p 202-204.

[2]- شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2019، ص 30.

[3]- هويشار معروف كاكامولا، الاستثمارات في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 59-60.

الفرع الثاني: التصنيف حسب المساهمة المباشرة في الاستثمار أو التداول

وتنقسم إلى أسواق مالية أولية وأسواق مالية ثانوية.

1-الأسواق الأولية:

تعرف السوق الأولية على أنها تلك السوق التي يتم فيها إصدار أوراق مالية جديدة (أسهم وسندات)، حيث تسمح هذه السوق للأعوان الاقتصاديين بالحصول على الأموال الضرورية لتمويل استثماراتهم، وبالتالي فهي تلعب دور الوسيط بين المستثمر والمقترض، ولا يوجد مكان محدد لها، والاصدار فيها يكون إما عن طريق الاكتتاب العام أو عن طريق الاكتتاب المغلق[1].

2-الأسواق الثانوية:

تمثل المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بعد إصدارها وتوزيعها بواسطة بنوك الاستثمار، فهي تقدم مؤشر فعال حول سعر الإصدارات الجديدة في السوق الأولي، كما تساهم في إعطاء قيم مقاربة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصخصتها، وذلك بالاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي والمنتمية لنفس قطاع هذه الشركات[2].

الفرع الثالث: التصنيف حسب آجال العمليات

وتنقسم إلى السوق النقدي وسوق رأس المال.

1-السوق النقدي:

هو سوق الأموال قصيرة الأجل التي لا يتعدى استحقاقها من حيث مصدرها واستخدامها السنة المالية الواحدة، كما أنه يمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشترى به أوراق الدين قصيرة الأجل، وله أهمية بالغة في الاقتصاد الوطني حيث:

- ✓ يؤمن السيولة للجهاز المصرفي؛
- ✓ يلعب دورا أساسيا في رسم السياسة النقدية للدولة؛
- ✓ يوفر فرصة لمنشآت الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطرة منخفضة جدا[3].

[1]- Pierre Denger, Finance de Marché, Edition Ramage, Paris, 2002, p 26.

[2] – أحمد أبو الفتوح علي الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية، مطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2001، ص 15.

[3] – أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ص214-215.

2-سوق رأس المال:

هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل (الأسهم والسندات)، حيث يكون لهذه السوق مكان محدد، كما أن السعر في هذه السوق يتحدد على أساس قوى العرض والطلب[1]، ويكمن الهدف من الاستثمار في سوق رأس المال في التأثير على الدخل خاصة كون أن هذه السوق أكثر تنظيما من السوق النقدي والمتعاملين فيها أكثر تخصصا[2].

وتساهم هذه السوق بدرجة كبيرة في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والشركات التي تتخلى عن جزء أو كل ملكيتها مقابل الحصول على التمويل وذلك بطرح الأسهم والسندات في سوق رأس المال بهدف تغطية العجز الذي تواجهه لتمويل مشاريعها[3].

الفرع الرابع: التصنيف حسب المجال الجغرافي

وتنقسم الى أسواق محلية وأسواق دولية.

1-الأسواق المحلية:

هي الأسواق التي تنشط في الحدود الإقليمية للدولة وتنقسم في العادة الى أسواق نقدية ومالية.

2-الأسواق الدولية:

هي سوق الديون المقومة بمختلف العملات، يتم إصدارها من طرف الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات، حيث لا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي من الدول، تهدف الى تمويل العمليات الدولية كالصادرات والعمليات الداخلية كالقروض[4].

الفرع الخامس: التصنيف حسب آجال تنفيذ العمليات

وتنقسم الى الأسواق الفورية والأسواق الآجلة.

1-الأسواق الفورية:

هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بشكل فوري، حيث يتم تنفيذ الصفقة في الحال، آنيا، مما يجعلها تتسم بنوع من التأكد اليومي لظروف الأسواق المعنية بالصفقات، وتسمى العمليات التي تتم في هذه الأسواق بالعمليات الحالية أو الفورية (les opérations au comptant)، والتي تعد عمليات نهائية غير قابلة للرجوع فيها، هذا الأمر لا

---

[1]- Bertrand Jacquillat, Bruno Solinik, Marchés Financiers (gestion de portefeuilles et des risques), Edition dunod, Paris, 1990, p 34.

[2]- دريد كمال آل شيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 110.

[3]- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2002، ص 72.

[4]- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر والتوزيع، 2002، ص 93.

يعني بالضرورة تنفيذ هذه العمليات في الحال، بل يمكن تنفيذها بعد فترة قصيرة مع ضرورة استكمال الإجراءات بعد بضعة أيام.

2-الأسواق الآجلة:

هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل، وأحسن مثال على ذلك المشتقات (les dérivés)، وهي أدوات جديدة تعرف على أنها عقود يتم الاتفاق عليها، أي على بيع أو شراء أصل معين، قد يكون أصل مالي كالأسهم والعملات أو غير مالي، حيث يتم تحديد سعر البيع أو الشراء وقت كتابة العقد، بينما يتم التنفيذ في آجال مستقبلية يتم الاتفاق عليها سابقا[1].

المطلب الثالث: أهمية ووظائف السوق المالي

تنبع أهمية الأسواق المالية عموما من الدور الجوهري الذي تلعبه في عالم الاستثمار وفي الحياة الاقتصادية وتختلف وظائفه من وظيفة إلى أخرى سنتطرق لها في هذا المطلب.

الفرع الأول: أهمية السوق المالي

إن أهمية السوق المالي تظهر من خلال المهام التي يقوم بها وكذا الآثار الناجمة عن هذه المهام والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- ✓ تمويل النمو: وذلك عن طريق الربط بين طالبي وعارضي رأس المال على المدى الطويل مما يسمح بتحقيق العرض العام للادخار من خلال إصدار أوراق المالية التي تنشؤها المؤسسات العمومية أو الخاصة عندما تقوم بطرح قروض بهدف الرفع من رأسمالها، وبالتالي خلق أوراق مالية جديدة؛
- ✓ توفير السيولة: حيث أن مسؤولية المصدر تتوقف بمجرد دفع الأوراق المالية التي تم إصدارها حديثا للتداول، وبالتالي فمسؤوليته لا تخلو إلا من الالتزامات المحددة في عقد الإصدار، كتسديد المستحقات المترتبة وكذا القيمة الأساسية عند حلول تاريخ استحقاقها؛
- ✓ أي أنه يمكن للمدخر أن يقوم بسحب استثماره في أي وقت مهما تكن الأسباب، وبما أن المؤسسة قد أخلت مسؤوليتها، فيجب على المدخر أن يجد شخصا ثالثا يقوم بتعويض حقوقه، وهنا تظهر الميزة الأساسية للاستثمار في الأسواق المالية مقارنة مع غيرها من التوظيفات، والمتمثلة في إمكانية تحويلها إلى سيولة حالا[2]؛

[1]- شكري ماهر، عوض مروان، المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية لها بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 59.

[2]- Jaque Teulié, Partrick Topsacalian, op, cit, p 196-197.

- ✓ تشجيع حاجات ورغبات المتعاملين، وهو بالتالي ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، وقد أتى هذا السوق ليلبي رغبات الناس لما له من أهمية خاصة في حماية المستثمرين. أي أن السوق المالي يوفر قنوات ومداخل سليمة للاستثمار أمام الأفراد، بالإضافة إلى إمكانية تحويل الاستثمار وذلك عن طريق إتاحة الفرصة للمستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها[1]؛
- ✓ تمويل خطط التنمية الاقتصادية، فعوضا عن لجوء الدولة الى عملية الاقتراض الخارجي، وتفاديا للوقوع في المديونية، يتم إشراك القطاع الخاص في تمويل القطاع العام وذلك من خلال طرح أسهم هذه المشاريع التنموية للاكتتاب العام[2]؛
- ✓ توظيف الأموال بفعالية، حيث يجذب طرح الأسهم مدخرات الأفراد والشركات ويوظفها لهم بشكل يحقق عائدا مناسبا لهم؛
- ✓ المساهمة في منح القروض بشروط ملائمة وتكاليف منخفضة بالمقارنة مع القروض التي تمنحها البنوك، أو تلك من مصادر خارجية؛
- ✓ تتيح الأسواق المالية الفرصة لتحريك رؤوس الأموال من مالكيها الذين لا يملكون الفرص الاستثمارية، مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج ورفع الكفاءة الاقتصادية، وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع؛
- ✓ تحقيق التوازن في الاقتصاد وذلك عن طريق التوفيق بين الوحدات التي تحقق فائض والوحدات التي تعاني من العجز؛
- ✓ تحدد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها[3]؛
- ✓ يساهم تأسيس الأسواق المالية وترابطها فيما بينها في تزايد تدفق الأموال من الدول الصناعية إلى الدول في طور النمو[4].

[1]- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية "علميا-عمليا"، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص113.

[2]- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 20.

[3]- رسمية قرياقص، أسواق المال" أسواق-رأس المال-المؤسسات"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية،1999، ص 47.

[4]- منير إبراهيم هندي، سلسلة الأسواق المالية: الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين، 1998، ص 43.

الفرع الثاني: وظائف السوق المالي

نميز بين الوظيفة الادخارية، التمويلية، بالإضافة الى الوظيفة الاقتصادية والتنموية، وهي وظائف متكاملة فيما بينها تشكل كل منها أداة للأخرى.

1-الوظيفة الادخارية:

تتمثل هذه الوظيفة في إيجاد المجال الاستثماري الملائم لأصحاب الفوائض الذين ليس لديهم الخبرة الكافية لتشغيلها، ويرغبون في إيجاد قنوات استثمارية آمنة لضمان حقوقهم المالية مع تحقيق مزيد من العائد عليها بدلا من الاحتفاظ بها على حالها دون استثمارها.

فالأسواق المالية لها دور أساسي في استقطاب أموال المدخرين وتقديمها لأصحاب العجز لتمويل مشاريعهم الاستثمارية، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون إقامة مشاريع مستقلة لوحدهم[1].

2-الوظيفة التمويلية:

تتمثل أساسا في توفير التمويل الضروري لأصحاب المشاريع المختلفة، فالأسواق المالية تقوم بدور الوسيط بين فئات الفائض الادخاري المحلي أو الخارجي من أفراد ومؤسسات وحكومات وفئات العجز الذين يسعون للحصول على المال سواء لغرض تمويل استثماراتهم أو من أجل الانفاق العام.

هنا تظهر الأهمية الكبيرة التي تلعبها الأسواق المالية في تعبئة المدخرات المالية وتوفير الموارد الأولية لأصحاب المشاريع، مما ينعكس إيجابيا على الفرد والمجتمع والاقتصاد ككل[2].

3-الوظيفة الاقتصادية والتنموية:

تعرف التنمية الاقتصادية بأنها " عملية تفاعلية يزداد بها الدخل الوطني والفردي، أو بأنها الزيادة التي تحدث في الناتج الوطني من سلع وخدمات في فترة زمنية معينة، مع وجود التكنولوجيا الفنية والتنظيمية في المؤسسات القائمة والمستمرة في الإنتاج"[3].

حيث يلعب سوق رأس المال دورا رئيسا في توفير رؤوس الأموال أكثر من سوق النقد، وذلك لكون أدواته كالأسهم والسندات تتميز بطول الأجل وهو ما يجعلها تتماشى مع عملية التنمية، والوظيفة الاقتصادية والتنموية تقوم أساسا على الوظيفة التمويلية، فمن خلال تحويل الموارد المالية من قطاع المدخرين الى قطاع المستثمرين، يتم استخدامها

[1]- حسن حمدي، دليلك الى البورصة والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006، ص 17.

[2]- عزيزة بن يسمينة، البورصة والأسواق المالية "دراسة تحليلية"، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 29.

[3]- عبد العزيز الخياط، إدارة العمليات المصرفية، دار المتقدمة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 21.

في استثمارات إنتاجية تساهم في زيادة الناتج الوطني، وبالتالي فهي تساعد على تخصيص الموارد المالية وتجعل حركتها على قدر من الكفاءة الاقتصادية[1].

المطلب الرابع: عمليات سوق الأوراق المالية

تتمثل العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية في العمليات الآنية والعمليات الآجلة.

الفرع الأول: العمليات الآنية

وهي التي يلتزم فيها كل من البائع والمشترى بتنفيذ عقودها خلال فترة زمنية قصيرة لا تزيد عن يومين، وذلك بأن يستلم البائع الأوراق المالية ويسلم المشتري ثمنها حالا أو خلال مدة وجيزة جدا، وعادة ما يلجأ المتعاملون في أسواق الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لسببين أساسيين هما: الاحتفاظ بها والحصول على ما تدره من أرباح، والمضاربة على ارتفاع أسعارها في الوقت المناسب.

حيث من خلال هذه العمليات يجب أن يتضمن الأمر: نوع الصفقة، طبيعة الورقة المالية، موضوع الصفقة، الكمية المعروضة أو المطلوبة من الأوراق المالية، السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره.

ويشترط في هذا النوع من العمليات شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية[2].

الفرع الثاني: العمليات الآجلة

يطلق عليها أيضا بالأسواق المستقبلية أو العقود المستقبلية، مضمون هذه العمليات يعطي الحق لحاملها شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم المادي لموضوع الصفقة والدفع مستقبلا. نشأت هذه الأسواق والعمليات بهدف تجنب مخاطر تغير سعر الورقة المالية.

وهي العمليات التي يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين يتم فيه التسليم، ماعدا الحالات التي يتم فيها التأجيل، يتفق الطرفان حول شروط تأجيلها وتعويضها[3].

[1]- عزيزة بن سمينة، مرجع سبق ذكره، ص 30-31.

[2]- شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 92.

[3]- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص178.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

تتعدد الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي وتختلف مميزاتها من ورقة إلى أخرى، حيث سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الأوراق المالية وأنواعها، بالإضافة إلى قيمها وتقييمها.

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية وإصدارها

الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية

تمثل الورقة المالية السلعة التي يجري تداولها بيعا وشراء في السوق المالي، فهي بمثابة العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة، وتعرف الأوراق المالية على أنها: " أدوات الاستثمار المالي وتعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقا، كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية (الاسمية) للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المالية المقابلة لها في ظروف معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت"[1].

كذلك تعرف على أنها: "صكوك يصدرها الأشخاص المعنويين عموميين كانوا أم خواص، وتنتقل ملكيتها عن طريق القيد في الحساب أو بالتسليم، وكل نوع منها يخول لصاحبه حقوق متماثلة، وهي تمثل حصة في رأس المال الشخصي المعنوي أو حق دائنيه على ذمته المالية "[2].

من التعريفين السابقين نستنتج بأن الأوراق المالية عبارة عن صكوك ملكية، تكون محلا للتداول في البورصة وينتج عنها حقوق وواجبات في حق المتعاملين بها.

الفرع الثاني: تسجيل الأوراق المالية وعرضها

يعتبر تسجيل الأوراق المالية وعرضها الأولي للجمهور من الخطوات الأساسية التي يمر بها إصدار الأوراق المالية.

1-التسجيل registration:

لقد تطور إصدار الأوراق المالية ومر بالعديد من التغيرات التي حدثت منذ سنة 1982، حيث أصبح بإمكان الشركات تسجيل الأوراق المالية فيها، وكذا القيام ببيعها تدريجيا لفترة قد تصل إلى سنتين من بداية تسجيلها الأولي، ويعود ذلك إلى كون أن الأوراق المالية التي يمكن تسجيلها يمكن أن يتم بيعها خلال فترة وجيزة لكن بعائد منخفض وبدون تكلفة التعويم flotation costs، والتي تعد تكلفة أساسية من بين التكاليف الخاصة بإصدار الأوراق المالية، ومن تم تكون على الرف "on the shelf" ليتم تحويلها بعد ذلك إلى رف التسجيل.

[1] – جبار محفوظ، الأوراق المالية في البورصات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2002، ص5.

[2] – الداغر محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات-الأوراق-البورصة، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005، ص 61.

2-العرض الأولي للأوراق المالية للجمهور:

يقوم المصرف الاستثماري بإدارة العملية لغاية وصول الأوراق المالية للجمهور، حيث يتعهد بعمولة خاصة بالأوراق المالية في إطار كشف التسجيل، ويتم توزيع نشرة الإصدار الأولي على كافة المهتمين، كما يقوم المصرف الاستثماري بتنظيم برنامج للسفر يهدف إلى:

- جذب المستثمرين وتوفير المعلومات حول العروض،
- جمع المعلومات للمستثمرين والمتعهدين لشركات الإصدار حول السعر المتداول في السوق.

وعلى هذا الأساس يتصل المستثمرون بالمتعهد لشراء المزيد من الأوراق المالية، ويطلق على هذه العملية بالحجز book، أما عملية تجميع المستثمرين فيطلق عليها بعملية بناء أو إقامة الحجز book building، وهو ما يوفر معلومات قيمة للشركة المصدرة كون أن المؤسسات المستثمرة في الغالب ما يكون لها منفعة ورؤى حول الطلب في السوق على الأوراق الملية وكذا توقعات الشركة ومنافسيها.

وعادة ما تقوم المصارف الاستثمارية بمراجعة تقديراتها للسعر الأولي للورقة المالية وعدد الأسهم المعروضة وذلك بناء على التغذية العكسية التي يوفرها المستثمرون، هؤلاء الذين يقومون بالكشف عن حقيقة مصالحهم من أجل تحقيق الأسعار التي يرغبون في الوصول إليها، وتعتبر هذه السياسة الأفضل خاصة أن قيمة الأوراق المالية تتجمع عند المستثمرين ويتم الإعلان عنها، وبالتالي فان حاجة المتعهد لعرض الأوراق المالية بأسعار أقل من المساومة للمستثمرين ما هو إلا تحفيز لهم للمشاركة في بناء الحجز والمساهمة في البناء المعلوماتي.

الفرع الثالث: إصدار الأوراق المالية

إن عملية تسويق الأوراق المالية تتم عن طريق المتعهد underwriter من طرف المصرف الاستثماري الذي يعتبر من أهم قنوات تسويق الأوراق المالية، هذا الأخير يقوم بتقديم نصائح للشركات حول بيع أو محاولة بيع هذه الأوراق التي يجب أن ترفق بكشف التسجيل وعمولة السوق، ونميز بين طريقتين لإصدار الأوراق المالية وتتلخصان فيما يلي:

1-إصدار الأوراق المالية عن طريق المتعهد:

في هذه الحالة تتعهد الشركة للمتعهد بترتيبات المصرف الاستثماري الذي يقوم بدوره بشراء الورقة المالية من الشركة المصدّرة ومن ثم يقوم ببيعها للناس، هنا يتم بيع هذه الورقة من طرف الشركة للمتعهد بالسعر الذي عرضت به للناس وذلك مع خصم هامش كتعريف للمتعهد.

2-إصدار الأوراق المالية عن طريق عقد اتفاقية:

تعقد هذه الاتفاقية بعد الحصول على موافقة المصرف الاستشاري على بيع الأوراق التي تم إصدارها من طرف الشركة للناس، وفي هذه الحالة يعتبر المصرف بمثابة وسيط بين الناس والشركة ولا يتحمل أي مخاطرة في حال عدم تمكنه من إعادة بيع الأوراق التي قام بشرائها بالسعر المعروض، وهو الخيار الأكثر شيوعا في الأسواق المالية[1].

المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية

الفرع الأول: الأسهم

تعتبر الأسهم من أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الفورية.

1-مفهوم الأسهم:

تعرف الأسهم على أنها: "من الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية وتمثل القيمة الاسمية لتنصيب صاحب السهم في ملكية مؤسسة ما يعطيه الحق في الاستفادة من الأرباح المحققة في المؤسسة وكذا موجوداتها عند الإفلاس والتصفية"[2].

وتعرف كذلك أنها: "صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم، وتتصف أسهم رأس المال بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة "[3].

من التعريفين السابقين نستنتج أن السهم عبارة عن ورقة مالية يثبت من خلالها الشخص امتلاكه لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من حقوق وتحمل الأعباء الناتجة عن امتلاك هذه الورقة.

2-خصائص الأسهم:

تتميز الأسهم بعدة خصائص نذكر منها ما يلي:

- السهم عبارة عن ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وبالتالي فحامل السهم هو شريك في المؤسسة؛
- تساوي القيمة لكل أسهم الشركة؛
- القابلية للتداول؛

[1]- سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، الطبعة الأولى، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص 59-61.

[2]- حسني علي خريوش، الأسواق المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،1997، ص56.

[3]- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2007، ص1.

- يسمح السهم لمالكه بالاستفادة من عائد عبارة عن ربح السهم أو الحصة، كما يلزمه بتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة للخسائر؛
- السهم يدر دخل متغير عادة يرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة؛
- السهم عبارة عن ورقة مالية غير محددة الأجل، ويتمثل أجله نظريا في مدة حياة المؤسسة، وبالتالي فهو يعتبر بالنسبة لها مصدر تمويل دائم؛
- يمنح السهم لصاحبه الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة من خلال المشاركة في عملية التصويت في القرارات المتخذة مثل انتخاب مجلس الإدارة[1].

3-أنواع الأسهم:

تصنف الأسهم الى عدة أنواع يمكن ذكرها كما يلي:

3-1-تبويب الأسهم من حيث طبيعة حصة المساهم: وتنقسم إلى الأسهم النقدية والأسهم العينية.

- الأسهم النقدية: هي الأسهم التي تمثل حصة نقدية في رأس المال، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية لها عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط وفقا للآجال التي تحددها الشركة.

- الأسهم العينية: تكون الأسهم في الأصل نقدية لأن النقد هو وحدة التحاسب، لكن هذا لا يمنع أن تكون حصص بعض المساهمين حصصا عينية، وأن تكون هذه الحصص مساوية لقيمة السهم حتى يسهل حساب الأرباح[2].

3-2-تبويب الأسهم من حيث طريقة التداول: وتنقسم الأسهم من حيث طريقة التداول إلى أسهم اسمية، أسهم لحاملها وأسهم أذنية.

- الأسهم الاسمية (Nominal Stock): هي الأسهم التي تحمل اسم صاحبها وعند تداول هذه الأسهم في البورصة يتم نقل الملكية في دفاتر الشركة باسم المساهم الجديد.

- الأسهم لحاملها (Bear Share): وهي أسهم تشبه النقود ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه أي أن المكية تنتقل بمجرد المناولة، وتوفر الأسهم لحاملها مزايا معينة للمستثمرين أهمها عدم الإعلان عن اسمه وسهولة التداول كما يمكن استخدامها كوسيلة لإخفاء الثروة والتهرب الضريبي لأنه يمكن استبعادها من إقرار الثروة أو إقرار الذمة المالية، ورغم ذلك فإنها تعاني من العيوب أيضا ففي حالة سرقة الأسهم أو فقدها لا يستخرج بدل فاقد لأنها مثل النقود، كما أنه لا يحق لحملة هذا النوع من الأسهم التصويت في الجمعية العمومية، أما الميزة التي تعود على الشركة

[1]- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، ين عكنون، الجزائر، 2003، ص 61-66.

[2]- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص12.

من وراء إصدار الأسهم لحاملها فهي عدم مشاركة أصحاب تلك السهم في التصويت وبالتالي التأثير على قرارات الجمعية العمومية[1].

– الأسهم الأذنية (An Order Stock): تقيد في البداية باسم المكتتب، ويكفي لتداولها مجرد المظهر، أي تأشير التخلي على ملكيتها بتوقيع المالك دون الحاجة الى القيد في السجلات[2].

3-3-تبويب الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها للمساهمين: يمكن تبويب الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها للمساهمين الى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

– الأسهم العادية: هي وثيقة مالية تطرحها الشركة بقيمة اسمية ثابتة للاكتتاب العام في السوق الأولية، ويتم تداولها في السوق الثانوية لآجال طويلة ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما الشركة قائمة، وتمنح الأسهم العادية لحامليها حق الاشتراك في مجلس إدارة الشركة، وأولوية الاكتتاب بأسهم جديدة والحق في نقل الملكية، وتصنف في المرتبة الثالثة من حيث الحصول على التوزيعات[3].

– **الأسهم الممتازة:** وهي فئة من الأسهم التي تمنح لمالكها حقوقا إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية وبعد حملة السندات[4].

الفرع الثاني: السندات

تعتبر السندات أدوات دين تلجأ إليها الحكومات والشركات الضخمة للاقتراض من المستثمرين ويشترى السند من البورصة، ويكون بمقابل تأخذه الشركة أو الحكومة من الأشخاص بفائدة محددة ويستحق بعد فترة زمنية[5].

1-مفهوم السند:

يعرف السند على أنه: "مستند مديونية قابل للتداول ولأجل محدد وبفائدة محددة، وبهذا فإن مالك السند يعتبر دائنا للجهة المصدرة، أي أن له الحق في الحصول على قيمة السند الاسمية (المثبتة على متن السند) في وقت استحقاقه وكذلك له الحق في الحصول على فائدة محددة وبصورة دورية"[6].

[1]– طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص11.

[2]– نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للأعمال الفنية، دمشق، 1998، ص 11.

[3]– هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص10.

[4]– عصام حسين، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص78.

[5]– فليح حسين خلف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص244.

[6]– علي شلبي، بورصة الأوراق المالية، دراسة علمية وعملية، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، 1962، ص 30.

كما يعرف كذلك أنه: "عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها شركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض، حيث تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار وبهذا المعنى تعتبر أداء تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال"[1].

من التعريفين السابقين نستنتج أن السندات عبارة عن صكوك دين لمالكها، وهي مصدر أساسي من مصادر التمويل طويلة الأجل تعطي الحق لحاملها في استرداد مبلغ معين سبق وأن أقرضه لشخص آخر، عند تاريخ الاستحقاق ويتمثل المبلغ المسترد في المبلغ الأصلي إضافة الى الفوائد الدورية.

2-خصائص السندات:

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص هي:

- بمثابة صك مديونية على الجهة التي أصدرته؛
- يخول لصاحبه الحصول على سعر فائدة ثابت (عائد) سواء ربحت الشركة أم خسرت، ويترتب على الشركة الإفلاس إن عجزت عن دفعها؛
- يستوفي السند قيمته عند تاريخ الاستحقاق؛
- قابلية السند للتداول؛
- تتحدد القيمة الجارية للسند بناء على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي للسند وسعر الفائدة السائد في السوق؛
- تميل القيمة السوقية للسند للارتفاع عندما تكون أسعار الفائدة بالسوق أقل من سعر الفائدة الاسمي للسند؛
- تميل السندات للانخفاض عندما تكون أسعار الفائدة في السوق أعلى من سعر الفائدة الاسمي للسند؛
- لا يحق لحامل السند أن يطالب بالقيمة الاسمية للسند قبل حلول تاريخ تسديده، وانما يمكن بيعه في السوق الثانوي؛
- لا يشارك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين ولا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة له؛
- يجوز خصم الفوائد على السندات من إجمالي الربح من أجل احتساب صافي الدخل بعد الضريبة، وبالتالي فالسندات تعتبر من النفقات وتؤدي إلى وفر ضريبي؛
- السندات معرضة لمخاطر الائتمان كأسعار الفائدة وانخفاض القدرة الشرائية والتضخم[2].

[1]- محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص98.

[2]- شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، مرجع سبق ذكره، ص 78-79.

3-أنواع السندات:

3-1-تبويب السندات من حيث الملكية وطبيعة التداول: تنقسم إلى السندات الاسمية والسندات لحاملها.

- السند الاسمي: هو السند الذي يحمل اسم صاحبه ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة التي أصدرتها وهذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل كلا من الدين الأصلي وفائدته، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلا جزئيا ويقتصر التسجيل في هذه الحالة على أصل الدين فقط أما الفائدة فتأخذ في شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

- السند لحامله: هو السند الذي يصدر خاليا من اسم المستثمر فتتمثل ملكية السند بطريق الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين وعند حلول الاستحقاق يكون لحامله الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة[1].

3-2-تبويب السندات من حيث نسبة الفائدة: تنقسم إلى السندات ذات معدل فائدة ثابت، ذات معدل فائدة متغير وذات معدل فائدة قابل للتعديل.

- سندات ذات معدل فائدة ثابت: هي السندات التي تصدر بقيمتها المبينة على الورقة المالية ويحصل حاملها على فائدة سنوية ثابتة ويكون سعر الفائدة في هذا النوع من السندات مرتفع عادة لأن السند لا يعطي لحامله ميزة أخرى غير الفائدة[2].

- سندات بمعدل فائدة متغير: هذا النوع من السندات ظهر في بداية الثمانينات بهدف مواجهة موجة التضخم التي أدت الى ارتفاع معدلات الفائدة مما ترتب عنه انخفاض القيمة السوقية للسند، حيث يتم تحديد سعر فائدة مبدئي يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق[3].

- سندات بمعدل فائدة قابل للتعديل: هي السندات تعطي عائد ثابت (كوبون محدد مسبقا) ولكن بين تاريخين لمراجعة نسبة الفائدة (كل عام أو كل ثلاث سنوات)، وعند كل تاريخ يتم مراجعة معدل العائد حسب تطورات السوق النقدي[4].

---

[1]- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ص270.

[2]- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 138.

[3]- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 277.

[4]- Dominique Poincelot، les marchés des capitaux francais، Edition EMS، Paris, 1998, p 100.

3-3-تبويب السندات من حيث ما تتمتع به من ضمان: تنقسم الى سندات مضمونة بأصول الشركة وسندات غير مضمونة.

- سندات مضمونة بأصول الشركة: هي السندات التي تصدرها الشركات مرهونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي والآلات أو أوراق مالية، حيث لا يمكن للشركة أن تتصرف في الأصول المرهونة إلا في حدود ما سددته من تلك السندات، وفي حال لم تتمكن من تسديد التزاماتها يقوم حملة الأسهم ببيع هذه الأصول المرهونة ويقسمون العائد بينهم، أما في حالة تصفية الشركة فلهم الحق في باقي الموجودات وذلك بعد سداد مستحقات المستثمرين الآخرين، ويشترط في هذا النوع من السندات أن تكون القيمة السوقية للأصل الذي تم رهنه أعلى من قيمة تلك السندات وهذا من أجل ضمانها[1].

- سندات غير مضمونة: وهي سندات غير مضمونة وإنما يعتمد ضمانها على المركز المالي والائتماني للشركة وما تحققه من أرباح، وعادة ما يتضمن عقد الإصدار بعض الشروط لضمان حقوق حملة هذه السنداتو ويكون سعر الفائدة على هذا النوع من السندات أعلى من سعر الفائدة على السندات المضمونة، لأن هذه الأخيرة لها أولوية على السندات غير المضمونة في موجودات الشركة في حالة التصفية[2].

الجدول رقم (1-1): الفرق بين الأسهم والسندات

السهم	السند
جزء من رأس مال الشركة	دين على الشركة
حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأسماله	حامل السند دائن للشركة بقيمة السند
الربح الذي يحققه السهم متغير وقد يكون هناك خسارة	فائدة السند ثابتة ولا تتأثر بالخسارة
حامل السهم له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية	حامل السند ليس له الحق في الإدارة
حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة، أو عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما سيسترده فهو قابل للزيادة أو النقصان	حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد مسبقا لاستحقاق السداد وبالكامل
في حالة الخسارة أو تصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون	حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة

المصدر: محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1992، ص 272.

[1]- جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 56.

[2] - عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سبق ذكره، ص 165.

الفرع الثالث: المشتقات المالية

لقد ساهم تطور الأسواق المالية والانفتاح على العولمة والعالم الخارجي في ظهور أدوات مالية جديدة تعرف بالمشتقات المالية.

1-مفهوم المشتقات المالية:

تعرف المشتقات المالية على أنها: " عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل الذي أجري عليه العقد، وتعرف المشتقة على أنها عقد يتم من خلاله الاتفاق على بيع وشراء كمية معينة من أصل ما، على أن يتم تنفيذ العملية في تاريخ مستقبلي محدد، وتتنوع هذه العقود عن عقود البيع والشراء العادية كونها تنفذ في الآجال وليس في تاريخ توقيع العقد، وتنقسم إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي العقود الآجلة (forward contact)، المستقبليات (futures)، والخيارات (options)"[1].

كما تعرف على أنها: " عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين، في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، قد يتعلق العقد بأصل مالي، بمبلغ من العملات أو بكمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات، والعقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد"[2].

من التعريفين السابقين نستنتج بأن المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصول موضوع العقد، يمكن أن تحقق مكاسب كما يمكن أن تحقق خسائر للمستثمر وذلك حسب أداء الأصل.

2-خصائص المشتقات المالية:

من التعريفين السابقين يمكن حوصلة خصائص المشتقات المالية فيما يلي:

- أنها عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛
- الاتفاق في هذا النوع من العقود يكون آني؛
- تعتمد قيمتها (المكاسب، الخسائر) على الأصل موضوع العقد الذي اشتقت منه؛
- لا تتطلب استثمارات مالية كبيرة مقارنة بقيمة الأصل نفسه؛
- يمكن أن تنتهي بتسوية نقدية دون انتقال ملكية الأصل؛

[1]- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2010، ص 53.

2- Gérard Marie Henry, les marchés financiers, Armand colin, Paris, 1999, p 65.

- يتضمن العقد فيها تحديد سعر الفائدة والذي يتم بالمستقبل، الكمية التي يطبق عليها السعر، الزمن الذي يسري فيه العقد بالإضافة الى الشيء محل العقد[1].

3-أنواع المشتقات المالية: تتمثل في العقود الآجلة، العقود المستقبلية والخيارات.

3-1-العقود الآجلة (forward contract): تعتبر أقدم أنواع المشتقات المالية ظهورا، وتتمثل في الالتزام بشراء أو بيع كمية معينة من أصل معين في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد يتم تحديدها عند ابرام العقد، حيث إذا كان سعر الأصل محل العقد في السوق الحاضر أعلى من السعر المحدد في العقد عند حلول تاريخ استحقاقه فان المشتري يحقق ربحا، وفي حالة العكس فانه يحقق خسارة وهذا في حالة عدم تنفيذ العقد الآجل قبل حلول تاريخ الاستحقاق[2].

3-2-العقود المستقبلية(future contract): عبارة عن اتفاق بين طرفين يطلق على الطرف البائع بصاحب المركز القصير، والطرف المشتري بصاحب المركز الطويل، يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصلا حقيقيا أو ورقي في تاريخ لاحق يطلق عليه بتاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتم الاتفاق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغ نقدي أو أوراق مالية حكومية تمثل نسبة قليلة من سعر العقد وتسمى بالهامش المبدئي، الغرض منه اثبات الجدية وحسن نية الطرفين كما يستخدم لأغراض التسوية في حال تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد[3].

3-3-الخيارات (options): تعرف عقود الخيارات بأنها عقود تمثل حقا للمشتري وليس التزاما في بيع أو شراء شيء معين بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة، هذا العقد يلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية[4].

[1]- شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، مرجع سبق ذكره، ص 305-306.

[2]- B. Jaquillat, B, Sonlik, Op. Cit, p 361.

[3]- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص 92.

[4]- شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، دار الفكر المعاصر للنشر والتوزيع، سوريا، 2002، ص 222.

المطلب الثالث: قيم وتقييم الأوراق المالية

تختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي باختلاف خصائصها وتأخذ قيم متنوعة أهمها القيمة الاسمية، القيمة الدفترية والقيمة السوقية، كما أنها تخضع لعملية تقييم تحدد قيمتها وتساعد المستثمر في اتخاذ القرارات الاستراتيجية والمالية المرتبطة بالاستثمار.

الفرع الأول: قيم الأوراق المالية

1-قيم الأسهم:

تأخذ الأسهم العادية عدة قيم نذكر أهمها فيما يلي:

1-1-القيمة الاسمية (Par Value):

تتمثل في القيمة المثبتة في عقد الشركة عند تأسيسها، حيث تأخذ هذه القيمة مبلغ محدد ثابت ويكون رأس مال الشركة موزع على أسهم (حصص) متساوية القيمة الاسمية، كما أن هذه القيمة لا تتأثر بظروف السوق أو العرض والطلب أو الظروف الاقتصادية أو غيرها[1].

1-2-القيمة الدفترية (Book Value):

تمثل نصيب السهم من القيمة الدفترية لصافي أصول الشركة بعد خصم ديونها، وفي حالة عدم وجود ديون وتساوي أصول الشركة مع رأسمالها، فان القيمة الدفترية للسهم تصبح مساوية لقيمته الاسمية، أما إذا حققت الشركة أرباح ينتج عنها احتياطي، فان أصول الشركة هنا تتجاوز رأسمالها وبالتالي فالقيمة الدفترية للسهم تصبح أعلى من قيمته الاسمية والعكس في حالة تحقيق الخسائر، وتحسب وفقا للمعادلة التالية:[2]

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم العادية المصدرة}} = \frac{\text{رأس المال+الاحتياطات+ الأرباح غير الموزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

1-3-القيمة السوقية (Market Value):

تتمثل في قيمة السهم أثناء التداول في الأسواق الثانوية، حيث تتأثر هذه القيمة بعدة عوامل كالعرض والطلب، التغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي تتسم بها بيئة الاستثمار، واقع الشركة من حيث مستوى ربحيتها وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح بالإضافة الى الدور الذي تمارسه إدارة السوق للمحافظة على الاستقرار ونشر المعلومات3.

[1]- شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، مرجع سبق ذكره، ص 221-222.

[2]- سيد طه بدوي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 95-96.

[3] - هويشار معروف كاكامولا، مرجع سبق ذكره، ص 96.

يمكن أن تكون القيمة السوقية أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن للمؤسسة المصدرة أن تلجأ إلى بيع أسهمها بسعر أقل أو أكبر من القيمة الاسمية وذلك لضمان تصريف هذه الأسهم المصدرة1.

2-قيم السندات:

يأخذ السند عدة قيم نذكر أهمها فيما يلي:

2-1-القيمة الإسمية:

تمثل القيمة المسجلة على السند عندما يكون مجسد ماديا، أي قبل أن يصبح مجرد قيمة مسجلة في حساب، حيث تسمح القيمة الاسمية بحساب قيمة العائد السنوي (الكوبون) وذلك بضرب نسبة الفائدة (العائد الاسمي) في القيمة الاسمية للسند، كما أن المشرع لم يحدد قيمة اسمية قصوى أو دنيا لا يمكن تجاوزها عند اصدار السند.

2-2-قيمة الإصدار:

تعبر عن القيمة التي يمنحها المقرض للمقترض عند إصدار السندات، حيث يقوم المصدر غالبا بتحديد قيمة إصدار أقل من القيمة الاسمية ويسمى الفارق بعلاوة الإصدار، وذلك قصد تسهيل عملية توظيف السندات وتشجيع الجمهور على الاكتتاب.

2-3-قيمة التسديد:

عبارة عن قيمة يتم منحها لحامل السند عند التسديد (استهلاك السند)، حيث كانت التسديدات تفوق القيمة الاسمية للسند في السبعينات، ويطلق على الفرق بينهما علاوة التسديد، لكن الوضع اختلف حاليا فالمصدرون لا يقومون بتحديد قيمة معينة للتسديد وإنما يسددون السندات حسب قيمتها الاسمية أو يلجؤون إلى السوق الثانوي لشرائها من حامليها بقيمتها السوقية.

2-4-القيمة السوقية:

هي قيمة السند في السوق حيث تتحدد بناء على قانون العرض والطلب، وتتأثر بارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة في السوق النقدي، إذ أن العائد المتوقع الحصول عليه بعد فترة من تاريخ إصدار السند يتضمن الفائدة المدفوعة على السند (العائد الثابت) بالإضافة الى الخسارة أو الربح الرأسمالي الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة والتي سيحققها بعد اللجوء الى بيع السند بسعره السوقي في السوق المالي[2].

[1]- F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilière, volume 2, Dunod, Paris, 1993, p 18.

[2]- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها: الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، 1998، ص 63.

الفرع الثاني: تقييم الأوراق المالية

1-تقييم الأسهم

نميز بين العديد من النماذج المختلفة لتقييم الأسهم العادية والأسهم الممتازة كنوعين رئيسيين للأسهم يتم تداولهما في الأسواق المالية، ونذكرها فيما يلي1:

1-1-تقييم الأسهم العادية:

يعتمد هذا النوع من التقييم على القيمة الحقيقية للسهم (Intrinsic Value) وذلك لعدة اعتبارات كعدم وجود تدفقات نقدية محددة مسبقا ومضمونة، عدم وجود تاريخ استحقاق، صعوبة معرفة معدل العائد الذي يحدده السوق في ظل مستوى معين من المخاطرة.

1-1-1-نموذج خصم التوزيعات (Dividend Discount Model):

نموذج تم تصميمه من طرف وليماز عام 1931، من أكثر النماذج استخداما في تقييم الأسهم العادية باعتبار أن التوزيعات تعد الأساس في تقدير القيمة الحقيقية للسهم، يقوم على أساس تقدير توزيعات الأرباح المستقبلية للسهم العادي، معدل العائد المطلوب (كلفة التمويل) ومعدل نمو الأرباح، وكذا الفترة الزمنية التي يتوقع استمرار توزيعات الأرباح فيها، ويظهر في المعادلة التالية:

$$V = \frac{D1}{(1+K)^1} + \frac{D2}{(1+K)^2} + \cdots\cdots\cdots + \frac{D\infty}{(1+K)^\infty}$$

حيث:

V: القيمة الحقيقية للسهم العادي؛

D1، D2،...، D∞: التوزيعات الدورية المتوقعة خلال الزمن t؛

K: كلفة التمويل أو معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

1-1-2-نموذج مضاعف الربحية (P/E Ratio Model):

يعرف هذا النموذج بنسبة سعر السهم إلى ربحيته (Price earhings Ratio) أو المضاعف (Multiplier)، حيث يحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته وذلك لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها للحصول على سهم المنشأة، أي أن المستثمر مستعد لدفع سعر السهم أضعاف ربحيته.

[1]- شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، مرجع سبق ذكره، ص 226-233.

أما إذا كانت نسبة مضاعف الربحية معلومة مسبقا وتم ضربها في قيمة الأرباح المتوقعة على السهم في الفترة القادمة، فان تقدير قيمة السهم الحقيقية في السوق المالي تكون متاحة، وبالتالي فان قيمة السهم الحقيقية تتحدد من خلال خصم مضاعف السعر إلى ربحيته، وتوضح من خلال المعادلة التالية:

$$V = \sum_{t=0}^{n} \frac{(M)(En)}{(1+K)^n}$$

حيث:

M: مضاعف قيمة السهم إلى ربحيته ويدل هذا المضاعف على المخاطر الكلية (النظامية وغير النظامية) ؛

E: ربحية السهم العادي ؛

K: معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر.

1-1-3-نموذج تقييم الأرباح (Earnings Valuation Model):

يقوم هذا النموذج على أساس تقييم الأسهم العادية بناء على ربحيتها، حيث يتم حساب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المحققة على عدد الأسهم المصدرة، ويكون تقييم السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس على توزيعاته وذلك بناء على فكرة موديلياني وميلر (M&M) في التعبير على هذا النموذج بالمعادلة التالية:

$$V = \sum_{t+1}^{\infty} \frac{E_t - I_t}{(1+K)^t}$$

حيث:

Et: ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الاستثمارات الجديدة؛

It: الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لاستثمارات المنشأة المستقبلية.

K: معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر.

1-1-4-نموذج التدفق النقدي (Cash Flow Model):

يقوم هذا النموذج على أساس أن الثروة التي تأتي من الأصل تتجسد في التدفقات النقدية المحققة منه، والتي تتمثل في التكاليف غير النقدية (الاهتلاك وتكاليف الديون المشكوك فيها) وصافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم، ويصاغ بالمعادلة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+K)^t}$$

حيث:

Ct: الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة.

1-1-5-نموذج والتر (Walter Model):

قام والتر من خلال هذا النموذج بتقديم إطار لتقييم الأسهم العادية بافتراض أن سياسة توزيع الأرباح تتوجه نحو هدف تعظيم ثروة مالكي الأسهم العادية وتعتمد على علاقة احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، حيث بين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب بتركيزه على كل من الأرباح الموزعة والمحتجزة باعتبارهما أهم عاملين لتحديد القيمة الحقيقية للسهم، ويوضح النموذج بالمعادلة التالية:

$$V = \frac{E}{B_c} + \frac{B_a - B_C}{B_c}(E - D)$$

حيث:

Bc: معدل العائد المطلوب؛

Ba: معدل العائد على الأرباح المحتجزة (معدل النمو) ؛

E: ربحية السهم الواحد؛

D: التوزيعات.

1-1-6-نموذج ليرنر وكارلتون (Lerner and Carleton Model):

يوضح هذا النموذج العلاقة المهمة بين القيمة الحقيقية للسهم العادي وقيمته الدفترية، أي عندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي، فان القيمة الحقيقية تنخفض لمستوى أقل من القيمة الدفترية، أما في حالة كان معدل العائد على الاستثمار أكبر فان القيمة الحقيقية للسهم تكون أكبر من القيمة الدفترية، وتتوازن أيضا بتساوي القيمتين.

هذا النموذج يدل على استراتيجية سياسة توزيع الأرباح التي تهدف الى تعظيم القيمة الحقيقية للسهم وسعر السهم السوقي، والقائمة على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة للمالكين في حالة كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب والعكس صحيح، ويعبر عنه بالمعادلة التالية:

$$V = \frac{(1-b)_r B_v}{K - rb}$$

حيث:

b: نسبة احتجاز الأرباح؛

1-b: توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي؛

R: معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية للسهم العادي؛

rb: معدل نمو الأرباح للسهم العادي Eps وتوزيعات الأرباح للسهم العادي Dps، والقيمة الدفترية Bv.

1-2-تقييم الأسهم الممتازة:

ان الأسهم الممتازة تجمع بين خصائص السندات والأسهم العادية كونها تشبه السندات في ضمان فوائد ثابتة تسدد في فترات دورية، وفي حالة تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على الأسهم العادية، ومن وجهة نظر الشركة فان الأسهم الممتازة أكثر مخاطرة من الأسهم العادية وأقل مخاطرة من السندات لأن فشل الشركة في سداد الفوائد الخاصة بها لا يؤدي إلى إفلاسها كما هو الحال بالنسبة للسندات.

أما بالنسبة للمستثمرين فان الأسهم الممتازة أقل مخاطرة من الأسهم العادية ولكنها أكثر مخاطرة من السندات وبالتالي فان أسلوب تقييم هذه الأسهم لا يختلف عن تقييم الأسهم العادية في ظل افتراض ثبات قيمة التوزيعات المستقبلية من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D}{i}$$

حيث تمثل D التوزيعات للسهم الممتاز لفترة لا نهائية، وأن معدل خصم التوزيعات (i) في حالة الأسهم الممتازة لابد أن يكون أقل من مثيله في حالة الأسهم العادية وذلك بسبب تعرض حامله لمخاطر تفوق تلك التي يتعرض لها حامل السهم الممتاز1.

2-تقييم السندات:

يرتبط تقييم السندات بإيجاد مؤشر أو مقياس يسمح بمقارنة العائد من هذه السندات التي لها تدفقات نقدية مختلفة واستحقاقات متباينة. فالأمر بسيط لو تعلق بفترة زمنية واحدة، ولكن في حال ما إذا كان التدفق النقدي السنوي متباينا فقياس العائد لابد أن يأخذ بعين الاعتبار الاستحقاقات المختلفة، وبالتالي لابد من قياس العائد للوحدة الواحدة من الزمن والقيمة الزمنية للنقد.حيث يستخدم العائد على الاستحقاق والذي يقصد به سعر الفائدة الذي يجعل القيمة الحالية للتدفق النقدي مساوية للقيمة السوقية (السعر) للسند والتي يتم حسابها وفقا للمعادلة التالية:2

$$P = \frac{A1}{(1+i)} + \frac{A2}{(1+i)^2} + \frac{A3}{(1+i)^3} + \cdots + \frac{A_n}{(1+i)^n} \ldots\ldots$$

حيث:

P: القيمة الحالية؛

i: سعر الفائدة؛

n: عدد السنوات؛

A: التدفق النقدي.

[1]- فريد وينستون، يوجين برجام، ترجمة عبد الرحمان دعالة بيلة، عبد الفتاح السيد، التمويل الإداري، الطبعة السابعة، دار المريخ للنشر والتوزيع، السعودية، 1981، ص298.

[2]- سرمد كوكب الجميل، مرجع سبق ذكره، ص 175.

المطلب الرابع: تسعير الأوراق المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى طرق تسعير الأوراق المالية بالإضافة إلى التقنية الجديدة المتمثلة في التداول عبر الأنترنت.

الفرع الأول: طرق تسعير الأوراق المالية في البورصة

عادة ما يسعى المتدخلون في سوق الأوراق المالية إلى معرفة آليات التسعير بهدف استخدامها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى.

1-طريقة المناداة:

تتم التسعيرة عن طريق المناداة وذلك بأن يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عند بداية العروض والطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن، ونظرا للضجيج الذي يحدث باعتماد هذه الطريقة فإن المتفاوضين يلجئون إلى استعمال الإشارات.

2-طريقة المعارضة:

تقوم هذه الطريقة على التدوين في سجل خاص لكل ورقة مالية، مختلف عروض البيع وطلبات الشراء حيث يؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراءه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.

3-طريقة التوازن:

يتم اللجوء إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق الأوراق المالية كثيرة ومتعددة حيث يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتقوم لجنة بحساب العروض والطلبات ثم تحديد أسعار البورصة حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات[1].

[1]- بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان، 2013، ص 62-63.

الفرع الثاني: التداول عبر الانترنت (Internet Trading)

عبارة عن إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية أو مشتقاتها إلكترونيا عن طريق شبكة الأنترنت، ويتم ذلك بتسجيل الأوامر عبر شبكة المعلومات مباشرة على نظام التداول بالبورصة دون اللجوء للسمسار أو الوسيط وانما باستخدام شبكة ربط يتم الامداد بها عن طريق هذا الأخير الذي بدوره حاصل على ترخيص ويتم اختياره من طرف المستثمر ليتعامل من خلاله مع ضرورة مراعاة ما يلي:

- التأني في اختيار القرارات الاستثمارية؛
- التركيز والدقة عند إدخال الأوامر؛
- التأكد من دقة وتوقيت البيانات المرسلة من طرف السمسار؛
- ضرورة إدراك مشاكل التكنولوجيا الحديثة؛
- توخي الحذر عند اختيار السمسار.

حيث يتميز التداول عبر الانترنت عن التداول العادي بما يلي:

- إمكانية امداد العميل ببيانات السوق لحظيا؛
- إتاحة الفرصة للمستثمر لمتابعة استثماراته في أي وقت؛
- تسهيل عملية التداول بين الأسواق المختلفة عبر العالم؛
- انخفاض رسوم السمسرة المرتبطة بهذا النوع من التداول[1].

[1]- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 183-184.

خلاصة الفصل الأول:

مما سبق نستنتج أن السوق المالي هو السوق الذي يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها، وهو المكان الذي يلتقي فيه أصحاب العجز الذين هم بحاجة إلى التمويل وأصحاب الفائض الذين يرغبون في الاستثمار لتحقيق عوائد، حيث نشأت الأسواق المالية وتطورت مع ظهور الثورة الصناعية ومرت بعدة مراحل إلا أنها حاليا لا تختلف كثيرا عما كانت عليه سابقا ولا تزال مركزا لتداول رؤوس الأموال.

وتصنف الأسواق المالية إلى عدة تصنيفات تختلف من تصنيف لآخر، فنميز حسب معيار النظامية بين الأسواق النظامية والأسواق غير النظامية، ونميز حسب معيار المساهمة المباشرة في الاستثمار بين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية، وتقسم كذلك من حيث آجال العمليات إلى الأسواق النقدية وأسواق رأس المال، ومن حيث المجال الجغرافي توجد الأسواق المحلية والأسواق الدولية، أما من حيث آجال تنفيذ العمليات فهي تقسم إلى أسواق فورية وأسواق آجلة.

فأهمية السوق المالي تنبع أساسا من الدور الجوهري الذي تلعبه في عالم الاستثمار من تمويل للنمو، توفير للسيولة بالإضافة إلى تشجيع حاجات ورغبات المتعاملين ودفعهم إلى توظيف أموالهم بفعالية لتحريك رؤوس الأموال قصد تحقيق التوازن والتنمية الاقتصادية.

وتتعدد الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي وتختلف خصائصها من ورقة إلى أخرى فنميز بين الأسهم والسندات والمشتقات المالية، حيث تأخذ هذه الأوراق عدة قيم ويتم تقييمها بناء على عدة نماذج تختلف باختلاف طبيعتها، أما بالنسبة لتسعير الأوراق المالية فيتم بعدة طرق وهي طريقة المناداة، طريقة المعارضة وطريقة التوازن. وقد احتل التداول عبر الأنترنت مكانة كبيرة في عصرنا الحالي، وأصبح شراء الأوراق المالية وبيعها وتداولها يتم عبر شبكة الأنترنت وهو ما ساهم في إتاحة الفرصة للمستثمرين لمتابعة استثماراتهم في مختلف الأسواق عبر العالم.

فالمستثمر يسعى من خلال الاستثمار في الأسواق المالية إلى تشكيل محفظة متنوعة تحقق له أكبر عائد بأقل مستوى من المخاطر، وذلك باتباع مجموعة من الأسس والمبادئ التي ترتكز عليها إدارة المحفظة المالية وهو ما سنتطرق له في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

أساسيات حول إدارة المحفظة المالية

تمهيد:

تنبع أهمية إدارة المحفظة المالية من التغيرات الاقتصادية والمالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي وبيئة الاستثمار، خاصة في ظل تزايد تدفق رؤوس الأموال في الأسواق المالية وتطور المؤسسات المالية والمصرفية، حيث يسعى المستثمر من خلال تكوين محفظة مالية متنوعة إلى تفادي مخاطر الاستثمار لضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق عوائد إيجابية.

فقد اهتم العديد من الباحثين بموضوع المحفظة المالية وعلى رأسهم "Markwitz" الذي توصل إلى نموذج (معدل-تباين)، وعلى إثره ظهرت نماذج ونظريات أخرى أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث سنتطرق في هذا الفصل من خلال المبحث الأول إلى ماهية محفظة الأوراق المالية مرورا بمفهومها والهدف من تشكيلها، قيود ومبادئ تكوينها، أنواعها ومراحل بنائها، بالإضافة إلى سياسات الاستثمار فيها ووظائفها.

أما المبحث الثاني للفصل الثاني، فقد تم تخصيصه لدراسة نظرية المحفظة المالية ومراحل بنائها، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالإضافة إلى نموذج التسعير بالمراجحة.

وأخيرا المبحث الثالث، تطرقنا فيه إلى إدارة المحفظة المالية والهدف منها، العوامل المؤثرة في تسييرها وكذا أسس وطرق إدارتها، لنختتم هذا المبحث بالمراحل الأساسية لإدارتها.

المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية

تلعب محفظة الأوراق المالية أهمية كبيرة في عالم الاستثمار حيث تشغل حيزا كبيرا في حقل الإدارة المالية، فالمستثمر وهو بصدد تكوين هذه المحفظة يسعى إلى الحصول على مزيج متنوع من الأوراق المالية لضمان تخفيف المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الأصول المكونة للمحفظة، حيث سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى مفهوم محفظة الأوراق المالية والهدف من تشكيلها، قيود ومبادئ تكوينها، أنواعها ومراحل بنائها، بالإضافة إلى وظائفها وسياسات الاستثمار فيها.

المطلب الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية والهدف من تشكيلها

قبل أن نتطرق لمفهوم محفظة الأوراق المالية لابد من تحديد مفهوم المحفظة الاستثمارية كون أن مفهومها أشمل.

الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية

تعرف المحفظة الاستثمارية على أنها: " بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر، تخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وتختلف المحافظ من حيث تنوع أصولها كما يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية كاحتوائها على المعادن الثمينة، العقارات، العمولات. وقد تكون جميع أصولها مالية كالأسهم، السندات، وأذونات الخزينة ...الخ. لكن في اغلب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط أي أنها تجمع بين الأصول الحقيقية والمالية"[1].

وتعرف كذلك على أنها: "كل ما يمتلكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الاجمالية للثروة "[2].

من التعريفين السابقين نستنتج أن المحفظة الاستثمارية عبارة عن مجموعة من الأصول التي يحتفظ بها المستثمر داخل المحفظة بغرض الاستثمار فيها في ظل مستوى معين من المخاطرة وبهدف تحقيق أرباح وعوائد منها.

الفرع الثاني: مفهوم محفظة الأوراق المالية

تعرف محفظة الأوراق المالية على أنها: " مجموعة من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بعناية ودقة لتحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر أو تحقيق درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد"[3].

[1]- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 169.

[2]- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2002، ص 204.

[3]- محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر : العوائد والمخاطر، الطبعة الأولى، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2019، ص 109.

وتعرف كذلك أنها: "المحفظة التي تضم جميع الأوراق المالية والموجودات الرأسمالية المتداولة في السوق وبحسب القيمة النسبية لكل منها إلى مجموع موجودات محفظة السوق، وتستخدم هذه المحفظة في احتساب عوائد الأسهم ومخاطرها"[1].

وتعرف أيضا بأنها: " مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يحتفظ بها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار ومن أجل تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال"[2].

من التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص بأن محفظة الأوراق المالية تتمثل في الأصول المالية والاستثمارات التي يمتلكها المستثمر بهدف تحقيق عائد في المستقبل عند مستوى معين من المخاطرة.

الفرع الثالث: الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية

يهدف المستثمر من وراء تشكيل محفظة الأوراق المالية إلى تحقيق أكبر عائد عند مستوى معين من الخطر، أو تحقيق أقل مستوى من الخطر في ظل عائد ثابت أي الحصول على أحسن توليفة ثنائية (خطر/عائد)، ومن أبرز الأهداف التي يسعى المستمر إلى الوصول إليها من خلال تكوين محفظة الأوراق المالية ما يلي:

1-تعظيم الربح: إن المستثمر الذي يضع الربح كأولوية ضمن سلم أفضلياته عند تكوين محفظة الأوراق المالية يكون معرض لمستوى عالي من المخاطرة.

2-تحقيق أمان مستقبلي: أي تشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تكون بمثابة احتياطي ترتفع قيمته بمرور الزمن، وغالبا ما يتم اللجوء في هذه الحالة إلى السندات التي تصدرها الحكومات والمؤسسات المالية التي تتميز باستقرار وعائد متوازن.

3-تحقيق النمو: وذلك باللجوء إلى أسهم الشركات التي يتميز مجلس إدارتها بالتوسع وزيادة الإنتاج وبالتالي زيادة رأس المال والأرباح.

4-تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي: وذلك عن طريق حيازة مجموعة متنوعة من الأوراق المالية من أسهم وسندات يتم تداولها بكفاءة وفعالية الأمر الذي يؤدي إلى اكتساب مكانة مرموقة في المجتمع.

5-التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين: إن اكتساب عدد كبير من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي تزيد قدرته في التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين.

[1]- فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2000، ص154-156.

[2]- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005، ص 267.

6-مواجهة الالتزامات المستقبلية: يسعى المستثمر إلى تحقيق سيولة تساعده في تغطية التزاماته الخارجية[1].

المطلب الثاني: قيود ومبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية

يخضع تكوين محفظة الأوراق المالية إلى مجموعة من القيود والمبادئ التي ينبغي على المستثمر مراعاتها وتحديدها مسبقا من أجل الحصول على محفظة مطابقة لحاجاته ورغباته الاستثمارية.

الفرع الأول: قيود تكوين محفظة الأوراق المالية

تتمثل في مجموعة من القيود، تتلخص فيما يلي:

1-قيود زمنية: تتمثل في المدى الزمني الذي يحدده صاحب المحفظة لاستثمار أمواله، قد يكون قصير، متوسط أو طويل، حيث كلما زادت مدة الاستثمار كلما اتسع مدى الحركة أمام مدير المحفظة للقيام بعمليات تنويع وتوزيع الأوراق المالية المكونة لها بشكل سليم وبأكثر فعالية.

2-قيود رأسمالية: يرتبط هذا النوع من القيود بكمية الأموال المتاحة لمدير المحفظة، والتي يقوم من خلالها بحيازة الأوراق المالية وتكوين التوليفة المناسبة منها، حيث كلما زادت الموارد المالية المتاحة كلما كانت القدرة على شراء مزيج مناسب من الأوراق المالية أكثر توافقا، فضلا عن انتهاز الفرص المناسبة للحصول على أوراق مالية بأسعار منخفضة دون الاضطرار إلى بيع أوراق مالية أخرى في وقت غير مناسب تحت ضغط الحاجة إلى المال أو بدافع توفير السيولة.

3-قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة: غالبا ما يضع صاحب المحفظة لاعتبارات معينة، قيودا على مدير المحفظة تلزمه بإمكانية تسييل المحفظة جزئيا أو كليا بشكل فجائي أو في الأجل القصير، الأمر الذي يدفع بمدير المحفظة إلى اختيار أنواع معينة من الأوراق المالية التي تتوافق مع هذا القيد، بمعنى اختيار أدوات سريعة التداول، عليها طلب كبير ويوجد متعاملين راغبين في حيازتها والمضاربة على أسعارها، وبالتالي إمكانية بيعها بسهولة عند الحاجة لذلك.

4-قيود ضريبية وإلتزامية: يقصد بهذا العنصر القوانين والتشريعات التي تعرض مزايا واعفاءات ضريبية على أوراق مالية معينة، شركات، مناطق جغرافية محددة، أو أنشطة ذات طابع خاص خلال فترة زمنية محددة، هنا يجب على مدير المحفظة أن يكون على دراية وعلم بهذه القوانين والتشريعات عند تكوين محفظة الأوراق المالية، كونها تأثر على القدرة

[1]- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، 1999، ص65.

الايرادية وعلى ربحية المشاريع، حيث أن اختفاء الدعم والمزايا التي تقدمها الدولة لتشجيع الاستثمار يؤثر سلبيا على قيمة الأسهم وعلى جاذبيتها في البورصة.

5-قيود مرتبطة بالمخاطر: تتمثل في درجة التحمل وتقبل الخطر التي يتميز بها المستثمر، هذا الأخير يسعى للحصول على عائد مرتفع لكنه في نفس اللحظة يكون مستعدا لتحمل مستوى عال من المخاطر مقابل الحصول على هذا العائد، وبالتالي يقوم باختيار الأوراق المالية التي تتناسب درجة خطورة الاستثمار فيها مع قدرته على قبول وتحمل المخاطر.

6-قيود نفسية ومعنوية: تعبر هذه القيود عن رغبات واحتياجات الفرد وتوجهاته الاستثمارية، حيث يتأثر القرار الذي يتخذه المستثمر بميوله العاطفية وتفضيلاته، وترتبط هذه القيود بمجموعة من العوامل النفسية والمعنوية كإدراكات الفرد وقدرته على رؤية الأمور وتحديد الاتجاهات الاستثمارية، الدوافع والحوافز الاستثمارية، بالإضافة إلى الخبرة والتجارب التي يكتسبها من خلال القناعات الحاكمة لسلوكه[1].

الفرع الثاني: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية

تتمثل في مجموعة من المبادئ نذكر أهمها فيما يلي:

1-مبدأ القياس الكمي: يقصد به إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية، مما يسمح بقياس درجة الخطر التي تتميز بها هذه المحفظة، إلا أن هذه العملية تتطلب توفر معلومات كافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة والتي يتم الاعتماد عليها لتقييم العائد المتوقع من المحفظة ككل[2].

2-مبدأ الشمول: يقصد به اشتمال المحفظة المالية على توليفة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، تتكون من أسهم، سندات، سندات حكومية وأذونات خزينة وذلك بهدف تحقيق عائد كبير ومستقر نسبيا بأقل نسبة من المخاطرة.

3-مبدأ الارتباط: يقوم هذا المبدأ على تخفيض درجة المخاطرة التي ترافق تكوين محفظة الأوراق المالية، أي درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار لأوراق مالية لشركات مختلفة، حيث أن معامل ارتباط هذه الأوراق له علاقة طردية مع درجة المخاطرة المرتبطة بالمحفظة.

4-مبدأ الجودة: أي جودة الورقة المالية والتي تتمثل في بيعها أو شرائها دون أي عوائق أو خسائر، وعادة ما تاكون هذه الجودة مرتبطة ببعد الورقة المالية عن مخاطر تقلبات السوق وكذا بتوافر قابلية السوق لهذه الورقة وزيادة فرص ترويجها.

[1]- السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 231-233.

[2]- محمد إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، القاهرة، ص 324.

5-مبدأ التنويع: أي تشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية ذات خصائص متنوعة سواء كانت من حيث قطاع سوق الأوراق المالية أو نوعية الورقة المالية[1].

المطلب الثالث: أنواع المحافظ المالية ومراحل بنائها

إن التمييز بين المحافظ الاستثمارية يقوم على عدة مؤشرات ترتبط أساسا بالموارد المالية والحقيقية المتاحة لدى المستثمرين، ظروف الاستثمار وكذا العائد المتوقع من الأدوات المالية المكونة للمحفظة ونسبة المخاطرة التي تتحلى بها.

الفرع الأول: أنواع المحافظ المالية

تختلف أنواع المحافظ المالية باختلاف الموارد المالية، العائد المتوقع والظروف التي يتم الاستثمار فيها حيث نميز بين:

1-محفظة الدخل (العائد المنتظم):

هي المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أعلى معدل للدخل للمستثمر بقليل من المخاطرة، وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية التي تدر على المستثمر بأعلى العوائد، فالدخل يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، لذلك وجب على المستثمر اختيار السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت والأسهم التي تحقق توزيعات أرباح عالية وتكون قليلة المخاطرة.

إن الهدف الأول والأخير من تكوين المحفظة هو إيجاد دخل شهري أو سنوي للمستثمر ويكون ذلك باختيار أسهم الشركات القوية الراسخة التي لا تتأثر بتقلبات السوق، حيث يوجد في الأسواق المالية العالمية عدد كبير من بيوت الخبرة ومكاتب الاستشارات وشركات الدراسات والأبحاث التي تصدر دوريات تظهر فيها سندات وأسهم الدخل لتبين للمستثمر السندات أو الأسهم التي يمكن اختيارها لتحقيق الدخل.

2-محفظة الربح (النمو):

هي عبارة عن المحفظة التي تهتم بالأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وارتفاع في أسعار الأسهم، وتشمل الشركات التي تنمو أرباحها وتزداد سنة بعد سنة، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة، حيث أن هذا النوع من المحافظ يتناسب مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة.

تتموقع هذه الشركات في قطاعات جد متطورة تتميز باستثمارات مدرة للأرباح، هيكلها المالي متوازن، قدرة تمويلها الذاتي كبيرة، تتمتع بمعدلات مردودية جد عالية ولها قيمة سوقية مرتفعة مقارنة بأسهم أخرى[2].

[1]- سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص107.

[2]- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2013، ص22-23.

3-محفظة الربح والعائد (المختلطة):

تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح، هذا النوع من المحافظ يهدف إلى حماية رأس المال مع تأمين دخل معين، تمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي تحمل مخاطرة والأوراق المالية التي تحقق دخل عال ولكن بها مخاطرة عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يرغب في المزج بين العائد والمخاطرة[1].

4-المحفظة التقليدية:

يهدف هذا النوع من المحافظ إلى زيادة رأس المال ويسعى للحصول على نتائج جيدة بالمقارنة مع السوق وذلك في إطار تحمل مستوى معين من المخاطر، وعادة ما تتكون المحافظ التقليدية من الأسهم وتتميز بحركيتها وبحثها عن الفرص المتاحة في السوق لاستغلالها في تحقيق العوائد المتوقعة.

5-المحفظة المهاجمة:

هي المحافظ التي تهدف إلى الاستثمار في ظل مستوى عالي من المخاطرة، محافظ حركية تسعى لتعظيم الأرباح وتزيد من استغلال الفرص المتاحة في السوق.

6-المحفظة الحذرة:

يطلق عليها بهذا المصطلح لأنها تهدف إلى تأمين وضمان زيادة رأس المال وفي نفس الوقت تسعى لتحقيق عائد معين، أي أنها تقوم على التوفيق بين نمو الدخل وانتظام العوائد مع تطبيق نوع من التحكيم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل.

7-المحفظة المضاربة:

يتكون هذا النوع من المحافظ من الأسهم المضاربة، يتم الاستثمار فيها بتحمل مستوى عالي من المخاطرة مع التركيز على تحقيق عوائد كبيرة بسرعة وذلك بإخضاع أصولها لعمليات مضاربة كبيرة[2].

[1]- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الأردن، دار أسامة للنشر والتوزيع، 2008، ص 207.

[2]- Josette Peyrard : La Bourse, Vuibert, France, 1998, p 211-213.

الفرع الثاني: مراحل بناء محفظة الأوراق المالية

من أصعب القرارات التي يواجهها المستثمر أثناء قيامه ببناء محفظة استثمارية هو الاختيار بين عشرات الشركات الجيدة المتواجدة في السوق، وعادة ما تتم المفاضلة بين عدد كبير لاختيار مكونات المحفظة على أساس متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة من اجل التقيد بالحد الأدنى من وسائل الأمان عند تكوينها، ويمر ذلك بثلاث مراحل أساسية تتمثل فيما يلي:

1-اختيار الأفق الزمني:

يمكن القول بأن نماذج المحفظة تحدد مدة زمنية لحمل الأسهم، ولا يتم خلال هذه المدة أية صفقة للأسهم، حيث تم تحديد الحد الأدنى للأفق الزمني مع المعلومات المتوفرة، وتكلفة تحليل تلك المعلومات بستة أشهر إلى سنة وقد تمتد إلى سنتين وفي أغلب الظروف فإن أفق السنة الواحدة هو الحل الملائم، إذ يمكن التنبؤ بالتغيرات الاقتصادية بشكل دقيق بحيث تكون تقديرات العائد وتكلفة التحليل قريبة من الواقع ويذهب في هذا الاتجاه كل من Kritzman وRich حيث يؤكدان على ضرورة وجود مدة زمنية مناسبة لتنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد.

2-تهيئة المدخلات الحساسة:

تعتبر هذه المرحلة أي مرحلة تهيئة المعلومات والمدخلات الحساسة من أهم المراحل في عملية بناء المحفظة، باعتبار أن مخرجات هذه المرحلة تكون مدخلات المرحلة التالية في بناء وتشكيل المحفظة المالية التي يسعى المستثمر من خلالها إلى تحقيق العائد بأقل مخاطرة، لذلك يعتبر التحديد الدقيق للمتغيرات مرحلة مهمة جدا فيما عملية بناء المحفظة.

3-نموذج تقدير المحفظة:

هناك العديد من الدراسات التي قام بها الباحثون والكتاب والتي أسفرت عن نماذج ونظريات في مجال بناء وإدارة المحافظ المالية، هذه الأخيرة التي تساعد مدير المحفظة على بناء محافظ مالية وإدارتها، بناء على رغبات المستثمرين ومراقبة التطورات التي تحدث على خصائص المحفظة نتيجة لتطورات خصائص مكوناتها[1].

[1]- شهاب الدين حمد النعيمي، إدارة المعرفة وتطور وسائل بناء المحفظة المالية، المؤتمر السنوي العلمي الرابع، دامعة الزيتونة الأردنية، 26-28 أفريل 2004، ص7-8.

المطلب الرابع: سياسات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ووظائفها

تهدف المحفظة المالية أساسا إلى تحقيق أرباح رأسمالية عند مستوى معين من المخاطر وبالتالي فإن تكوينها يعتمد على السياسة التي يتبناها المستثمر في اختيار الأصول المشكلة لها.

الفرع الأول: سياسات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

نميز بين ثلاث سياسات رئيسية لإدارة المحفظة تتمثل فيما يلي:

1-سياسة استثمارية هجومية غير متحفظة (Agressive Policy):

تهدف هذه السياسة إلى تحقيق أرباح رأسمالية وتسعى لتعظيمها، ويحدث ذلك نتيجة للتقلبات التي تصيب أسعار الأوراق المالية والتي تكون غالبا عبارة عن أسهم عادية، يتم شراؤها بأسعار منخفضة ويحتفظ بها ليتم بعد ذلك بيعها عندما ترتفع أسعارها وبالتالي ارتفاع عنصر المخاطرة.

يتجه المستثمر إلى تبني هذا النوع من السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي تحقيق الأرباح وتنمية رأس المال حيث يطلق عليها بمحافظ رأس المال، وتعتبر الأسهم العادية من أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ وتشكل 80% من رأس مالها، وغالبا ما يتم اللجوء إلى اعتماد هذه السياسة في حالة ارتفاع مؤشرات الازدهار الاقتصادي[1].

2-سياسة استثمارية متحفظة أو دفاعية (Defensive: Conservative of):

تقوم هذه السياسة على استثمار الأموال المتاحة في شكل سندات طويلة الأجل، أذون خزانة وغيرها بما يضمن تحقيق دخل منتظم على المدى الطويل.

يتبنى مدير المحفظة المتحفظ هذه السياسة ليتجنب عنصر المخاطرة، وبالتالي يولي أولوية لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، ويركز اهتمامه على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت فالمحفظة المالية في هذه الحالة تتكون أساسا من أذونات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل، الأسهم الممتازة والعقارات، حيث يوفر هذا النوع من المحافظ دخل ثابت ومستمر كما يوفر هامش مرتفع من الأمان على رأس المال[2].

3-سياسة متوازنة "دفاعية وهجومية" (Balanced Policy):

هي عبارة عن سياسة تضم كل من السياسة الهجومية والدفاعية معًا، تهدف إلى تحقيق أقصى كفاءة اقتصادية عند مستوى محدود من المخاطرة، أي تحقيق الأرباح مع أخذ عنصر الأمان بعين الاعتبار، وغالبا ما تتكون من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل بالإضافة إلى أدوات أخرى طويلة الأجل كالسندات.

---

[1]- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص 81.

[2]- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 183-184.

يسعى المستثمرون الذين يقومون بتبني هذه السياسة إلى تحقيق توازن نسبي في المحفظة عند مستوى معين من المخاطرة، وذلك عن طريق توزيع رأس المال على أدوات استثمارية متنوعة تمكن المستثمر من الحصول على دخل ثابت وأرباح رأسمالية في حال وجود فرصة لذلك.

كما تسمح التشكيلة المتوازنة للمحفظة في ظل هذه السياسة للمستثمر ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل، وفي حال انخفاض الأسعار فإن العقارات والأدوات المالية والسندات طويلة الأجل ذات الدخل الثابت ستجنب المستثمر إمكانية الوقوع في خسارة[1].

الفرع الثاني: وظائف محفظة الأوراق المالية

تقوم المحفظة المالية بعدة وظائف لعل أهمها: [2]

- ✓ تحديد أنواع الأصول الاستثمارية وأوزانها النسبية في المحفظة الكلية وذلك بناء على الفرص المتاحة؛
- ✓ إقرار السياسة الاستثمارية التي تتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة؛
- ✓ توفير السيولة النقدية التي تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وتلبي المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة والتداول الحر للأدوات الاستثمارية؛
- ✓ تحصين العمليات الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية خاصة بالنسبة للضرائب؛
- ✓ توفير الأمان للاستثمارات من خلال الربط بين سلوكي التحوط والعقلانية مع القبول بهامش معين من المخاطرة، وذلك من خلال الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية؛
- ✓ بناء استراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق؛
- ✓ تعزيز قيم موجودات المحفظة المالية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر.

[1]- طاهر حيدر حردان، مرجع سبق ذكره، ص 82.

[2]- هويشار معروف، مرجع سابق، ص 222-223.

المبحث الثاني: نظرية المحفظة المالية (Portfolio Theory)

تعرف نظرية المحفظة المالية على أنها نظرية معيارية تهتم بالقرارات المالية المتخذة من قبل المستثمرين، وتقوم هذه النظرية على أسس اقتصادية في تفسير سلوك المستهلك الذي يبحث عن تخفيض المخاطر من خلال قيامه بعملية التنويع.

المطلب الأول: التعريف بنظرية المحفظة المالية ومراحل بنائها

نادرا ما يحمل المستثمرون ورقة مالية واحدة، لكنهم عادة ما يستثمرون في مجموعة من الأوراق، حيث تهتم نظرية المحفظة باختيار المحفظة الكفؤة. والمحفظة الكفؤة هي التي تحقق أعلى عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطرة، أو أدنى مستوى من المخاطرة عند مستوى معين للعائد المتوقع.

الفرع الأول: التعريف بنظرية المحفظة المالية

يعود الفضل في ابتكار نظرية المحفظة عام 1952 إلى ماركويتز" Harry Markwitz"، وقد حصل بموجبها على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1990 بالمشاركة مع Merton Miller وWilliam Sharpe.

وقد تضمنت نظريته المبادئ الأساسية لبناء المحفظة المالية التي قامت على تحليل نمطي لشخصية المستثمر العقلاني وما يجب أن يعمله، وكذا اقتراح صيغ لتحديد المعدل المتوقع لعائد المحفظة ولقياس المخاطر المتوقعة أيضا.

ومن أجل القيام بذلك اعتمد ماركويتز Markwitz على تباين معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة في ظل فرضيات مقبولة واستخرج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفة من خلال العلاقة بين العائد والمخاطرة.

ويقصد بالمحفظة تشكيلة من الاستثمارات المختلفة التي يتولد عن كل منها عائد، ومخاطرة معينة، ويكمن الهدف من تكوين المحفظة في تحقيق أقل مستوى من المخاطرة عند مستوى مقبول من العوائد.

كما تعرف نظرية المحفظة بأنها:" نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين عائد وخطر الاستثمار في موجودات معينة (مادية أو مالية)".

وتعتبر نظرية المحفظة بمثابة ثورة فكرية في عالم التمويل والاستثمار، حيث ساهمت في إمكانية قياس مخاطر الاستثمار كميا، وبالتالي لم يعد المستثمر يعتمد على العائد المتوقع فقط كأساس لاختيار الاستثمارات، بل أضيف إليه عامل المخاطرة.

وتعرف نظرية المحفظة بأنها: " الإطار المعرفي الذي يمكن بواسطته تقدير مقدار العائد المتوقع والمخاطرة للمحفظة".

كما تعرف بأنها:" نظرية الاختيار بين المشاريع الخطرة، وبالتالي فهي نظرية للمخاطر تهتم بالضرورة بتكوين محافظ مالية أقل خطورة وهذا بالاعتماد على مبدأ التنويع، إلا أن هذا لا يعني أبدا إزالة الخطر كله وإنما التقليل منه فقط"[1].

الفرع الثاني: فرضيات نظرية المحفظة المالية

حيث استند ماركويتز في نظريته على خمسة فروض رئيسية، وهي كالآتي:

1. ينظر المستثمر إلى كل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع خلال فترة زمنية محددة؛
2. يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، وأن منحنى المنفعة له يعكس تناقصا في المنفعة الحدية للثروة؛
3. ينظر المستثمر إلى المخاطر باعتبارها تشير إلى التقلب في العائد المتوقع؛
4. يبني المستثمر قراره على متغيرين أساسين فقط، هما: العائد والمخاطرة؛
5. جميع المستثمرين يكرهون المخاطر، وبالتالي إذا كان المستثمر يفاضل بين بديلين لهما نفس العائد فإنه سيختار اقلهما مخاطرة. وفي المقابل إذا كان يفاضل بين بديلين على ذات الدرجة من المخاطر فإنه سيختار البديل الأعلى عائدا.

وتشير فروض نظرية المحفظة إلى أن العائد المتوقع والخطر هما متغيران أساسيان ولهما أهمية كبيرة في اختيار المحفظة المالية المناسبة، فإذا كانت لدينا محفظتان « a » و « b » فإنه ينتج ما يلي[2]:

– إذا كان المستثمر الرشيد أمام الخيار بين محفظتين استثماريتين لهما نفس العائد مع اختلاف في درجة خطر كل منهما فإنه سيختار المحفظة ذات المخاطرة الأقل أي إذا كان:

- عائد المحفظة « a » يساوي عائد المحفظة « b » $Ra= Rb$ ؛
- خطر المحفظة « a » وهو δ_a أقل من خطر المحفظة "b" أي δ_b، $\delta_a < \delta_b$ فإن المحفظة « a » تعتبر اقل من المحفظة « b ».

[1]- Marie agnès leutenegger، "Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers" , 2e édition، Economica، Paris, 1999، P39.

[2] - Mondher Bellalah, Gestion de portefeuille (analyese quantitative de rentabilité et des risques), Pearson education, 2004, p 19.

- إذا كان المستثمر الرشيد أمام الخيار بين محفظتين استثماريتين لهما نفس درجة المخاطرة مع اختلاف في العائد المتوقع منهما، فسيختار المحفظة ذات العائد الأعلى.

$$Rb<Ra$$

$$\delta_b=\delta_a$$

وبالتالي فإن المحفظة « a » أفضل من المحفظة « b ».

الفرع الثالث: المحفظة الاستثمارية المثلى

1-مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى:

إن مفهوم المحفظة المثلى هو مفهوم نسبي وليس مطلق، لذلك يصعب وضع نموذج عام وموحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين، وبالتالي فان مصطلح المحفظة المثلى هو من وجهة نظر مستثمر معين فقط، هذا الأخير له ميول واتجاهات تختلف عن ميول واتجاهات مستثمر أخر، ويتضح ذلك من خلال مدى تفضيل أو درجة تجنب المستثمر للمخاطر، حيث يتم تحديد حجم الاستثمارات الموجهة إلى الأصول عديمة الخطورة على حساب الأصول الخطيرة، وهذا التوجه لا يمكن أن يتفق عليه جميع المستثمرين، وبالتالي ستكون المحافظ الاستثمارية متنوعة في المحصلة، مما يجعل المحفظة مثلى بالنسبة إلى مستثمر وغير مثلى بالنسبة إلى مستثمر آخر يميل إلى المخاطر.

وتعرف المحفظة المثلى من وجهة نظر المستثمر الرشيد بأنها: " تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبطريقة تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها"[1].

وتعرف أيضا بأنها: " يقال عن محفظة مالية أنها مثالية بالنسبة لمجموعة المحافظ الأخرى وهذا إذا كانت تتميز بدرجة عائد أكبر عند مستوى معين من الخطر، وإذا كانت تتميز بدرجة مخاطرة أقل عند مستوى معين من العائد"[2].

من التعريفين السابقين نستنتج بأن المحفظة المثلى هي المحفظة التي تشمل مجموعة من الأصول المتنوعة والمتوازنة التي تحقق للمستثمر أكبر عائد عند مستوى معين من المخاطرة.

[1] - Sharpe, Wiliam,f & Alexander, Gordon J & Bailey, Jeffery V, "Investments", 6th ed, Prentice Hall, 1999, p 171.
[2] - Soufi Menouar, Gestion de portefeuille : Busniss Risk, Risque financier, Risque de change, Office des publications Universsitaires, Algé, 2003, p 30.

2-مراحل بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

يقوم المستثمر أثناء عملية بناء المحفظة باختيار المحفظة المثلى التي تعظم له العائد المتوقع عند مستوى معين من مخاطرة المحفظة، وهذه المحفظة هي المحفظة الكفؤة لماركويتز.

حيث نميز بين ثلاث قواعد أساسية لبناء محفظته وهي مكونة من أصلين ماليين سهم A وسهم B، كما يلي:

1. أن معدل عائد المحفظة هو المعدل المرجح للعائدات المتوقعة للأوراق المالية المكونة للمحفظة أي أن:

$$R_p = W_A R_A + W_B R_B$$

حيث أن:

R_p: يمثل معدل عائد المحفظة؛

W_A و W_B : تمثل الوزن النسبي لكل من السهم A وB؛

R_A و R_B: تمثل عائد كل من السهم A وB.

2. معدل العائد المتوقع للمحفظة هو المعدل المرجح للعائدات المتوقعة للأوراق المالية المكونة للمحفظة أي أن:

$$E(R_P) = W_A E(R_A) + W_B E(R_B)$$

حيث أن:

$E(R_P)$: يمثل معدل العائد المتوقع للمحفظة.

3. التباين لعائد المحفظة المتكونة من سهمي A وB هو كالآتي:

$$\delta_p^2 = (W_A \delta_A)^2 + (W_B \delta_B)^2 + 2(W_A \delta_A)(W_B \delta_B) P_{AB}$$

حيث أن:

P_{AB}: يمثل معامل الارتباط بين السهم A والسهم B.

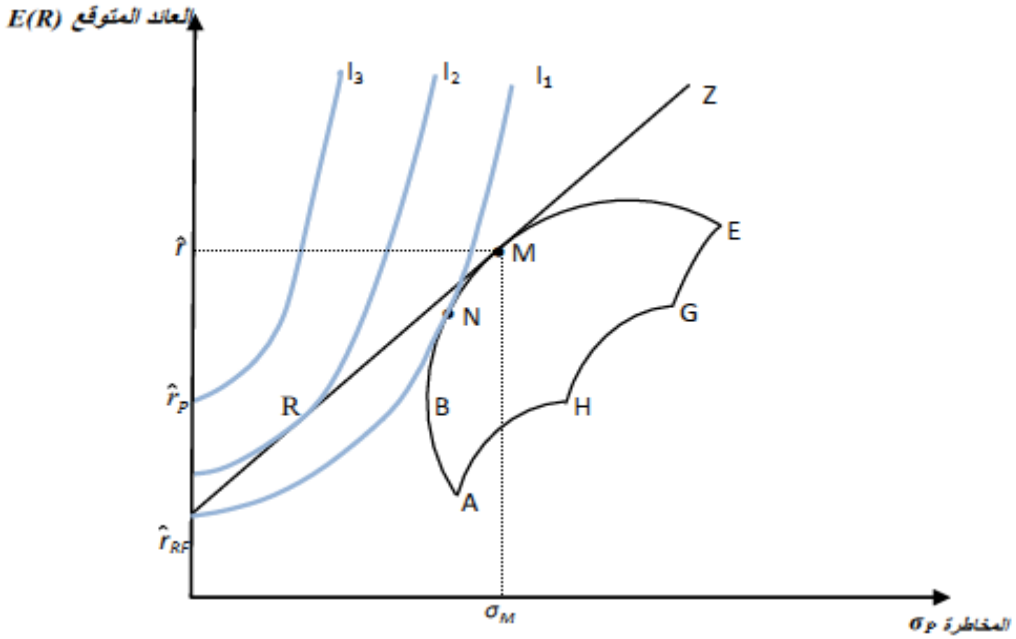
ويتضح من المعادلة أعلاه أثر التنويع، وأن مخاطر المحفظة تقل كلما كان الارتباط بين مكوناتها ضعيفا أو سالبا.

إذن فالقرار الاستثماري الأمثل يتطلب من المستثمر قيامه باتخاذ قرارين منفصلين وهما:

- تحديد مجموعة المحافظ الكفؤة؛
- اختيار المحفظة المثلى من بين مجموعة المحافظ الكفؤة.

في هذا الشأن، قام ماركوتز بإنشاء ما يعرف بمنحنى الحدود الكفؤة (frontière efficiente) التي تمثل مجموعة من المحافظ المختارة المتوفرة للمستثمرين عند الاستثمار في شكل مجموعات مختلفة من الأوراق المالية ذات المخاطرة، وهذا المنحنى يمثل بواسطة المنطقة الممثلة بالنقاط AMEG الظاهرة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-1): نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى



Source: Waston, Denzil & Head, Antony, "Corporate finance-Principles & Practice", 2nd ed, Financial times prentice-Hall, 2001, p 228.

أي أن المستثمر يمكن أن يضع استثماره في أي نقطة على هذا المنحنى، إلا أن المستثمر الرشيد يستثمر فقط في تلك المحافظ التي تقع على الحدود الكفؤة الممثلة في النقاط BME في الشكل السابق، وذلك لأن المحافظ على قوس الدائرة أكثر كفاءة من جميع المحافظ الأخرى على منحنى المحافظ الكفؤة، فهي إما أن تعطي أعلى عائد لمستوى معين من المخاطرة أو أقل مخاطرة لمستوى معين من العائد، وإذا ما تمت مقارنة مجموعة المحافظ A مع N على حدود المنحنى فنجد أن كلا منهما له المستوى نفسه من المخاطرة ولكننا نستطيع أن نرى أن المحفظة N تعطي عائدا أعلى من غير حدوث أي مخاطرة إضافية، وأن كل المحافظ على قوس الدائرة بين E و A محاطة بواسطة المحافظ على القوس BME لذلك يمكن أن نعدها كفؤة، بالنسبة إلى أي مستثمر مع منحنيات المنفعة الممثلة ب(I_1, I_2, I_3).

وبالتالي، فإن المحفظة المثلى تتكون عند النقطة N عندما يكون منحنى المنفعة ملامسا للحدود الكفؤة.

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (the Capital Asset Pricing Model)

يعتبر هذا النموذج بمثابة امتداد لنظرية ماركويتز، وهو من أكثر النماذج المعروفة والأكثر استعمالا في مجال إدارة المحفظة المالية، يعتمد أساسا على فكرة العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطرة.

الفرع الأول: التعريف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يقوم نموذج CAPM على فكرة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، حيث قدم ويليام شارب هذا النموذج لأول مرة سنة 1964 لاستخدامه كأساس لتقييم الاستثمار في الأوراق المالية، فالمستثمر غالبا ما تتجه اهتماماته إلى عائد ومخاطر المحفظة ككل، وليس إلى عائد ومخاطر كل ورقة مالية على حدى، ومن الثابت أن التأثير المرتبط بمخاطر الورقة المالية يقل بدرجة كبيرة في حال الاحتفاظ بها ضمن محفظة الأوراق المالية.

وبالتالي فإن تكوين محفظة منوعة جيدا سيساهم في القضاء على ذلك الجزء من المخاطر، التي عادة ما تكون مخاطر غير منتظمة، ويبقى فقط جزء من المخاطر المنتظمة الذي لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع.

يبين هذا النموذج العلاقة بين العائد والمخاطرة، ويعرف بأنه مقياس نظري غير علمي للمخاطرة والعائد المطلوب، ويقوم على فكرة التباين المشترك في العائد النسبي لمخاطرة سوق معينة، ويمثل أيضا معادلة خط السوق SML التي تبين العلاقة بين العائد المتوقع وبيتا، وفعلا يظهر هذا النموذج العائد المتوقع لموجود معين إذ يعتمد على ثلاث عناصر وهي كالآتي:

- القيمة الزمنية للنقود التي تقيس نسبة الفائدة الخالية من المخاطرة R_F وهي مكافأة التخلي عن النقود لمدة معينة من غير المخاطرة؛
- المكافأة والعلاوة على المخاطرة النظامية R_M-R_F؛
- مقدار المخاطرة النظامية والمقاسة ببيتا β.

إن نموذج CAPM للمحفظة يعمل تماما مثل CAPM للورقة المالية المنفردة، ولكي يتم تجاهل تأثير المخاطر غير النظامية على تقييم الأوراق المالية فإن ذلك يتطلب من المستثمرين الحصول على تنويع لهذه المخاطر من خلال تنويع المحافظ التي يمتلكونها[1].

[1] - Ross, Stephen A, Wester field, Randolph W, & Jaffe, Jeffrey F, & Jordon, Bradford D, "Modern Financial Management", McGraw-Hill Irwin, 2008, p 360.

وتمت صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) بالمعادلة التالية:

$$Ri = RF + \beta i(Rm - Rf)$$

حيث:

R i : معدل العائد المطلوب على السهم i؛

RF : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

βi: معامل الخطر بين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائدة في السوق؛

Rm: معدل العائد على محفظة السوق؛

$\beta i(Rm - Rf)$: علاوة المخاطر أي معدل العائد المطلوب إضافة إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة ؛

$(Rm - Rf)$:علاوة مخاطرة السوق[1]؛

ويحسب معامل بيتا بالعلاقة التالية[2] :

$$\beta = \frac{\text{cou}(Rm, Rm)}{\text{Var}(Rm)}$$

حيث:

βi : معامل الخطر يبين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائد في السوق؛

$\text{Var}(Rm)$: إنحراف عائد السوق؛

$\text{Cov}(Ri, Rm)$: التغاير بين عائد الورقة المالية وعائد السوق.

وتنقسم معادلة نموذج CAPM إلى قسمين هما:

1-العائد الخالي من المخاطرة (R_F RISK FREE RETURN):

ويمثل العائد المطلوب للموجودات الخالية من المخاطرة وخصوصا سندات الخزينة القصيرة الأجل.

2-علاوة المخاطرة (RISK PREMUIM):

تتكون من عنصرين أساسين هما علاوة مخاطرة السوق والتي تمثل العلاوة التي يستلمها المستثمر مقابل قبوله لمعدل مخاطرة موجودات محفظة السوق.

[1] -Grigoris Michailidis , stavros tsopoglou ,et autre ,testing the capital Asset pricing Model (CAPM):THE Case of the Emerging greek securities Market , International Research journal of Finance and Economics, p:10 .

[2]- Eugene F.Fama and Kenneth r. French, the capital Asset Pricing Model: the ory and Evidence, journal of Econonic pers pectivrs –volume 18, number 3, Summer, 2004, p 28.

الفرع الثاني: فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

هناك مجموعة من الفرضيات التي تقود إلى نموذج CAPM مع افتراض أن المستثمر يتجنب المخاطرة بطبيعته، نلخص أهمها فيما يلي:

1. يتم التعامل في سوق المنافسة التامة؛
2. كل المستثمرين لهم تخمينات متطابقة وتوقعات متجانسة؛
3. لا يدفع المستثمرون ضرائب ولا مصاريف الصفقات؛
4. يستطيع المستثمرون الاقتراض والإقراض بسعر فائدة خالية من المخاطرة وبكميات غير محدودة؛
5. كل المستثمرين يحاولون بناء محافظ كفؤة، أي إنهم يتصفون بالرشادة والعقلانية؛
6. كل المستثمرين يخططون لامتلاك الورقة المالية لمدة واحدة متطابقة؛
7. المستثمرون يقومون بتكوين محافظ من أنواع مختلفة من الموجودات مثل الأسهم والسندات.

غالبا ما تكون هذه الفرضيات غير واقعية إلا أن النموذج استخدمها لأنه يأخذ بعين الاعتبار مخاطرة السوق معالجة بمعامل بيتا.

الفرع الثالث: خط السوق للأوراق المالية

1-مفهوم خط السوق:

يمثل خط سوق الأوراق المالية (LMS) العلاقة الخطية بين معدل العائد المطلوب على ورقة مالية ودرجة مخاطرتها المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا، فعند مستوى معين من المخاطرة المنتظمة، يبين خط سوق الأوراق المالية معدل العائد المطلوب المقابل، حيث أن ميل خط سوق الأوراق المالية هو علاوة مخاطرة السوق وهو ثابت.

2-معادلة خط السوق:

تكون معادلة خط السوق على النحو الآتي:

$$SML = RF + \beta\,(RM - RF)$$

حيث:

FR: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة؛

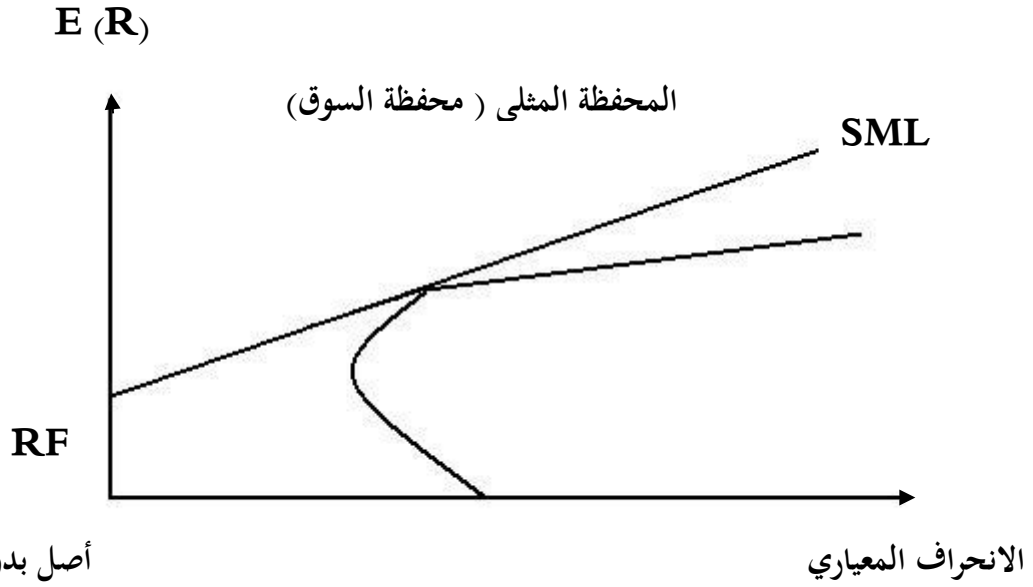
MR: عائد محفظة السوق[1].

[1] – محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص222-223.

3-منحنى خط السوق:

يكون منحنى خط السوق على النحو الآتي:

الشكل رقم (2-2): منحى خط السوق



Source: Jonathan Berk et Peter Demarzo, Finance d'entreprise, Traduit de l'anglais par Thomas Baron et autres, Pearson Educations, Paris, 2008, p 289.

المطلب الثالث: نموذج التسعير بالمراجحة

يعتبر نموذج التسعير بالمراجحة من أحدث النماذج المفسرة للعائد على الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أن المخاطر على سعر الورقة المالية استنادا لهذا النموذج تتمثل في صنفين أولهما المخاطر المنتظمة وثانيهما المخاطر الغير منتظمة، وإن ما يميز هذا النموذج عن غيره شموليته لكافة المخاطر.

الفرع الأول: تعريف نموذج التسعير بالمراجحة

تعد نظرية تسعير المراجحة نظرية للتوازن، حيث تحكم هذه النظرية العلاقة بين عائد الورقة المالية والمتغيرات المؤثرة في ذلك العائد، قدمها ستيفن روس (ROSS)عام 1976، وهي تعتبر بمثابة بديل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، بمعنى أدق فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو حالة خاصة من نظرية تسعير المراجحة.

تحكم هذه النظرية العلاقة بين عائد الورقة المالية والعوامل المؤثرة على هذا العائد كما هو موضح في المعادلة التالية:

$$E(R_i) = \alpha_i + B'_{I1} I_1 + B'_{I2} I_2 + ... + B'_{In} I_n + \varepsilon_i$$

حيث:

$E(R_i)$: العائد المتوقع على الورقة المالية؛

α_i : العائد المتوقع على الورقة غير المرتبط بالعوامل؛

$I_1, I_2, ..., I_n$: العوامل المشتركة لكل الأوراق المالية وعددها n؛

ε_i : العائد المتوقع على الورقة الإضافي المرتبط بها؛

$B'_{I1}, B'_{I2}, ... B_{In}$: معاملات حساسية العائد المتوقع للورقة (i) للعوامل.

إذن فتبعا لنظرية تسعير المراجحة فإن العائد ينقسم إلى جزأين: جزء غير منتظم، وجزء منتظم يتأثر فيه العائد بمجموعة من العوامل المشتركة وكل عامل مرتبط بمعامل حساسية، هذا الأخير الذي يلعب بالنسبة للعامل نفس الدور الذي يلعبه بالنسبة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، إلا أن العامل هنا هو السوق[1].

الفرع الثاني: فرضيات نموذج التسعير بالمراجحة

يقوم هذا النموذج على تقديم مقاربة مختلفة لتسعير الأصول الرأسمالية تعتمد على منطق المراجحة، وقد تم بناؤه على ثلاثة فرضيات أساسية، هي كالتالي:

1. اتسام سوق رأس المال بالمنافسة الكاملة، مما يعني عدم وجود تكلفة للمعاملات، أو تكلفة للإفلاس، أو تكلفة في شكل ضرائب كما لا توجد قيود على البيع على المكشوف.
2. محصلة عائد الورقة المالية يخضع لعدد من العوامل.
3. يسعى المستثمر دائما إلى تعظيم ثروته[2].

كما أضاف هارينجتن "Harington" وإلتون وجريبر"Gruber et Elton " ثلاث فروض أخرى هي كالآتي:

1. تجانس توقعات المستثمرين بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة في عائد الورقة المالية.
2. لا توجد مخاطر تحيط بفرص المراجحة.
3. التساوي بين معدل الإقراض ومعدل الاقتراض.

[1]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 515.

[2]-إيهاب دسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة "المفاهيم الأساسية للاستثمار في البورصة -البورصة المصرية الأمريكية-"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 28.

الفرع الثالث: التوازن في نظرية التسعير بالمراجحة

تتعرض الأوراق المالية حسب نموذج التسعير بالمراجحة لعوامل تحقق نفس العائد وهذا ما يسمى بقانون السعر الواحد، وفي حالة عدم حدوث هذا القانون تبدأ عملية المراجحة، أين يقوم المراجحون باندفاع لشراء الورقة ذات العائد المتوقع أن يرتفع وبيع الورقة ذات العائد المتوقع أن ينخفض، والنتيجة هي ارتفاع سعر الورقة المالية الأولى وبالتالي انخفاض عائدها، وانخفاض سعر الورقة الثانية وبالتالي ارتفاع عائدها، وتستمر العملية إلى أن يتساوى عائد الورقتين وبالتالي اختفاء أرباح المراجحة وذلك بتساوي عائد الورقتين، وفي الأخير يصبح عائد الورقة المالية عبارة عن عائد يعوض عن المخاطر المصاحبة للعوامل، بالإضافة إلى عائد مقابل الزمن أي عائد على الاستثمار خالي من المخاطر، وعليه فنظرية التسعير بالمراجحة هي نظرية توازن.

إن اعتماد قانون السعر الواحد في نظرية التسعير بالمراجحة يجعل المستثمرين أصحاب المحافظ المالية يقومون بعملية مراجحة لا تنطوي على أية مخاطرة، وهذا نتيجة قيامهم ببيع وشراء المحافظ المالية دون اللجوء إلى استخدام مواردهم الذاتية، ولعل الطريق الملائم للقيام بعملية المراجحة هو البيع على المكشوف، أي قيام المراجح ببيع المحفظة الخاصة بالمستثمر (أ) إلى مستثمر(ب) وهذا بعد توقع انخفاض سعرها في المستقبل، فإذا صحت التوقعات فإن هذا المراجح سوف يقوم بشراء محفظة المستثمر (أ) مما يجعل المراجح يربح الفرق بين السعر القديم والسعر الجديد المنخفض دون أن يستعمل موارده الخاصة هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن المحافظ التي كان من المتوقع انخفاض سعرها والتي تم بيعها، سوف يرتفع عائدها بانخفاض سعرها فعلا، عكس المحافظ التي تم شراؤها، حيث يرتفع سعرها وبالتالي ينخفض عائدها، وبهذه الطريقة يحدث التوازن في السوق، وهذا ما يؤدي إلى وجود علاقة خطية بين العائد المتوقع من الاستثمار ومعامل حساسية ذلك العائد للعوامل المؤثرة فيه.

كما تجدر الإشارة إلى أن المراجح يقوم ببيع محفظة لا يملكها أي يقوم بتمويل شراء المحفظة البديلة للمحفظة الأولى، مما يجعله يتفادى كليا المخاطر ويحقق عائد ناجم عن الفرق بين عائدي المحفظتين وهو عائد خالي من المخاطر وهذا ما يطلق عليه في ظل هذه النظرية بالمحفظة ذات المعامل بيتا المساوي للصفر $(B = 0)$[1].

[1]- Mondher Bellalah , OP cit , P (93).

المبحث الثالث: إدارة المحفظة المالية

لإدارة وتسيير محفظة الأوراق المالية وجب على المستثمر إتباع بعض الخطوات والطرق الضرورية لتسييرها وإدارتها بشكل جيد مع انتهاج أفضل الاستراتيجيات والسياسات التي من شأنها أن تحقق أحسن توليفة للعائد والخطر، حيث سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم إدارة المحفظة المالية والهدف منها، طرق وخطوات تسييرها بالإضافة إلى أهم السياسات والاستراتيجيات المتبعة في إدارتها.

المطلب الأول: التعريف بإدارة المحفظة المالية والهدف منها

إن تحقيق الأهداف المسطرة من وراء تكوين المحفظة المالية يرتبط بمدى خبرة مدير المحفظة ومعرفته بأحوال السوق الرأسمالية بغية تحقيق الأرباح والعوائد المناسبة.

الفرع الأول: التعريف بإدارة المحفظة المالية

تعرف إدارة محفظة الأوراق المالية بأنها: " عبارة عن فن له أصوله وقواعده، كما تعتبر كعلم له نظرياته ومناهجه، وهي في نفس الوقت خبرة تكتسب وتتطور وتزداد مع مرور الوقت، فبقدر ما تخضع لتخطيط ودراسة وعمليات تدوير لأوراقها المالية وتنظيم لمكوناتها وتواريخ استحقاق أوراقها ومتابعة لعملياتها، فإنها بصورة أو بأخرى تخضع لعوامل شخصية متعلقة بمدير المحفظة ومدى درجة علمه وخبرته في هذا المجال"[1].

كما يمكن تعريفها بأنها: " عملية مستمرة وتستجيب للظروف الاقتصادية السائدة وكذلك لميول واتجاهات المستثمرين نحو العائد والمخاطرة "[2].

من التعريفين السابقين نستنتج بأن إدارة محفظة الأوراق المالية عبارة عن عملية تقوم على التخطيط وتنظيم عمليات الاستثمار في الأوراق المالية المكونة للمحفظة، وغالبا ما ترتبط بميول وخبرة مدير المحفظة.

[1]- Alain choienel, Gérard Rouyer, Préface de : La Gestion de portefeuille, Revue : Marché financier (structure et acteur), collection de banques ITB, p353.

[2] –شهاب الدين حمد النعيمي، مرجع سابق، ص8.

الفرع الثاني: أهداف إدارة المحفظة المالية

إن الهدف الرئيسي لأي مستثمر من وراء إدارة المحفظة المالية هو الوصول إلى محفظة مثلى، وتتمثل الأهداف الأساسية من إدارتها فيما يلي:

1-المحافظة على رأس المال الأصلي:

يشكل هذا الهدف الهم الأكبر لمدير المحفظة، حيث يسعى هذا الأخير من خلال إدخال أنواع من الاستثمار إلى تحقيق الأرباح والعوائد المناسبة، لكنه قبل هذا يهتم باسترداد رأسماله الأصلي.

2-تحقيق أقصى عائد ممكن:

يعتبر هذا الهدف بمثابة الحافز الأساسي للاستثمار، حيث يأخذ مدير المحفظة هذا المعيار في الحسبان عندما يقوم بتكوين المحفظة المالية.

3-نمو رأس المال وتعظيم الثروة:

من الأهداف الرئيسية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها نمو رأس المال وتعظيم الثروة، حيث يمثل هذا الهدف مؤشر للنجاح في العملية الاستثمارية، لهذا يسعى مدير المحفظة لتحقيقه من خلال تكوين محفظة استثمارية تشتمل على أوراق مالية ذات نوعية جيدة ترافقها زيادة في القيمة السوقية.

4-التنويع:

يعد التنويع بمثابة القاعدة الأساسية التي يرتكز عليها مفهوم المحفظة، لذلك من الضروري أن يراعي مدير المحفظة تكلفة التنويع والإدارة والصيانة والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة، ونميز بين عدة أنواع من التنويع وهي البسيط، العشوائي والتنويع الكفؤ الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة كمعامل الارتباط بين مكوناتها مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر.

5-تلبية متطلبات السيولة:

يعتبر توفر السيولة النقدية في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى أمرا في غاية الأهمية، ويعد من الدوافع الرئيسية لتشكيل محفظة استثمارية تضم أوراق مالية قصيرة الأجل، سهلة التسويق وسريعة التحول إلى نقدية، خاصة في ظل تعرض هذه المؤسسات إلى طلبات المودعين والمقترضين من أجل الحصول على السيولة.

6-تجنب التعرض لمخاطر الإفلاس:

يسعى المستثمر من خلال تكوينه للمحفظة الاستثمارية إلى تقليل المخاطر، حيث من الضروري أن يأخذ في الحسبان أن المخاطر الشديدة يمكن أن تقود إلى بعثرة الثروة والإفلاس، لذلك وجب عليه وضع هدف أساسي وهو تحقيق أعلى عائد ممكن بأقل نسبة من المخاطرة[1].

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في إدارة المحفظة المالية

إن إدارة المحفظة المالية تتأثر بمجموعة من العوامل وتخضع لعدة اعتبارات كونها معرضة للعديد من التغيرات التي تطرأ على البيئة الاستثمارية.

الفرع الأول: العوامل المؤثرة في إدارة المحفظة المالية

1-معدل الفائدة:

إن الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية واستمرار التعامل بها يرتبط بشكل أساسي بالعائد الذي من الممكن أن تذره هذه الورقة، لذلك فإن عملية إدارة المحفظة المالية تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الأوراق المالية المكونة لها، وكذا مقارنته بالعائد السائد في السوق.

ومن جهة أخرى العمل على متابعة عوائد الأوراق المالية الجديدة التي تم طرحها في السوق الأولية، كون هذا الأمر يؤثر على قرار الاحتفاظ أو التخلي عن الأوراق القديمة التي يمتلكها المستثمر.

إذن فإدارة المحفظة المالية تتأثر بمدى تقلب أسعار الفائدة سواء على المدى الطويل أو القصير، حيث غالبا ما تمر أسعار الفائدة بتقلبات حادة على المدى القصير لأنها تخضع لتأثير المتغيرات الظرفية قصيرة الأجل، في حين يعتبر الاستثمار على المدى الطويل أقل عرضة لتقلبات أسعار الفائدة، وذلك لأنه مرتبط بتغيرات هيكلية عادة ما تكون بطيئة وقليلة.

2-سعر الورقة المالية:

أي القيمة السوقية للورقة، والتي تتحدد انطلاقا من تقلبات العائد ومقارنته بالعائد السائد في السوق، حيث كلما كان سعر الورقة المالية في السوق في تزايد تراكمي كلما زاد الاحتفاظ بها، وذلك لأن الزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظرا لما تحققه من ربح رأسمالي.

[1] - يوسف سعداوي، مرجع سبق ذكره، ص 299-301.

3-الكوبون:

أي أنه كلما اقترب موعد دفع الكوبون كلما ارتفع سعر الورقة المالية وبالتالي زيادة الطلب عليها.

4-التضخم (تراجع القوة الشرائية للورقة المالية) :

بما أن التضخم يفقد النقود قيمتها فإن المستثمر يرى بأن الاحتفاظ بها دون استثمار أمر غير رشيد، لذلك غالبا ما يقبل الأفراد على الاستثمار في الأصول العينية والأوراق المالية في أوقات التضخم على عكس فترات الانكماش.

الفرع الثاني: الاعتبارات الفنية في إدارة المحفظة المالية

1-اعتبارات زمانية ومكانية :

يقصد بالاعتبارات الزمانية تأثير التوقيت والمدة الزمنية التي يستغرقها المستثمر لاتخاذ قرارات الاحتفاظ أو التخلص من الأوراق المالية، أما الاعتبارات المكانية فهي مرتبطة بالمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في سوق معين أو في دولة معينة أو في مكان معين من دولة ما.

2-جودة الورقة المالية:

يقصد بجودة الورقة المالية قابليتها للتداول دون التعرض للمخاطر، ويتم الحكم على جودة ورقة مالية ما عن طريق تحليل البيانات المتوافرة عنها.

3-سلطة وصلاحيات مدير المحفظة المالية :

إن مدير المحفظة أثناء قيامه بإدارتها يجب أن يكون مخولا وأن تمنح له صلاحيات تمكنه من إجراء الارتباطات الحاضرة والمستقبلية، بالإضافة إلى حدود المبالغ المالية التي له الحق في التعامل بها.

4-السياسات المالية والنقدية للدولة:

تأثر السياسات المالية والنقدية للدولة على إدارة المحفظة المالية، كسياسة التوسع في الإصدار النقدي وفي الإنفاق الحكومي الجاري والاستثماري، أو سياسة تخفيض الكتلة النقدية ومالها من تأثير على أسعار الأسهم وعوائد السندات[1].

1 - Mondher Bellalah, op cit, p 07.

المطلب الثالث: أسس وطرق إدارة المحفظة المالية

لبناء وتسيير أية محفظة للأوراق المالية وجب إتباع بعض الخطوات اللازمة لإدارتها بشكل جيد والوصول إلى أحسن عائد محقق.

الفرع الأول: أسس إدارة المحفظة المالية

هناك مجموعة من الأسس التي ينبغي على المستثمر مراعاتها أثناء إدارته للمحفظة المالية وتتمثل فيما يلي:

1-التخطيط:

أي تحديد الأهداف بوضوح قبل البدء في عملية بناء المحفظة وذلك من أجل الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات ويخلف آثار على رأس المال، مما يتطلب التفكير الجيد وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبدائل متاحة تنسجم مع أهداف المستثمر.

2-التوقيت:

أي دراسة السوق واحتمالات نشاطه مما يساعد على اتخاذ القرار بدخول السوق أو الخروج منه، خاصة أن أسعار الأوراق المالية تتحرك في السوق نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي للبلد المعني، الأمر الذي يجعل عملية الشراء بأدنى الأسعار والبيع بأعلاها باستمرار أمر صعب للغاية.

3-التحفظ والعقلانية:

أي أنه يجب على المستثمر أن يتميز بسلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية، فحسب مبدأ المنفعة فان المستثمر الذي يدير المحفظة لابد أن يقوم بتحديد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة ويتجنب الأحداث غير المتوقعة التي قد تأثر سلبيا في رأس مال المحفظة.

4-الإشراف والمتابعة:

يقصد بهذا العنصر القيام بمراجعة دورية والإشراف المباشر لمدير المحفظة على مكونات محفظته، لأن استراتيجية الشراء والاحتفاظ بالأوراق المالية دون متابعتها والإشراف على ظروف السوق قد يعرض المحفظة إلى خسائر التي من الممكن أن تطال رأس المال المستثمر[1].

[1] - JL. VIVANI، «Gestion de portefeuille» , 2e édition، Dunod، Paris, 2001, P 123.

الفرع الثاني: طرق إدارة المحفظة المالية

نميز بين عدة أشكال لإدارة المحفظة المالية تختلف باختلاف سلوك مالك المحفظة وتوجهاته، نذكر منها ما يلي:

1-الإدارة الفردية:

هي أن يقوم المستثمر بإدارة المحفظة المالية بنفسه إلا أن هذا يتطلب توفر الوقت اللازم حتى يتمكن من متابعة تحركات الأوراق المالية في السوق، وبالتالي يقوم باتخاذ قرار البيع أو الشراء، بالإضافة إلى توفر الخبرة والتخصص الضروريين لتحقيق الأهداف المرغوب فيها مع تخفيض المخاطر قدر الإمكان[1].

2-الاستعانة بمستشار متخصص:

يلجأ المستثمر صاحب المحفظة المالية في هذه الحالة إلى متخصصين من أجل الحصول على الاستثمارات المالية لكن القرار النهائي يبقى في يد صاحب المحفظة.

3-إبرام عقد لإيداع الأوراق المالية (le contrat de dépot des titres):

في هذه الحالة يقوم المستثمر صاحب المحفظة المالية بإبرام عقد مع أحد البنوك أو المؤسسات المالية لإيداع أوراقه المالية على أن يتم ردها عند الطلب، ولا يباشر المودع لديه القيام بأية عملية متعلقة بإدارة هذه الأوراق إلا إذا كانت ضرورية لحفظ حقوق صاحب المحفظة، هذا الأخير يتولى إدارة المحفظة المالية بنفسه[2].

4-الإدارة الجماعية:

يقوم المستثمر في هذه الحالة بتوظيف أمواله في هيئات التوظيف الجماعي " organisation de placement collectif et des valeurs mobilières" وذلك لما توفره من أمان نظرا للخبرة التي تتمتع بها في مجال الاستثمار، حيث يلجأ المستثمرون إلى هذا الشكل لإدارة المحفظة المالية تفاديا منهم للتسيير الذاتي لها، والذي يتطلب إلماما واسعا بالنشاط المالي في السوق المالي.

5-عقد إدارة (le mondât de gestion):

يمكن للمستثمر وفقا لهذا الشكل، أن يقوم بتفويض أحد الشركات المتخصصة لإدارة محفظته إدارة كاملة، أي يخول لها وضع خطة الاستثمار وتنفيذها، ويتم ذلك بموجب عقد يطلق عليه عقد وكالة، ويعتبر هذا الشكل من الأشكال

[1] - Josette Peyrard, op cit, p 204.

[2] – هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دراسة قانونية مقارنة، دار الجامعة، مصر، 1999، ص 3-4.

المرغوبة والمفضلة لدى المستثمرين مالكي المحافظ المالية، مع العلم أن القائم على هذا الشكل من أشكال الإدارة يمكن ان يكون شركة متخصصة في إدارة المحافظ المالية، أو بنك تجاري أو مسير للمحافظ المالية[1].

المطلب الرابع: المراحل الأساسية لإدارة المحفظة المالية

إن إدارة محفظة الأوراق المالية تمر بثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها فيما يلي[2]:

الفرع الأول: تحديد أهداف المستثمر

يسعى المستثمر إلى تحقيق مجموعة من الأهداف وهي كالآتي:

1-حفظ رأس المال:

إن المستثمر عندما يقبل على الاستثمار، يكون هدفه على الأقل المحافظة على رأس ماله ليس فقط بالقيمة التي استثمرها ولكن يسعى للحفاظ على القوة الشرائية للأموال المستثمرة، فإذا كان يفضل الاستثمار بأمان فهو يختار في هذه الحالة محفظة مكونة من سندات الخزينة وسندات ذات جودة عالية، قصد ضمان حماية مثلى لرأس المال، على عكس المحافظ التي تتكون من أسهم فإنها لا تضمن الحماية لرأس المال كونها تنطوي على مخاطر عالية.

2-العائد:

إن الهدف الرئيسي للمستثمر هو الحصول على عائد دوري، مستمر ومرتفع نسبيا، لذلك عليه أن يختار محفظة تتكون من سندات وأسهم تقدم توزيعات مرتفعة بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال.

3-السيولة والقابلية للتداول:

إن الأوراق المالية التي تتصف بقابلية التداول وإمكانية بيعها بسهولة وبسرعة تكون محل اختيار المستثمرين، حيث تعتبر حيازة أوراق مالية ذات سيولة عالية وتجنب تلك الأوراق ذات التداول البطيء أمرا مهما كون هذه الأخيرة تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة.

4-سهولة التمييز:

هناك نوع من الأوراق المالية التي تتطلب متابعة مستمرة من المستثمر والقيام بدراسات تحليلية للتمكن من اتخاذ القرار بخصوصها، هذا النوع من الأوراق المالية يتطلب وقتا وجهدا وتكاليف كبيرة لإدارتها، وبالتالي فالمستثمر الذي لا يريد بذل جهد كبير في تسيير محفظته يتجنب حيازتها.

[1]- فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك "مدخل كمي استراتيجي معاصر"، دار وائل للنشر والتوزيع، رام الله، 2000، ص 3-4.

[2] - Mouriddette, Valeur mobilière et gestion de portefeuille, S.M.G, 2 ème édition, 1999, p 16.

5-المزايا الجبائية:

يتأثر المستثمر بالمزايا الجبائية، حيث تعتبر الضرائب من العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية، إذن فالمستثمر يقوم بتوظيف أمواله في الأوراق المالية ذات المعالجة الجبائية المميزة، أي أنه يقارن بين البدائل الاستثمارية ويختار أفضلها على أساس العائد.

الفرع الثاني: تحليل مختلف الفرص الاستثمارية

حيث يقوم المستثمر بتحديد الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، ويقوم بتجميع كل المعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها وترتيبها بهدف الوصول إلى المحفظة التي تعكس أهدافه.

1-توزيع الأصول (Asset Allocation):

تؤثر عملية توزيع الأصول بدرجة كبيرة على أداء المحفظة المالية، وتعد من أهم القرارات التي يتخذها المستثمر، إلا أنه نادرا ما يلجأ مدير المحفظة المحترف إلى تحويل جميع أصوله إلى سيولة نقدية، كون ذلك مخالف لأساسيات الاستثمار، لأن عودة ارتفاع السوق فجأة ستفوت فرصة كبيرة لزيادة عائد المحفظة.

وتتطلب عملية توزيع الأصول مراعاة جميع العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم، خاصة العوامل الاقتصادية كأسعار النفط والسيولة المالية وأسعار الفائدة ومدى تأثيرها على أرباح الشركات وبالتالي على اتجاه سوق الأسهم.

2-انتقاء الأسهم (Stock Selection):

إن عملية انتقاء الأسهم التي تتشكل منها المحفظة المالية تقوم على اختيار الأسهم الناجحة وكذا تحديد نسبة شرائها وفقا لنسب معينة متوافقة مع حجم الشركة حيث تؤثر عملية انتقاء الأسهم على تحقيق الأرباح.

هذه العملية تتطلب دراسة تحليلية شاملة للوضع المالي المتوقع للشركات المساهمة في رأس المال، وكذا متابعة قوائمها المالية وتحليل النسب المالية ووضع الشركات ونشاطاتها والتي لها تأثير كبير على قرار شراء أو بيع أي سهم في المحفظة.

3-التوقيت الاستثماري (Timing):

يؤثر التوقيت الاستثماري على نسبة الأرباح المتوقع تحقيقها، وهو أمر مهم جدا بالنسبة للمتعاملين في سوق الأسهم خاصة المضاربين، الذين تنصب جميع قراراتهم على عنصر الزمن.

الفرع الثالث: تقييم كفاءة محفظة الأوراق المالية

تأتي هذه المرحلة بعد تكوين المحفظة المالية، فالمستثمر يقوم بتقييم كفاءتها على ضوء النتائج التي تم التحصل عليها والتغيرات الحاصلة في وضعية الاستثمار.

خلاصة الفصل الثاني:

لقد تناول هذا الفصل أهم المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية، نظرية المحفظة المالية بالإضافة إلى أسس ومراحل وطرق إدارتها، حيث تتمثل محفظة الأوراق المالية في الأصول المالية والاستثمارات التي يمتلكها المستثمر بهدف تحقيق عائد في المستقبل عند مستوى معين من المخاطرة، والتي يسعى من خلال تشكيلها إلى الحصول على أحسن توليفة ثنائية (خطر/عائد).

حيث نميز بين عدة أنواع من المحافظ المالية منها: محفظة الدخل، محفظة الربح، المحفظة المختلطة، المحفظة المهاجمة، المحفظة الحذرة والمحفظة المضاربة، ويخضع تكوين هذه المحافظ إلى مجموعة من القيود والمبادئ التي ينبغي على المستثمر مراعاتها وتحديدها مسبقا من أجل الحصول على محفظة مطابقة لحاجاته ورغباته الاستثمارية، ولبناء أي نوع من المحافظ المالية وجب الالتزام بعدة مبادئ تتمثل في اختيار الأفق الزمني، تهيئة المدخلات الحساسة ونماذج تقدير المحفظة.

وقد تم وضع العديد من النظريات والنماذج لبناء وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية والتي تعتبر أهمها نظرية ماركويتز التي تقوم على إبراز العلاقة الطردية بين مستوى العائد والمخاطرة في استثمار مالي، واستعمال الثنائية الأمثل لاختيار تراكيب الأصل المالي، بالإضافة إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي بين العلاقة بين العائد والمخاطرة عن طريق التباين المشترك في العائد النسبي للمخاطر المرتبطة بسوق معين، لتليه بعد ذلك نظرية المراجحة التي تعتبر بمثابة بديل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، بمعنى أدق فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو حالة خاصة من نظرية التسعير بالمراجحة.

ويرتبط مفهوم المحفظة المالية بعنصرين أساسين هما العائد والمخاطرة، حيث يكمن الهدف من تشكيل المحفظة المالية في الحصول على أعلى عائد بأقل درجة من المخاطرة، هذا الأمر لا يتحقق إلا بتنويع المحفظة المالية بما يضمن توزيع المخاطر فيها، وهنا تظهر أهمية التنويع كاستراتيجية للتخفيض من المخاطر.

الفصل الثالث:

عائد ومخاطر المحفظة المالية

تمهيد:

نظرا لتعدد وتزايد الحاجات والرغبات في المجتمع، أصبح الإنسان يسعى إلى إضافة طاقات إنتاجية جديدة تمكنه من تحقيق الأرباح ومواجهة احتمالات زيادة الطلب واتساع الأسواق، وهذا ما دفعه للاستثمار واستغلال الموارد المتاحة له للحصول على تدفقات مالية، مادية ومعنوية في المستقبل.

إلا أن تحقيق هذه التدفقات والعوائد لا يكاد يكون خاليا من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في عالم الاستثمار، هذا ما يوجب عليه معرفة أساسيات الاستثمار قبل أن يخوض في أسواق المال، مما سيساعده على إدارة أمواله. وتنقسم مخاطر الاستثمار إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة حيث تختلف طرق واستراتيجيات إدارة هذه المخاطر باختلاف طبيعة الخطر الذي يتعرض له المستثمر، فالمخاطر المنتظمة كتقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف هي المخاطر التي لا يمكن التحكم فيها أو السيطرة عليها، أما المخاطر غير المنتظمة فهي المخاطر الراجعة إلى عوامل داخلية مرتبطة بالمنشأة كضعف كفاءة الإداريين والتي يمكن الرقابة عليها وتغطيتها وذلك عن طريق التنويع في الأصول المكونة للمحفظة المالية.

حيث سنتناول في المبحث الأول من هذا الفصل عائد المحفظة المالية، وذلك من خلال التطرق أولا إلى ماهية العائد، ثم سنتحدث عن مفهوم عائد المحفظة المالية وكيفية حسابه بالإضافة إلى نماذج قياس أداء المحفظة المالية.

أما المبحث الثاني فسنخصصه لدراسة مخاطر المحفظة المالية، بداية بمفهومها وأنواعها، مصادرها، أدوات قياسها بالإضافة إلى العوامل المؤثرة فيها. وفي المبحث الثالث والأخير سنقوم بعرض التنويع في المحفظة المالية مرورا بتعريفه وأهميته، أساليبه، استراتيجيات التنويع في المحفظة المالية بالإضافة إلى أشكال التنويع.

المبحث الأول: عائد المحفظة المالية

يعتبر العائد من أهم العوامل المؤثرة في تكوين المحفظة المالية، حيث يسعى المستثمر إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار عند مستوى مقبول من المخاطرة، حيث سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم العائد، عائد المحفظة المالية، بالإضافة إلى نماذج قياس أدائها.

المطلب الأول: ماهية العائد

قبل أن نتطرق إلى تعريف عائد المحفظة المالية، لابد أن نتطرق إلى مفهوم العائد بصفة عامة.

الفرع الأول: مفهوم العائد

يعرف العائد بأنه:" بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداء الاستثمار أو بمعنى آخر يمثل العائد على الاستثمار المكافأة التي يمني المستثمر نفسه بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل"[1].

ويعرف أيضا بأنه: " النسبة المئوية لما يذره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد الإجمالي البسيط بعد طرح ضريبة الدخل منه"[2].

نستنتج من التعاريف السابقة أن العائد هو المقابل الذي يتحصل عليه المستثمر في المستقبل نتيجة استثماره في نوع معين من الأصول، أو نتيجة لتوظيف أمواله في شكل من أشكال الاستثمار المتاحة له.

الفرع الثاني: أنواع العوائد

يسعى كل مستثمر إلى تحديد العائد الذي يتوقع الحصول عليه من الاستثمار، حيث نميز بين كل من العائد على الاستثمار، العائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى عائد فترة الاحتفاظ.

[1]- جمال جويدان الجمل، مرجع نفسه، ص258.

[2]- حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، الطبعة الرابعة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1992، ص236.

1-العائد على الاستثمار:

يعرف العائد على الاستثمار بأنه:" المبلغ أو نسبة الأرباح المتحققة من الاستثمار أو المحفز والمكافئ لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة"[1].

ويعرف أيضا بأنه:" من أكثر المؤشرات التحليلية التي تستخدم في تقييم الأداء والتي تهم الإدارة والملاك والمستثمرين والبعض يطلق عليه مصطلح القدرة الايرادية"[2].

من التعاريف السابقة يمكن تعريف العائد على الاستثمار بأنه الإضافة أو الزيادة الممكنة في المبلغ المستثمر والتي يسعى المستثمر إلى تحقيقها في المستقبل.

2-العائد على حقوق الملكية:

يعرف العائد على حقوق الملكية بأنه:" مؤشرا متكاملا لوصف وقياس العلاقة المتبادلة بين العائد والمخاطرة، وقد استخدم هذا النموذج منذ السبعينات في الولايات المتحدة الأمريكية، كإجراء لتقييم أداء المصارف، وذلك من خلال تحليل مجموعة من النسب يتم تلخيصها في عدة أشكال تمكن المحلل من تقييم مصدر وحجم أرباح المصرف الخاصة بمخاطر تم اختيارها"[3].

ويعرف أيضا بأنه:" مقياس يدل على قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة، حيث أن حقوق الملكية تمثل رأس المال المدفوع والمكون من أسهم عادية وأسهم ممتازة بالإضافة إلى الاحتياطات المختلفة إضافة إلى الأرباح المدورة"[4].

نستنتج مما سبق أن العائد على حقوق الملكية هو مؤشر لقياس نسبة ربح الشركة إلى حقوق المساهمين فيها، أو هو مقياس للعلاقة بين العائد والمخاطرة في الاستثمار بالنسبة للمساهمين.

---

[1]- بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة الكويتية، رسالة مقدمة للحصول على الماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2012، ص28.

[2]- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 204.

[3]- طارق عبد العال حماد، تقييم أداء البنوك التجارية (تحليل العائد والمخاطرة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص77.

[4]- غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص74.

3-عائد فترة الاحتفاظ:

يعرف عائد فترة الاحتفاظ بأنه:" ذلك العائد المتحقق فعلا والذي يعكس النسبة المئوية للتغير في ثروة المساهمين إذا ما تم بيع السهم في نهاية فترة الاحتفاظ، لذلك هو مقياس لنجاح المستثمر في زيادة أو انخفاض قيمة الاستثمار الرأسمالية، بالإضافة إلى الإيراد المتوقع الحصول عليه".

ويعرف عائد فترة الاحتفاظ أيضا بأنه:" مقياس للعائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ بالسهم"[1].

نستنتج مما سبق أن عائد فترة الاحتفاظ هو العائد الذي يحققه المستثمر في نهاية فترة الاحتفاظ بالورقة المالية.

الفرع الثالث: قياس العوائد

يهتم المستثمرون بتقدير العوائد المستقبلية لأموالهم المستثمرة وفقا لما يلي:

1-حساب العائد على الاستثمار:

يمكن حساب العائد على الاستثمار بطريقتين حيث تمثل الأولى العائد على إجمالي الأصول والطريقة الثانية هي العائد على صافي الأصول ويتم احتسابهما كما يلي[2]:

$$\mathrm{ROI} = \mathrm{ROTA} = \frac{\mathrm{EBIT}}{\mathrm{TA}}$$

$$\mathrm{ROI} = \mathrm{RONA} = \frac{\mathrm{EBIT}}{\mathrm{NA}}$$

حيث:

EBIT: هي الربح قبل الفوائد والضرائب؛

TA: إجمالي الأصول؛

NA: صافي الأصول؛

ROTA: العائد على إجمالي الأصول؛

RONA: العائد على صافي الأصول.

[1]- محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص112.

[2]- عبد الله بركات، قياس أثر تطبيق نظام تخطيط موارد المنشأة على عائد الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية، ملتقى حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، جامعة شقراء، السعودية، 13-14 ديسمبر 2011، ص11.

2-حساب العائد على حقوق الملكية:

ويمكن حساب العائد على حقوق الملكية كالتالي[1]:

$$ROE = AU \times PM \times EM$$

$$PM = \frac{\text{الدخل الصافي}}{\text{اجمالي الايرادات}}$$

$$AU = \frac{\text{اجمالي الايرادات}}{\text{اجمالي الأصول}}$$

$$EM = \frac{\text{اجمالي الأصول}}{\text{حقوق الملكية}}$$

حيث:

PM: هو هامش الربح؛

AU: منفعة الأصول (استعمال الأصول)؛

EM: مضاعف حقوق الملكية.

3-حساب عائد فترة الاحتفاظ:

ويحسب وفق الآتي:

$$HPR = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0}$$

حيث:

HPR: يمثل عائد فترة الاحتفاظ؛

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع)؛

P_0 : سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء)؛

D: مقسوم الأرباح للسهم الواحد.

[1]- محمد جموعي قريشي، تقييم أداء المؤسسات المصرفية (دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية 1994-2000)، جامعة ورقلة، مجلة الباحث، العدد الثالث، 2004، ص91.

وهذه المعادلة تطبق إذا ما كانت فترة الاحتفاظ سنة واحدة، لكن في كثير من الأحيان يبقى المستثمر ماسكا للسهم لفترة أطول وفي هذه الحالة يحسب معدل العائد لفترة الاحتفاظ وفق الصيغة التالية:

$$HPR = \frac{D + \left[\frac{P_1 - P_2}{N}\right]}{\frac{P_1 + P_0}{2}}$$

حيث أن N تمثل فترة الاحتفاظ (عدد السنوات)، أما المقام يمثل متوسط سعر السهم خلال فترة الاحتفاظ[1].

المطلب الثاني: مفهوم وقياس عائد المحفظة المالية

إن المستثمر أثناء اتخاذه لقرار شراء أوراق مالية يقوم بتحليل ودراسة البيئة الداخلية والخارجية للشركات المصدرة لهذه الأوراق وذلك لمعرفة العائد المتوقع منها وكذا درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار فيها.

الفرع الأول: تعريف عائد المحفظة المالية

يعرف عائد المحفظة المالية بأنه:" مجموع المكاسب والخسائر الناتجة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة"[2].

ويعرف أيضا بأنه:" عبارة عن المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية"[3].

من التعريفين السابقين نستنتج أن عائد المحفظة المالية يعبر عن المقابل أو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر نتيجة استثمار أمواله في المحفظة المالية.

الفرع الثاني: حساب عائد المحفظة المالية

تتكون المحفظة المالية من مجموعة من الاستثمارات الفردية، لذلك من المتوقع أن يتحدد عائدها بكل من عوائد الاستثمارات الفردية بالإضافة إلى عناصر أخرى جديدة تنشأ من طبيعة المحفظة.

حيث نميز بين نوعين من عوائد المحفظة تتمثل في العائد الفعلي والعائد المتوقع، وبما أن المحفظة المالية هي مجموع أوراق مالية لذا فإن عائدها هو مجموع عوائد المحفظة المالية، لذلك لابد أن نتطرق أولا إلى عائد الأوراق الفردية، من خلال إبراز أن العائد الفعلي للأوراق المالية يستند على بيانات تاريخية فعلية، وبالتالي فإن طريقة حسابه سهلة.

أما بالنسبة لحساب العوائد المتوقعة فيعتمد على توزيع احتمالي، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال[4].

---

[1]- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص163-164.

[2]- دريد آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 33.

[3]- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشات المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص424.

[4] - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص212.

1-العائد التاريخي:

لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية لابد من توفر المعطيات حول كل من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية وأوزانها النسبية، لأن العائد التاريخي للمحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد تلك الاوراق المالية المكونة لهذه المحفظة، ويحسب العائد التاريخي للمحفظة بالعلاقة التالية:

$$R_P = \sum_{i=1}^{n} W_i R_i$$

حيث:

R_P :معدل العائد المتوقع على المحفظة؛

W_i :نسبة المحفظة المستثمرة في الورقة المالية؛

R_i :معدل العائد المتوقع على الورقة المالية؛

n: عدد الأوراق المالية في المحفظة.

2-العائد المتوقع للمحفظة المالية:

يتم حساب العائد المتوقع للمحفظة المالية وفقا للعلاقة التالية:

$$E(Rp) = (W_1R_1)\,P_i + (W_2R_2)\,P_2 + \ldots\ldots + (W_nR_n)\,P_n = \sum (W_iR_i)P_i$$

حيث:

W_i : وزن الورقة المالية داخل المحفظة؛

R_i: عائد الورقة المالية؛

P_i: احتمال حصول عائد الورقة المالية؛

n: عدد الاحتمالات.

المطلب الثالث: قياس أداء المحفظة المالية

إن قياس أداء المحفظة المالية يأخذ بعين الاعتبار عنصري العائد والمخاطرة معا، حيث أن هذه العملية تتطلب وجود مؤشرات تساعد على ترتيب المحافظ وفقا لأدائها الاستثماري، وتتمثل أهم الأساليب المستخدمة لقياس أداء المحافظ المالية فيما يلي:

الفرع الأول: الأسلوب البسيط

يعتمد هذا الأسلوب على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة أو في الزمن المتقطع عن طريق الأرباح الموزعة والمكاسب المالية[1]، حيث أن هذا الأسلوب يناسب المستثمر الذي ليس له دراية كافية باستثماراته ويمكن تحديد مقياس أداء مدير المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة على حدى[2]، ويحسب وفقا للمعادلة التالية[3]:

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

حيث أن:

R_T : العائد على الاستثمار؛

D_t : الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة t ؛

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

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

الفرع الثاني: الأسلوب المزدوج

يعتمد هذا الأسلوب على معدل عائد المحفظة والمخاطر المرتبطة بها، ويشمل عدة نماذج للتقييم أهمها مقياس ترينور، شارب، جنسن وفاما.

1-نموذج شارب (Sharpe's Model):

مقياس مركب قدمه ويليام شارب عام 1966 لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، يقوم على أساس قياس العائد والخطر أي المخاطر الكلية سواء كانت منتظمة أو غير منتظمة، فهذا النموذج يحدد العائد الإضافي للأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة.

[1]- يوسف سعداوي، مرجع سبق ذكره، ص 220.

[2]- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 185.

[3] - N. V. lesourd, Théorie du Portefeuille et Analyse de sa Performance, édition Economica, Paris, France, 2002, p 38.

ويستخدم ويليام شارب الانحراف المعياري في قياس المخاطرة الكلية وذلك النموذج يستخدم في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود متماثلة[1]، ويتم حسابه وفقا للمعادلة التالية:

$$S = \frac{\mathrm{TR_p} - \mathrm{R}_f}{\delta \mathrm{p}}$$

حيث أن:

S : مقياس شارب؛

TRp : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة؛

R_f : معدل العائد الخالي من الخطر؛

$\delta \mathrm{p}$: مخاطر المحفظة مقاسة بالانحراف المعياري؛

$\mathrm{TR_p} - \mathrm{R}_f$: علاوة المخاطر.

تهتم نسبة شارب بقياس المخاطر الكلية للمحفظة معبر عنها بالانحراف المعياري متضمنة المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

2-نموذج ترينور (Treynor Model):

نموذج قدمه ترينور عام 1965 يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، حيث يفترض أن المحفظة قد تم تنويعها تنويع جيد وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة، وبناء على هذا يتم قياس المخاطر المنتظمة باستخدام المعامل بيتا، ويكون معامل بيتا لمؤشر السوق دائما يساوي الواحد الصحيح[2]، ويتم حسابه وفقا للمعادلة التالية:

$$\mathrm{T} = \frac{\mathrm{TR_p} - \mathrm{R}_f}{b\mathrm{p}}$$

حيث أن:

T : مقياس ترينور؛

TRp : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة؛

R_f : معدل العائد الخالي من الخطر؛

$\mathrm{TR_p} - \mathrm{R}_f$: علاوة المخاطر؛

[1]- علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 259.

[2]- السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 225.

bp : معامل بيتا للمحفظة، أي المخاطر المنتظمة للمحفظة ويقاس كما يلي: $\text{bp} = \sum_{i=1}^{n} wibi$؛

wi : نسبة الورقة المالية في المحفظة؛

bi : معامل بيتا للورقة المالية في المحفظة؛

n : عدد الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية.

3-نموذج جنسن Jonsen Model:

قدم جنسن عام 1968 نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعدل ألفا، حيث تقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد فالمقدار الأول يعبر عن "مقدار العائد الإضافي" ويمثل الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من الخطر، أما المقدار الثاني فيعبر عن "علاوة خطر السوق" ويتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في علاوة الخطر المعبر عنها بالفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من الخطر[1]، ويتم حسابه وفقا للمعادلة التالية:

$$\alpha = \left(R_p - R_f\right) - \beta(R_M - R_f)$$

حيث أن:

α : معامل جنسن لقياس أداء المحفظة؛

R_M : عائد السوق؛

$\left(R_p - R_f\right)$: العائد الإضافي؛

$(R_M - R_f)$: علاوة خطر السوق؛

إن نسبة ألفا (α) قد تكون سالبة وبالتالي تشير إلى الأداء السيئ للمحفظة وقد تكون موجبة وتشير إلى الأداء الجيد للمحفظة، أما إذا كانت هذه النسبة معدومة فهذا دليل على أن عائد المحفظة متوازن مع عائد السوق.

4-نموذج فاما Fama Model:

إن الطرق السابقة لقياس أداء المحفظة المالية لم تأخذ بعين الاعتبار المعاملات التفسيرية الخاصة بها، وبالمقابل يمكن تجزئة أداء كل محفظة إلى عدة عناصر مع الأخذ بعين الاعتبار نوعية المسؤول عن إدارتها ويعود الفضل في هذا التحليل وهذه التجزئة إلى فاما.

[1]- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 242.

قدم فاما عام 1972 نموذجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطرة وكذلك على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة.

مع افتراض وجود محفظة مالية "P" عائدها (R_p) خطرها المنتظم (β_p)، ووجود توليفة (X) تتكون من X% من الأصول الخالية من المخاطر و(1-X%) من محفظة السوق "M" وبالتالي يمكن التعبير عن عائد هذه التوليفة وفقا للمعادلة التالية[1]:

$$R_c = XR_f + (1 - X)R_M$$

ومهما تكن قيمة " x" فإن هذه المحفظة تقع على الحد الكفء، ويجدر بنا أن نوضح بأن خطر السوق الخاص بالمحفظة "P" يعرف بالعبارة $\delta_M\beta_p$ حيث يعبر عنه بالرمز β'_p، وبالتالي لتقدير أداء المحفظة "P" لابد من إجراء مقارنة بين عائدها وعائد التوليفة "c" التي تتميز بخطر مساوي لخطر المحفظة ($\beta_C = \beta_P$)، وبهذا يمكن القول أن الفرق بين عائد المحفظة "P" والتوليفة "c" تقيس ما سماه فاما بانتقائية الأصل، وبذلك يمكن تجزئة الأداء الكلي للمحفظة من خلال إظهار انتقائية المدير والخطر كما هو موضح في الصياغة التالية:

$$R_p - R_f = \left[R_p - R_c(\beta'_p)\right] + \left[R_c(\beta'_p) - R_f\right]$$

حيث يقيس الجزء الأول العائد الناجم عن انتقاء الأصول، أما الجزء الثاني فهو مخصص لقياس العائد الناجم عن الخطر، ويقوم ذلك النموذج على فرضية السوق الكاملة، ويمكن تجزئته إلى ثلاث عناصر أساسية وهي:

أ-تقييم الانتقالية Evaluating Selectivity:

وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار مكونات المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية المعبر عنه بالفرق بين عائد المحفظة وعائد السوق (عائد محفظة منوعة تنويعا جيدا).

ب-تقييم التنويع Evaluating Diversification:

هو مقياس يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنويع، حيث يمكن تقسيم عائد الانتقائية إلى العائد الناجم عن الانتقائية والعائد الناجم عن التنويع[2].

[1] - Pascal Grandin, « Mesure de performance des fonds, Méthode et Résultat », Economica, Paris, 1998, p 35.

[2]- عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر، 2004، ص 92.

ج-تقييم الخطر Evaluating Risk:

يتم قياسه بإجراء مقارنة بين عائد المحفظة المراد تقييمها وعائد المحفظة التي تم تكوينها بشكل ساذج، ويمكن أن يقسم هذا الخطر إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة واختيارات المدير المسؤول عن المحفظة من جهة أخرى وعلى هذا الأساس يصبح الخطر مكون من خطر المدير وخطر المستثمر[1].

الخطر= خطر المدير + خطر المستثمر

المبحث الثاني: مخاطر المحفظة المالية

من الصعب على المستثمر أن يقوم بتحديد معدل المخاطرة المتوقع بدقة، خاصة في ظل التغيرات وحالة عدم التأكد التي تتسم بها بيئة الاستثمار، إلا أنه يسعى في أغلب الأحيان إلى تحديد الحد الأقصى من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار، وتختلف المخاطر في تصنيفها فنميز بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية بالإضافة للمخاطر المالية، حيث أن قياس هذه المخاطر يختلف باختلاف الأداة المستعملة في ذلك.

المطلب الأول: مفهوم مخاطر المحفظة المالية وأنواعها

يعرض الاستثمار إلى مخاطر في المستقبل وذلك نتيجة لحالة عدم التأكد التي قد تؤدي إلى حدوث خسارة أو بمعنى آخر انحراف العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة.

الفرع الأول: مفهوم مخاطر المحفظة المالية

يعرف خطر المحفظة المالية بأنه: " حالة عدم التأكد المرتبطة بتحقق خسارة مادية أو معنوية التي تلازم الشخص عند اتخاذ قرار ما، ما ينتج عنه حالة معنوية تتصف بالقلق والتردد وعدم التأكد من نتائج القرارات المتخذة"[2].

كما يعرف بأنه: " تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية الحصول على عائد، أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا"[3].

من التعريفين السابقين نستنتج بأن خطر المحفظة يعبر عن درجة الانحراف التي تصيب عائد المحفظة، أو تقلب العوائد المتوقعة نتيجة حالة عدم التأكد التي يتصف بها محيط الاستثمار.

[1] - يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2016، ص 315.

[2] – الفقي السباعي محمد وآخرون، مبادئ التأمين والأصول العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 2000، ص5.

[3] – زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1992، ص 284.

الفرع الثاني: أنواع المخاطر

يمكن تقسيم المخاطر وفق عدة معايير فمن حيث ارتباطها بالمنشأة تصنف إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية، أما من حيث ارتباطها بمصادر التمويل نجد المخاطر المالية.

1-المخاطر النظامية:

تعرف المخاطر المنتظمة بأنها: " المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع، أو تلك المخاطر الكلية التي تمثل المخاطر العامة أو المنتظمة التي تصيب أسعار كافة الأوراق المالية بغض النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق، لذلك يطلق عليها بمخاطر السوق"[1].

المخاطر النظامية هي المخاطر التي تؤثر على عائد وأرباح جميع أنواع الأسهم التي تتداول في البورصة، وعادة يحدث هذا النوع من المخاطر عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها مثل حدوث الحروب أو تغير النظام السياسي[2].

تتمثل في المخاطر العامة التي تتعرض لها جميع المنشآت بالسوق بصرف النظر عن خصائص المنشأة من حيث النوع أو الحجم أو هيكل الملكية ... الخ، وتنشأ هذه المخاطر عن متغيرات لها صفة العمومية، مثل الظروف الاقتصادية أو السياسية، ولذلك يصعب التخلص من هذه المخاطر بالتنويع، ولذا تسمى أيضا بالمخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع أو مخاطر السوق[3].

2-المخاطر غير النظامية:

هي عبارة عن ذلك الجزء من المخاطرة التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، أو هي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية التي تنفرد بها منشأة أو صناعة ما، فالتغييرات مثل إضرابات العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين والدعاوى القضائية التي تسبب قابلية عوائد منشأة ما للتباين، ويكون هذا التباين غير منتظم مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات وأسواق الأوراق المالية الأخرى، ونظرا لأن المخاطرة غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت فإنه يجب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل منشأة على حدة[4].

---

[1]- محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سبق ذكره، ص 116.

[2]- محب خلة توفيق، الهندسة المالية، الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص174.

[3]- محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة مقدمة للحصول على دكتوراه في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2005، ص5.

[4]- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص266.

3-المخاطر المالية

يرتبط هذا النوع من المخاطر بالإنسان، حيث أنها ذات علاقة حتمية ومؤكدة أيضا بكافة المخاطر الأخرى، ويمكن ترجمة أضرارها وخسائرها بالمفهوم المالي، كما أن المخاطرة المالية كانت الأكثر إثارة للقلق لمعظم الشركات لعقود من الزمن.

وإذا كانت المنظمة تفقد مواردها المالية، فإن العديد من المخاطر الأخرى قد تحدث تابعة لذلك، وقد تكون الممارسات السيئة للإدارة الرديئة هي السبب، مما حدا بالعديد من المنظمات (على الأخص خلال السنوات الأخيرة) بأن تكون على درجة كبيرة من الاهتمام بإدارة المخاطرة[1].

الأصل في هذه المخاطر ليس الاقتراض في حد ذاته وإنما احتمال انخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة التي تلتزم الإدارة بتسديدها مما يعني أن الشركة ليست لديها القدرة على خدمة ديونها. ووفقا لهذا المنطق فان الشركة التي تعتمد على التمويل الممتلك فقط تكون معرضة لمخاطر الأعمال فقط[2].

المطلب الثاني: مصادر المخاطر في محفظة الأوراق المالية

تنقسم مصادر المخاطر في المحفظة المالية حسب أنواعها إلى ثلاثة أقسام وهي كالآتي:

الفرع الأول: مصادر المخاطر النظامية

1-مخاطر معدل الفائدة:

يقصد بمخاطر سعر الفائدة قابلية الاختلاف في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق، وهذه التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر في كل الأوراق المالية بدرجة أو بأخرى، فهي تؤثر في أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها في الأسهم العادية، حيث تتحرك أسعار الأوراق المالية باتجاه معاكس لأسعار الفائدة السوقية فكلما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق انخفضت أسعار الأوراق المالية المتداولة، والعكس صحيح، وهذا الارتفاع والانخفاض بأسعار الأوراق المالية يؤثر في معدل العائد الذي يحققه المستثمر.

2-مخاطر التضخم:

ينتج هذا النوع من المخاطر نتيجة لارتفاع الأسعار الأمر الذي يؤدي إلى زيادة في الطلب الكلي لأن عناصر الإنتاج في ظروف التشغيل الكامل وبالتالي فإن الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري في المجتمع لن يترجم إلى

[1]- طارق الجمال، مرجع سابق، ص 25.

[2]- شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص49.

زيادة في الإنتاج بل إلى زيادة في الأسعار، وبالتالي فإن التضخم يمثل ضغط الطلب الكلي على السلع والخدمات بحيث يتجاوز العرض الكلي المتاح من الناتج من هذه السلع والخدمات وفي مثل هذا الموقف فإن الزيادة في الطلب الكلي ستترجم إلى ارتفاع في مستوى الأسعار[1].

3-مخاطر السوق:

هي المخاطر التي تنتج من الاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق رأس المال لأسباب اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية أو أمنية في الدولة أو في دول أخرى تربطها بالدول المعنية علاقات وثيقة مثل وفاة أحد الشخصيات المحلية أو الدولية ذات الوزن السياسي، حيث تؤثر هذه المخاطر على كل من التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار[2].

4-خطر الرفع المالي:

يزيد الرفع المالي لأي استثمار بزيادة التمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، حيث يمثل هذا الخطر مصدر من مصادر الخطر المنتظم إذا تعلق الأمر بتغيرات دورية في مبيعات الشركة أثناء دورة الأعمال، وذلك نتيجة للمغالاة في الاعتماد على الديون الأمر الذي يؤدي إلى زيادة في تقلب الأرباح، وهذه التقلبات الدورية في الأرباح تنعكس في صورة تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

5-خطر الرفع التشغيلي:

وينتج هذا الخطر نتيجة لارتفاع التكاليف الثابتة الناتجة عن الاحتفاظ المستمر بالأصول الثابتة سواء زاد أو نقص مستوى المخرجات، ويعتبر كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة إذا تعلق الأمر بالتغيرات غير الدورية الممكن حدوثها أثناء دورة الأعمال، وبالتالي فإن ارتفاع التكاليف الثابتة سيؤثر على العوائد والأرباح الدورية، أي يؤدي إلى إحداث تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم[3].

[1]- جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص232-233.

[2]- برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص 159.

[3]- حماد طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص 273.

الفرع الثاني: مصادر المخاطر الغير نظامية

1-مخاطر سوء الإدارة:

هي ذلك الجزء من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية (المخاطر الكلية) والذي يرجع إلى قرارات القائمين على إدارة الشركة المصدرة لهذه الأوراق.

وتعتبر إدارة الشركة مصدرا للمخاطرة نظرا للقرارات الخاطئة التي قد تتخذها أو المواقف السلبية التي قد تلجأ إليها، ومن أمثلة هذه القرارات والمواقف ما يلي:

- عدم الاحتياط للأحداث غير المتوقعة؛
- تقادم المنتجات؛
- الارتباط بعميل واحد.

2-المخاطر الصناعية:

أحيانا تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات لقابلية تغير العائد بسبب قوة معينة لا تؤثر مع غالبية المنشآت العاملة خارج تلك الصناعة على نحو ذي دلالة، وهذه القوة يطلق عليها اسم مخاطرة الصناعة، ففي حالة تنظيم إضراب في قطاع صناعي معين فإن المنشآت العاملة في تلك الصناعة وعملائها وموردیها سوف يتأثرون، حيث أن هذا الإضراب وإذا استمر لفترة طويلة سيؤدي إلى إحداث ضرر كبير بالنسبة للأرباح والقيم السوقية لأسهم هذه المنشآت ذات الصلة بالإضراب[1].

الفرع الثالث: مصادر المخاطر المالية

1-مخاطر الائتمان:

هي المخاطر التي ترتبط بالطرف المقابل (الآخر) في العقد، أي قدرته على الوفاء بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي موعدها كما هو منصوص عليه في العقد. ويرد حدوث المخاطرة الائتمانية في الدفتر المصرفي كما يرد في الدفتر التجاري للمصرف، ففي الدفتر المصرفي، تظهر المخاطر الائتمانية في حالة القرض عندما يعجز الطرف الآخر عن الوفاء بشروط القرض كاملة وفي موعدها، ونتيجة لهذه المخاطرة هنالك حالة عدم التأكد من صافي الدخل ومن القيمة السوقية للأصول تنشأ من عدم السداد، ومن التأخير في سداد أصل القرض والفوائد المستحقة عليه[2].

---

[1]- طارق عبد العال حماد، مرجع نفسه، ص277.

[2]- طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة الإسلامية، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جده، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 31.

2-مخاطر السوق:

وهي المخاطر التي ترتبط بالتغيرات الحاصلة في السوق حيث تم التطرق إليها في الفرع الأول.

3-مخاطر التوقف عن سداد الالتزامات:

تعبر عن المخاطر التي تنشأ عن التغير في سلامة المركز المالي للمنشأة. فمثلا عندما تصدر المنشأة أوراق مالية جديدة أسهما كانت أم سندات، أو عندما تنفذ اقتراحا استثماريا ما، فقد يكون لذلك تأثير على مدى سلامة المركز المالي للمنشأة، إذ قد تبتعد بذلك أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية. وهنا تجدر الإشارة إلى أن مخاطر التوقف عن السداد لا تعني حدوث توقف فعلي، بل تعني فقط احتمال التوقف الذي قد يكون مؤقتا نتيجة للتغير الذي طرأ على سلامة المركز المالي[1].

المطلب الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية

تقاس المخاطر باستخدام أدوات وطرق مختلفة منها الانحراف المعياري، التباين وغيرها، بالإضافة إلى عدة طرق أخرى سنتطرق لها في هذا المطلب.

الفرع الأول: الانحراف المعياري والتباين

1-الانحراف المعياري:

هو مقياس إحصائي يبين درجة انتشار (توزيع) العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة (الوسط الحسابي).

وتحسب مخاطر المحفظة الاستثمارية من خلال المعادلة التالية:

$$\mathbf{Sp} = \sqrt{Wa^2Sa^2 + Wb^2Sb^2 + 2WaWb\ SaSb\ ra,b}$$

حيث:

Sp: الانحراف المعياري للمحفظة؛

Wa: الوزن النسبي للسهم (الأداة) a؛

Wb: الوزن النسبي للسهم (الأداة) b؛

Sa: الانحراف المعياري للسهم a؛

Sb: الانحراف المعياري للسهم b؛

ra,b: معامل الارتباط بين السهمين a وb[2].

---

[1]- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص259-260.

[2]- شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص 171-172.

2-التباين:

هو عبارة عن مجموع انحرافات البيانات عن الوسط الحسابي وبما أن هذا المجموع يساوي صفرا دائما كان لابد من حذف الإشارة السالبة لنحصل على مقياس ذي معنى وإحدى الطرق التي تزيل الإشارة السالبة هي تربيع الانحرافات، وتستخدم مربعات الانحرافات هذه في حساب التباين[1].

ولحساب التباين من واقع بيانات تاريخية نستعمل المعادلة التالية:

$$\sum_{x=1}^{n} \frac{(R - \overline{R})^2}{n}$$

أما لحساب التباين لبيانات متوقعة الحدوث فإننا نستخدم المعادلة التالية:

$$\sum_{x=1}^{n} (R_n - \overline{R})^2 \times P$$

الفرع الثاني: معامل بيتا ومعامل الاختلاف

1-معامل بيتا:

يعتبر معامل بيتا من الأساليب الملائمة لقياس المخاطر النظامية حيث يقيس درجة حساسية عوائد المحفظة للتغيرات الحاصلة في عوائد محفظة السوق.

يحسب معامل بيتا عن طريق المعادلة التالية[2]:

$$\beta = \frac{CoV(Rm - Ri)}{\delta^2 m}$$

2-معامل الاختلاف:

يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري، ويتم حسب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية:

$$CV = \frac{\delta}{\overline{X}}$$

[1]- شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص65.

[2]- محمود إبراهيم نور، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص68.

حيث:

$\overline{X}$: المتوسط الحسابي للعائد (القيمة المتوقعة)؛

δ: الانحراف المعياري.

فمعامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، بالإضافة إلى ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقيم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين مجموعة استثمارات تمثل كل منها عدد من الاستثمارات المنوعة، ينظر إليها كوحدة واحدة[1].

الفرع الثالث: المدى والتوزيعات الاحتمالية

1-المدى:

والذي يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي موضع الاهتمام، ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر. وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام.

المدى = أعلى قيمة – أدنى قيمة

2-التوزيعات الاحتمالية:

وهي تقدم أداة كمية أكثر تفصيلا من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة، وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، بما يمكن من المفاضلة فيما بينها. وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعا نحو الطرفين، كلما كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر[2].

[1]- حسن سلطان، أثر التضخم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لمجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان 1996-2000)، مذكرة مقدمة للحصول على الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009-2010، ص33.

[2]- عبد القادر شلالي، علال قاشي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر، ملتقى حول إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة آكلي أمحند أولحاج، البويرة، 26-27 نوفمبر 2013، ص6-7.

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة في مخاطر المحفظة المالية

هناك العديد من العوامل التي تأثر على المخاطر على مستوى المحفظة المالية كعدد الاستثمارات المكونة للمحفظة، توزيع رأس المال على أصول المحفظة بالإضافة إلى معامل الارتباط بين عوائد الاستثمار.

الفرع الأول: عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة

كلما زاد عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة كلما قلت المخاطرة إلى عدد معين من الاستثمارات ثم بعدها يثبت مقدار المخاطرة، فالمخاطرة تتناقص كلما زاد عدد الاستثمارات إلى حد خمسة عشر نوعا تقريبا ثم تبدأ المخاطرة بالثبات.

الفرع الثاني: توزيع رأس المال على المحفظة المالية

أي الأوزان النسبية لكل ورقة من الأوراق المالية المكونة للمحفظة وكلما أعطينا الأوراق المالية ذات العوائد العالية التابعة لشركات قوية راسخة القسم الأكبر كلما كان دخل المحفظة المالي ووضعها أسلم بالنسبة للمخاطرة فيفضل اختيار الأسهم القوية التي تحمل معامل بيتا قليل، أي أنه كلما كانت تقلبات السوق أكثر وكان عائد ومخاطرة السهم منفردا كلما كان الانحراف المعياري للعوائد قليلا ويعطي هذا النوع من الأسهم النصيب الأكبر من رأس المال وذلك لتعظيم العائد المتوقع من المحفظة[1].

الفرع الثالث: معامل الارتباط

وهو أداة للتعرف على القوة الارتباطية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه تغير في مستوى الأسعار في السوق حيث يطلق عليه الاقتصاديين معامل الارتباط، ويتراوح معامل الارتباط بين 1+ و1 – وعليه فانه كلما اقتربت قيمة معامل الارتباط من 1+ أو 1–، كلما كان ذلك دليلا على أن الارتباط بين عائد السوق (التغير في مستوى أسعار السوق) وعائد السهم (التغير في القيمة السوقية للسهم) هو ارتباط قوي.

كذلك عندما يكون معامل الارتباط موجبا، فان هذا يعني علاقة طردية بين عائد السوق وعائد السهم.

أما إذا كان معامل الارتباط سالبا فان التغير في عائد السوق يتبعه تغير عكسي في عائد السهم.

وأخيرا عندما يكون معامل الارتباط مساويا للصفر، فان هذا يعني عدم وجود علاقة بين عائد السوق وعائد السهم، غير أنه لا يعني أن عائد السهم لا يتعرض لمخاطر منتظمة.

[1]– غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص131–136.

وتجدر الإشارة هنا، أنه وإن كانت قيمة معامل الارتباط تتراوح نظريا بين 1+، 1- فإن معامل الارتباط بين عائد السوق وعائد أي ورقة مالية تتراوح قيمته بين الصفر و1+. بمعنى أنه يندر وجود ورقة مالية يكون معامل الارتباط بين عائدها وعائد السوق سالبا[1].

المبحث الثالث: التنويع في المحفظة المالية

يساعد التنويع في التقليل من المخاطر ويعد بمثابة وسيلة أمان بالنسبة للمستثمر، حيث سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى تعريف التنويع وأهميته، أساليبه بالإضافة إلى استراتيجياته وأشكاله.

المطلب الأول: تعريف التنويع وأهميته

الفرع الأول: تعريف التنويع

يعرف التنويع على أنه: " التنوع الذي ينجم عنه تخفيض المخاطر التي يتعرض لها العائد دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد"[2].

يقصد بتنويع محفظة الأوراق المالية: " تكوين محفظة من تشكيلة أو توليفة من الأوراق المالية، التي يؤدي حسن تشكيلها إلى انخفاض درجة المخاطر التي قد يتعرض لها العائد في تلك المحفظة، ودون تأثير عكسي على حجم هذا العائد"[3].

ويعرف التنويع كذلك أنه: " من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية عموما، إذ أنه إذا لم يكن بالإمكان تجنب جميع المخاطر فانه على الأقل يمكن تجزئتها وحصرها في نسبة مقبولة"[4].

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن التنويع هو تشكيل محفظة من أوراق مالية مختلفة من حيث القطاع أو الآجال أو كلاهما معا.

[1]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص252.
[2]- المرجع نفسه، ص 318.
[3]- محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سبق ذكره، ص 117.
[4]- سعيد سيف النصر، مرجع سبق ذكره، ص 102.

الفرع الثاني: أهمية استراتيجية التنويع

تكمن أهمية استراتيجية التنويع في التقليل من المخاطر غير المنتظمة التي يتعرض لها المستثمرون في عالم الاستثمار، إذ يسعى المستثمر بشتى الطرق إلى تقليل المخاطر ويراعي أثناء القيام بذلك نوع المخاطر المراد تخفيضها، حيث أن تفادي المخاطر النظامية يعتمد أساسا على التنبؤ بها والتخطيط لمواجهتها عن طريق اللجوء إلى أسلوب التحوط واستعمال العقود المستقبلية لمواجهتها بشكل دائم.

على عكس المخاطر غير المنتظمة، التي تمثل مخاطر عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنويع في مكونات محفظة الأوراق المالية، أي توزيع مبلغ المحفظة على أوراق مالية مختلفة ومتنوعة، ولا يصح التنويع إلا إذا كان معدل الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة سالبا وقويا، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مخاطرها[1].

الفرع الثالث: علاقة التنويع بالمخاطر الكلية

سبق وأن تطرقنا إلى المخاطر الكلية بما فيها المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، وعليه سنتعرف من خلال هذا الفرع على العلاقة الموجودة بين التنويع وهذه المخاطر.

1-علاقة التنويع بالمخاطر المنتظمة:

بما أن المخاطر المنتظمة أو المخاطر غير قابلة للتنويع تصيب كل الأوراق المالية ولا تعنى فقط بنوع معين أو قطاع معين والتي غالبا ما تؤدي إلى تقلب العائد المتوقع لكل الاستثمارات وفي كافة القطاعات والمؤسسات، وبالتالي من الصعب التنبؤ بها أو تخفيضها عن طريق التنويع البسيط لأنها تمس الاقتصاد الوطني ككل، لكن من الممكن التخفيف منها عن طريق إتباع أسلوب ماركويتز أي بتكوين محفظة مالية يكون معامل الارتباط بين أوراقها سالب.

كما تجدر الإشارة إلى أن الخطر المنتظم الخاص بالسوق يتم تخفيفه عن طريق التنويع الدولي أي شراء أوراق مالية من إحدى البورصات الخارجية من أجل تخفيض المخاطر المنتظمة دون التأثير على حجم العائد للمحفظة[2].

2-علاقة التنويع بالمخاطر غير المنتظمة:

بما أن المخاطر غير المنتظمة أو المخاطر القابلة للتنويع هي المخاطر التي تصيب ورقة معينة، أو شركة معينة، أو قطاع معين نتيجة لعوامل داخلية تؤثر على قدرة المؤسسة، وبالتالي يمكن توقع حدوثها مستقبلا، كما يمكن التقليل منها والتحكم فيها عن طريق التنويع.

[1]- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 363.

[2]- يوسف مسعداوي، مرجع سبق ذكره، ص 293-294.

حيث يلجأ المستثمر إلى التنويع الذي يخفض درجة المخاطرة التي تعتمد غالبا على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق التي تتكون منها المحفظة، وتجدر الإشارة إلى أن الخطر المنتظم الخاص بمحفظة مالية بعينها يتم تخفيضه عن طريق التنويع القطاعي، أي تنويع القطاعات التي يرغب المستثمر في الاستثمار فيها لتفادي المخاطر التي قد تصيب قطاع واحد مما يؤدي إلى الخسارة.

المطلب الثاني: أساليب التنويع

يقصد بالتنويع عدم توجيه جميع المخصصات للاستثمار في أوراق مالية تابعة لمنشأة واحدة، وإنما تشكيل محفظة مالية تتضمن أوراق مالية منوعة تابعة لعدة منشآت، ونميز بين عدة أساليب للتنويع أهمها تنويع جهة الإصدار وتنويع تواريخ الاستحقاق.

الفرع الأول: تنويع جهة الإصدار

أي تنويع الأوراق المالية وعدم الاقتصار على نوع واحد من أوراق مالية أو تلك الصادرة عن شركة واحدة، وينقسم التنويع حسب جهة الإصدار إلى:

1-التنويع الساذج (البسيط):

يقوم هذا الأسلوب من التنويع على الاختيار العشوائي للأوراق المالية المكونة للمحفظة، وتكمن الفكرة الأساسية هنا أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمنتها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها، فمحفظة الأوراق المالية التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات أصدرتها مؤسستان.

حيث يمكن التعبير عنه بالحكمة القائلة "لا تضع كلما تملك من بيض في سلة واحدة"، وقد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن 5% من مجموع مخصصات المحفظة وهذا لعدم تركيز موارد المصرف في عدد محدود من الاستثمارات[1].

في هذا الصدد تشير الدراسة التي قام بها إفانزوارشر إلى أن أسلوب التنويع الساذج يضمن التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر الغير منتظمة أي المخاطر الخاصة، وذلك إذا ما اشتملت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائيا

[1] – منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 278-279.

يتراوح عددها بين 10و15نوع[1]، على أن يؤخذ بالحسبان عدم المغالاة في تنويع مكونات المحفظة لما يترتب عليه من آثار عكسية تتلخص فيما يلي[2]:

أ–صعوبة إدارة المحفظة:

تقتضي إدارة المحفظة متابعة كل ورقة على حدة، وهو ما يعني التحليل المستمر للمركز المالي للمنشأة المصدرة لها. وعندما تتكون المحفظة من استثمارات أصدرتها منشآت عديدة، فإن إدارتها تزداد صعوبة وتصبح أكثر تكلفة.

ب–التكلفة العالية للبحث عن استثمارات جديدة:

أي أنه كلما مالت سياسة المحفظة إلى المغالاة في تنويع مكوناتها، كلما زادت تكاليف البحث عن استثمارات جديدة لضمها إلى المحفظة.

ج–اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة:

قد يترتب على المغالاة في عدد الأوراق التي تتضمنها المحفظة، أن يضطر المستثمر للاستثمار في أوراق مالية يتولد عنها عائد لا يتلاءم مع المخاطر التي تنطوي عليها، فكلما زاد عدد الإصدارات التي ينبغي أن تضم إلى المحفظة، كلما تضاءلت فرص الاستثمار في أوراق مالية جيدة.

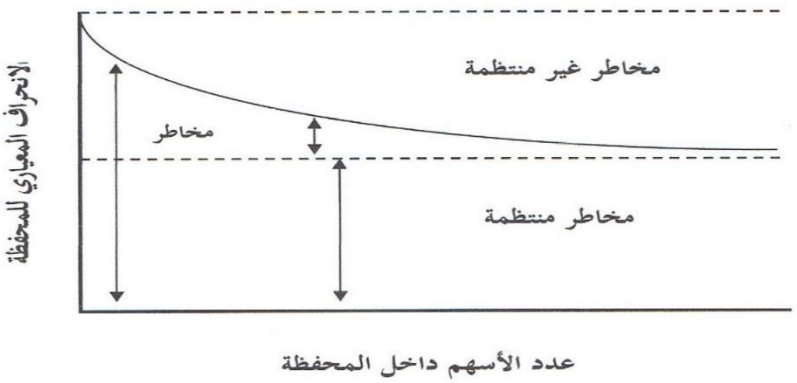
د–ارتفاع متوسط تكاليف الشراء:

يترتب على المغالاة في التنويع ارتفاع في تكاليف شراء الاستثمارات، فالمغالاة في التنويع تعني شراء كميات صغيرة من كل إصدار، وهذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة.

[1] – منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 425-426.

[2]- Francis, J. « Investment Analysis and Management », 4th ed, Mc Graw-Hill,N.Y, 1986, p 749.

الشكل رقم (3-3): التنويع الساذج لمحفظة الأوراق المالية



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 426.

2-تنويع ماركويتز:

يطلق عليه كذلك التنويع المثالي أو التنويع الكفء، حيث أثبت ماركويتز أن التنويع الساذج أي التنويع القائم على أساس الزيادة في الاستثمارات المكونة للمحفظة قد لا يؤدي إلى تقليل المخاطر، وجاءت نظريته ضمن ما يسمى "بالتنويع الكفء" الذي يقوم على أساس تقدير العائد والمخاطرة للأوراق المالية التي تدخل ضمن المحفظة المالية[1].

إن سياسة التنويع الكفء للمحفظة ينبغي أن تقوم على التركيز على العائد والمخاطرة في تكوين المحفظة المالية ودراسة هيكل العائد والمخاطرة للأنواع المختلفة من الأوراق[2].

ويبدي ماركويتز أن العائد المستقبلي للورقة يمكن تقديره وأن المخاطرة تعادل التغير والتباين في توزيع العوائد وباستخدام هذه المتغيرات تمكن من تقديم إطار لتقدير المقدار الواجب حيازته من كل ورقة مالية عند تكوين المحفظة المالية.

الفرع الثاني: تنويع تواريخ الاستحقاق

إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية تشير إلى أن تقلب أسعار الفائدة ناجم عن تقلبات قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، لذا فصاحب المحفظة تواجهه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين من السندات، حيث نميز هنا بين ثلاث أنواع من أساليب التنويع[3]:

[1]- محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 266.

[2]- حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 201.

[3]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 272-274.

1-الأسلوب الهجومي:

هو أن يقوم المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة الأجل ليعيد استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل وإذا تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة ولن ينتظر حتى حلول استحقاقها، والعكس صحيح.

2-تدرج تواريخ الاستحقاق:

يقصد بذلك توزيع مكونات المحفظة المالية على أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي بإمكانه قبوله، ومن ثم يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع من خلاله أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية، وبهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية، حيث أن هذه الأوراق عبارة عن سندات لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنويع.

3-التركيز على الأوراق المالية القصيرة والطويلة الأجل:

يقصد بهذا العنصر التركيز على الأوراق المالية القصيرة والطويلة الأجل دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل، ذلك لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم لا في السيولة ولا في الأرباح.

المطلب الثالث: استراتيجيات التنويع في المحفظة المالية

يستخدم المستثمرون العديد من الاستراتيجيات لتنويع محفظة الأوراق المالية من أجل الحصول على عوائد عالية عند مستوى مقبول من المخاطر، وتنقسم هذه الاستراتيجيات إلى مجموعتين كما يلي:

الفرع الأول: الاستراتيجيات الساكنة أو غير النشطة

يقوم هذا النوع من الاستراتيجيات لإدارة المحفظة المالية على فرضية أساسية وهي كفاءة السوق، وأن الأسعار في حالة توازن، أي أن العائد الذي يتولد عن الورقة المالية بالسعر الذي يباع به يكفي للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الورقة المالية، وبالتالي فلا جدوى من إعادة تكوين المحفظة من وقت لآخر بهدف اغتنام فرصة لتحقيق أرباح غير عادية.

وقد أشار جونز عام 1994 إلى ضرورة الحذر في فهم عبارة الاستراتيجية الساكنة، وأنها لا تعني أن المستثمر لا يفعل شيء بالمرة، فهو ملزم بإعادة تشكيل مكونات المحفظة في حالة تغير أهدافه أو تغير وجهة نظره بشأن مستوى

المخاطر التي يظهر استعداده لتحملها، وبالتالي فإن تدوير المحفظة أي إعادة تشكيلها قد يكون ضرورة ملحة خاصة إذا تغيرت الظروف.

وتتمثل الاستراتيجيات الساكنة فيما يأتي:

1-استراتيجية الشراء والاحتفاظ:

يمكن للمستثمر في ظل هذه الاستراتيجية، بعد قيامه بتحديد متطلباته حول مستوى المخاطر التي يمكن أن يتحملها والعائد المتوقع تحقيقه وطبيعته، والاعتبارات الضريبية وأهدافه وكذا المتغيرات التي تحضى باهتمامه، أن يقوم باختيار مجموعة من الأوراق المالية تتناسب مع متطلباته، حيث يحتفظ بالأوراق المالية التي بحوزته ولا يجري عليها أي تعديلات، إلا في حالة تغير أهدافه وتفضيلاته أو ظروف المنشأة التي قامت بإصدار هذه الأوراق المالية.

2-استراتيجية المؤشرات:

هنا المستثمر لا يقوم بتضييع وقته وجهده وماله من أجل اختيار أفضل توليفة من الأوراق وإنما يقوم بتشكيل محفظة مطابقة لمحفظة أوراق مالية كفأة قامت بتشكيلها سابقا مؤسسات مالية معروفة[1].

الفرع الثاني: الاستراتيجيات النشطة

يطبق هذا النوع من الاستراتيجيات في إدارة محفظة المستثمر الذي يبحث عن المخاطر، ويناسب ذلك ظروف السوق الذي لا يتصف بالفعالية، وعليه يتوحد الاعتقاد لدى المستثمرين ومديري المحافظ بإمكانية تحقيق أرباح عن طريق البحث عن الأسهم التي تنحرف عن التسعير العادي للاستثمار فيها، وتنقسم الاستراتيجيات النشطة إلى ثلاثة مداخل تتمثل فيما يلي:

1-استراتيجية توقيت السوق:

تقوم هذه الاستراتيجية على أساس التنبؤ بحالة السوق في الفترة التالية واتخاذ قرارات الاستثمار بناء على التوقعات المتوصل إليها، وهي شكل من أشكال التحليل الفني، الذي يقوم على تحديد نقاط التحول من مؤشرات الأسواق المالية تحديدا الأسهم، وبناء محافظ تتناسب درجة مخاطرها المنتظمة مع تقلبات السوق نحو الصعود أو الهبوط، ويستند في ذلك إلى تغير معامل بيتا للمحفظة وفقا لتوقعات أداء السوق، وغالبا ما تستخدم الخيارات أو المستقبليات والمبادلات في هذه الاستراتيجية.

[1]- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 552.

2-استراتيجية تدوير القطاع:

أي إعادة توزيع نسب الموارد المالية بين قطاعات مختلفة في السوق، اعتمادا على اختيار القطاع المناسب، أي اختيار أسهم مؤسسات قطاع معين على حساب مؤسسات تنتمي إلى قطاعات أخرى، وبناء على التحليل المناسب للسوق يتم تعديل نسب الاستثمار في كل قطاع وفقا للأداء المتوقع له.

3-استراتيجية اختيار الورقة المالية:

تعتمد هذه الاستراتيجية على ضرورة القيام بالتحليل الأساسي والفني لتقييم الأوراق المالية لمعرفة قيمتها الحقيقية ومقارنتها بالقيمة السوقية، من أجل اتخاذ قرار المفاضلة بينها، هل ستكون من مكونات المحفظة المالية أم سيتم استبعادها، إذن فهذه الاستراتيجية تقوم على متابعة الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، ليتم الاستثمار فيها وتحسين قيمتها السوقية، وهي من أشهر الاستراتيجيات المغامرة وأكثرها خطورة[1].

المطلب الرابع: أشكال التنويع

هناك عدة نظريات قامت بتحليل أشكال التنويع في المحفظة المالية، حيث نميز بين الأشكال التالية:

الفرع الأول: التنويع حسب طبيعة الورقة المالية

أي مراعاة نوع وطبيعة الورقة المالية حيث تمثل الأسهم أوراق مالية أكثر خطورة مقارنة بالسندات، وقد أظهرت دراسة تم القيام بها على مجموعة من الأسهم والسندات الأوروبية بأن احتمال خسارة رأس المال بالنسبة للأسهم على المدى القصير أعلى بثلاث مرات من الخسارة المرتبطة بالسندات، لذلك يتم تنويع المحفظة المالية حسب نوع الأصول والاستثمار في أدوات مالية تقليدية وحديثة بما فيها الأسهم والسندات وغيرها مثل:

- أوراق مالية حكومية (أذونات الخزينة، سندات الخزينة)؛
- أوراق مالية حكومية ذات فائدة ثابتة (السندات)؛
- أسهم وسندات شركات مدرجة بالبورصة؛
- أسهم وسندات شركات غير مدرجة بالبورصة؛
- أوراق مالية لشركات أو لحكومات أجنبية.

[1]-أمينة بديار، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية-دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2008-2016، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص تطبيقات الأسواق المالية، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، 2018-2019، ص 50-51.

الفرع الثاني: التنويع حسب أساليب التسيير

أي تحديد أسلوب تسيير المحفظة المالية تبعا لاختيارات مديرها، ووفقا لأهدافها وطريقة تقييم الأصول فيها، ونميز بين ثلاث أساليب يمكن تلخيصها فيما يلي:

1-أسلوب النمو:

أي اختيار الأوراق المالية الهادفة إلى تنمية الأرباح والمؤسسات التي تسعى للنمو، وغالبا ما تعلن عن أرباح كبيرة وتبدي قدراتها على الاستمرار في النمو أو زيادة وتيرته.

2-أسلوب القيمة:

يخص هذا الأسلوب المؤسسات التي تتفاوض على أسعار أقل من القيمة الحقيقية، أي يقوم مدير المحفظة باختيار المؤسسات التي يبدو سعرها في البورصة أقل من قيمتها المحاسبية، وبالتالي امكانية التنبؤ بوجود تقييم بالنقصان.

3-أسلوب التخصص في القيم الصغيرة:

يقوم أسلوب التخصص في القيم الصغيرة على البحث واكتشاف المؤسسات ذات الرسملة الصغيرة التي من المتوقع أن تصبح مؤسسات كبيرة في فترة وجيزة.

الفرع الثالث: التنويع الجغرافي

يتمثل التنويع الجغرافي في الاستثمار في عدة نطاقات جغرافية مختلفة، وهو عبارة عن استراتيجية تتبناها الشركات لتوسيع نطاق استثماراتها في بلدان ومناطق متعددة، الأمر الذي يساهم في تخفيف المخاطر والوصول إلى أسواق جديدة وبالتالي تحقيق تنويع وتدنية المخاطر[1].

الفرع الرابع: التنويع على أساس القطاعات الاقتصادية

يقوم التنويع القطاعي على القيام بتوزيع استثمارات المحفظة على قطاعات مختلفة باعتبار أن القطاعات تسلك سلوكا مختلفا اتجاه الظروف الاقتصادية المختلفة، إذ يمكن للمستثمر تنويع مكونات محفظته، بحيث تحتوي على أوراق مالية صادرة عن قطاعات اقتصادية مختلفة منها الصناعية، الزراعية والتجارية[2].

[1] – منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 211.

[2] – حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 200-201.

خلاصة الفصل الثالث:

لقد تناول هذا الفصل دراسة أهم المفاهيم المتعلقة بالعائد والمخاطرة بما في ذلك ماهية العائد، مفهوم وقياس عائد المحفظة المالية بالإضافة إلى قياس أدائها، كما تعرضنا في هذا الفصل إلى مخاطر المحفظة المالية مرورا بمفهومها، أنواعها، مصادرها أدوات وطريقة قياسها والعوامل المؤثرة فيها. حيث يعتبر العائد من أهم العوامل المؤثرة في تكوين المحفظة المالية، ويعرف بأنه المقابل الذي يتحصل عليه المستثمر في المستقبل نتيجة استثماره في نوع معين من الأصول، حيث نميز بين كل من العائد على الاستثمار، العائد على حقوق الملكية وعائد فترة الاحتفاظ. وحتى يتمكن المستثمر من قياس وتحليل استثماراته في المحفظة المالية يقوم بحساب العائد المتوقع للمحفظة ضمن السوق. إذ أن هذا المستثمر يكون عرضة للعديد من المخاطر منها المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة، والتي تختلف طرق وأدوات قياسها باختلاف طبيعتها، ولعل أهمها الانحراف المعياري، التباين ومعامل الاختلاف.....الخ.

كما أن هناك مجموعة من العوامل التي تأثر على المخاطر على مستوى المحفظة المالية كعدد الاستثمارات المكونة للمحفظة، توزيع رأس المال على أصولها بالإضافة إلى معامل الارتباط بين عوائد الاستثمار. ويعد التنويع وسيلة من وسائل تخفيض المخاطر ويعرف بأنه تشكيل محفظة من أوراق مالية مختلفة من حيث القطاع أو الآجال أو كلاهما معا، ونميز بين عدة أساليب للتنويع أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق، حيث يشمل الأسلوب الأول نوعين من التنويع، التنويع البسيط (الساذج) وتنويع ماركويتز، يقوم كل نوع من هذه الأنواع على فكرة معينة فبالنسبة للنوع الأول يقوم على فكرة أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمنتها المحفظة، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها، أما النوع الثاني فيقوم على فكرة تقدير العائد والمخاطرة للأوراق المالية التي تدخل ضمن المحفظة المالية. أما أسلوب تنويع تواريخ الاستحقاق فيتجه من خلاله المستثمر إلى الأسلوب الهجومي، أو تدرج تواريخ الاستحقاق أي توزيع مكونات المحفظة على أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، أو التركيز على الأوراق المالية القصيرة أو الطويلة الأجل. وفي الأخير تطرقنا إلى استراتيجيات التنويع بما فيها الاستراتيجية الساكنة والاستراتيجية النشطة بالإضافة إلى أشكاله حسب طبيعة الورقة المالية، حسب أساليب التسيير، التنويع الجغرافي والتنويع على أساس القطاعات الاقتصادية.

وهو ما سنتطرق له في الجانب التطبيقي الذي سنقوم من خلاله بدراسة أثر التنوع في السوق المالي على المخاطر المالية بالسوق المالي السعودي وذلك باستخدام نماذج بيانات بانل الساكنة.

الفصل الرابع:

دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2021 إلى 2024

تمهيد:

لقد شهدت العقود القليلة الماضية من الزمن تطورات كبيرة في أساليب القياس الكمية في مختلف العلوم الاجتماعية وخاصة في مجالات القياس الاقتصادي والمالي، وأصبحت من الأدوات الفعالة والضرورية لتحديد وإبراز العلاقة بين المتغيرات المختلفة للاقتصاد على المستويين الكلي والجزئي، حيث تسمح هذه الأدوات بدراسة العلاقات التبادلية والتشابكية بين المتغيرات الاقتصادية بمستوى عالي من الدقة والكفاءة وبشكل موضوعي بعيدا عن التحيز.

وتهدف هاته الدراسة إلى إبراز الدور الذي يمكن أن يلعبه التنويع في التخفيض من المخاطر المالية في الأسواق المالية، ومن أجل بلوغ الأهداف الرئيسية المسطرة، سيتم التركيز في هذا الفصل على قياس أثر التنويع في المحافظ المالية على مؤشر المخاطر المالية في السوق المالي السعوي خلال الفترة (الفصل الأول لسنة 2021 – الفصل الأول لسنة 2024)، حيث اشتملت الدراسة على عينة من المحافظ الاستثمارية (50 محفظة استثمارية تابعة لقطاعات متنوعة في السوق المالي السعودي)، والناشطة في المملكة العربية السعودية، وقد تم التركيز في اختيار العينة على إدراج أكبر عدد من المحافظ التي تتوفر بياناتها خلال فترة الدراسة مع مراعات تنوع القطاعات التي تنتمي إليها، لغرض تحديد مدى تأثير العوائد في هذه المحافظ على مؤشر المخاطر بالسوق المالي السعودي، وبالنظر لطبيعة البيانات والتي تشكل مزيجا من بيانات السلاسل الزمنية (الفترة 2021-2024) والبيانات المقطعية (المحافظ)، الأمر الذي استدعى استخدام نماذج بيانات بانل لقياس العلاقة بين متغيرات الدراسة، وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية، تضمن المبحث الأول دراسة إحصائية وصفية للبيانات، أما المبحث الثاني فتم تخصيصه لعرض أدوات الدراسة (نماذج بانل الساكنة)، وأخيرا المبحث الثالث تم التطرق فيه إلى عرض وتحليل نتائج تقدير نماذج بانل الساكنة.

المبحث الأول: دراسة إحصائية وصفية للبيانات

تم التركيز من خلال هذا المبحث على مجموعة من النقاط لعل أهمها التعريف بالمتغيرات المدرجة في الدراسة، وحداتها ومصدر البيانات، بالإضافة إلى محاولة التحليل الوصفي للبيانات الخاصة بهذه الدراسة، وقبل ذلك تم عرض نبذة عن السوق المالي السعودي وأهم مؤشراته وكذا مفردات عينة البحث.

المطلب الأول: نبذة عن السوق المالي السعودي

يعتبر سوق المال السعودي من أهم الأسواق المالية العربية، حيث كانت مؤسسة النقد العربي السعودي مسؤولة على الإشراف عليه، ليتم فيما بعد نقل سلطة الإشراف إلى هيئة سوق المال التي تعتبر الجهة الرقابية الوحيدة على الأسهم السعودية، وتقوم بفرض مجموعة من القواعد لغرض حماية المستثمرين والحفاظ على نزاهة وكفاءة السوق.

الفرع الأول: تعريف ونشأة السوق المالي السعودي

1-تعريف السوق المالي السعودي:

السوق المالي السعودي، المعروف أيضا باسم "تداول"، هو سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية، يقوم بتقديم خدمات متنوعة ويمكن فيه شراء وبيع وتداول الأسهم في أي يوم عمل. يسمح هذا السوق المالي للمستثمرين بامتلاك حصة في شركات عامة ويعتمد سعر السهم فيه على أرباح الشركة المصدرة له، ويعد أكبر سوق لرأس المال في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، ويعتبر تداول تاسع أكبر سوق للأوراق المالية في العالم[1].

2-نشأة السوق المالي السعودي:

لقد بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام 1975م كان هناك نحو 14 شركة مساهمة. وقد أدى النمو الاقتصادي السريع واستثمار رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة في هذا السوق.

حيث ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة الضرورية لذلك، وفي عام 1984م تم تشكيل لجنة وزارية مكونة من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق.

[1] - https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/ourmarkets/main-market-watch?locale=ar,visité le 09/02/2024 à 14h51.

وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 31 جويلية 2003 م، وذلك بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/ 30)، وهي الهيئة التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

أما بالنسبة لتأسيس شركة السوق المالية السعودية، فقد وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة المنعقدة بتاريخ 19 مارس 2007م، برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس هذه الشركة باسم "شركة السوق المالية السعودية (تداول)"، حيث يأتي هذا القرار تنفيذا للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.

كما مرت السوق المالية السعودية بعدد من المحطات الرئيسية التي أكسبتها الريادة في مجال الأوراق المالية على مستوى الشرق الأوسط وشمال افريقيا وأكسبتها أيضا المهنية العالية والخبرة اللازمة لإدارة مشاريع التطوير لأنظمة التداول الآلية، حيث يعمل السوق حاليا بأنظمة التداول والتسوية الفورية (T+0) بالإضافة إلى تمكن السوق من إدارة المخاطر التقنية أو البشرية التي قد تحدث في أي سوق مالي يعتمد على التقنية وشبكات الاتصال[1].

الفرع الثاني: أهداف وخدمات السوق المالي السعودي

1-أهداف السوق المالي السعودي:

تسعى هيئة السوق المالية السعودية إلى تحقيق أهداف استراتيجية متعددة لتطوير القطاع المالي في المملكة العربية السعودية، لعل أبرزها هذه الأهداف:[2]

- استقطاب المؤسسات الاستثمارية والمستثمرين الدوليين بهدف تنويع قاعدة المستثمرين في السوق؛
- تحسين جودة الخدمات الاستثمارية والأصول المالية لتلبية احتياجات المستثمرين؛
- تطوير خدمات تسهل الوصول إلى المعلومات الخاصة بالسوق؛
- تأسيس مركز خاص لتحسين الخدمات المقدمة لما بعد التداول؛
- تقديم خدمات قيمة للسوق من خلال إنشاء منصة متكاملة للسوق المالية الإقليمية.

[1] - التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاما (argaam.com), visité le 09/02/2024, à 15h26.
[2] - الخطة الاستراتيجية لهيئة السوق المالية 2021-2023 (cma.org.sa), visité le 09/02/2024, à 16H11.

2-خدمات السوق المالي السعودي:

تقدم هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية مجموعة من الخدمات الإلكترونية للأفراد وقطاع الأعمال حيث تهدف هذه الخدمات إلى تمكين الجميع من استخدام خدمات حكومية فعالة بطريقة آمنة ومتكاملة عبر قنوات إلكترونية متعددة، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ-الخدمات المقدمة للأفراد:

- شكوى المستثمرين الأفراد في السوق المالية، أي استقبال ومعالجة الشكاوى المتعلقة بالاستثمار في السوق المالية؛
- معالجة البلاغات عن المخالفات في حال تقديم بلاغ عن أي مخالفة مرتبطة بالسوق المالية؛
- التحقق من صحة شهادات التعريف للعموم؛
- تلقي تحديثات الأخبار والمعلومات.

ب-الخدمات المقدمة لقطاع الأعمال:

-خدمات الشكاوى عن طريق استقبال ومعالجة الشكاوى المتعلقة بالأعمال في السوق المالية؛

- نظام التراخيص وهو نظام إلكتروني يتيح لمؤسسات السوق المالية تقديم طلبات الترخيص لممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة؛
- التحقق من الكتاب الصادر عن هيئة السوق.

الفرع الثالث: هيئة السوق المالية السعودية

1-هيئة السوق المالية السعودية:

هيئة السوق المالية هي هيئة تعنى بالإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة العربية السعودية، تأسست هذه الهيئة بموجب نظام السوق المالية، عبارة عن هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، تهدف الهيئة إلى توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق المالية، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق[1].

[1] - هيئة السوق المالية (cma.org.sa), visité le 09/02/2024, à 19H52.

2-مهام هيئة السوق المالية السعودية:

تقوم هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية بمجموعة من المهام يمكن تلخيصها فيما يلي:

- تنظيم وتطوير السوق المالية حيث تعمل الهيئة على وضع اللوائح والقواعد التي تنظم أنشطة السوق المالية وتطويرها لتوفير بيئة استثمارية ملائمة وزيادة الثقة في السوق؛

- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والغير السليمة، مثل الاحتيال والتلاعب، وتشجيع الشفافية والإفصاح الملائم للشركات المدرجة؛

- تطوير الأساليب والأجهزة المالية لتحقيق العدالة والكفاءة في معاملات الأوراق المالية؛

- مراقبة الأنشطة المالية وأعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لإشرافها وتطبيق اللوائح والقواعد؛

- التعامل مع الإفصاح عن المعلومات المالية حيث تقوم بتنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة له[1].

المطلب الثاني: مؤشرات السوق المالي السعودي

يقدم مؤشر السوق فكرة عامة عن اتجاه أداء السوق وهو بمثابة المقياس الذي يتعرف المستثمر من خلاله على نبض السوق لتحديد اتجاه قوى البيع أو الشراء، والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المدرجة في السوق.

الفرع الأول: أهم مؤشرات السوق المالي السعودي

يحتوي السوق المالي السعودي على مجموعة من مؤشرات السوق التي تعكس تطور السوق المالي وتساهم في تقييم أداء الشركات وجاذبيتها للمستثمرين، ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

1-مؤشر السوق الرئيسية "تاسي":

عبارة عن مؤشر رئيسي يستخدم في التداولات السعودية في البورصات والأعمال التجارية، تم إطلاقه لأول مرة سنة 1985م بقيمة أساسية قدرها 1000 ريال سعودي، ويعتبر مؤشر لجميع الأسهم المدرجة في السوق المالية السعودية، ويسمى أيضا بمؤشر تداول، حيث يعتقد بأنه مرتبط ارتباطا إيجابيا بالبورصات المجاورة مثل بورصة أبو ظبي، بورصة دبي وبورصة البحرين.

[1] - الخدمات الإلكترونية (cma.org.sa), visité le 09/02/2024, à 16H51.

2-مؤشر تاسي 50:

مؤشر تاسي 50 هو مؤشر سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية، يتم تصنيفه بناء على إجمالي القيمة السوقية لأكبر 50 شركة مدرجة في السوق السعودية، حيث يجب أن تستوفي هذه الشركات معايير نسبة القيمة المتداولة السنوية البالغة 5% حتى يتم إدراجها في هذا المؤشر. ويعكس مؤشر تاسي 50 أداء الشركات الأكثر أهمية اقتصادية والمتداولة علنا في السوق[1].

3-مؤشر MSCI Tadawul 30 :

هو مؤشر تم إطلاقه بالتعاون بين شركة (**MT30**) **MSCI Tadawul 30** وبورصة السعودية (تداول)، يمثل أداء الأسهم الكبيرة والمتوسطة والصغيرة في سوق الأسهم السعودي وذلك من وجهة نظر المستثمر الذي يتبع تقويم تداول يمتد من الأحد إلى الخميس، حيث يستهدف المؤشر أفضل 30 شركة بناء على القيمة السوقية الحرة مع معايير الحد الأقصى للوزن، وهو مصمم ليكون مؤشرا أساسيا للمنتجات المالية بما في ذلك الأدوات المشتقة والصناديق المتداولة بالبورصة[2].

4-مؤشر رسملة سوق الأسهم :

يظهر هذا المؤشر مدى جاذبية السوق للمستثمرين وحماية حقوقهم، وتحتل السعودية المركز الأول في هذا المؤشر، ويعكس مدى استقرار وشفافية السوق، ويعتبر مؤشرا مهما لتقييم بيئة الاستثمار في المملكة العربية السعودية.

الفرع الثاني: حساب مؤشر السوق المالي

تختلف كيفيات وطرق حساب مؤشر السوق، حيث يمكن أن يتم حسابه بأخذ أسعار جميع الأسهم المدرجة في السوق أو بأخذ جزء منها كعينة تعكس إجمالي الأسهم، أما رياضيا يحتسب المؤشر عن طريق حاصل قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في ذلك اليوم على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة، وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية.

كما يمكن حسابه بطرق أخرى كمتوسط الأسعار من خلال حساب إجمالي أسعار أسهم مختارة وقسمتها على عدد هذه العينة من الأسهم[3].

---

[1] - إطلاق مؤشر «تاسي 50» لرصد أداء أكبر 50 شركة مدرجة في السوق السعودية | صحيفة الاقتصادية (aleqt.com), visité le 10/02/2024, à 20H45.

[2] - MSCI Saudi Arabia Indexes | Tadawul 30 Index | MSCI - MSCI, visité le 10/02/2024, à 21H12.

[3] – تقرير هيئة السوق المالي السعودي لسنة 2023.

الفرع الثالث: تحليل مؤشرات السوق المالي السعودي

تعتبر مؤشرات سوق المال السعودي من الأدوات الهامة لتحليل السوق وفهمه، تستخدم هذه المؤشرات لقياس الأداء العام للأوراق المالية، تتكون من معادلات ونسب تساعد المستثمرين على تفسير بيانات الأسهم ومحاولة التنبؤ بتحركات السوق واتخاذ قرارات الاستثمار والتداول، وتساعد في تقدير الاتجاهات العامة للسوق وتحديد نقاط الدخول والخروج كما تعكس حالة الاقتصاد وأداء الشركات المدرجة في السوق.

تساعد مؤشرات السوق المالي السعودي في تقدير العائد المتوقع على الاستثمارات، على سبيل المثال، مؤشرات الأسهم يمكن أن تعكس أداء الشركات المدرجة في السوق، فإذا كان مؤشر الأسهم مرتفع، فهذا يشير إلى أن الشركات تحقق أرباحا جيدة، وبالتالي يمكن أن يكون هناك عائد مرتفع على الاستثمار.

كما يمكن استخدام مؤشرات السندات لتقدير العائد المتوقع على السندات، فعلى سبيل المثال، انخفاض عائد سندات الخزينة يشير إلى زيادة الطلب عليها وبالتالي انخفاض في العائد المتوقع.

أما بالنسبة لقياس المخاطر فتلعب المؤشرات دور هام في تقدير المخاطر المرتبطة بالاستثمارات كمؤشر الاستقرار الاقتصادي الذي يمكن أن يعكس الاستقرار العام للاقتصاد، وبالتالي يمكن أن يكون مؤشرا على مخاطر أقل في السوق.

ويتم اختيار مؤشر السوق بناء على عدة عوامل أهمها:

1. **الشركات المدرجة:** يتم اختيار الشركات المدرجة في المؤشر بناء على حجمها وأهميتها في الاقتصاد، حيث يتم تضمين أسهم هذه الشركات في حساب المؤشر؛
2. **القيمة السوقية:** حيث يعكس مؤشر السوق قيمة الشركات المدرجة والشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة التي تحمل وزنا أكبر في المؤشر؛
3. **القطاعات الاقتصادية:** يتم توزيع الشركات في المؤشر على أساس القطاعات الاقتصادية، حيث يمكن أن يكون لديك مؤشر للبنوك، وآخر للصناعات؛
4. **التوزيع الجغرافي:** يمكن أن يكون المؤشر محددا جغرافيا، مثل مؤشر السوق السعودي الذي يتبع أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي.
5. **المعايير الفنية** :يتم استخدام معايير فنية لتحديد الشركات المدرجة وترتيبها في المؤشر، وتشمل هذه المعايير كل من السيولة والتقلب والأداء التاريخي.

المطلب الثالث: عينة الدراسة والتعريف بمتغيراتها

الفرع الأول: عينة الدراسة

اعتمدنا في هذه الدراسة على مجموعة من المحافظ الاستثمارية المدرجة بالسوق المالي السعودي والبالغ عددها 50 محفظة من أصل 1076 محفظة استثمارية[1]، حيث تم التركيز على شركات ناشطة بقطاعات متنوعة في السوق للتعبير عن المتغير المستقل في الدراسة والمتمثل في تنوع السوق المالي، وقد تم التركيز على هذه العينة المتنوعة من حيث القطاعات كقطاع البنوك، البناء والإنشاءات، الإسمنت، والبتروكيماويات، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار متعددة الأصول وصفقات المرابحة وغيرها، وكذا من حيث مستوى المخاطرة المرتبط بهذه الاستثمارات، ويمكن توضيح عينة المحافظ المدرجة في عينة الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-2): عينة المحافظ المدرجة في الدراسة

المحافظ	القطاعات	مستوى المخاطرة
محفظة الرياض للأسهم الأمريكية	قطاع البنوك	عالية
محفظة الرياض لأسهم الأسواق الناشئة	قطاع الأسواق الناشئة	عالية
محفظة الرياض للأسهم الخليجية	قطاع البنوك	عالية
محفظة الرياض المتوازن	قطاع صناديق الاستثمار متعددة الأصول	متوسط
محفظة الرياض للمتاجرة المتنوع	قطاع أدوات الدين المتوافقة مع الضوابط الشرعية	منخفضة إلى متوسطة
محفظة الرياض الجريء المتوافق مع الشريعة	قطاع صناديق الاستثمار متعددة الأصول	عالية
محفظة الرياض للدخل	قطاع الشركات التي تقوم بتوزيعات نقدية	عالية
محفظة الرياض للأسهم القيادية	قطاع الشركات ذات القيمة السوقية العالية	عالية
محفظة الرياض للإعمار	قطاع شركات التشييد والبناء والعقار والإسمنت	عالية
محفظة الرياض ريت	قطاع البنوك	عالية
محفظة الرياض الجريء	قطاع صناديق الاستثمار متعددة الأصول	عالية
محفظة الرياض للمتاجرة بالريال	قطاع صفقات المرابحة	منخفضة

[1]- تقرير هيئة السوق المالية في النشرة الإحصائية للربع الأول من سنة 2024.

محفظة الخبير للنمو والدخل المتداول	متنوع القطاع	عالية
محفظة الإنماء المتوازن	قطاع صناديق الاستثمار متعددة الأصول	عالية
محفظة المرن لأسهم السعودية	قطاع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الضوابط الشرعية	عالية
محفظة الرياض الشجاع	قطاع صناديق الاستثمار متعددة الأصول	عالية
محفظة الرياض للشركات المتوسطة والصغيرة	قطاع الشركات المتوسطة والصغيرة	عالية
محفظة كسب لأسواق النقد	قطاع صفقات المرابحة قصيرة الأجل	منخفضة
محفظة البلاد المتنوع	قطاع المنتجات المهيكلة والمدعومة	منخفضة إلى متوسطة
محفظة الاستثمار العقاري	قطاع العقار	عالية
محفظة الرياض المتحفظ	قطاع صناديق الاستثمار متعددة الأصول	عالية
محفظة الشامل للأسهم	متنوع القطاع	عالية
محفظة الأول للاستثمار المرن	متنوع القطاع	معتدلة
محفظة المرن للأسهم السعودية	قطاع الشركات المتوافقة مع الضوابط الشرعية	عالية
محفظة كامكو للأسهم	متنوع القطاع	عالية
محفظة الإنماء للسيولة	قطاع أسواق النقد قصيرة الأجل المتوافقة مع الضوابط الشرعية	منخفضة
محفظة يقين للمرابحة بالريال	قطاع صفقات المرابحة	معتدلة
محفظة الأسهم الخليجية	قطاع الشركات المدرجة في الأسواق الخليجية	عالية
محفظة يقين للأسهم السعودية	قطاع البتروكيماويات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	عالية
محفظة الفرص السعودية	متنوع القطاع	عالية
محفظة الدانة للمتاجرة بالأسهم الخليجية	قطاع الاستثمار في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي	عالية
محفظة الجزيرة لتوزيع الأصول	قطاع صناديق الاستثمار متعددة الأصول	منخفضة
محفظة الاستثمار كابيتال للأسهم السعودية	قطاع الشركات المدرجة في أسواق الأسهم السعودية	عالية
محفظة القصر العقاري الخليجي	قطاع العقار	عالية

محفظة كسب للتوزيعات	متنوع القطاع	عالية
محفظة السعودي الفرنسي للأسهم السعودية	متنوع القطاع	عالية
محفظة أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية	قطاع السوق الموازية	عالية
محفظة كسب للطروحات الأولية	قطاع الطروحات الأولية التي لم يمض على إدراجها أكثر من 5 سنوات	عالية
محفظة استثمار مصر كابيتال	قطاع الاستثمار في أدوات الدين مختلفة آجال الاستحقاق	متوسطة
محفظة بلوم إنفست للمرابحة	قطاع صفقات المرابحة	منخفضة إلى متوسطة
محفظة الأهلي للمتاجرة العالمية	قطاع صفقات المرابحة والوكالة والمضاربة والمشاركة	منخفضة
محفظة الأهلي متعدد الأصول للدخل الإضافي	قطاع صناديق الاستثمار متعددة الأصول	منخفضة إلى متوسطة
محفظة الراجحي للنمو والتوزيعات	قطاع الشركات المدرجة في أسواق الأسهم السعودية	عالية
محفظة الراجحي المحافظ	قطاع صناديق الأسهم وصناديق المرابحة	منخفضة
محفظة الراجحي للادخار والسيولة	قطاع عمليات المتاجرة منخفضة المخاطر	منخفضة
محفظة بلوم السعودي	متنوع القطاع	عالية
محفظة بيت المال الخليجي المرن	متنوع القطاع	عالية
محفظة الإعمار	قطاع صناديق الاستثمار متعددة الأصول	متوسطة
محفظة دراية المرن للأسهم السعودية	قطاع الشركات المدرجة في أسواق الأسهم السعودية	عالية
محفظة أرباح للسيولة اليومية	قطاع أسواق النقد قصيرة الأجل المتوافقة مع الضوابط الشرعية	متوسطة
المجموع	**50**	

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية للمحافظ المدرجة في عينة الدراسة

الفرع الثاني: التعريف بمتغيرات الدراسة

تم الاعتماد على توصيف نموذج الدراسة بناء على الإشكالية المطروحة والذي يتلاءم مع الأهداف الرئيسية المسطرة سلفا، حيث تم إدراج المتغيرات التالية:

1-المتغير التابع:

تجدر الإشارة إلى أن المتغيرات المعتمدة في الدراسة وخاصة فيما يتعلق بالمتغيرات التابعة فقد تم اختيارها بناء على مجموعة من المعايير، أهمها ما جاءت به الأدبيات التطبيقية حول إشكالية موضوع البحث، بالإضافة إلى معيار توفر البيانات، وفيما يلي تعريف المتغيرات التابعة في الدراسة:

- **المخاطر المالية (RISK):**

تعبر المخاطر المالية عن المخاطر الحالية أو المستقبلية التي يمكن أن تؤثر على إيرادات الشركة أو تقلل من كفاءة المصاريف التشغيلية، وأحد الأمثلة على ذلك هو الطبيعة المتقلبة لعمولة التداول والتي تشكل نسبة كبيرة من الإيرادات، وتشمل المخاطر الأخرى تباين أسعار الفائدة وأسعار الصرف والقيمة السوقية للأسهم التي قد تؤثر على معدل العائد على الاستثمار، بالإضافة إلى مخاطر السيولة والاستثمار والتأمين. وتتمثل إحدى الاستراتيجيات الرئيسية لتخفيف المخاطر في زيادة الدخل غير المتعلق بالتداول، من أجل التخفيف من المخاطر الناشئة عن تقلبات السوق[1].

كما أنها تمثل المخاطر المرتبطة بعدم قدرة المنظمة على الوفاء بالتزاماتها المالية وإدارة ديونها، نتيجة عدم الاستقرار أو حدوث خسائر في السوق المالية أو تحركات أسعار الأسهم والعملات وأسعار الفائدة مما يؤثر على الأداء المالي أو الاستقرار أو القيمة المالية للمؤسسة، ويمكن تلخيص أهمها في الجدول الموالي:

[1]- https://annualreport2018.tadawul.com.sa/, visité le 02/02/2024, à 15h.

الجدول رقم (4-3): أنواع المخاطر المالية

المخاطر المالية	
مخاطر السوق	- تشمل تقلبات أسعار الأسهم والسلع والعملات والفائدة؛ - يمكن أن تكون نتيجة للتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية؛ - تؤثر على قيمة الأصول والاستثمارات.
مخاطر الائتمان	- تتعلق بعدم قدرة الأفراد أو المؤسسات على سداد الديون؛ - تشمل مخاطر التأخير في السداد والإفلاس.
مخاطر التشغيل	- تتعلق بالأعمال اليومية التشغيلية في المنظمة؛ - تشمل مخاطر الإنتاج والتوريد والتوزيع والتسويق.
مخاطر السيولة	- علق بقدرة المؤسسات على تحويل الأصول إلى نقد. - تشمل مخاطر عدم القدرة على سداد الالتزامات في الوقت المناسب.
مخاطر سعر الفائدة	- تتعلق بتقلبات أسعار الفائدة. - تؤثر على تكاليف الاقتراض والاستثمارات.
مخاطر انخفاض قيمة العملة	- تتعلق بتقلبات أسعار صرف العملات. - تؤثر على قيمة الاستثمارات الدولية.
المخاطر السياسية والقانونية والأنظمة واللوائح	- تتعلق بالتغيرات في السياسة والقوانين. - تتعلق بعدم الاستقرار السياسي أو صدور تشريعات أو قوانين جديدة.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية للمحافظ عينة الدراسة

إذن فالمتغير التابع يتمثل في مخاطر المحفظة المالية المعبر عنها بالانحراف المعياري الذي يبين درجة انتشار (توزيع) العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة، إلا أنه يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر فهو مقياس مناسب للمقارنة بين أصلين أو استثمارين يكون لهما نفس العائد، وإذا اختلف العائد كما هو الحال بالنسبة لدراستنا، فان معامل الاختلاف هو المناسب لقياس المخاطرة، لأنه يبين مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد

أي يبين لنا العلاقة بين عائد ومخاطر المحفظة. وبالتالي فالانحراف المعياري تم الاعتماد عليه كوسيط لحساب معامل الاختلاف ومخاطرة المحفظة تتمثل حسب دراستنا في معامل الاختلاف.

2-المتغير المستقل:

تم إدراج متغير مفسر وحيد من خلال هذه الدراسة والذي يتمثل في مؤشر تنوع السوق المالي (FL) حيث تم اعتماد هذا الأخير بناء على الإشكالية المطروحة في هذا البحث بالإضافة إلى ما تم مراجعته في الأدبيات التطبيقية سلفا، ويتمثل في العوائد المالية لعينة من المحافظ المالية ضمن مجموعة متنوعة من القطاعات الاستثمارية والناشطة في السوق المالي السعودي.

ويمكن تلخيص متغيرات الدراسة ومصادر البيانات فيما يلي:

الجدول رقم (4-4): متغيرات الدراسة ومصادر البيانات

نوع المتغير	الوصف	الرمز	المصدر
تابع	المخاطر المالية وتم حسابه من خلال متوسط معامل الاختلاف للعوائد	RISK	**صناديق الاستثمار (saudiexchange.sa)**
مستقل	مؤشر تنوع السوق المالي	FL	

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الدراسة

وتأسيسا على ما سبق يمكن توصيف النموذج الرئيسي في هذه الدراسة على النحو التالي:

$$RISK_{it} = c + \beta_1 FL_{(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث: (β، c) معلمات النموذج، و (i ;1..... n) تمثل المقاطع (المحافظ الاستثمارية) و (t : 1.....T) يمثل الزمن، و ε_{it} تمثل حد الخطأ العشوائي.

الفرع الثالث: التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة

بعد التعرف على متغيرات الدراسة وتحديدها سنحاول من خلال هذا الفرع عرض أهم الخصائص الإحصائية للبيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة، ومدى ارتباط المتغير المعبر عن تنوع السوق المالي ومؤشر المخاطر المالية واتجاه العلاقة الارتباطية بينها، وهو ما يلخصه الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-5): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	FL	RISK
Mean	3.074318	4.667310
Median	1.655000	2.670000
Maximum	33.72000	44.30000
Minimum	-21.17000	-2.880000
Std. Dev.	7.029171	5.961105
Skewness	0.436979	1.990678
Kurtosis	4.903789	8.616593
Jarque-Bera	118.8475	1283.677
Sum	1998.307	3033.752
Sum Sq. Dev.	32066.60	23062.06
Observations	650	650

مصفوفة الارتباط

	FL	RISK
FL	1,00	0,13
RISK	0,13	1,00

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

بالرجوع إلى الجدول السابق يمكن تسجيل النتائج التالية:

- بلغ المتوسط الحسابي لمؤشر تنويع السوق المالي الممثل بعوائد المحافظ الاستثمارية من مختلف القطاعات الاستثمارية خلال فترة الدراسة قيمة (3.074318)، أما بالنسبة لمؤشر المخاطر المالية لسوق المال السعودي فقد بلغ المتوسط الحسابي لهذا المتغير (4.667310).
- وقد بلغت أعلى قيمة في مؤشر تنويع الأسواق المالية خلال كل فترة الدراسة (33.72)، وذلك خلال الفصل الثاني من سنة (2021) بمحفظة بلوم السعودي؛ وأدنى قيمة لهذا المؤشر فقد بلغت (21.17-)، وذلك خلال الفصل الثالث لسنة (2022)، وذلك بمحفظة الشامل للأسهم.

- بالنسبة لمؤشر المخاطر المالية فقد بلغت أعلى قيمة في هذا المتغير (44.3)، وذلك خلال الفصل الثاني لسنة (2023) على مستوى محفظة بيت المال الخليجي المرن، وأدنى قيمة لهذا المتغير قدرت بـ: (-2.88) وذلك خلال الفصل الرابع من نفس السنة بمحفظة كسب للطروحات الأولية.

وبالرجوع إلى الجدول السابق يظهر أن قيم معامل الاختلاف لكل متغيرات الدراسة مرتفعة نسبيا الأمر الذي يدل على وجود تشتت لمشاهدات متغيرات الدراسة بين المقاطع (المحافظ) وذلك خلال كل فترة الدراسة ما يعكس التقلب الذي عرفه سوق المال السعودي خلال هذه الفترة.

أما فيما يخص علاقة الارتباط بين متغيري الدراسة فقد أظهرت النتائج بشكل أولي وجود علاقة ارتباط ضعيفة وطريدة قدرت بـ (13%) على اعتبار أنها تقل عن (50%).

المبحث الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى الأدوات الإحصائية والقياسية المستخدمة في هذه الدراسة، من خلال عرض الإطار القياسي والتحليلي المتبع فيها، حيث تشتمل أدوات الدراسة على تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وكذا طرق المفاضلة بينها.

المطلب الأول: ماهية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

سيتم التطرق إلى ماهية نماذج بيانات بانل من خلال (مفهوم نماذج بانل، مزايا نماذج بانل، أهمية نماذج بانل)، وذلك على النحو الآتي:

الفرع الأول: مفهوم بيانات بانل

توجد العديد من التسميات التي أطلقت على بيانات بانل فيمكن تسميتها بالبيانات المدمجة التي تتضمن عدد كبير من المفردات، ويمكن تسميتها بالبيانات الطولية "Longitudinal Data" عندما تحتوي على سلاسل زمنية طولية، وكل هذه التسميات متشابهة لذا فإن استخدامها في الأدبيات التطبيقية كان عاما.

وقد انطلقت فكرة تطبيق النماذج الطولية أو نماذج بانل من بحث قدمه (Nerlove & Balestra, 1966) من خلال إشكالية تقدير نموذج للطلب على الغاز الطبيعي في كل من المباني السكنية والصناعية بالولايات

المتحدة، حيث قام الباحثين لأول مرة باعتماد طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) لتقدير نموذج طلب ديناميكي على بيانات بانل في الاقتصاد الأمريكي[1].

حيث تشير بيانات بانل إلى مجموعة من المشاهدات حول ظواهر متعددة عبر فترات زمنية متعددة، وعليه فهي تمتاز ببعدين، الأول بعد مكاني أو مقطعي وآخر زماني، حيث تجتمع خصائص هذين البعدين في بيانات بانل بشقيها الايجابي والسلبي، إذ يمكن أن يكون التحليل تحليل الأفراد والشركات والعلامات التجارية والمدارس والبلدان أو وحدات التحليل الأخرى والعوامل التي تؤثر على نتائجها، فبيانات البانل تصف سلوك مجموعة من المفردات أو الوحدات المقطعية خلال فترة زمنية واحدة، عكس بيانات السلاسل الزمنية التي تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، لكن العنصر الفريد لهذه النتائج هو أنها تستوعب أيضا البيانات الطويلة لكل من المتغيرات التابعة والمستقلة، لذلك بدلا من الاضطرار إلى إجراء تحليلات منفصلة لكل عام أو تجميع هذه البيانات عبر السنوات بطريقة ما، يتم تصميم نماذج البانل لمعالجة الخصائص الضرورية لهذا النوع من البيانات، فالتحليل القياسي لبيانات العينات يوفر لنا مدخلا للتحليل انطلاقا من عينات ممثلة لوحدات قد تكون دول، مؤسسات والتي تأخذ شكل سلسلة من المعطيات[2].

وتعرف بيانات البانل بأنها تلك البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من الأفراد أو الوحدات عند فترة زمنية محددة، بينما السلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال مجال زمني، وبالتالي يقصد بها دمج البيانات المقطعية مع الزمنية ومن هنا تبرز أهمية استخدام بيانات بانل كونها تحتوي على معلومات تتعامل مع ديناميكية الزمن (T) وعلى مفردات متعددة (N) للحصول على (NT) مشاهدة.

وتجدر الإشارة إلى أنه، إذا كان لدينا بيانات بانل بنفس عدد المفردات والفترات الزمنية فإننا نكون أمام بيانات بانل متوازنة (**Balanced Panel Data**)، أما عند اختلاف فترات الزمن من مفردة إلى أخرى تسمى هذه الحالة ببيانات بانل غير المتوازنة (**Unbalanced panel Data**).

[1]- Henningsen, Arne, and Géraldine Henningsen, "Analysis of panel data using R", Panel Data Econometrics, Academic Press, 2019, p: 346.

[2]- Joseph F. Hair, Jr & Others, Multivariate Data Analysis, 8 th Edition , Annabel Ainscow , Cengage Learning EMEA, Cheriton House , North Way , United Kingdom, 2018, p 329.

الفرع الثاني: أهمية استخدام نماذج البانل

لقد اكتسبت نماذج بيانات البانل في الآونة الأخيرة اهتماما كبيرا خصوصا في الدراسات الاقتصادية نظرا لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء في البيانات المعتمدة في التحليل، والمقصود ببيانات البانل هي المشاهدات المقطعية مثل الدول أو الأسر أو السلع.....الخ، المرصودة عبر فترة زمنية معينة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية، ويتفوق تحليل البانل على تحليلات البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها في العديد من الإيجابيات ويلخص كل من Hasiao و Klevmarken فوائد تحليل البانل، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي[1]:

- التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة؛
- تتضمن بيانات البانل محتوى معلوماتي أكثر من تلك في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الوصول إلى تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر، تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل؛
- توفر نماذج البانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالة الاقتصادية مثل البطالة والفقر، ومن جهة أخرى يمكن من خلال بيانات البانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛
- تسهم نماذج بانل في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (omitted variables) الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة (biased estimates) في الانحدارات المفردة؛
- تبرز أهمية استخدام بيانات البانل في أنها تأخذ بعين الاعتبار ما يوصف "بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ"(unobserved heterogeneity) الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.

[1] – عليوة علي، **تكييف أدوات السياسة المالية للدول النامية مع متطلبات التحرير المالي**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة ورقلة، 2021، ص 113.

الفرع الثالث: مميزات البيانات الطولية

تعتبر بيانات بانل من أحدث النماذج القياسية والتي لا تزال تعرف تحديثا مستمرا في الأدبيات التطبيقية، وتشتمل على جملة من الخصائص والمميزات التي تجعلها من النماذج الأنسب في القياس والتحليل الاقتصاديين، ويمكن عرض أهم مميزاتها فيما يلي:

- تأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين الوحدات أو الأفراد (الاختلاف بين خصائص الدول الاقتصادية مثلا)، إختلاف الوحدات المستخدمة في القياس أو ما يعرف heterogeniety*؛
- تمنح استنتاج أكثر دقة لمعلمات النموذج، وعادة ما تحتوي بيانات بانل على درجات أكثر من الحرية ومزيد من تباين العينة مقارنة ببيانات المقطع العرضي التي يمكن عرضها كلوحة ذات ($T = 1$)، أو بيانات السلاسل الزمنية التي تكون عبارة عن لوحة بها ($N = 1$)، وبالتالي تحسين كفاءة التقديرات الاقتصادية القياسية؛
- تمكن من كشف وقياس الأثر الناجم عن اختلاف متغيرات الدراسة باختلاف سلوك الافراد عبر الزمن الذي لا يمكن الحصول عليه باستخدام البيانات المقطعية أو السلاسل الزمنية؛
- تبسيط الحساب والاستدلال الإحصائي، حيث تتضمن البيانات بعدين على الأقل: بعد مقطعي وبعد سلسلة زمنية، وفي ظل الظروف العادية يتوقع الباحث أن حساب مقدار أو الاستدلال ببيانات بانل سيكون أكثر تعقيدا من بيانات المقطع العرضي أو السلاسل الزمنية، ومع ذلك في بعض الحالات يؤدي توفر بيانات بانل في الواقع إلى تبسيط الحساب والاستدلال[1]؛
- توليد تنبؤات أكثر دقة للنتائج الفردية عن طريق تجميع البيانات بدلا من توليد تنبؤات بالنتائج الفردية باستخدام البيانات الخاصة بالفرد المعني. فإذا كانت السلوكيات الفردية متشابهة ومشروطة بمتغيرات معينة، فإن بيانات بانل توفر إمكانية تعلم سلوك الفرد من خلال مراقبة سلوك الآخرين، وبالتالي من الممكن الحصول على وصف أكثر دقة لسلوك الفرد من خلال استكمال ملاحظات الفرد المعني ببيانات عن أفراد آخرين؛
- التشابك الاقتصادي والتغيرات التكنولوجية يمكن دراستها بشكل أفضل باستخدام نماذج بانل[2].

[1]- HSIAO, Cheng. Panel data analysis-advantages and challenges. Test, 2007, p 16.

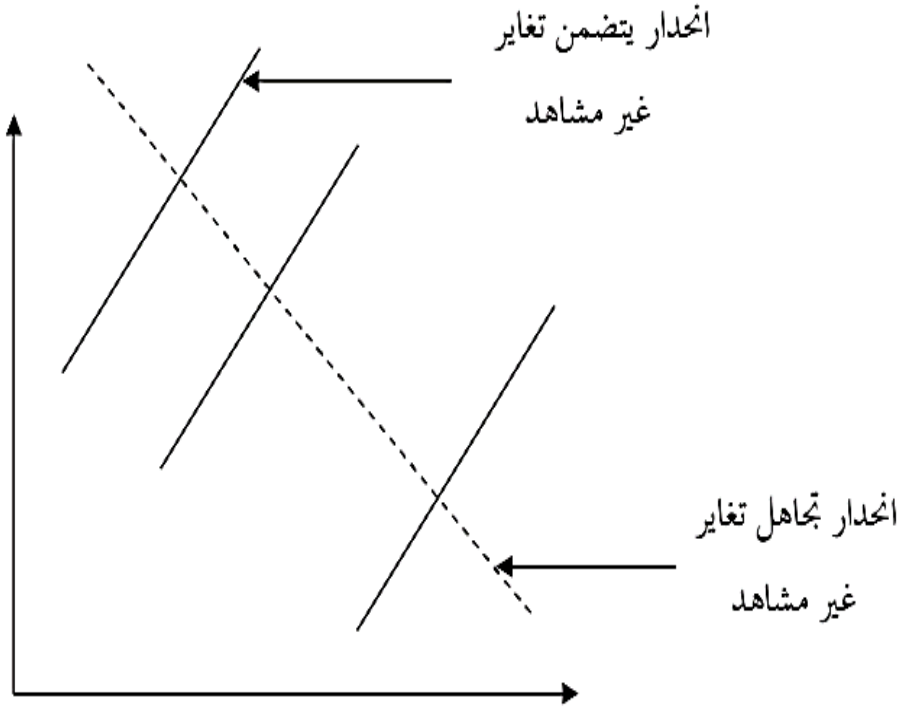
[2]- Damodar gujarati, **economietrics by example**, 1st ed , London, Palgrave Macmillan, 2011, p 289.

* Heterogeniety : عدم تجانس الوحدات ويقصد بها ان نماذج بانل تاخذ بعين الاعتبار هذا المشكل وباستخدام هذه الطريقة يمكن استخدام اي نموذج بغض النظر عن الوحدات المستخدمة.

المطلب الثاني: نمذجة واختبار عدم التجانس

تعتبر مشكلة عدم التجانس، موضوع محوري في دراسة معطيات بانل حيث أن تغاير الميزات الفردية يؤدي إلى تقديرات أكثر دقة، كما أن تغاير السلوك يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار من أجل تفادي تحيز التقدير، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-4): نمذجة تحيز التقدير



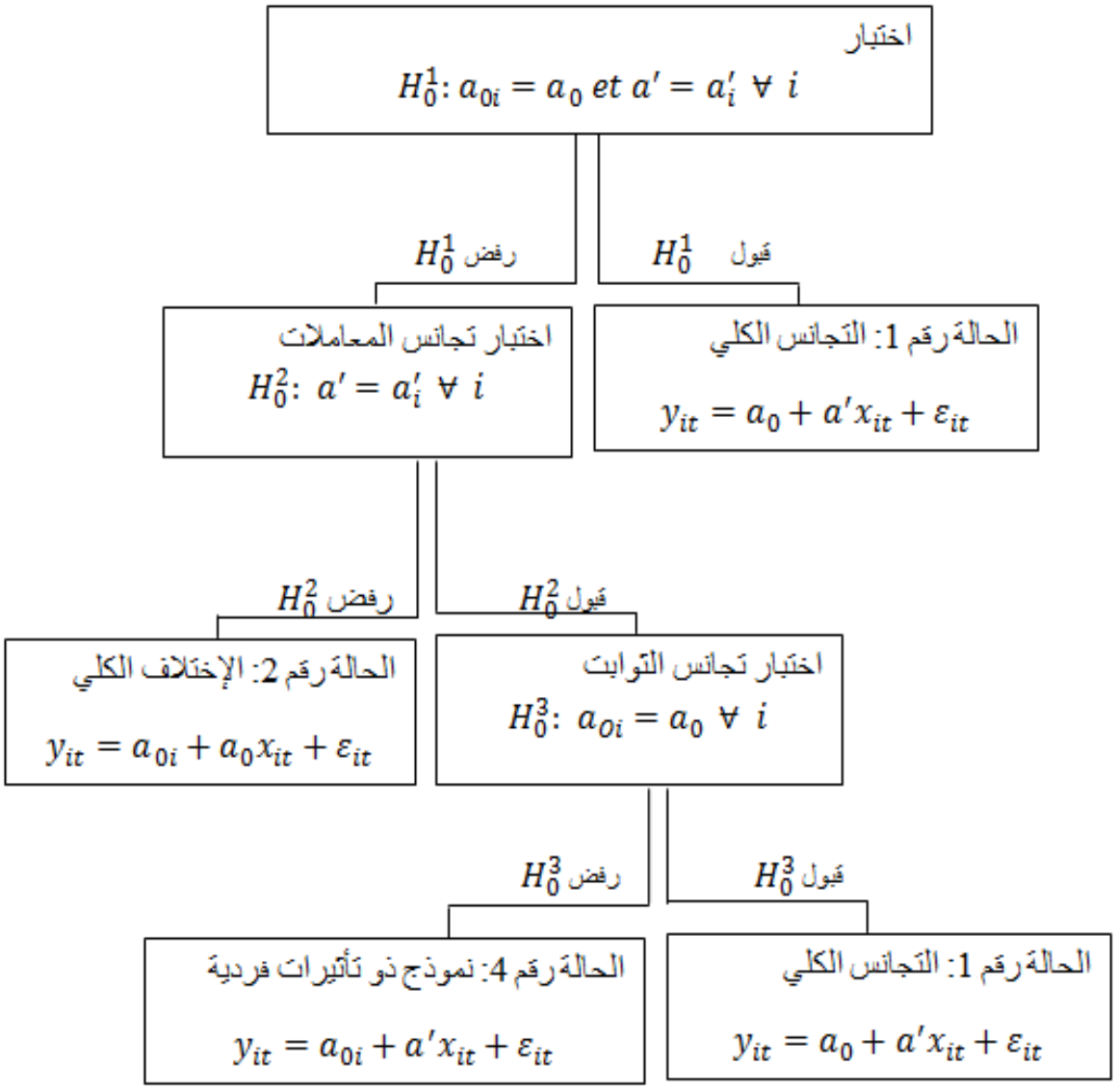
Marc LE VAILLANT, Model à erreurs composées et model mixte

Atelier SAS/MATISSE, (France : CNRS-UMR 8052,Jeudi 07 Avril 2005), P04.

الفرع الأول: إختبار التجانس (HSIAO)

تعتبر مرحلة تحديد النموذج في بيانات بانل مهمة جدا كونها تبين طبيعة البيانات (متجانسة، مختلفة)، وقد قام Hsiao سنة 1986م بوضع مخطط يسمح بتحديد الحالة المناسبة لبيانات بانل وذلك وفق المنهجية التالية: [1]

الشكل رقم (4-5): خطوات اختبار التجانس لـ Hsiao



Source : Régis Bourbonnais « Economitrie Cours et exercise corrigés » 9é edition Dunod, Paris, 2015, p 349.

[1] - Régis Bour bonnais, "Economitrie Cours et exercise corrigés", 9é edition Dunod, Paris ,2015.p 349-350.

الفرع الثاني: مراحل تطبيق اختبار Hsiao

يمكن تقسيم مراحل تطبيق اختبار (Hsiao) إلى الخطوات التالية:

1-الخطوة الأولى: اختبار فرضية التجانس الكلي (تجانس الثوابت والمعاملات)

في هذه الخطوة يتم اختبار الفرضية التالية:

$$H_0^1: a_{0i} = a_0 \; et \; a' = a_i' \;\; \forall \;\; i$$

ويتم اختبار هذه الفرضية وفق تطبيق صيغة اختبار Fisher التالية:

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR)/(N-1)(K+1)}{SCR/\big(N \times T - N(K+1)\big)}$$

حيث SCR_{c1} تمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد حسب الفرضية H_0^1 وتمثل $SCR = \sum_{i=1}^{N} SCR_i$ مجموع مربعات البواقي للنموذج الغير مقيد. وهذه الاحصائية تتبع توزيع (Fisher) مع درجة حرية:

$$(N-1)(K+1) \text{ و } NT - N(K+1)$$

وللحصول على نتيجة الاختبار نقارن القيمة المحسوبة مع القيمة المجدولة لـ Fisher فإذا كانت القيمة المجدولة أكبر نقبل الفرضية H_0^1 ليصبح لدينا نموذج بانل متجانس كليا، في حين إذا تم رفض الفرضية H_0^1 ننتقل إلى الخطوة الثانية التي تقول إن مصدر الاختلاف يعود إلى المعاملات a_i'.

2-الخطوة الثانية: اختبار فرضية تجانس المعاملات

وذلك وفق الفرضية التالية:

$$H_0^2: \; a' = a_i' \;\; \forall \;\; i$$

ويتم اختبار هذه الفرضية وفق تطبيق صيغة اختبار Fisher التالية:

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR)/\big((N-1) \times K\big)}{SCR/\big(N \times T - N(K+1)\big)}$$

حيث SCR_{c2} تمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد حسب الفرضية H_0^2

هذه الاحصائية تتبع توزيع Fisher مع درجة حرية: $(N-1)K$ و $(NT - N)(K+1)$

فإذا تم رفض فرضية العدم أي فرضية تجانس المعاملات يتم رفض بنية نموذج بانل، لأنه في هذه الحالة تكون الثوابت فقط متجانسة بين المفردات أي أن هناك اختلاف كلي.

أما في حالة قبول فرضية العدم أي فرضية تجانس المعاملات فنحتفظ بالنموذج ونبحث عن فرضية تجانس (تطابق) الثوابت الفردية في ضل فرضية المعاملات المشتركة لكل المفردات.

3-الخطوة الثالثة: اختبار فرضية تجانس الثوابت

ويتم ذلك وفق الفرضية التالية:

$$H_0^3: \ a_{Oi} = a_0 \ \forall \ i$$

ويتم اختبار هذه الفرضية بتطبيق صيغة اختبار Fisher التالية:

$$F_3 = \frac{(SCR_{c1} - SCR_{c2})/(N-1)}{SCR_{c2}/(N \times (T-1) - K)}$$

هذه الاحصائية تتبع توزيع Fisher مع درجة حرية:

$$(N(T-1) - K) \text{ و } (N-1)$$

فإذا تم رفض الفرضية H_0^3 يعتبر نموذج بانل ذو آثار فردية.

المطلب الثالث: النماذج الساكنة الأساسية لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية

إن النموذج القياسي الأول لتحليل بيانات بانل هو نموذج التأثيرات غير المرصودة (نموذج الانحدار التجميعي)، حيث يتم تجميع الملاحظات بمرور الوقت ووحدات المراقبة (المقاطع)، أما النموذجين الأخرين فيميزهما وجود تأثيرات خاصة بالفرد، ويمكن أن تكون هذه التأثيرات ثابتة (نموذج التأثيرات الثابتة) أو عشوائية (نموذج التأثيرات العشوائية).

الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)

يعتبر هذا النموذج من أبسط بيانات النماذج الخاصة ببيانات بانل، لكون جميع المعاملات β_j ؛ α_0 ثابتة لجميع الفترات الزمنية، وعليه فإن الصيغة الرياضية لنموذج الانحدار التجميعي تصبح بالشكل التالي:

$$y_t = \alpha_0 + \beta_j x_{jt} + \varepsilon_t \qquad (\varepsilon_t // x) \sim IID(0, \sigma^2)$$

حيث: t (1..... T) يمثل الزمن، و ($x_j : x_1 \ \dots\dots\dots x_j$) تمثل شعاع المتغيرات المفسرة (y_t): المتغير التابع و ε_t ويفترض أن يكون تشويشا أبيضا ويتوفر على خصائص التوزيع الطبيعي ومختلف الافتراضات الكلاسيكية الخاصة به.

الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model)

تتمثل إحدى الفوائد الرئيسية لاستخدام بيانات بانل مقارنة ببيانات المقطع العرضي للأفراد في أنها تمكننا من التحكم في عدم التجانس الفردي، حيث يؤدي عدم التحكم في هذه التأثيرات الفردية المحددة غير المرصودة إلى التحيز في التقديرات الناتجة.[1]

وبموجب مواصفات التأثيرات الثابتة (FE)، يتم التعامل مع الثابت (α_i) كمعلمات حرة (تختلف من مقطع لأخر)، ويمكن تقدير نموذج التأثيرات الثابتة بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (LSDV)، وتصبح الصيغة العامة للنموذج على النحو التالي:

$$y_t = \sum_{i=1}^{N} d_i\,\alpha_i + \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$t : (1 \ldots\ldots T)$$

حيث: $i : (1 \ldots\ldots N)$ يمثل المقاطع، و (d_i) هو شعاع $(NT \times 1)$ لمتغير وهمي مع جميع عناصره صفر باستثناء العناصر المرتبطة بوحدة المقطع العرضي الأول الخاص بالمفردة الأولى، والذي يتغير من مقطع لأخر لتمييز هذه الأخيرة، ولتوضيح نموذج التأثيرات الثابتة بشكل أدق يمكن عرض الشكل المصفوفي للصياغة العامة له فيما يلي :[2]

$$\begin{pmatrix} \mathbf{y}_{1.} \\ \mathbf{y}_{2.} \\ \vdots \\ \mathbf{y}_{N.} \end{pmatrix} = \alpha_1 \begin{pmatrix} \boldsymbol{\tau}_T \\ \mathbf{0} \\ \vdots \\ \mathbf{0} \end{pmatrix} + \alpha_2 \begin{pmatrix} \mathbf{0} \\ \boldsymbol{\tau}_T \\ \vdots \\ \mathbf{0} \end{pmatrix} + \ldots + \alpha_N \begin{pmatrix} \mathbf{0} \\ \mathbf{0} \\ \vdots \\ \boldsymbol{\tau}_T \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \mathbf{X}_{1.} \\ \mathbf{X}_{2.} \\ \vdots \\ \mathbf{X}_{N.} \end{pmatrix} \boldsymbol{\beta} + \begin{pmatrix} \mathbf{u}_{1.} \\ \mathbf{u}_{2.} \\ \vdots \\ \mathbf{u}_{N.} \end{pmatrix},$$

[1]- Steven N. Durlauf, Lawrence E. Blume, Microeconometrics, Palgrave Macmillan Publishers Ltd, New York, 2012, p: 59.

[2]- Pesaran, M. Hashem. Time series and panel data econometrics. Oxford University Press, 2015, p 644.

الفرع الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model)

عكس نموذج التأثيرات الثابتة يتم التعامل مع الآثار الفردية لنموذج التأثيرات على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، ويقوم هذا الافتراض على أن العينة المستخدمة مسحوبة بشكل عشوائي، وعليه يمكن اعتبار معلمات انحدار النموذج تمثل العينة بأكملها، ولهذا يعامل المركب الفردي α_i كمكون عشوائي عبر المفردات، وبعبارة أخرى فنموذج الآثار العشوائية يفترض أن كل مقطع أو كل فترة زمنية لها حد عشوائي خاص بها، وفي حالة وجود كل من الآثار الزمنية والمقطعية في نموذج الآثار العشوائية، يسمى أحيانا بنموذج مركبات الخطأ أو مكونات التباين، نظرا لأن مكونات الخطأ يتم تضمينها داخل حد الخطأ العشوائي ويصبح حد الخطأ العشوائي في النموذج كالتالي:

$$\varepsilon_{it} = v_{it} + u_i$$

بتعويض الصيغة السابقة في نموذج الصيغة العامة تصبح:

$$Y_{it} = \mu + \sum B_j x_{j(it)} + v_i + \varepsilon_{it}$$

وتتمثل الخواص الاحصائية لنموذج التأثيرات العشوائية فيما يلي:

- $E(\varepsilon_{it}) = 0$
- $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$
- $E(v_i) = 0$
- $Var(v_i) = \sigma_v^2$

الفرع الرابع: اختبارات المفاضلة بين نماذج بانل الساكنة

ونميز بين اختبارين يتمثلان فيما يلي:

1-اختبار مضاعف لاغرانج (Lagrange):

يعتمد هذا الاختبار على مضاعف **Lagrange** المتعلق بالأخطاء $\hat{\mu}_{it}$ الناتجة عن طريقة المربعات الصغرى، حيث يكون الاختيار بين **PRM** و**FEM** أو **REM** وذلك باستخدام اختبار مضاعف لاغرانج (**LM**) المقترح من طرف Breusch و Pagan سنة 1980م.[1]

[1]- William Green, "Econometric Analysis", 6th ed , New Jersey , Prentice Hall, Apper Saddle River, 2007, p205.

وتمت صياغة النموذج كالآتي:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)}\left(\frac{\sum_{i=1}^{n}\left(\sum_{t=1}^{T}\hat{u}_{it}\right)^2}{\sum_{i=1}^{n}\sum_{t=1}^{T}\hat{u}_{it}^2}-1\right)^2$$

فإذا كانت قيمة (**P-value**) لإحصائية اختبار **LM** تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فإن FEM أو REM سوف يكون أفضل من **PRM**، بينما إذا كانت هذه القيمة تشير إلى عدم وجود معنوية إحصائية لنفس الاختبار، فيعني هذا أن **PRM** سيكون أفضل من كل من **FEM** أو **REM**.

2-اختبار Hausman (1978):[1]

يستخدم اختبار **Hausman** (1978)، في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرات التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فان مقدرة التأثيرات الثابتة فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة، ويعطى اختبار**Hausman** بالعلاقة التالية:

$$\mathbf{W}=(\hat{b}_{lsdv}-\beta_{GLS})[\mathrm{Var}\,(\hat{b}_{lsdv})-\mathrm{Var}(\hat{\beta}_{GLS})]^{-1}(\hat{b}_{lsdv}-\hat{\beta}_{GLS})$$

حيث: $\mathrm{Var}\,(\hat{b}_{lsdv})-\mathrm{Var}(\hat{B}_{GLS})$ تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية $(\hat{b}_{lsdv}-\hat{\beta}_{GLS})$، وهي الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لكل من مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية، وتتبع W في ظل فرضية العدم توزيع كاي تربيع مع درجة حرية k-1، وبمقارنة القيمة المحسوبة لـ w مع القيمة الجدولية، فإذا تم قبول فرضية العدم تكون الأفضلية للتأثيرات العشوائية وأما إذا قبلت الفرضية البديلة فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل.

[1]- Régis Bourbonnais op-cit, p 358.

المبحث الثالث: عرض وتحليل نتائج تقدير نماذج بانل الساكنة

سيتم التركيز من خلال هذا المبحث على محاولة تحديد مدى تجانس المعلومات (الميول والقواطع) بين مفردات العينة كمرحلة أولى في النمذجة القياسية لبيانات بانل، والتي تمثل المرحلة الأساسية في عملية تحديد المنهج القياسي الأنسب لبيانات النموذج محل الدراسة، وعلى أساس نتائج الاختبار لـ: (**HSIAO**) يتم الحكم على بنية النموذج الخاص بهذه الدراسة، وبعبارة أخرى يتم تحديد نجاعة تطبيق نماذج بانل لبيانات الدراسة من عدمه، وفحص ما إذا كان استخدام النماذج الساكنة يكفي لقياس مدى تنوع الأسواق المالية على المخاطر المالية بسوق المال السعودي في عينة المحافظ المالية المدرجة، أو يجب ادخال عنصر الزمن في النموذج وتحليل العلاقة الديناميكية في النموذج سالف الذكر في حالة وجود اختلاف كلي بكل من المقاطع والميول ، أما اعتماد النماذج الساكنة فيكون في حالة وجود اختلاف في المقاطع فقط، وهو ما سيتم التحقق منه بناء على اختبار هاسيو (HSAIO)، كما سيتم التركيز من خلال هذا المبحث على محاولة تقدير النماذج الساكنة لبيانات بانل ويتعلق الأمر بنماذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية وتحليل نتائج التقدير من الزاوية الاحصائية.

المطلب الأول: تطبيق منهجية HSIAO لتحديد التجانس

يتم رفض بنية بانل نهائيا ولا يمكن تطبيق نماذج بانل لتقدير النموذج في حالة التجانس الكلي لها، أما في حالة عدم وجود التجانس الكلي لهذه البنية، فإنه يتم بناء على اختبار هاسيو التحقيق في مصدر عدم التجانس (الآثار الفردية أو العشوائية)، أما في حالة عدم القدرة على التحديد، فعادة ما يتم اللجوء إلى تطبيق النماذج الديناميكية بشكل مباشر دون تقدير النماذج الساكنة وبشكل عام يمكن صياغة النموذج المعد للدراسة كالآتي:

$$\mathrm{RISK}_{it} = \mathrm{c} + \beta_1\, \mathrm{FL}_{(\mathrm{it})} + \varepsilon_{\mathrm{it}}$$

حيث: (β، c) معلمات النموذج، و (i ;1..... n) تمثل المقاطع (المحافظ) و (t : 1.....T) يمثل الزمن، و $\varepsilon_{\mathrm{it}}$ تمثل حد الخطأ العشوائي والذي يعتبر تشويشا أيضا.

فيما يلي نتائج اختبار (HSIOA):

الجدول رقم (4–6): نتائج اختبار التجانس لـ HSIOA

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	8.090760	1.63E-60
H2	1.225322	0.147143
H3	14.68551	5.20E-74

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج EVIEWS 12

كما سبق وذكرنا في الجزء الخاص بأدوات الدراسة فإن اختبار التجانس وفقا لمنهجية (HSIOA) يتم بناء على ثلاثة مراحل أساسية، حيث نختبر في المرحلة الأولى فرضية التجانس الكلي ثم نختبر فرضية تجانس الميول وأخيرا فرضية تجانس القواطع وهو ما سيتم مناقشته فيما يلي بشكل مفرد:

الفرع الأول: اختبار فرضية التجانس الكلي لبنية بانل

سنقوم من خلال هذا الفرع باختبار فرضية التجانس الكلي لبنية بانل، بعد تقدير النموذج وحساب قيمة احصائية (Fisher)، وقد تحصلنا على ما يلي:

$$F_1 = 8.090760 \quad / \quad Prop - F_1 = 1.63E - 60$$

بالرجوع إلى الجدول السابق فقد بلغت القيمة الاحصائية لـ: ($F_1 = 8.090760$) وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة 5%، على اعتبار ان القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذه الاحصائية بلغت ($1.63*10^{-60}$)، والتي تقل تماما عن القيمة الحرجة (0.05)، أي يمكننا أن نقوم برفض الفرضية الصفرية الأولى (H_1) والتي تنص على التجانس الكلي لبنية النموذج ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على عدم التجانس الكلي، ولتحديد مصدر عدم التجانس إذا كان من الميول أو المقاطع سيتم اختبار الفرضيتين الثانية والثالثة في المراحل الموالية لتحديد مصدر عدم التجانس إما من المقاطع أو من الميول أو من كلاهما .

الفرع الثاني: اختبار فرضية تجانس المعاملات (الميول)

نقوم باختبار فرضية تجانس المعاملات (الميول)، ومن خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه يظهر أن:

$$F_2 = 1.225322 \quad / \quad Prop - F_2 = 0.147143$$

حيث بلغت القيمة الاحصائية لاختبار فيشر والذي يقيس التجانس والميول ($f_{stat}^{1} = 1.22$)، وهي قيمة غير دالة من الناحية الاحصائية على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بها قدرت ب: (0.147143) وهي أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن قبول الفرضية الصفرية لهذا الاختبار والتي تنص على فرضية تطابق أو تساوي الميول لبنية بانل الخاص بنموذج الدراسة ويمكن القول أن الميل أو المعامل المرتبط بالمتغير المستقل في نموذج الدراسة ثابت بين المقاطع (المحافظ الاستثمارية) ، وعليه نحتفظ بهذا النموذج ونبحث في المرحلة الموالية عن فرضية تجانس أو تطابق الثوابت الفردية في ظل فرضية المعاملات المشتركة لكل مفردات العينة.

الفرع الثالث: اختبار فرضية تجانس الثوابت في النموذج

في هذه الخطوة نختبر فرضية تجانس الثوابت في النموذج، حيث بلغت القيمة المحسوبة لـ Fisher حسب فرضية هذا النموذج ما يلي:

$$F_1 = 14.68551 \qquad Prop - F_1 = 5.20E - 74$$

بلغت القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر ($5.20*10^{-74}$) وهي أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن رفض فرضية العدم والتي تنص على تجانس أو تطابق الثوابت بين مفردات العينة وقبول الفرضية البديلة والتي تأكد على وجود قواطع أو ثوابت مختلفة بين كل محفظة استثمارية وأخرى.

وتأسيسا على النتائج المتوصل إليها سابقا والخاصة باختبارات فيشر وفق منهجية (هاسيو)، يمكن أن نستنتج بشكل أولي بنية نموذج بانل الخاص بأثر تنويع الأسواق المالية على المخاطر المالية في السوق المالي السعودي خلال الفترة التي تشملها الدراسة، والذي يحتوي على آثار فردية بين المقاطع، وهو ما سيتم التحقق منه بشكل قطعي بناء على اختبارات المفاضلة الخاصة بهدا النوع من النماذج، وبالتالي التحقق من كفاءة النتائج المتوصل إليها بناء على منهجية هاسيو وتحديد النموذج الأنسب بشكل أكثر دقة.

المطلب الثاني: تقدير نماذج بانل الساكنة

سيتم التركيز في هذه المرحلة على تقدير النماذج الأساسية الثلاث لبيانات بانل، ويتعلق الأمر بنموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة وأخيرا نموذج التأثيرات العشوائية والتي تقيس تأثير تنوع الأسواق المالية على المخاطر المالية لحالة السوق المالي السعودي، مع محاولة تحليل كل نموذج مقدر من النماذج الأساسية من الناحية الاحصائية للتحقق من كفاءة هذه النماذج من هذه الزاوية، وفي مرحلة ثانية سيتم المفاضلة بين كل نموذجين من النماذج الأساسية الثلاث بشكل مفرد، وذلك بالاعتماد على مجموعة من اختبارات المفاضلة الخاصة بهذا الشأن، والتي تم توضيحها في الجزء الخاص بأدوات الدراسة وذلك بهدف التأكد من مصدر الاختلافات بين المقاطع (المحافظ الاستثمارية) بسوق المال السعودي والمدرجة في هذه الدراسة.

الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي

بالنسبة لنموذج الانحدار التجميعي (Poold Regrision Model – PRM)، سيتم من خلاله إهمال الجانب المقطعي للبيانات والتقدير على أساس أن متغيرات الدراسة تمثل سلاسل زمنية فقط، وبعد ادخال البيانات لبرنامج (EVIEWS 12) والقيام بعملية التقدير، تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (4–7): تقدير نموذج الانحدار التجميعي

Dépendent Variable : RISK

Method : Panel Least Squares				
Sample: 2021Q1 2024Q1				
Periods included: 13				
Cross-sections included: 50				
Total panel (balanced) observations : 650				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL	0.111625	0.033025	3.380031	0.0008
C	4.324140	0.253205	17.07763	0.0000
R-squared	0.017325	Mean dependent var		4.667310
Adjusted R-squared	0.015809	S.D. dependent var		5.961105
S.E. of regression	5.913798	Akaike info criterion		6.395526
Sum squared resid	22662.51	Schwarz criterion		6.409301
Log likelihood	-2076.546	Hannan-Quinn criter.		6.400869
F-statistic	11.42461	Durbin-Watson stat		0.614611
Prob(F-statistic)	0.000768			

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج EVIEWS 12

من خلال النموذج التجميعي المقدر في الجدول أعلاه يمكن تسجيل ما يلي:

1- معنوية المعلمات:

يظهر من خلال النموذج التجميعي المقدر والموضح في الجدول أعلاه، أن المعلمات المرتبطة بالمتغير المفسر للمخاطر المالية (FL) وكذا المعلمة المرتبطة بالثابت (C)، دالتين من الناحية الإحصائية حيث أن قيمة إحصائية ستودنت للمعلمتين سالفتي الذكر بلغت على الترتيب ($t_{stat} = 3.380031 ; 17.0776$)، وهي أكبر تماما من القيم الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة يقل أو يساوي (5%)، على اعتبار أن القيم الاحتمالية المرتبطة بالإحصائيتين بلغت (0.00)، وهي أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي تم قبول الفرضية البديلة لاختبار ستودنت والتي تنص على أن المعلمتين دالتين من الناحية الإحصائية.

2-المعنوية الكلية:

بلغت القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر ($F_{statistic} = 11.42461$)، وهي معنوية عند مستوى دلالة 5%، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، أي أن النموذج ككل معنوي من الناحية الاحصائية.

3-جودة التوفيق:

بلغت قيمة معامل التحديد بالنسبة للنموذج التجميعي أعلاه ($R^2 = 0.015$)، أي أن مؤشر تنوع الأسواق المالية يفسر ما نسبته (1.5%) من التغيرات في إجمالي المخاطر المالية بسوق المال السعودي للعينة محل الدراسة، والنسبة المتبقية (98.5%) فهي تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ولكنها مدمجة بهامش الخطأ.

وبشكل عام يمكن القول إن نموذج الانحدار التجميعي محل الدراسة يتوفر على خاصيتين من خواص الكفاءة الاحصائية ويتعلق الأمر بكل من المعنوية الجزئية والمعنوية الكلية على الرغم من قدرته التفسيرية المنخفضة، والتي يمكن أن تعود إلى وجود مشاكل قياس بهذا النموذج.

الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة

الثابت في نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model – FEM) يختلف بين كل مجموعة للبيانات المقطعية (محفظة استثمارية)، ونتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4–8): تقدير نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable : RISK

Method : Panel Least Squares				
Sample : 2021Q1 2024Q1				
Total panel (balanced) observations : 650				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL	-0.024853	0.025248	-0.984333	0.3253
C	4.743716	0.180185	26.32695	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.553597	Mean dependent var		4.667310
Adjusted R-squared	0.516335	S.D. dependent var		5.961105
S.E. of regression	4.145712	Akaike info criterion		5.757238
Sum squared resid	10294.97	Schwarz criterion		6.108508
Log likelihood	-1820.102	Hannan-Quinn criter.		5.893487
F-statistic	14.85675	Durbin-Watson stat		1.259983
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على مخرجات EVIEWS 12

من خلال نموذج التأثيرات الثابتة المقدر يمكن استنتاج ما يلي:

1– معنوية المعلمات :

يظهر نموذج التأثيرات الثابتة المقدر عليه، أن المعلمة المرتبطة بمتغير مؤشر تنويع السوق المالي (FL) غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى دلالة (5%)، حيث بلغت قيمة إحصائية ستودنت المرتبطة بالمعلمة سالفة الذكر ($t_{stat} = -0.98$) بقيمة احتمالية بلغت (0.32)، وهي أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي فمؤشر (FL) غير دال من الناحية الإحصائية، أما بالنسبة للمعلمة المرتبطة بثابت التقدير فقد أظهرت نتائج التقدير أيضا أن قيمة إحصائية ستودنت المرتبطة بهذه المعلمة ($t_{stat} = 25.32$) دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى دلالة يقل عن (5%)، حيث أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بها تساوي (0.00) وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05).

2-المعنوية الكلية:

فيما يخص المعنوية الكلية للنموذج فقد بلغت القيمة الإحصائية ($F_{stat} = 14.85$)، وهي دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى دلالة يقل عن (5%)، على اعتبار أنها أكبر تماما من القيمة الجدولية المقابلة لها عند نفس مستوى الدلالة، حيث أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بها (0.00) أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن القول بأن نموذج التأثيرات الثابتة دال من الناحية الإحصائية الكلية.

3-جودة التوفيق:

بلغت قيمة معامل التحديد لنموذج التأثيرات الثابتة ($R^2 = 0.55$)، وهي تمثل قدرة مؤشر تنويع السوق المالي على تفسير التغيرات في حجم المخاطر المالية بعينة المحافظ الاستثمارية المدرجة في الدراسة، حيث أن مؤشر تنويع السوق المالي يفسر ما نسبته (55%) من التغيرات في المخاطر المالية بعينة المحافظ محل الدراسة، أما النسبة الباقية (45%) فهي تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في نموذج التأثيرات الثابتة وهي مدرجة في هامش الخطأ.

الفرع الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية

يتكون هامش الخطأ في نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model – REM) من مركبتين للخطأ (عشوائية المقاطع وهامش التقدير)، ويمكن عرض نتائج تقدير هذا النموذج في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4–9): تقدير نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable : RISK

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Sample: 2021Q1 2024Q1				
Total panel (balanced) observations : 650				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL	-0.010561	0.025037	-0.421826	0.6733
C	4.699779	0.548854	8.562897	0.0000
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			3.666568	0.4389
Idiosyncratic random			4.145712	0.5611
Weighted Statistics				
R-squared	0.000267	Mean dependent var		1.396580
Adjusted R-squared	-0.001276	S.D. dependent var		4.200896
S.E. of regression	4.203575	Sum squared resid		11450.19
F-statistic	0.173072	Durbin-Watson stat		1.132279
Prob(F-statistic)	0.677534			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.003433	Mean dependent var		4.667310
Sum squared resid	23141.25	Durbin-Watson stat		0.560247

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على مخرجات EVIEWS 12

ومن خلال نموذج التأثيرات العشوائية المقدر يمكن استنتاج ما يلي:

1–معنوية المعلمات:

بالرجوع إلى نموذج التأثيرات العشوائية المقدر أعلاه، بلغت قيمة المعلمة المرتبطة بمتغير مؤشر التنويع (0.001) وهذه المعلمة غير دالة من الناحية الاحصائية عند مستويات دلالة تقل عن (5%)، على اعتبار أن القيمة الاحصائية المرتبطة بها (t_{stat}=–0.42) وهي أقل بالقيم المطلقة من القيمة الجدولية المقابلة لها عند نفس مستوى الدلالة (5%)،

على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذا الاحصاء بلغت (0.67)، وهي أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبناء عليه فإن مؤشر تنويع السوق المالي لا يؤثر في حجم المخاطر المالية وفق نموذج التأثيرات العشوائية، أما بالنسبة لمعلمة الثابت فقد بلغت القيمة الاحصائية المرتبطة بهذه المعلمة (t_{stat}=-8.56) بقيمة احتمالية تقدر بـ (0.00) وهي أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي فإن الثابت في نموذج التأثيرات العشوائية غير دال من الناحية الاحصائية ولكنه أيضا لا يقدم أي مدلول من الناحية الاقتصادية.

2-المعنوية الكلية:

فيما يخص المعلمة الكلية للنموذج فقد بلغت القيمة الإحصائية لها (f_{stat}=-0.17)، وهذه القيمة غير دالة من الناحية الاحصائية عند مستوى الدلالة تقل عن (5%)، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذا الاحصاء قدرت بـ (0.067)، وبالتالي فان القيمة المحسوبة والمذكورة سلفا أقل تماما من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى الدلالة (5%)، وبالتالي يمكن قبول الفرضية الصفرية لهذا الاختبار، والتي تنص على أن هذا النموذج غير معنوي من الناحية الاحصائية الكلية.

3-جودة التوفيق:

بلغت قيمة معامل التحديد (R^2=0.002)، وهي قيمة جد منخفضة تعكس النسبة المنخفضة للقدرة التفسيرية لمؤشر تنويع الأسواق المالية في تفسير التغيرات في حجم المخاطر المالية وفق نموذج التأثيرات العشوائية المقدر، وبعبارة أخرى فإن مؤشر تنويع الأسواق المالية وفق نموذج التأثيرات العشوائية يفسر أقل من (0.1%) من التغيرات لمؤشر المخاطر المالية لسوق المال السعودي.

وبشكل عام وبناء على نتائج التقدير السابقة فلا يمكن قبول نموذج التأثيرات العشوائية من الناحية الاحصائية على اعتبار أن قدرته التفسيرية جد منخفضة بالإضافة الى أنه لا يتوفر على خاصية المعنوية الاحصائية الجزئية ولا الكلية وبالتالي يمكن رفض هذا النموذج من الناحية الاحصائية.

المطلب الثالث: اختبارات المفاضلة بين النماذج

يمكن من خلال اختبارات المفاضلة التحقق من نتائج اختبار التجانس لهاسيو، وذلك عن طريق تحديد نوع ومصدر الفروقات الفردية بين المقاطع سواء فردية ثابتة (عدم تجانس المقاطع) أو فردية عشوائية (عدم تجانس الميول) أو غياب الفروقات كليا بين المقاطع أي تجانس كلي.

وفي هذه المرحلة سيتم اعتماد مجموعة من اختبارات المفاضلة الشائعة الاستخدام في الأدبيات التطبيقية والتي توفرها أغلب البرامج القياسية.

الفرع الأول: اختبار (Lagrange multiplier (LM) test)

إن الهدف من هذا الاختبار هو المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية، ويعتمد الاختبار على مجموعة من الإحصاءات من بينها (Honda) و(King-Wu) ويرتكز الاختبار على الفرضيات التالية:

H_0.....نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم

H_1.....نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم

الجدول رقم (4-10): اختبار LM test للنموذج الأول

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Value	913.09	1	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

من خلال نتائج الاختبار بلغت قيمة احصائية (Breusch and Pagan) عند درجة حرية (1) قيمة ($\aleph^2 = 913.09$)، وهذه القيمة الاحصائية دالة من الناحية الاحصائية عند مستوى دلالة يقل عن (1%) على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذه الاحصائية بلغت (0.00) وهي أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05) وبالتالي يمكن الجزم بقبول الفرضية البديلة لهذا الاختبار والتي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية أكثر كفاءة من النموذج التجميعي.

الفرع الثاني: اختبار (Redundant Fixed Effects)

يهدف هذا الاختبار إلى المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ويرتكز على الفرضيات الآتية:

H_0.....نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم

H_1.....نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم

جدول رقم (4-11): نتائج اختبار Redundant Fixed Effects للنموذج الأول

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	14.685515	(49,599)	0.0000
Cross-section Chi-square	512.886941	49	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

بالرجوع إلى الجدول السابق يظهر أن القيمة المحسوبة لاختبار (Redundant) بلغت (F_{stat} = 14.685515)، وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية المقابلة لها عند درجات حرية (599 - 49) حيث أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بها أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة للاختبار والتي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة أكثر كفاءة من النموذج التجميعي، ونفس النتيجة تم التوصل إليها بناء على إحصائية (Chi-square).

الفرع الثالث: اختبار Hausman

بعد التأكد من وجود فروقات فردية بين المقاطع في نموذج الدراسة بعد أن أفضى (Lagrange multiplier test (LM)) وجود آثار ثابتة أو عشوائية، سيتم الحكم النهائي على النموذج الأفضل لبيانات الدراسة بناء على اختبار (Hausman).

وتتمثل فرضيات اختبار (Hausman) في الآتي:

H_0.....نموذج الاثار العشوائية هو الملائم

H_1.....نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم

وقد تم توضيح نتائج الاختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-12): اختبار Hausman للنموذج الأول

Correlated Random Effects – Hausman Test

Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.214994	1	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

القيمة الإحصائية لاختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذجي الآثار العشوائية والثابتة كما هو موضح في الجدول أعلاه بلغت (χ^2=(19.21) ، والقيمة المجدولة لهذا الاختبار بلغت عند درجة حرية 8 ومستوى معنوية 5% قيمة (15,507)، كما أن القيمة الاحتمالية للاختبار هي (Prop = 0.00 < 0.05)، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة، أي أن مصدر الاختلاف بين المحافظ محل الدراسة هي التأثيرات الثابتة.

وبناء على نتائج اختبارات المفاضلة فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب والأكثر كفاءة لقياس أثر مؤشر تنويع السوق المالي على المخاطر المالية في عينة المحافظ الاستثمارية المدرجة بالسوق المالي السعودي وذلك خلال الفترة (2021-2024)، وهو النموذج الذي سيتم الاعتماد عليه في التحليل الاقتصادي الساكن بقياس العلاقة بين متغيرات الدراسة باعتباره أكثر كفاءة من الناحية الاحصائية ومن ناحية التجانس بناء على طبيعة البيانات من النموذجين

الآخرين، كما يمكن أن نستنتج بناء على اختبارات المفاضلة السابقة دقة النتائج التي تم التوصل إليها بناء على اختبارات منهجية (هاسيو HASIO)، حيث أن هذا الأخير أفضى إلى وجود تأثيرات ثابتة فردية بين المقاطع في نموذج الدراسة.

المطلب الرابع: تشخيص النموذج المفضل والتحليل الاقتصادي للنتائج

بشكل عام فقد تم قبول نموذج التأثيرات الثابتة من الناحية الاحصائية على اعتبار أن قدرته التفسيرية مرتفعة (50%<) بالإضافة إلى أن النموذج يتميز بخاصية المعنوية الاحصائية الكلية بناء على نتائج اختبار (فيشر) لهذا الغرض، كما أن النموذج يحتوي على خاصية المعنوية الجزئية بالنسبة للثابت فقط ومن المعلوم أن القبول النهائي لأي نموذج قياسي في عملية التحليل الاقتصادي يتطلب أن يتميز النموذج بخاصيتي الكفاءة الاحصائية والكفاءة القياسية قبل اعتماده النهائي في عملية التحليل الاقتصادي، وفي هذا المطلب سيتم التركيز على اختبار كفاءة النموذج من الناحية القياسية من خلال التحقق من خلو بواقي تقديره من مختلف مشاكل القياس الكلاسيكية (مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء، مشكل عدم ثبات التباين ومشكل عدم استقلالية التقاطع)، وبعد التحقق من كفاءة النموذج من الناحية القياسية يمكن الاعتماد عليه في عملية (التحليل الاقتصادي)، وفي حالة عدم توفر شرط الكفاءة القياسية للنموذج يجب تعديل النموذج والتخلص من مشاكل القياس التي تم اكتشافها في هذا النموذج قبل الاعتماد عليه نهائيا في عملية التحليل الاقتصادي، ويتم ذلك بالاعتماد على مجموعة من الطرق والأساليب الاحصائية وكذا طرق التقدير المختلفة التي تمكن من الحكم في المشاكل القياسية في النموذج، كوجود الارتباط الذاتي أو عدم وجود تباين البواقي أو في حالة أن المقاطع كانت مستقلة، وبالتالي سيتم تقديم الطريقة المناسبة وسيتم تصحيح النموذج المعتمد في هذه الدراسة بناء على وجود مشاكل القياس في بواقي تقديره من عدمه.

الفرع الأول: اختبارات مشاكل القياس

سيتم عرض اختبارات مشاكل القياس من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-13): اختبارات مشاكل القياس

Wooldridge test for autocorrelation in panel data	
H0: no first-order autocorrelation	
F(49 ,1)	1.484
Prob > F =	0.2290
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model	
Ho: Panel Homoscedasticity	
chi2(50)	P-Value > Chi2
1.3e+10	0.0000
Residual Cross-Section Dependence Test	
Pesaran CD	10.06713
Prob.	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

بالرجوع إلى الجزء العلوي من الجدول السابق، فقد بلغت القيمة الاحصائية (1.48) للاختبار (Wooldridge test)، وهي قيمة غير دالة من الناحية الاحصائية عند مستوى دلالة (5%) أو عند درجة حرية (49,1) على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذا الاحصاء بلغت (0.22) وهي أكبر تماما من القيمة الحرجة

(0.05)، وبالتالي يمكن قبول الفرضية الصفرية لهذا الاختبار والتي تنص على أن بواقي تقدير نموذج التأثيرات الثابتة المعتمد في هذه الدراسة غير مرتبطة عبر الزمن أي أن نموذج التأثيرات الثابتة لا يعاني من مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

وبالنسبة لاختبار عدم ثبات التباين (Modified Wald test)، والتي تنص فرضيته على أن تباين البواقي لنموذج التأثيرات الثابتة ثابت عبر الزمن، قد بلغت القيمة الاحصائية لهذا الاختبار ($1.3*10^{10}$) عند درجة حرية (50) وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية المقابلة لها عند نفس درجة الحرية ومستوى الدلالة (5%)، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذه الإحصائية بلغت (0.00) وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05) وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة للاختبار والتي تنص على وجود مشكل عدم ثبات التباين في بواقي تقدير نموذج التأثير للمتغيرات الثابتة.

فيما يخص الاختبار الأخير والخاص باستقلالية المقاطع (Pesaran CD)، فقد بلغت القيمة الاحصائية لهذا الاختبار (10.06) بقيمة احتمالية تقدر بـ (0.00)، وبالتالي يمكن قبول الفرضية الصفرية لهذا الاختبار والتي تنص على وجود مشكل الارتباط بين مقاطع النموذج.

بناء على اختبارات مشاكل القياس الثلاثة المعتمدة في هذه الدراسة فإن النموذج يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين بالإضافة إلى أن مقاطع هذا النموذج غير مستقلة، وبالتالي يجب تقدير هذا النموذج بطرق أخرى تتيح إمكانية التحكم في عدم ثبات تباينها بالإضافة إلى أنها تأخذ بعين الاعتبار الارتباط بين مقاطع النموذج، ومن أكثر النماذج شيوعا واستخداما في الأدبيات التطبيقية والتي يمكن أن تساهم بكفاءة عالية في التعامل مع مشاكل القياس السابقة، طريقة (FGLS) التي تمكن كما هو موضح في الجزء العلوي من الجدول الموالي (Panels: heteroskedastic with cross-sectional correlation) من التحكم في عدم ثبات التباين مع وجود ارتباط بين المقاطع ونتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (4–14): النموذج بعد تصحيح مشاكل الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباين

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients : generalized least squares				
Panels: heteroskedastic with cross-sectional correlation				
Correlation: no autocorrelation				
Estimated covariances = 1275	**Number of obs**	650	Wald chi2(1)	48.99
Estimated autocorrelations = 0	**Number of groups**	50	Prob > chi2	0.0000
Estimated coefficients = 2	**Time periods**	13		
RISK		Coef.	Std. Err.	z	P>z
FL		-0.12354	.0176509	-7.00	0.000
C		4.376977	.3130452	13.98	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

بعد التحقق من إزالة مشاكل القياس عن بواقي تقدير النموذج وكذلك الأخذ بعين الاعتبار الارتباط الموجود بين المقاطع وتقدير نموذج الدراسة وفق طريقة (FGLS)، تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أعلاه حيث تظهر النتائج أن مؤشر تنويع السوق المالي يؤثر بشكل سلبي على مؤشر المخاطر المالية في سوق المال السعودي، وذلك بناء على الإشارة السالبة المرتبطة بالمتغير المفسر، كما أن هذه النتيجة دالة من الناحية الاحصائية على اعتبار أن القيمة الاحصائية المرتبطة بالمعلمة سالفة الذكر بلغت ($z_{stat} = -7.00$) وهي أكبر بالقيم المطلقة من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة (5%)، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بها بلغت (0.00) أي يمكن الحكم قطعا أن التنويع في الأسواق المالية يؤدي إلى انخفاض المخاطر في سوق المال السعودي ومن جهة أخرى فقد أظهرت نتائج التقدير أيضا أن المعلمة المرتبطة بثابت التقدير (C) ظهرت أيضا دالة من الناحية الاحصائية عند نفس مستوى الدلالة (5%)، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بإحصائية (student) بالنسبة لهذه المعلمة بلغت (0.00) وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن القول بأن القيمة المحسوبة لـ:(student) بالنسبة لهذه المعلمة أكبر تماما من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة (5%) ولا يقدم الثابت في نموذج التأثيرات الثابتة أي مدلول من الناحية الاقتصادية وبالتالي سيتم تجاهله فيما يخص التحليل الاقتصادي.

بلغت قيمة WALT والخاصة بالمعنوية الكلية لهذا النموذج (8.49)، وهذه القيمة دالة تماما من الناحية الاحصائية حيث أنها أكبر بالقيم المطلقة من الجدولية المقابلة لها وفق هذا الاختبار، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذه الإحصائية أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي فان النموذج مقبول من الناحية الاحصائية بشكل تام.

بعد التحقق من كفاءة النموذج وتوفره على خصائص الكفاءة الاحصائية بالإضافة إلى خلوه من مشاكل القياس، سيتم تحليل النتائج المتوصل إليها من عملية التقدير، حيث تشير الاشارة السالبة المرتبطة بمؤشر تنويع السوق المالي (FL) إلى أثر عكسي لهذا المؤثر على حجم المخاطر في سوق المال السعودي، حيث أن زيادة مستوى التنويع في السوق المالي يؤدي إلى تراجع حجم المخاطر المالية ومن الواضح أن النتيجة المتوصل إليها بناء على عملية النمذجة القياسية تؤكد ماجاءت به النظريات الاقتصادية في هذا الصدد، حيث يعتبر تنويع المحافظ الاستثمارية أحد الاستراتيجيات الهامة للحد من المخاطر المالية في سوق المال السعودي وتحقيق العوائد المستدامة على المدى الطويل. ويمكن تحقيق الأثر الإيجابي لتنويع المحافظ الاستثمارية على المخاطر المالية في السوق المالي السعودي من خلال عدة طرق:

1. **تقليل التعرض لمخاطر القطاعات الفردية:** عندما يتم توزيع الاستثمارات عبر مختلف القطاعات في السوق، يتم تقليل التعرض لمخاطر القطاعات الفردية. على سبيل المثال، إذا كانت المحفظة متنوعة بين القطاعات مثل البتروكيماويات، البنوك، التكنولوجيا، والطاقة، فإن تأثير أي تقلب في قطاع واحد لن يكون له تأثير كبير على الأداء الإجمالي للمحفظة.
2. **تقليل التعرض للمخاطر النظامية:** بتنويع المحفظة عبر أسهم مختلفة، ويمكن للمستثمر تقليل التعرض للمخاطر الناتجة عن التغيرات النظامية مثل التغيرات في السياسات الحكومية أو القوانين الضريبية.
3. **توفير فرص الاستفادة من الفرص الناشئة:** حيث أن تنويع المحافظ يمكن أن يسمح للمستثمرين بالاستفادة من الفرص الناشئة في السوق السعودي، سواء كانت في القطاعات الجديدة أو الشركات الصغيرة والمتوسطة التي قد تحمل مستويات عالية من النمو والعائد.
4. **تقليل تأثير التقلبات السعرية:** عندما يكون لدى المستثمر محفظة متنوعة، فإنه يمكنه تقليل تأثير التقلبات السعرية الحادة في سهم أو قطاع معين، وبالتالي تقليل المخاطر المرتبطة بتلك التقلبات.

5. **تعزيز الاستقرار المالي**: من خلال تحقيق التوازن في المحفظة بين الأصول عالية المخاطر مثل الأسهم والأصول ذات المخاطر المنخفضة مثل السندات والسيولة، أي أنه يمكن للمستثمر تعزيز الاستقرار المالي وتحقيق أداء متوازن على المدى الطويل.

الفرع الثاني: التأثيرات الفردية الثابتة لمفردات العينة:

بعد تقدير نموذج التأثيرات الثابتة وتحليل النتائج من الناحيتين الاقتصادية والاحصائية، سيتم في هذه المرحلة استخراج الآثار الفردية الثابتة الخاصة بكل مقطع (على حدى) والنتائج موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (4-15): الآثار الفردية الثابتة في المحافظ محل الدراسة

ID	Effect	ID	Effect	ID	Effect
1	-1.086881	11	-1.836474	21	-4.378996
2	-0.885474	12	-4.712287	22	-4.709524
3	-2.244143	13	0.271226	23	8.501150
4	-3.212366	14	1.196505	24	-4.444839
5	-4.715857	15	-4.488256	25	-3.407980
6	-1.800698	16	-2.342715	26	-4.599714
7	-1.251673	17	-0.382139	27	-1.877328
8	-0.525796	18	-4.716296	28	3.979726
9	-0.856051	19	-4.537258	29	8.515313
10	0.812544	20	0.621601	30	6.470519
31	2.275523	41	-4.581747		
32	-1.353359	42	-4.150451		
33	5.397638	43	-4.674221		
34	3.430769	44	-3.634435		
35	-3.904035	45	-1.838393		
36	4.575526	46	3.660900		
37	1.495857	47	8.436744		

38	-3.471719	48	7.126993	
39	6.008090	49	-2.250598	
40	9.098389	50	10.99669	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

من خلال الجدول أعلاه والخاص بالتأثيرات الفردية الثابتة الخاصة بعينة الدراسة فيظهر بشكل واضح وجود آثار فردية سالبة في غالبية المحافظ الاستثمارية المدرجة في الدراسة بمعدل يفوق (60%) مما يؤكد التأثير العكسي لمؤشر تنوع الأسواق المالية على المخاطر المالية في عينة المؤسسات المدرجة في الدراسة، ويمكن ارجاع هذه الاختلافات إلى عدة عوامل وأبرزها القطاعات التي تضم المحافظ الاستثمارية.

خلاصة الفصل الرابع:

حاولنا من خلال هذا الفصل إبراز مدى تأثير تنوع السوق المالي على المخاطر المالية، ومن أجل إبراز هذا الأثر قمنا أولا بتقديم نبذة عن السوق المالي السعودي، محاولين التركيز على نشأته، أهدافه وخدماته وأخيرا هيئة السوق المالي المعنية بالإشراف عليه، ثم تطرقنا إلى أهم مؤشرات السوق المالي السعودي باعتبارها مقياس يتعرف من خلاله المستثمر على نبض السوق وأداء الشركات المدرجة فيه، بالإضافة إلى أهم العوامل المستخدمة لاختيار مؤشر السوق الأنسب.

حيث تم التركيز من خلال الجانب التطبيقي لهذا البحث على محاولة قياس أثر تنوع السوق المالي على المخاطر المالية في السوق المالي السعودي خلال الفترة (الفصل الأول لسنة 2021 إلى الفصل الأول 2024)، لعينة من المحافظ الاستثمارية الناشطة بالسوق المالي السعودي والتابعة لقطاعات متنوعة تتسم بمستويات متباينة من المخاطرة وتتصف بخصائص مختلفة، حيث تم استخدام نماذج بيانات بانل الساكنة والتي تتوافق وخصائص بيانات الدراسة التي تمثل مزيجا بين البيانات المقطعية وبيانات السلاسل الزمنية.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود اختلافات فردية ثابتة بين المحافظ الاستثمارية المدرجة في النموذج الذي يقيس تأثير تنويع السوق المالي على المخاطر المالية، وأظهرت النتائج أن مؤشر تنوع السوق المالي (FL) يؤثر بشكل سلبي على مؤشر المخاطر المالية (RISK) في سوق المال السعودي وذلك بناء على الإشارة السالبة المرتبطة بالمتغير المفسر، كما أن زيادة مستوى تنويع المحافظ الاستثمارية يمكن أن يساهم بشكل كبير في التقليل من حجم المخاطر المالية التي تتعرض لها الاستثمارات في السوق المالي محل الدراسة، حيث أن تنويع الأسواق المالية يعد بمثابة استراتيجية أساسية للحد من المخاطر المالية وتحقيق الاستقرار في الاستثمارات في السوق المالي السعودي، أي أنه عندما يتم توزيع الاستثمارات على مجموعة متنوعة من الأصول المالية، يقلل ذلك من التعرض للمخاطر الخاصة بسوق مالي واحد، مما يحمي المستثمرين من التقلبات الشديدة التي تصيب السوق.

خاتمة

خاتمة عامة:

لقد تمحورت هذه الدراسة حول أثر التنويع في الأسواق المالية على المخاطر المالية، حيث تم وضع تصور لمعالجة إشكالية البحث التي تناولت مدى تأثير التنويع في المحافظ المالية على المخاطر المالية في السوق المالي السعودي، ومن أجل الإلمام بجوانب الموضوع وعلى ضوء التساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية، تم تقسيم البحث إلى فصل تمهيدي وثلاث فصول أساسية، وقد جاءت على النحو الآتي:

اشتمل الفصل الأول على الإطار النظري للأسواق المالية التي تعد بمثابة حلقة اتصال بين مختلف القطاعات في المجتمع، أي بين أصحاب العجز الذين يبحثون عن التمويل وأصحاب الفائض الذي يرغبون في استثمار أموالهم من أجل الحصول على عوائد، وتصنف هذه الأسواق وفق معايير محددة إلى عدة أنواع، إما حسب درجة نظامية العمليات أو حسب مساهمتها المباشرة في الاستثمار، وكذا من حيث آجال العمليات، وتنبع أهمية الأسواق المالية في عالم الاستثمار من مدى مساهمتها في تمويل النمو وتوفير السيولة وتشجيع حاجات ورغبات المتعاملين بالإضافة إلى دورها في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتحريك رؤوس الأموال مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج ورفع الكفاءة الاقتصادية، وبالتالي تحقيق التوازن في الاقتصاد الوطني. وتقوم الأسواق المالية بمجموعة من الوظائف وتشتمل على أدوات مالية متنوعة كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، حيث تأخذ هذه الأدوات عدة قيم وتخضع للتقييم وفقا لنماذج متنوعة، كما يمكن تداولها عن طريق الأنترنت باستخدام شبكة المعلومات مما يسهل عملية التداول بين الأسواق المختلفة ويساهم في توسيع رقعة الاستثمار وإتاحة الفرص للمستثمرين عبر أنحاء العالم.

وتناول الفصل الثاني أساسيات حول إدارة المحفظة المالية، حيث تم عرض الإطار النظري للمحفظة المالية التي تعبر عن مجموعة من الأصول والأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر داخل المحفظة من أجل تحقيق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطرة، ويكمن الهدف من تشكيل هذه المحفظة في تعظيم الأرباح وتحقيق سيولة تغطي الالتزامات المستقبلية، كما تم التطرق إلى القيود والمبادئ التي يجب على المستثمر مراعاتها أثناء تكوين المحفظة لاسيما القيود المرتبطة بالمخاطر والتي تتعلق بدرجة الخطر التي يتميز بها المستثمر ويسعى من خلالها إلى اختيار أوراق مالية تتناسب مع درجة خطورة الاستثمار.

وتختلف أنواع المحافظ المالية باختلاف المورد المتاحة لدى المستثمر والعائد المتوقع منها، بالإضافة إلى الظروف التي تتم فيها عملية الاستثمار، ونميز بين محفظة الدخل، محفظة لنمو ومحفظة الربح والعائد، فالمستثمر أثناء قيامه ببناء

المحفظة المالية يراعي مجموعة من المراحل كالأفق الزمني المناسب، تهيئة المدخلات الحساسة وكذا اختيار نموذج تقدير المحفظة المناسب نظرا لما له من أثر في بناء المحافظ المالية، ويعود الفضل في ابتكار نظرية المحفظة عام 1952 إلى ماركويتز، حيث تضمنت نظريته المبادئ الأساسية لبناء المحفظة، كما قام باقتراح نموذج لتحديد المعدل المتوقع لعائد المحفظة وقياس مخاطرها، وذلك بالاعتماد على تباين معدلات العوائد في قياس المخاطر في ظل فرضيات مقبولة، واستخراج معامل الارتباط من خلال العلاقة بين العائد والمخاطرة.

وبعدها ظهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي قدمه ويليام شارب عام 1964، هذا النموذج يعتبر بمثابة امتداد لنظرية ماركويتز ويقوم على فكرة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة ويقوم أيضا على فكرة التباين المشترك في العائد النسبي لمخاطر السوق، وأخيرا المبحث الثالث من هذا الفصل تم تخصيصه لإدارة وتسيير المحفظة المالية، فإدارتها تمثل عملية مستمرة تستجيب للظروف الاقتصادية والتغيرات السائدة، وتتأثر بميول واتجاهات المستثمر الذي يسعى من خلال تكوينها إلى تحقيق أعلى عائد بأقل مخاطرة، أما بالنسبة للعوامل المؤثرة في تسيير المحفظة المالية وإدارتها كمعدل الفائدة وسعر الورقة المالية والتضخم، فمن الضروري دراستها وإيجاد الطرق الملائمة للتخفيف من آثارها وذلك بالاعتماد على أسس واضحة ودقيقة في مجال إدارة المحفظة المالية.

أما الفصل الثالث فقد خصص لدراسة العائد والمخاطر كمقومات أساسية لتكوين المحفظة المالية، فعائد المحفظة المالية يعرف بأنه المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأوراق المالية المشكلة لها، حيث نميز بين نوعين من العوائد وهما العائد التاريخي والعائد المتوقع، ويعد قياس أداء المحفظة المالية عملية مهمة تتطلب وجود مؤشرات تساعد على ترتيبها وفقا لأدائها وهناك أسلوبين للقيام بذلك، الأسلوب البسيط الذي يعتمد على تحديد العائد في فترة زمنية قصيرة من خلال الأرباح الموزعة والمكاسب المالية، وأسلوب مزدوج يعتمد على معدل عائد المحفظة والمخاطر المرتبطة بها، والذي يشتمل بدوره على عدة نماذج أهمها نموذج شارب، نموذج ترينور، نموذج جنسن ونموذج فاما.

أما فيما يتعلق بمخاطر المحفظة المالية فهي تعبر عن درجة الانحراف التي تصيب عائدها أو هي عبارة عن تقلب العوائد المتوقعة نتيجة حالة عدم التأكد التي يتصف بها محيط الاستثمار، وتنقسم المخاطر من حيث ارتباطها بالمنشأة إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية، أما من حيث ارتباطها بمصادر التمويل فهي تتمثل في المخاطر المالية، ويتم قياس مخاطر المحفظة باستخدام طرق وأدوات مختلفة كالانحراف المعياري، التباين، معامل بيتا، معامل الاختلاف

بالإضـــافة إلى المدى والتوزيعات الاحتمالية، وهناك مجموعة من العوامل التي تؤثر فيها كعدد الاســـتثمارات المكونة للمحفظة، توزيع رأس المال ومعامل الارتباط.

ويعد تنويع المحفظة المالية من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية، فهو يساهم في التقليل من المخاطر غير المنتظمة التي يصـــعب التنبؤ بها، حيث نميز بين عدة أســـاليب للتنويع أهمها تنويع جهة الإصـــدار وتنويع تواريخ الاســـتحقاق، ويعرف تنويع ماركويتز بالتنويع الكفء أو التنويع المثالي، ويقوم هذا التنويع أســـاســـا على تقدير عائد ومخاطر الأوراق المالية التي تدخل ضمن المحفظة، والمستثمر أثناء قيامه بعملية التنويع يكون مخير بين استراتيجيتين، فإما أن يختار الاستراتيجية الساكنة القائمة على كفاءة السوق أو أن يختار الاستراتيجية النشطة التي تناسب ظروف السوق الذي لا يتسم بالفعالية، ويتوقف ذلك على اعتقادات وتوجهات المستثمرين التي لطالما اختلفت خاصة في ظل عدم استقرار السوق وتقلب الأسعار.

أما الفصـــل الرابع فقد تضـــمن دراســـة قياســـية لأثر تنوع الســـوق المالي على المخاطر المالية في الســـوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من الفصل الرابع لسنة 2021 إلى الفصل الأول لسنة 2024، والتي تم اسقاطها على عينة من المحافظ الاستثمارية الناشطة بالسوق المالي السعودي والتابعة لقطاعات متنوعة كقطاع البنوك الذي يعد من قطاعات الاستثمار الناجحة في السوق المالي السعودي والتي تحقق عوائد ربع سنوية ونصف سنوية ممتازة، بالإضافة إلى قطاع العقار والبناء والاسمنت وصفقات المرابحة وغيرها من القطاعات الأخرى التي تتميز بمستويات مخاطرة متعددة، تختلف باختلاف هدف الصندوق واختلاف المجال الزمني الذي يتم الاستثمار فيه.

وقد تم اســـتخدام نماذج بيانات بانل الســـاكنة التي تتوافق مع خصـــائص بيانات الدراســـة التي تمثل مزيجا بين البيانات المقطعية وبيانات السـلاسـل الزمنية، حيث أظهرت النتائج أن مؤشـر تنوع السـوق المالي (FL) يؤثر بشـكل سلبي على مؤشر المخاطر المالية (RISK) في سوق المال السعودي وذلك بناء على الإشارة السالبة المرتبطة بالمتغير المفســـر، وقد أســـفرت الدراســـة التجريبية أن الاختلافات الفردية بين المحافظ الاســـتثمارية المدرجة في قياس أثر تنويع السوق المالي على المخاطر يعود إلى الفروقات الثابتة بين المحافظ، بالإضـافة إلى أن تنويع المحافظ الاستثمارية يمكن أن يساهم بشكل كبير في التقليل من حجم المخاطر المالية في السوق المالي السعودي.

1. نتائج الدراسة:

يمكن ذكر أهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة فيما يلي:

- المحفظة المالية عبارة عن توليفة متنوعة من الأصول المالية، يكمن الهدف من تشكيلها في تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر؛
- يعتبر عنصري العائد والخطر من المقومات الأساسية لتكوين المحفظة المالية؛
- تتعرض المحفظة المالية لمخاطر كلية منها المخاطر المنتظمة التي لا يمكن تجنبها، ومخاطر غير منتظمة التي يمكن التخفيض منها عن طريق التنويع؛
- هناك مجموعة من النماذج المستخدمة لقياس أداء المحفظة المالية، أهمها نموذج شارب، نموذج ترينور، نموذج جنسن ونموذج فاما؛
- يتوقف تأثير التنويع في الأصول المالية على معامل الارتباط القائم بين عوائد هذه الأصول، حيث كلما انخفض هذا المعامل كلما كان التنويع جيد في تخفيض المخاطر؛
- يعتبر السوق المالي السعودي من أفضل الأسواق المالية العربية، ويصنف كتاسع أكبر سوق للأوراق المالية في العالم؛
- تعد صناديق الاستثمار واحدة من أفضل مصادر الدخل ومن أفضل طرق الاستثمار في السعودية؛
- تتسم المحافظ المدرجة في السوق المالي السعودي بتنوع القطاعات وتباين مستويات الخطر المرتبطة بالاستثمار؛
- يساهم عدد الأصول في ارتفاع العوائد وزيادة المخاطر النظامية، وذلك حسب الخصائص التي يتميز بها الأصل المضاف، وبالتالي نقبل الفرضية الأولى؛
- يكمن مصدر الاختلافات في تأثير تنويع المحافظ الاستثمارية على المخاطر المالية بالسوق المالي السعودي في وجود آثار فردية ثابتة، وبالتالي نرفض الفرضية الثانية؛
- إن زيادة مستوى التنويع في السوق المالي السعودي يؤدي إلى تراجع حجم المخاطر المالية، وبالتالي نقبل الفرضية الثالثة؛
- وجود آثار فردية سالبة في غالبية المحافظ الاستثمارية المدرجة في الدراسة بمعدل يفوق (60%) مما يؤكد التأثير العكسي لمؤشر تنوع الأسواق المالية على المخاطر المالية في عينة المحافظ المدرجة في الدراسة، ويمكن ارجاع هذه الاختلافات إلى عدة عوامل وأبرزها القطاعات المتنوعة التي تضم المحافظ الاستثمارية؛

- يعتبر تنويع المحافظ الاستثمارية أحد الاستراتيجيات الهامة للحد من المخاطر المالية في سوق المال السعودي.

2. اقتراحات الدراسة:

بناء على النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة التي عالجت موضوع أثر التنويع في الأسواق المالية على المخاطر المالية (حالة السوق المالي السعودي)، يمكننا تقديم مجموعة من الاقتراحات تتمثل فيما يلي:

- تطوير استراتيجيات الاستثمار واقتراح استراتيجيات جديدة للتنويع مثل التركيز على أصول معينة أو قطاعات معينة كصناديق الاستثمار المتعددة الأصول كما هو الحال في دراستنا؛

- الاهتمام بالدورات التكوينية وذلك عن طريق انشـــاء ورشـــات عمل أو دورات تدريبية حول أهمية التنوع وكيفية تطبيقه بشكل فعال لتقليل المخاطر؛

- العمل على تطوير نماذج جديدة لتقييم المخاطر تأخذ بعين الاعتبار نتائج دراســتنا، مما ســيســاعد في تحســين قرارات الاستثمار؛

- القيام بإجراء دراســات متابعة دورية لمراقبة تغيرات الســوق وتحديث النتائج، مما يســاعد في التكيف مع الظروف المتغيرة؛

- تحليل وفهم مؤشرات السوق المالي بما يسمح بقياس أداء السوق والحكم على مدى كفاءته؛

- دراسة تقلبات الأسواق خاصة في ظل الأزمات التي يشهدها الاقتصاد في وقتنا الحالي؛

- التخطيط، بصفة استباقية، من أجل مواجهة المخاطر المحتملة أو تجنبها إن أمكن ذلك؛

- نشر الوعي الاستثماري لدى مختلف فئات المجتمع وتشجيع الولوج إلى عالم الأسواق المالية؛

- السهر على نشر المعلومات المتعلقة بالأسواق لإعطاء صورة أكثر وضوحا للمستثمرين الذين يرغبون في الولوج إلى السوق؛

- بناء استراتيجيات فعالة تعتمد على التنويع في تشكيل المحفظة المالية؛

- تطبيق الأسس العلمية والأساليب الكمية في اتخاذ قرار الاستثمار؛

- السهر على تطوير الذات واكتساب الخبرة في مجال الاستثمار؛

- الاستفادة من التقنيات الحديثة للتداول عبر الأنترنت وتشجيع عمليات الاستثمار الإلكتروني؛

- إجراء تجارب محاكاة لتقييم أثر تنوع الأصول في ظل ظروف السوق المختلفة.

3. آفاق مستقبلية للبحث:

في نهاية هذا البحث، يجب أن نشـير إلى أن هذه الدراسـة ما هي إلا لبنة واحدة من هذا الموضـوع الواسـع والمتخصـص، الذي حاولنا من خلال دراسـته فتح المجال لأبحاث أخرى تقوم بتناوله من جوانب أخرى أو بطرق أكثر شمولية لم نتعرض لها في بحثنا هذا، كأن تتم دراسة مدى تأثير العوامل السياسية والاقتصادية على التنوع في الأسواق المالية الناشئة وكيف يمكن أن يعزز من استراتيجيات إدارة المخاطر.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

1-1 الكتب والمصادر

1. أحمد أبو الفتوح علي الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية، مطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2001.
2. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، بدون دار نشر.
3. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، بدون سنة نشر.
4. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
5. إيهاب دسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة "المفاهيم الأساسية للاستثمار في البورصة –البورصة المصرية الأمريكية"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
6. برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006.
7. جبار محفوظ، الأوراق المالية في البورصات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2002.
8. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2002.
9. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر والتوزيع، 2002.
10. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
11. حسن حمدي، دليلك الى البورصة والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006.
12. حسني علي خريوش، الأسواق المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،1997.
13. حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها وأدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، دار الكندي، 2002.
14. حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، القاهرة، الطبعة الرابعة، 1992.
15. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
16. الداغر محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات–الأوراق–البورصة، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005.
17. دريد آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

18. رسمية قرياقص، أسواق المال" أسواق-رأس المال-المؤسسات"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1999.

19. رقيبة سليمة، الأسواق المالية الدولية "محاضرات، تطبيقات وتجارب"، النشر الجامعي الجديد، تلمسان، الجزائر، 2021.

20. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1992.

21. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، الطبعة الأولى، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.

22. سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر، 1998.

23. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.

24. السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين للنشر والتوزيع، مصر، 2006.

25. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

26. شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، دار الفكر المعاصر للنشر والتوزيع، سوريا، 2002.

27. شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.

28. شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.

29. شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2019.

30. شكري ماهر، عوض مروان، المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية لها بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.

31. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية "علميا-عمليا"، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.

32. ضياء مجيد الموسوي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها: الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، 1998.

33. طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جده، المملكة العربية السعودية، 2003.

34. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2010.

35. طارق عبد العال حماد، تقييم أداء البنوك التجارية (تحليل العائد والمخاطرة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.

36. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2007.

37. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.

38. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، ين عكنون، الجزائر، 2003.

39. عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر، 2004.

40. عبد العزيز الخياط، إدارة العمليات المصرفية، دار المتقدمة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.

41. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

42. عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 2001.

43. عزيزة بن سميننة، البورصة والأسواق المالية "دراسة تحليلية"، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.

44. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، الأردن، 2008.

45. عصام حسين، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

46. علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012.

47. علي شلبي، بورصة الأوراق المالية، دراسة علمية وعملية، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، 1962.

48. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2013.

49. فريد وينستون، يوجين برجام، ترجمة عبد الرحمان دعالة بيلة، عبد الفتاح السيد، التمويل الإداري، الطبعة السابعة، دار المريخ للنشر والتوزيع، السعودية، 1981.

50. الفقي السباعي محمد وآخرون، مبادئ التأمين والأصول العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 2000.

51. فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك "مدخل كمي استراتيجي معاصر"، دار وائل للنشر والتوزيع، رام الله، 2000.

52. فليح حسين خلف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

53. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

54. محب خلة توفيق، الهندسة المالية، الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.

55. محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، 1999.

56. محمد إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون سنة نشر.

57. محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1992.

58. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005.

59. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

60. محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

61. محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر، الطبعة الأولى، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2019.

62. محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.

63. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.

64. محمود إبراهيم نور، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012.

65. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003.
66. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
67. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
68. منير إبراهيم هندي، سلسلة الأسواق المالية: الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين، 1998.
69. نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للأعمال الفنية، دمشق، 1998.
70. هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دراسة قانونية مقارنة، دار الجامعة، مصر، 1999.
71. هويشار معروف كاكامولا، الاستثمارات في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
72. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2002.
73. يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2016.

1-2-المذكرات والرسائل العلمية:

1. أمينة بديار، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية-دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2008-2016، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص تطبيقات الأسواق المالية، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، 2018-2019.
2. بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة الكويتية، رسالة مقدمة للحصول على الماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2012.
3. بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان، 2013.
4. حسن سلطان، أثر التضخم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لمجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان 1996-2000)، مذكرة مقدمة للحصول على الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009-2010.

5. محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة مقدمة للحصول على دكتوراه في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2005.
6. عليوة علي، تكييف أدوات السياسة المالية للدول النامية مع متطلبات التحرير المالي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة ورقلة 2021.

1-3-المجلات والمؤتمرات:

1. حمد جموعي قريشي، تقييم أداء المؤسسات المصرفية (دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية 1994-2000)، جامعة ورقلة، مجلة الباحث، العدد الثالث، 2004.
2. شهاب الدين حمد النعيمي، إدارة المعرفة وتطور وسائل بناء المحفظة المالية، المؤتمر السنوي العلمي الرابع، دامعة الزيتونة الأردنية، 26-28 أفريل 2004.
3. عبد القادر شلالي، علال قاشي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر، ملتقى حول إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة آكلي أمحند أولحاج، البويرة، 26-27 نوفمبر 2013.
4. عبد الله بركات، قياس أثر تطبيق نظام تخطيط موارد المنشأة على عائد الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية، ملتقى حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، جامعة شقراء، السعودية، 13-14 ديسمبر 2011.

1-4-التقارير:

1. تقرير هيئة السوق المالية السعودية لسنة 2023.
2. تقرير هيئة السوق المالية في النشرة الإحصائية للربع الأول من سنة 2024.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1.Alain choienel, Gérard Rouyer, Préface de : La Gestion de portefeuille, Revue : Marché financier (structure et acteur), collection de banques ITB.
2.Bertrand Jacquillat, Bruno Solinik, Marchés Financiers (gestion de portefeuilles et des risques), Edition donon, Paris, 1990.
3.Damodar gujarati, economietrics by example, 1st ed, London, Palgrave Macmillan, 2011.
4.Dominique Poincelot، les marchés des capitaux francais، Edition EMS، Paris, 1998.

5.Eugene F.Fama and Kenneth r. French**,** the capital Asset Pricing Model: the ory and Evidence, journal of Econonic pers pectivrs –volume 18, number 3, Summer, 2004.
6.F.Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilière, volume 2, Dunod, Paris, 1993.
7.Francis, J. « Investment Analysis and Management », 4th ed, N.Y, Mc Graw-Hill, 1986.
8.Gérard Marie Henry, les marchés financiers, Armand colin, Paris, 1999.
9.Grigoris Michailidis , stavros tsopoglou ,et autre **,**testing the capital Asset pricing Model (CAPM):THE Case of the Emerging greek securities Market , International Research journal of Finance and Economics.
10. Henningsen, Arne, and Géraldine Henningsen, "Analysis of panel data using R", Panel Data Econometrics, Academic Press, 2019.
11. HSIAO, Cheng. Panel data analysis-advantages and challenges. Test, 2007.
12. Jaque Teulié, Patrick Topsacalian, Finance, 2ème édition, Vuibert, France, 1997.
13. JL. VIVANI، «Gestion de portefeuille» , 2e édition، Dunod، Paris, 2001.
14. Jonathan Berk et Peter Demarzo, Finance d'entreprise, Traduit de l'anglais par Thomas Baron et autres, Pearson Educations, Paris, 2008.
15. Joseph F. Hair, Jr & Others, Multivariate Data Analysis, 8 th Edition , Annabel Ainscow , Cengage Learning EMEA, Cheriton House , North Way , United Kingdom, 2018.
16. Josette Peyrard : La Bourse, Vuibert, France, 1998.
17. Marie agnès leutenegger، "Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers" , 2e édition، Economica، Paris, 1999.
18. Mondher Bellalah, Gestion de portefeuille (analyese quantitative de rentabilité et des risques), Pearson education, 2004.
19. Mouriddette, Valeur mobilière et gestion de portefeuille, S.M.G, 2 ème édition, 1999.
20. N. V. lesourd, Théorie du Portefeuille et Analyse de sa Performance, édition Economica, Paris, France, 2002.
21. P.CONSO, « la gestion financière de l'entreprise », Tome 2, Dunod, 7ème Ed, Paris, 1989.
22. Pascal Grandin, « Mesure de performance des fonds, Méthode et Résultat », Economica, Paris, 1998.
23. Pesaran, M. Hashem. Time series and panel data econometrics. Oxford University Press, 2015.
24. Pierre Denger, Finance de Marché, Edition Ramage, Paris, 2002.

25. Ranjit kumat baul, “the economietric analysis using banel data” ، I.A.S.R.I،new delhi, 2007.
26. Régis Bour bonnais, "Economitrie Cours et exercise corrigés", 9é edition Dunod, Paris ,2015.
27. Ross, Stephen A, Wester field, Randolph W, & Jaffe, Jeffrey F, & Jordon, Bradford D, “Modern Financial Management”, McGraw-Hill Irwin, 2008.
28. Sharpe, Wiliam,f & Alexander, Gordon J & Bailey, Jeffery V, "Investments", 6th ed, Prentice Hall, 1999.
29. Soufi Menouar, Gestion de portefeuille : Busniss Risk, Risque financier, Risque de change, Office des publications Universsitaires, Algé, 2003.
30. Steven N. Durlauf, Lawrence E. Blume, Microeconometrics, Palgrave Macmillan Publishers Ltd, New York, 2012.
31. Waston, Denzil & Head, Antony, "Corporate finance-Principles & Practice", 2nd ed, Financial times prentice-Hall, 2001.
32. William Green, "Econometric Analysis", 6th ed , New Jersey , Prentice Hall, Apper Saddle River, 2007.

ثالثا: المواقع الالكترونية

1. https://annualreport2018.tadawul.com.sa.
2. MSCI Saudi Arabia Indexes | Tadawul 30 Index | MSCI - MSCI.
3. إطلاق مؤشر «تاسي 50» لرصد أداء أكبر 50 شركة مدرجة في السوق السعودية | صحيفة الاقتصادية (aleqt.com).
4. التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاما (argaam.com).
5. الخدمات الإلكترونية (cma.org.sa).
6. الخطة الاستراتيجية لهيئة السوق المالية 2021-2023 (cma.org.sa).
7. السوق المالي السعودي - سطور (sotor.com).
8. هيئة السوق المالية (cma.org.sa).

الملاحق

الملحق رقم (01): اختبار هاسيو

Specification Tests of Hsiao (1986)

H1 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative Hypothesis : H2
H2 = Null Hypothesis : H3 vs Alternative Hypothesis : panel is heterogeneous
H3 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative Hypothesis : panel is partially homogeneous

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	8.090760	1.63E-60
H2	1.225322	0.147143
H3	14.68551	5.20E-74

This program has developed by Brahim KHOUILED
University of Ouargla, Algeria

الملحق رقم (02): النماذج الأساسية

Dependent Variable: RESK
Method: Panel Least Squares
Date: 02/10/24 Time: 13:42
Sample: 2021Q1 2024Q1
Periods included: 13
Cross-sections included: 50
Total panel (balanced) observations: 650

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL	0.111625	0.033025	3.380031	0.0008
C	4.324140	0.253205	17.07763	0.0000

Root MSE	5.904693	R-squared	0.017325
Mean dependent var	4.667310	Adjusted R-squared	0.015809
S.D. dependent var	5.961105	S.E. of regression	5.913798
Akaike info criterion	6.395526	Sum squared resid	22662.51
Schwarz criterion	6.409301	Log likelihood	-2076.546
Hannan-Quinn criter.	6.400869	F-statistic	11.42461
Durbin-Watson stat	0.614611	Prob(F-statistic)	0.000768

Dependent Variable: RESK
Method: Panel Least Squares
Date: 02/10/24 Time: 13:42
Sample: 2021Q1 2024Q1
Periods included: 13
Cross-sections included: 50
Total panel (balanced) observations: 650

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL	-0.024853	0.025248	-0.984333	0.3253
C	4.743716	0.180185	26.32695	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	3.979750	R-squared	0.553597
Mean dependent var	4.667310	Adjusted R-squared	0.516335
S.D. dependent var	5.961105	S.E. of regression	4.145712
Akaike info criterion	5.757238	Sum squared resid	10294.97
Schwarz criterion	6.108508	Log likelihood	-1820.102
Hannan-Quinn criter.	5.893487	F-statistic	14.85675
Durbin-Watson stat	1.259983	Prob(F-statistic)	0.000000

Dependent Variable: RESK
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 02/10/24 Time: 13:43
Sample: 2021Q1 2024Q1
Periods included: 13
Cross-sections included: 50
Total panel (balanced) observations: 650
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL	-0.010561	0.025037	-0.421826	0.6733
C	4.699779	0.548854	8.562897	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	3.666568	0.4389
Idiosyncratic random	4.145712	0.5611

Weighted Statistics

Root MSE	4.197103	R-squared	0.000267
Mean dependent var	1.396580	Adjusted R-squared	-0.001276
S.D. dependent var	4.200896	S.E. of regression	4.203575
Sum squared resid	11450.19	F-statistic	0.173072
Durbin-Watson stat	1.132279	Prob(F-statistic)	0.677534

Unweighted Statistics

R-squared	-0.003433	Mean dependent var	4.667310
Sum squared resid	23141.25	Durbin-Watson stat	0.560247

الملحق رقم (03): اختبارات المفاضلة

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.214994	1	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
FL	-0.024853	-0.010561	0.000011	0.0000

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	14.685515	(49,599)	0.0000
Cross-section Chi-square	512.886941	49	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: RESK
Method: Panel Least Squares
Date: 02/10/24 Time: 13:44
Sample: 2021Q1 2024Q1
Periods included: 13
Cross-sections included: 50
Total panel (balanced) observations: 650

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL	0.111625	0.033025	3.380031	0.0008
C	4.324140	0.253205	17.07763	0.0000

Root MSE	5.904693	R-squared	0.017325
Mean dependent var	4.667310	Adjusted R-squared	0.015809
S.D. dependent var	5.961105	S.E. of regression	5.913798
Akaike info criterion	6.395526	Sum squared resid	22662.51
Schwarz criterion	6.409301	Log likelihood	-2076.546
Hannan-Quinn criter.	6.400869	F-statistic	11.42461
Durbin-Watson stat	0.614611	Prob(F-statistic)	0.000768

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	913.0912 (0.0000)	3.221625 (0.0727)	916.3128 (0.0000)
Honda	30.21740 (0.0000)	1.794888 (0.0363)	22.63611 (0.0000)
King-Wu	30.21740 (0.0000)	1.794888 (0.0363)	15.01109 (0.0000)
Standardized Honda	30.65263 (0.0000)	2.140630 (0.0162)	18.28532 (0.0000)
Standardized King-Wu	30.65263 (0.0000)	2.140630 (0.0162)	11.31747 (0.0000)
Gourieroux, et al.	--	--	916.3128 (0.0000)

الملحق رقم (04): مشاكل القياس

```
. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (50)  =    1.3e+10
Prob>chi2 =      0.0000
```

```
. xtserial RESK FL

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      49) =      1.484
           Prob > F =      0.2290
```

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        RESK[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                     |       Var     sd = sqrt(Var)
             ---------+-----------------------------
                RESK |    35.53477       5.961105
                   e |    17.18693       4.145712
                   u |    13.44372       3.666568

        Test:   Var(u) = 0
                            chibar2(01) =   913.09
                          Prob > chibar2 =   0.0000
```

تم بحمد الله