

تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لصناديق الأسهم السعودية بالاعتماد على العائد والمخاطرة

- دراسة تحليلية من 2013 إلى 2022-

Evaluating the performance of investment portfolios of Saudi Stock holding funds based on return and risk - Analytical study from 2013 to 2022-ط.د منيعة العيد¹ ، أ.د صلعة سمية²¹ المركز الجامعي نور بشير، مخبر التنمية المستدامة لمناطق الهضاب العليا والمناطق الصحراوية - البيض (الجزائر)

l.menia@cu-elbayadh.dz

² المركز الجامعي نور بشير، مخبر التنمية المستدامة لمناطق الهضاب العليا والمناطق الصحراوية - البيض (الجزائر)

s.soumia@cu-elbayadh.dz

تاريخ النشر: 2024/03/31

تاريخ القبول: 2024/03/22

تاريخ الإرسال: 2024/01/20

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أداء عينة من المحافظ الاستثمارية لصناديق الأسهم المالية في السوق السعودي للأوراق المالية للفترة من 2013 إلى 2022 وفق نموذج الأسلوب المزدوج، حيث تم أخذ عينة من المحافظ المالية لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لاختبار جودة أدائها، اعتمدنا فيها على التباين المشترك والانحراف المعياري، الوسط الحسابي وأساليب قياس المزدوج للأداء. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة تناسبية بين العائد والمخاطرة، وأن التنوع يساهم بشكل كبير في تعظيم عائد المحفظة وتدنيته مخاطرها، كما أن أداء جميع محافظ الصناديق المالية كان متميزا وفق نماذج الأداء المزدوج بسبب السياسات والاستراتيجيات المنتهجة من قبل مديري المحافظ رغم تعدد الأزمات التي ضربت الأسواق المالية العالمية خلال فترة الدراسة.

كلمات مفتاحية: محفظة مالية، عائد، مخاطرة، الأسلوب المزدوج، صناديق الأسهم.

تصنيفات JEL: G11، P34.

Abstract:

This study aims to evaluate the performance of a sample of investment portfolios of equity funds in the Saudi Stock Exchange for the period from 2013 to 2022 according to the dual method model. A sample of financial portfolios was taken to analyze the relationship between return and risk to test the quality of their performance. We relied on common variance, standard deviation, arithmetic mean, and dual measurement methods for performance.

The study concluded that there is a proportional relationship between return and risk, and that diversification contributes significantly to maximizing the portfolio's return and minimizing its risks, and the performance of all financial fund portfolios was distinguished according to dual performance models due to the policies and strategies adopted by the portfolio managers despite the multiple crises during the study period that touched global financial markets.

Keywords: Financial portfolio, return, risk, Dual method, stock funds.

JEL Classification Codes: G11, P34.

المؤلف المرسل: منيعة العيد، الإيميل: l.menia@cu-elbayadh.dz

المقدمة:

إن الهدف الرئيسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق أقصى العوائد بأقل مخاطرة، وبناء على ذلك يتم وضع الخطط المالية المستقبلية التي تساهم في اختيار الاستثمار المناسب، والذي يكون عادة مرتبطاً بعنصر المخاطرة، وبعد الاستثمار في محافظ الأوراق المالية واحدة من أهم التطورات في مجال الاستثمار، ويعود الفضل في بناء نظرية المحفظة إلى العالم "هاري ماركويتز" في عام 1952، فكانت أعماله الأساس لظهور نماذج أخرى، حيث أظهر العلاقة بين أداء الأصول المالية والمخاطرة.

والهدف من اختيار الأصول المكونة للمحفظة هو تحقيق مستوى مقبول من العائد مع مستوى منخفض من المخاطرة، والتنوع الجيد يعتبر أبسط طريقة للتقليل من هذه المخاطرة، حيث يجب توزيع الاستثمارات على مجموعة من الأصول دون الاعتماد على أصل واحد.

وحتى يتمكن المستثمرون من استثمار أموالهم وجب عليهم البحث عن من ينوب عنهم في إدارة هذه المحافظ لأن ذلك يتطلب منهم دراسة علمية وخبرة عالية من أجل تكوينها وتحديد العوائد والمخاطر المتوقعة التي يمكن أن يتعرضوا لها، ومن أبرز هذه الإجراءات والتدابير المتخذة عند اختيار استثمار معين هو القيام بعملية التحليل اللازم للعائد والمخاطر باعتبارها أساس عملية التقييم، ويتم ذلك وفق نماذج متعددة ومتنوعة منها نموذج الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج لقياس أداء المحافظ الاستثمارية. ومما سبق يمكن طرح الإشكال التالي:

كيف يمكن تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لصناديق الأسهم السعودية وفق نموذج الأداء المزدوج للحد من مخاطر سوق الأوراق المالية السعودي؟

فرضيات الدراسة: على ضوء هذه الإشكالية قمنا ببناء الفرضيات التالية:

1. يترتب على قياس أداء المحافظ الاستثمارية لصناديق الأسهم السعودية وفق مؤشرات قياس الأداء تحقيق نتائج إيجابية.
2. تختلف سياسات وأساليب إدارة المحافظ الاستثمارية حسب ظروف السوق المالي، رغبات وميول المستثمرين.
3. يتأثر أداء المحافظ الاستثمارية لشركة الرياض المالية السعودية بالأزمات الاقتصادية والتقلبات المالية.

أهمية الدراسة: يتميز السوق المالي السعودي بنشاط ومعاملات كبيرة لذلك وجب إبراز أهمية تقييم أدائه من خلال مايلي:

- إدارة المحفظة الاستثمارية التي صارت من أهم النشاطات التي زادت أهميتها في الوقت الراهن، حيث أصبح يهتم بها الكثير من المتعاملين والمستثمرين في الأسواق المالية في ظل تزايد حدة الأزمات السياسية والاقتصادية في العالم خاصة في العقود الأخيرة. أهمية بناء وتكوين وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، حتى تتوافق مع رغبة مديري المحافظ المالية، المستثمرين والمتعاملين في تحقيق عوائد كبيرة مقابل مخاطر متدنية، توجب عليهم تقييم أداء الأسهم والسندات المكونة لمحافظهم.
- اختيار صناديق الأسهم لشركة الرياض في سوق الأوراق المالية السعودي نابع من كونها تتميز بكون حجمها مع زيادة عدد الصفقات المبرمة يوميا، بالإضافة إلى كونها رائدة في كفاءة وتسيير وإدارة المحافظ الاستثمارية، لذا وجب إعطاء رؤية واضحة عن كيفية إدارة الاستثمار فيها من خلال تقييم أدائها وفق أفضل المعايير العلمية المتبعة لقياس الأداء لكل من شارب، جونسون، فاما... الخ، خلال مرحلة حساسة يمر بها الاقتصاد العالمي عامة والأسواق المالية خاصة.

أهداف الدراسة: تتمثل الأهداف من وراء تقييم أداء المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي فيما يلي:

- تحديد وإبراز مختلف الطرق والمفاهيم التي تقوم عليها إدارة المحافظ الاستثمارية بصفة عامة ومحافظ صناديق الأسهم لشركة الرياض بصفة خاصة بالوقوف على أهم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر خاصة في فترة الدراسة التي تميزت بتقلبات اقتصادية كبيرة.

- الوصول إلى نتائج مرغوب فيها بتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة وهذا من خلال التحكم الجيد والدقيق في استعمال أساليب التحليل الإحصائي والكمي عند قياس أداء الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة.

منهج الدراسة: من أجل الإلمام بجميع جوانب الدراسة اعتمدنا على منهجين أساسيين هما:

المنهج الوصفي لأجل وصف مختلف الجوانب النظرية لعناصر الدراسة والمتمثلة في إدارة المحافظ الاستثمارية ومؤشرات تقييمها. منهج دراسة حالة تم إسقاط بحثنا على عينة من المحافظ الاستثمارية لشركة الرياض المالية الناشطة في السوق المالي السعودي.

وللإجابة على التساؤل السابق تم تقسيم بحثنا هذا إلى محورين رئيسيين، تناولنا في المحور الأول ماهية إدارة المحفظة الاستثمارية وأهم الأساليب والطرق المعتمدة في تقييم أدائها، بينما تناولنا في المحور الثاني كيفية قياس وتقييم أداء عينة من المحافظ لصناديق الأسهم للرياض المالية الناشطة في السوق السعودي تداول خلال العقد الأخير.

1- ماهية إدارة المحفظة الاستثمارية وأهم الأساليب المعتمدة في تقييم أدائها.

1-1- ماهية المحفظة الاستثمارية.

1-1-1- تعريف المحفظة الاستثمارية:

يُشير مصطلح "محفظة" في قاموس المعاجم للغة إلى الكيس الذي يكون مصنوعاً من الجلد أو القماش، ويستخدم لحفظ قطع من النقود والأشياء الثمينة والأوراق المهمة، أما مفهوم "المحفظة الاستثمارية" استخلص من مفهوم هذا المصطلح التي تحمل نفس المعنى معه، حيث تعرف الأخيرة بأنها عبارة عن تجميع من الأوراق المالية المتنوعة، ويتكون رأس مال المحفظة الاستثمارية من أصول مالية وأصول حقيقية، فالأصول الحقيقية تتمثل في السلع، العقارات والمعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاطين وغيرها، بينما الأصول المالية هي الأخرى تتكون من الأسهم، السندات، أذون الخزانة وشهادات الإيداع (المومني، 2013، ص 17).

المحفظة الاستثمارية هي مصطلح يشير إلى مجموع الأصول المملوكة من قبل الفرد، والتي تتألف عادةً من الأسهم والسندات، والهدف الرئيسي منها هو التعزيز والرفع من القيمة السوقية لها وتحقيق استخدام فعال للأموال التي تمثلها هذه الأدوات أو الأصول، تخضع المحفظة للإدارة من قبل فرد مختص يُعرف بمدير المحفظة، يحمل على عاتقه اتخاذ القرارات الاستثمارية بما يحقق أقصى عائد ممكن بناءً على الأهداف المحددة مع المستثمرين آخذاً في اعتباره المخاطر المرتبطة بالسوق والأصول (عرفة، 2009، ص 73).

1-1-2- أهمية المحفظة الاستثمارية: تزداد أهمية المحافظ الاستثمارية بسبب زيادة الفرص الاستثمارية وتوفر الأموال

والفوائض لدى الأفراد والشركات كما يلي (فرحات، 2019، ص 09، 10):

أهميتها بالنسبة للأفراد: تكمن أهميتها بالنسبة للأفراد في النقاط التالية:

- ✓ يجب على المستثمرين الذين يفتقرون إلى الوقت الكافي لمتابعة تطورات السوق المالي، ويفتقرون إلى الخبرة اللازمة في استراتيجيات التعامل في البورصات من أجل تلبية وإشباع رغباتهم وتحقيقاً لأهدافهم الاستثمارية أن يستعينوا ويستفيدوا من الخبرات والكفاءات الإدارية المتخصصة في إدارة وتحليل الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية.
- ✓ الصلاحيات التي يتمتع بها مدير المحفظة تؤدي إلى الزيادة في عائد المحفظة نتيجة التقليل من التكاليف والرسوم المدفوعة لهيئة السوق، العمولات المدفوعة للسماسرة، وهوامش أرباح صانعي السوق.
- ✓ التقليل من المخاطر يتم من خلال تحقيق التنوع الجيد في مكونات محفظة الأوراق المالية، في حين لا يستطيع المستثمر لوحده تحقيق ذلك لقلة حجم الأموال أو قلة الحيلة والخبرة.
- ✓ يجب على مديري المحافظ الاستثمارية الالتزام بقدر عال من مبدأ الشفافية والإفصاح عن المعلومات والوثائق المحاسبية، يتم ذلك من خلال نشر النشرات وإرسال التقارير الدورية المعلنة إلى المستثمرين، لاتخاذ القرارات السليمة ومتابعتها إما بالاستمرار في الاستثمار أو التحول إلى بناء محفظة أخرى تتناسب مع الأهداف والرغبات أو التصفية.
- ✓ إخضاعها للرقابة المستمرة من قبل هيئة السوق لتصويب الأخطاء وتصحيحها في أسرع وقت ممكن.
- ✓ المرونة والملائمة والسيولة، وهي صفات تمتاز بها المحافظ ذات النهاية المفتوحة، يكون فيها المستثمر أمام تشكيلات عديدة من محافظ الاستثمار، فيستثمر رأس ماله في تلك التي تتفق مع رغباته وأهدافه، وفي حالة ما إذا تم تغيير لأهدافه يمكنه التحول إلى بناء وتشكيل محفظة مالية أخرى.
- ✓ أهميتها بالنسبة للاقتصاد القومي: بصفة عامة تلعب المحافظ الاستثمارية دوراً وسيطاً وحيوياً في تنشيط الاقتصاد الوطني كمايلي:
- ✓ تقوم المحافظ الاستثمارية بدور الوسيط المالي مثلها مثل البنوك التجارية فتقوم على تجميع الأموال والمدخرات من المدخرين وإعادة استثمارها في محافظ الأوراق المالية.
- ✓ المساهمة في تنشيط حركة التداول بالبورصة.
- ✓ إن اتخاذ القرارات الصائبة من قبل مديري المحافظ يتم بناءً على دراسات علمية دقيقة لحالة الأسواق وهذا من أجل زيادة تعزيز كفاءة الأسواق المالية.
- ✓ تمنع تسرب المدخرات الوطنية إلى الخارج، كما تجلب الاستثمارات الأجنبية للسوق المحلي وتنقل الخبرات الإدارية والمالية.

1-3- أهداف المحافظ الاستثمارية:

- في النهاية المحفظة الاستثمارية تصب في تنوع الأدوات المالية في مقولة قديمة هي عدم وضع كافة البيض في سلة واحدة، وهي تهدف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نوجزها في مايلي (محفوظ، 2017، ص 75، 76):
- **الحفاظ على رأس المال المستثمر:** ما يحرك الاستثمار في المحافظ المالية هو دافع الربح أو العائد المحقق، وبالتالي لا يجب المغامرة بالمبلغ الأصلي الموظف وتعرضه إلى المخاطر، إذ يقتضي على مدير المحفظة اختيار الإستراتيجية الكفيلة لتوفير الأمن له وإبعاده عن المخاطر غير المبررة، لتحقيق نمو فيه، بالرفع من القيمة السوقية للمحفظة باستمرار دائم.
- **التنوع:** يأتي مبدأ التنوع من مقولة لا تضع كافة البيض في سلة واحدة، أي كلما ازداد عدد الأدوات المالية في المحفظة كلما تفتتت المخاطر وتلاشت وتوزعت على ذلك العدد.

- **تحقيق عائد مجزي:** من أهم أهداف تكوين المحافظ المالية هو تحقيق عائد مستقر ومستمر، فمديرها يهدف لتحقيق أكبر عائد ممكن مع القبول بمستوى معين من المخاطرة، قد يكون في شكل توزيعات عند الاستثمار في الأسهم العادية والممتازة، وعند الاستثمار بالسندات تكون في شكل فوائد، أما في حالة الاستثمار في العقارات والمعادن النفيسة تكون على هيئة أرباح.
- **تحقيق السيولة:** على المستثمرين أن يختاروا مكونات المحفظة من أصول قابلة للتحويل إلى سيولة بسرعة فائقة وفي ظروف معقولة نسبياً من حيث الوقت والتكلفة، بحيث لا تؤثر عملية التحويل على قيمة المحفظة، بإبقاء جزء يسير من السيولة لتلبية الاحتياجات الآنية لإدارتها كتسديد المصاريف العاجلة، مواجهة الظروف المتغيرة في السوق، تجنب مخاطر العسر المالي... الخ.
- **الحفاظة على القوة الشرائية لموجودات المحفظة:** إن استثمار وتوظيف الأموال في شكل محفظة وتحقيق عوائد منتظمة من وراءها يجنبها مخاطر تآكل قيمتها بفعل التضخم، أو انخفاض قوتها الشرائية الناتج عن الارتفاع في المستويات العامة للأسعار.

1-1-4- عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية

أ- عائد المحفظة الاستثمارية:

■ تعريف عائد المحفظة:

عائد المحفظة هو العائد الكلي الذي تحققه محفظة الاستثمار الناتج عن الأوراق المالية المكونة لها على مدى فترة زمنية محددة، بمعنى آخر هو مجموع عوائد الأصول المالية أو الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية خلال فترة زمنية معينة، ويتم حسابه بناءً على تغير إجمالي قيمة المحفظة، يعتمد هذا العائد على أداء الأصول المتنوعة الموجودة في المحفظة، ويُعبر عنه غالباً كنسبة مئوية.

■ **أنواع العائد:** يمكن التمييز بين عدة أنواع لعائد المحفظة نذكر منها مايلي:

1- العائد الفعلي: يمثل العائد الفعلي المبلغ أو الربح الذي يتلقاه المستثمر فعلياً كتعويض عن فترة الاستثمار والمخاطر المحتملة التي يتحملها عند استثمار رأس المال خلال فترة زمنية معينة. يتم حساب العائد الفعلي استناداً إلى ما تم تحقيقه فعلياً خلال تلك الفترة الزمنية، من مجموع ناتج ضرب العائد الفعلي لكل أداة استثمارية أو أصل مالي في الوزن النسبي لها.

ويتم حسابه وفق الصيغة الرياضية التالية (جبار، 2017، ص 68):

$$R_p = \sum_{i=1}^n w_i \times R_i$$

حيث:

R_p : معدل العائد الفعلي للمحفظة. **w_i :** الوزن النسبي للأصل i في المحفظة.

R_i : معدل العائد للأصل i . **N :** عدد الأوراق المالية (الأصول) المشكلة للمحفظة.

2- العائد المتوقع: ويعبر عنه بالأمل الرياضي وهو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه أو تحقيقه من استثمار معين في محفظة ما خلال فترة زمنية محددة يتم حسابه بالاستناد إلى توقعات المستثمر حول عوائد الأصول المالية التي يمتلكها يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها، وفقاً لتصورات متخذ القرار لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة.

ويتم حسابه وفق العلاقة التالية (pierre; S.R; p 64):

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n R_i * P_{Ri}$$

حيث:

$E(R_i)$: العائد المتوقع للأصل i . P_{Ri} : احتمال الحصول على العائد R للورقة i . R_i : العائد المتوقع المحتمل.

ب- مخاطر الحفظة الاستثمارية:

■ تعريف المخاطرة:

إن من أهم تعريفاتها نذكر ما يلي:

وتعرف كلمة مخاطرة بأنها احتمال حدوث شيء خطير أو غير مرغوب فيه والتي تعني حدوث انحراف عن الطريق الذي يؤدي إلى نتائج متوقعة أو مأمول الوصول إليها (بوشري ومنصوري، 2014، ص 421)، كما تعرف أيضا بأنها احتمال فشل المستثمرين في تحقيق العائد المتوقع أو المرجح على الاستثمار، ويعني ذلك أن المخاطرة تظهر عندما تختلف النتائج الفعلية عن تلك التي كان يتوقعها المستثمرون أو يتنبؤون بها أي انحراف العوائد الفعلية عن العوائد التي كان يتوقع المستثمرون الحصول عليها (مطر، تيم، 2005، ص 32).

وتعرف المخاطرة في سياق الاستثمار أيضا بمدى عدم اليقين أو التذبذب الذي قد يترتب على القرارات الاستثمارية، يتمثل في عدم اليقين حول تحقيق العائد المتوقع أو حجمه أو وزنه، وقد ينشأ هذا عدم من عدة عوامل، منها ظروف السوق، والتغيرات الاقتصادية، والظروف السياسية، والعوامل الطبيعية (المومني، 2008، ص 73).

■ أنواع المخاطر: يمكن تصنيف مخاطر عمليات الاستثمار بالأوراق المالية إلى ما يلي (نبيل وربيع، 2017، ص 168):

1. **المخاطر النظامية:** هي التي تنشأ نتيجة لتأثير الظروف الاجتماعية، الاقتصادية والسياسية على جميع أنواع الأسهم في السوق بشكل عام، ولا تقتصر على أداة مالية أو قطاع محدد، وتقاس بمعامل بيتا B يصعب التخلص من هذه المخاطر بسبب مصدرها الشامل، وتعتمد على عوامل مشتركة تؤثر على النظام الاقتصادي بأكمله، مما يجعلها تؤثر على جميع المتعاملين في السوق، بإمكان المستثمرون تفادي هذه المخاطر من خلال التنويع (هندي، 2008، ص 121).

2. **المخاطر غير النظامية:** وهي تلك التي تنشأ نتيجة ظروف وعوامل وأحداث خاصة تتعلق بشركة محددة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل الأخرى التي تؤثر في النشاط الاقتصادي بشكل عام، تتضمن هذه العوامل الفيضانات والحرائق، إضراب العمال، الأخطاء الإدارية، التطورات التكنولوجية، والتشريعات والقوانين الجديدة... الخ، والتي قد تؤثر على منتجات الشركة وبالتالي على سعر أسهمها بصورة فردية ولا يشمل تأثيرها كل السوق.

يمكن التغلب على هذه المخاطر أو تقليل تأثيرها من خلال تنويع الاستثمار في الأوراق المالية، أو ما يُعرف بتنويع المخاطر الاستثمارية (رمضان، 2002، ص 333)، ويتم قياس هذه المخاطر بواسطة الانحراف المعياري أو التباين أو معامل الاختلاف.

3. **المخاطر الكلية:** وهي التي تشير إلى مجموع المخاطر التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية بشكل عام سواء كانت ناتجة عن التغيرات الاقتصادية العامة والمخاطر الخاصة بالأصول الفردية في المحفظة، تشمل المخاطر الكلية تأثير الظروف الاقتصادية العامة مثل التضخم، الفائدة، والتقلبات السوقية الكبيرة، فهي تجمع بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

■ أدوات قياس مخاطر المحفظة:

1- **التباين والانحراف المعياري:** هما يعبران مؤشرين للتغيرات غير المنتظمة، حيث يعبر التباين عن انتشار القيم حول المتوسط، ويحسب بواسطة تقدير تشتت القيم حول هذا المتوسط، أما الانحراف المعياري، فيحسب بجذر التباين، ويُعتبر مقياساً لتوزيع القيم في العينة أو المجموعة، يُستخدم هذان المؤشران لفهم درجة التغير أو التباين في البيانات، وبالتالي يساعدان في تقدير المخاطر غير المنتظمة المرتبطة بالاستثمار.

ويتم حساب التباين كالآتي (Bert, et al, 2008, P 298):

أ- **تباين محفظة تتكون من أصل مالي واحد:**

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - E(R_i))^2 * P(R_i)$$

بحيث:

δ_p^2 : تباين الأصل. R_i : العائد المتوقع. $P(R_i)$: احتمال تحقق العائد. $E(R_i)$: القيمة المتوسطة للعائد.

ب- **تباين محفظة تتكون من N أصل مالي:**

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

بحيث أن: C_{i-j} تمثل التباين المشترك ما بين الأصل i والأصل j .

ويحسب التباين وفق الصيغة الرياضية التالية:

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

أما الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين ويحسب كما يلي:

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

2- **معامل بيتا:** معامل بيتا هو أحد أهم المقاييس المستخدمة في قياس حساسية عائد الأصل المالي اتجاه تغيرات عائد المحفظة، فهو يقيس مدى تغير عائد الأصل المالي مقارنة بتغيرات عائد محفظة الأسهم ككل.

ويحسب وفق الصيغة التالية (حنفي، 2007، ص 221):

$$B_i = \frac{cov(R_m, R_i)}{\delta_m^2}$$

بحيث:

B_i : معامل B للسهم i ، R_m : معدل عائد محفظة السوق، R_i : معدل عائد السهم. δ_m^2 : تباين معدل عائد المحفظة.

$cov(R_m, R_i)$: هو ناتج ضرب معامل الارتباط بين i و m في الانحراف المعياري R_m والانحراف المعياري R_i .

- إذا كانت قيمة بيتا أعلى من 1، فإن الأصل المالي يُعتبر أكثر حساسية للتغيرات في السوق.
 - وإذا كانت قيمة بيتا تساوي 1، فإن الأصل يتحرك تمامًا مع حركة السوق.
 - وإذا كانت قيمة بيتا أقل من 1، فإن الأصل يُعتبر أقل حساسية مقارنةً بالسوق.
- يتم قياس مخاطر المحفظة ذات n من الأصول المالية وفق معامل بيتا المرجع لبيتا الأصول المالية المكونة لها بالعلاقة الآتية:

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

بحيث:

$a_1, a_2, a_3 \dots a_n$: هي نسب المرجحة للأصول $X_1, X_2, X_3, \dots X_n$ التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية.
 $b_1, b_2, \dots b_n$: هي معاملات بيتا للأصول: $X_1, X_2, \dots X_n$ على الترتيب.

1-2- طرق وأساليب تقييم أداء المحافظ المالية:

هناك مجموعة من الطرق التي يعتمد عليها لتقييم أداء المحفظة المالية نذكر منها مايلي:

1-2-1- الأسلوب البسيط:

يستند الأسلوب البسيط لقياس أداء المحفظة الاستثمارية إلى تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة من خلال العوائد الرأسمالية والأرباح الموزعة، هذا الأسلوب يلاءم المستثمرين الذين لا يمتلكون دراية كافية بتفاصيل استثماراتهم، يمكن قياس أداء المحفظة عن طريق حساب معدل العائد على حساب المستثمر في المحفظة أو لكل أداة مالية على حدة.
 ويحسب وفق العلاقة التالية (فرحات، 2019، ص218):

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

بحيث:

R: العائد على الاستثمار. **D_t** : توزيعات الأرباح الرأسمالية في الفترة t .

P_t: قيمة الأصل في الزمن t . **P_{t-1}**: قيمة الأصل في الزمن $t-1$.

من إيجابيات هذا الأسلوب أنه يوفر للمستثمر تقييماً سريعاً لأداء المحفظة خلال الفترات القصيرة، ويناسب شركات الاستثمار المفتوحة، يسهل حسابه وفهمه، ومن عيوب الأسلوب البسيط لقياس أداء المحفظة عدم الاهتمام بالمخاطر، سواء كانت منتظمة أو غير منتظمة، فهو يركز فقط على معدل العائد على الاستثمار (حسام، 2021، ص 91)، وهذا لا يعتبر كافياً لتقييم الأداء، حيث يمكن أن يكون لدينا معدل عائد عالي مصاحباً لمخاطر كبيرة، والعكس صحيح أيضاً، ولذلك ظهر أسلوب آخر يعرف بالأسلوب المزدوج أو الأسلوب العلمي لتقييم الأداء.

1-2-2- الأسلوب المزدوج:

جاء هذا الأسلوب بسبب القصور في الأسلوب البسيط الذي اعتمد على معدل العائد على المبلغ المستثمر، عكس الأسلوب الثاني الذي يعتمد على معدل عائد المحفظة ومعدل عائد مخاطرها، ومن أهم نماذجه:

أ. نموذج شارب: في سنة 1966 جاء وليام شارب بمقياس مخصص لقياس إدارة المحفظة الاستثمارية يركز على قياس العائد والمخاطر الكلية المحتملة في أرض الواقع، يمكن استخدام هذا المقياس على مدى فترات طويلة، وهو يمثل نسبة الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من المخاطرة والذي يعزى إلى التقلب في عوائد أصول المحفظة الاستثمارية (الحناوي، 2011، ص 282)، وعليه فإن مؤشر شارب للأداء هو عبارة عن عرض للعلاقة بين العائد المتوقع للمحفظة ذات التنوع الجيد ومستوى مخاطرها في شكل نسبة (سارة، 2007، ص 89)، وبحسب وفق الصيغة التالية (موصلي وعدنان، 2013، ص 363):

$$St = \frac{(Rp - Rf)}{\delta p}$$

بحيث:

St: أداء المحفظة الاستثمارية، **R_p**: عائد المحفظة الاستثمارية، **R_f**: المعدل الخالي من المخاطرة، **δp**: مخاطرة المحفظة.

إذا كان: **St > 0**، يعني أن الاستثمار في هذه المحفظة غير مجدي وهي تحمل أخطار كبيرة مقارنة بالعائد المتوقع.

أما **St** بين 1 و 0، هذا يعني أن العائد الإضافي قد يكون أقل من المخاطر المحتملة.

أما **St < 1** فإن الاستثمار في المحفظة يتفوق عن الاستثمار الخالي من المخاطر، ربح أعلى.

ب. نموذج ترينور 1965: يقصد به نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة المنتظمة، ويقوم هذا المؤشر على فكرة الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، ويعني بذلك أن المحفظة التي تم تنويعها جيداً تتخلص من المخاطر غير النظامية، وبالتالي تبقى المخاطر النظامية التي تهم المستثمر والتي يتم تقديرها على أساس المعامل بيتا للمحفظة (عرفة، 2009، ص 80).

وتعطى علاقة ترينور لقياس أداء المحافظ على النحو الآتي (موصلي وعدنان، 2013، ص 363):

$$Tn = \frac{(Rn - Rf)}{Bn}$$

من المعادلة السابقة نجد أن البسط يمثل الفرق بين العائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة ويسمى بالعائد الإضافي، أما المقام فهو عبارة عن المعامل بيتا الذي يمثل المخاطر المنتظمة فقط عوض من المخاطر الكلية، لأن المخاطر غير المنتظمة حسب ترينور يمكن أن التخلص منها بالتنوع، حيث أنه كلما ارتفعت قيمة أو نسبة مؤشر ترينور كلما دل على أن عوائد المستثمر عالية لكل وحدة من مخاطر السوق والعكس صحيح.

ت. نموذج جونسون: قام جونسون عام 1968 بتطوير علاقة لقياس أداء المحافظ معتمداً على العائد وتقدير القدرة التنبؤية لمدير المحفظة عرفه بمعامل ألفا أو العائد التفاضلي لجونسون، وهو يقوم على حساب عائد المحفظة الذي لم يفسره نموذج MEDAF، واستنتج جونسون أنه من المستحيل القضاء على المخاطر غير المنتظمة أثناء بناء محفظة استثمارية ذات تنوع جيد، لأنها قد تحتوي على جزء منها يستحيل القضاء عليها (سارة، 2007، ص 94).

وبحسب كاميلي (véronique le sourd, 2007, P15):

$$a = (Rp - Rf) - b(Rm - Rf)$$

إذا كان ألفا موجب، فالأداء جيد عكس حالة ما إذا كان سالبا، أما إذا كان ألفا معدوماً أي: **R_f = R_m** أي معدل عائد السوق يساوي معدل عائد المحفظة فالأداء مقبول ويوازي أداء السوق.

لقد قامت أفكار جونسون على إيجاد الفرق بين مقدارين كما يلي:

الفرق الأول وأطلق عليه العائد الضائي وهو عبارة عن الفرق بين العائد المتوسط للمحفظة والعائد المتوسط الخالي من الخطر، أما الفرق الثاني وسماه علاوة خطر السوق ويتمثل في ضرب معامل b في الفرق بين العائد المتوسط للسوق والعائد المتوسط الخالي من (الحناوي، 2011، ص 289).

ث. نموذج فاما لتقييم عائد الانتقائية 1972: المخاطر الكلية التي تتحملها المحفظة المالية في الحقيقة ترتبط بمخاطر المستثمر وسلوكياته وكذا مخاطر مدير المحفظة وكفاءته في الإدارة، ميز فاما بين العائد الإضافي وعائد الانتقائية، الجزء الأول من المعادلة يشير إلى العائد الإضافي بينما يشير الجزء الثاني إلى عائد الانتقائية الناجم من انتقاء مكونات المحفظة (المومني، مرجع سابق، ص 203).

$$Rs = Rf + \left(\frac{Rm - Rf}{\delta p} \right) \left(\frac{cov(Rp, Rm)}{\delta p} \right)$$

إن استخدام نموذج فاما للحكم على أداء المحفظة يمكن تقسيمه إلى شقين هما: نموذج الانتقائية ونموذج تقييم الخطر (الحناوي، 2011، ص 290).

ج. مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر أو نموذج (M^2) وهو مقياس يستخدم لقياس أداء الاستثمار أو المحفظة مع توجيه الاهتمام بشكل خاص إلى عنصر المخاطرة، قدمه لياه ومادلياني في عام 1997، يتيح هذا المؤشر للمستثمرين تقييم كيفية تحقيق العائدات مقابل المخاطر التي تمت معالجتها في الاستثمارات. ظهر هذا المؤشر نتيجة صعوبة مقياسي شارب وترينور في تقييم أداء محفظة استثمارية واحدة، فمؤشر الأداء المعدل بالمخاطر عكس ذلك فهو يجد سهولة في تقييمها، أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة الاستثمارية (نبيل وربيعة، 2017، ص 170).

ويتم حسابه قيمته وفق المعادلة التالية:

$$RAP = Rf + (\bar{R}_p - Rf) \frac{\delta_m}{\delta_p}$$

بحيث:

RAP: معدل الأداء المعدل بالمخاطر.

Rf: معدل العائد الخالي من المخاطرة، $\bar{R}_p$: المتوسط الحسابي لعائد المحفظة الاستثمارية.

δ_m : مخاطر محفظة السوق.

δ_p : مخاطر المحفظة الاستثمارية.

$\frac{\delta_m}{\delta_p}$: تمثل العلاقة النسبية بين مخاطر محفظة السوق ومخاطر المحفظة الاستثمارية.

أما الفرق $(\bar{R}_p - Rf)$ فهو العائد الإضافي الناتج من عوائد المحفظة الاستثمارية للسندات الحكومية الخالية من المخاطر.

ما يميز مؤشر **RAP** عن بقية المؤشرات الأخرى أنه قدم إضافة لقياس إلى أداء المحفظة وهو العائد الخالي من المخاطرة، لأن المستثمرين في كل الأحوال والظروف سيحصلون عليه، إذا ما فضلوا الاستثمار الخالي من المخاطر في السندات الحكومية وعدم الاستثمار في المحفظة الاستثمارية.

2- قياس أداء المحافظ الاستثمارية لصناديق الأسهم المالية السعودية للفترة 2022/2013.

2-1- التعريف بمحافظ صناديق الأسهم المالية:

لقد أصبح السوق المالي السعودي "تداول" مطمع الكثير من المتعاملين الاقتصاديين ورجال الأعمال بالاتجاه نحو الاستثمار فيه وهذا نتيجة الحجم الكبير للتداولات وعدد الصفقات المبرمة فيه يوميا، هذا ما دفع بالكثير من مدراء المحافظ الاستثمارية سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو شركات إلى زيادة الاهتمام والرفع من درجة الكفاءة في إدارة المحافظ الاستثمارية والسير الحسن للأموال المودعة لديهم من المدخرين بغية استثمارها وتحقيق أهدافهم المتنوعة، فاستطاع هؤلاء تحقيق إنجازات كبيرة ومنتالية في السوق، حيث لاقت العديد من المحافظ المالية استحسان الكثير من المتعاملين ومن أمثلة ذلك صناديق الأسهم لبنك الرياض المالية التي أصبحت رقما صعبا في السوق فنالت المرتبة الأولى كأحسن مدير استثمار في السعودية، مما أدى إلى ارتفاع مؤشر ثقة المستثمرين بأدائها، حيث حصدت ما يفوق نسبة 40 % من الاستثمارات لديها في السوق والتي سوف نتناول عينة من المحافظ التابعة لها في دراستنا هذه.

وقع اختيارنا هنا على عينة مكونة من 05 محافظ مالية خاصة بصناديق الأسهم التابعة لبنك الرياض وهي: محفظة الرياض للاعمار، الأسهم السعودية، الدخل المتوازن، الأسهم الخليجية ومحفظة الأسهم القيادية. وهي محافظ مالية تتألف من مجموعة من الصناديق العامة المفتوحة، تختص في مجال الاستثمار وفقاً للاتفاقية المبرمة بينها وبين المدخرين أو المستثمرين في المحافظ الاستثمارية، يقوم مدير المحفظة بالرقابة على مسؤولياتها، ولديه القدرة على تفويض أو تكليف أفراد آخرين سواء كانوا شركات مالية أو أفراد طبيعيين داخليين أو خارجيين بتنفيذ قراراته ومهامه وواجباته. يقوم مدير المحفظة عند التعامل مع المستثمرين في المحافظ بفصل القوائم المالية لها عن بقية التعاملات الأخرى على أساس أنها مستقلة محاسبيا، يتم تنظيم عمل هذه المحافظ وفق لوائح صناديق الاستثمار التي تفرضها اللجنة المكلفة بتنظيم وتسيير السوق المالي في الثاني عشر من ديسمبر 2006، والتي عدلت في الثاني عشر ماي 2016، والتي تحدد الحقوق والواجبات، التشريعات والقوانين والمتطلبات المعمول بها في السوق والتي يجب على جميع الصناديق الاستثمارية الالتزام بها والامتثال لها.

2-2- طبيعة ومجالات نشاطها:

2-2-1- محفظة الرياض للأسهم الخليجية:

تأسست محفظة الرياض للأسهم الخليجية في 14 فبراير 2006، وتتميز بمستوى عالٍ من المخاطرة، ويستثمر في مجموعة متنوعة من القطاعات، كما يتبنى أيضا سياسة إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل الشركات المدرجة في محفظته، يسعى المدير بذل جهوده في توزيع استثمارات الصندوق عبر فئات متنوعة، ويتم هذا بمراجعة الضوابط الشرعية، ويجدر بالذكر أنه لا يتم توزيع أي دخل أو أرباح على مالكي الوحدات في الصندوق، يتسم الصندوق بروح الاستدامة ويهدف لتحقيق نمو في رأس المال في المدى البعيد مع التزامه بتحقيق العوائد على المدى البعيد للمستثمرين. وفيما يلي جدول حدود استثمار محفظة الرياض للأسهم الخليجية:

الءءءل رقم (01): ءءوء اسءءءار مءففظة الرفاض للأسهم الءلففة

أنواع الأصول	الءءوء الءنفا %	الءءوء العلفا %
أسهم الشرفاء الءلففة المءرءة فف أسوء الإماراء، الكوفء، قطر، عمان، البءرفن	75	100
أءواء أسواق النقء والصكوك	0	25
الوءاءاء الفف ءسءءم فف المءال الاسءءمارف	0	25
الصناءفء العقارفة المءءاولة رفء	0	25
صناءفء المؤشراء	0	10
أسهم الشرفاء المءرءة فف السوء المواءف	0	10
أسهم الشرفاء الءلففة	0	10
الطروءاء الأولىة	0	10
ءقوق الأولىة المءءاولة	0	10

المصدر: من إءءاء الباءءفن بالاعءماء على الفءارف السوءفة لبنك الرفاض المالفة.

2-2-2- مءففظة الرفاض للأسهم السعوءفة:

ءم إنشاء هءا الصءءوق فف الفالف من ءفسمبر 1991، وفءمفز بمسءوى عالٍ من المءاءرة، فقوم مءفر الصءءوق بفوزفء اسءءماراءه بشكل مءوازن فف ففاء مءنوعة، مما فءكس الفنوع والفوزفء الفءال للمءففظة. فسعى الصءءوق إلى فءقفء العاءء على المءى البعفء وفءقفء نمو رأس المال على المءى البعفء، مع الفزام المءفر بالفءففز على نمو رأس المال للمسءءمرفن.

الءءءل رقم (02): ءءوء اسءءءار مءففظة الرفاض للأسهم السعوءفة

أنواع الأصول	الءءوء الءنفا %	الءءوء العلفا %
أسهم الشرفاء ءاء الففمة السوءفة العالفة المءرءة فف السوء السعوءف	75	100
الصناءفء العقارفة المءءاولة رفء	0	25
أءواء أسواق النقء والصكوك	0	25
الوءاءاء الفف ءسءءم فف المءالاء الاسءءمارفة	0	25
المسءءفاء المالفة	0	15
أسهم الشرفاء المءرءة فف السوء المواءف	0	10
الشرفاء السعوءفة الناشطة فف الأسواق المالفة الءارففة	0	10
الطروءاء الأولىة	0	10
ءقوق الأولىة المءءاولة	0	10

المصدر: من إءءاء الباءءفن بالاعءماء على الفءارف السوءفة لبنك الرفاض المالفة.

2-2-3- مءففظة الرفاض للءءل المءوازن:

فأسسء فف الءامس عشر من مارس عام 2005، ءاء مءاءر مءوسطة، فسعى لفءقفء نمو فف رأس المال على المءى البعفء وفوزفء ءءل مءنظم، فوزع اسءءماراءه بشكل مءنوع فف ففاء مءءلفة، مما فُءكس الفنوع والفوازن فف المءففظة، فءففء الصءءوق إلى فءقفء العاءء على المءى البعفء وفءقفء أهءاف فوزفء الءءل المءنظم.

تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لشركة الرياض المالية السعودية بالاعتماد على العائد والمخاطرة
- دراسة تحليلية من 2013 إلى 2022 -

والجدول التالي يبين حدود استثماراته:

الجدول رقم (03): حدود استثمار محفظة الرياض للدخل المتوازن

أنواع الأصول	الحدود الدنيا %	الحدود العليا %
أسهم الشركات الناشطة داخل السوق	25	75
أدوات أسواق النقد وأدوات الدخل الثابت	25	75
الوحدات ذات الطابع الاستثماري	0	25
الصناديق المتداولة العقارية	0	25
المشتقات المالية الجائزة شرعا	0	15
البيع على المكشوف الجائر شرعا	0	10
أسهم الشركات الناشطة في السوق الموازي نمو	0	10
الشركات السعودية الناشطة في الخارج	0	10
الطروحات الأولية	0	10
حقوق المتداولة ذات الأولوية	0	10

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الرياض.

2-4- محفظة الرياض للاعمار:

تأسست في الثلاثين من ديسمبر 2009م، تتمتع بمخاطر من مستوى عالٍ، توجه استثماراتها الرئيسية نحو الشركات التي تنشط في السوق السعودي للأسهم، التي تلتزم بالضوابط الشرعية والمختصة في التشييد والاسمنت، البناء والعقارات، وبعض الشركات الأخرى ذات الصلة بالجمال، يوزع المدير استثمارات الصندوق على فئات متنوعة، تعكس التوازن والتنوع في المحفظة، يهدف الصندوق إلى تحقيق العائد على المدى البعيد وتحقيق أهداف نمو رأس المال بطريقة متوازنة ومستدامة، وتنوع استثماراتها في إطار الحدود المبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (04): حدود استثمار محفظة الرياض للاعمار (نسبة مئوية)

أنواع الأصول	الحدود الدنيا %	الحدود العليا %
الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في السوق السعودي	75	100
الصناديق العقارية المتداولة	0	25
وحدات استثمارية تختص بالجماليات الاستثمارية	0	25
حقوق الأولوية المتداولة	0	25
صور من المشتقات المالية الجائزة شرعا	0	15
صور من البيع على المكشوف تعمل وفق الضوابط الشرعية	0	10
أدوات الدخل الثابت والأسواق النقدية	0	10
أسهم شركات مدرجة في سوق الأسهم نمو	0	10
الشركات المدرجة في الأسواق خارج المملكة	0	10
الطروحات الأولية	0	10

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الرياض المالية.

2-2-5- محفظة الرياض للأسهم القيادية:

تأسست في الحادي والثلاثين من ديسمبر عام ألفين، عالية المخاطر، ويؤسّس الصندوق في أسهم الشركات الناشطة سوق الأوراق المالية السعودية، وتحديدًا تلك التي لها قيمتها السوقية عالية حسبما يحدده المؤشر، يتبع الصندوق سياسة إعادة استثمار الأرباح التي تُوزعها الشركات المدرجة في المحفظة، ولا يتم توزيع أي دخل أو أرباح على المالكين، وتركز السياسة الاستثمارية لمدير الصندوق تركيز على فئات متنوعة ومختلفة من الأوراق المالية، كما هو مبين في الجدول اللاحق، وهذا يعكس التزام الصندوق بتحقيق تنوع في المحفظة وتحقيق العائد والزيادة في رأسماله على المدى الطويل لمستثمريه.

الجدول رقم (05): حدود استثمار محفظة الرياض للأسهم القيادية

أنواع الأصول	الحدود الدنيا %	الحدود العليا %
أسهم الشركات ذات القيمة السوقية العالية الناشطة في السوق السعودي	75	100
صناديق ريت العقارية	0	25
الصكوك وأدوات الأسواق النقدية	0	25
وحدات استثمارية تختص بالمجالات الاستثمارية	0	25
صور من المشتقات المالية الجائزة شرعا	0	15
أسهم خارج المؤشر مدرجة في السوق الموازي وسوق الأسهم الخليجية	0	10
الشركات السعودية العاملة خارج السوق المالي السعودي	0	10
الطروحات الأولية	0	10
حقوق ذات أولوية في التداول	0	10
صور من البيع على المكشوف تعمل وفق الضوابط الشرعية	0	10

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الرياض المالية.

2-3- تقييم أداء محافظ الصناديق القابضة وفق النموذج المزدوج

2-3-1- تحديد العائد والمخاطر:

تحديد عوائد ومخاطر محافظ الصناديق الاستثمارية مع محفظة السوق كما هو مبين في الجدول التالي:

تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لشركة الرياض المالية السعودية بالاعتماد على العائد والمخاطرة
- دراسة تحليلية من 2013 إلى 2022 -

الجدول رقم (6): تحديد العائد والخطر المحافظ الاستثمارية بين 2013 - 2022 (و ق: %)

عوائد محافظ شركة الرياض المالية						المحافظ الخاصة بالصناديق
السوق	للأسهم السعودية	للأسهم الخليجية	الرياض للاعمار	للأسهم القيادية	للدخل المتوازن	
25,50	30,66	36,30	31,7	21,79	18,11	2013
-2,37	11,57	-7,15	-18,2	-3,44	-9,61	2014
-17,06	-14,36	6,86	12	-18,78	1,28	2015
4,76	-1,64	3,85	3,9	-2,34	-2,63	2016
-0,54	0,41	-3,61	-18,21	5,64	0,67	2017
8,69	19,56	-3,63	19,95	19,94	12,29	2018
6,62	11,76	10	27,17	7,02	9,66	2019
3,58	7,65	2,63	24,95	2,28	10,27	2020
29,83	41,30	29,72	10,83	42,25	17,26	2021
-7,12	7,27	1,28	-16,09	2,81	2,84	2022
5,189	11,41	7,625	7,8	7,717	6,014	$\overline{RP} = \frac{\sum R_{pi}}{n}$
13,31	15,22	13,66	018,3	15,90	8,50	$\delta p = \sqrt{\frac{\sum (R_{pi} - \overline{RP})^2}{n}}$
1,77	1,85	1,37	1,15	2,00	0,84	$cov(R_p, R_m) = \frac{\sum (R_{pi} - \overline{RP})(R_{mi} - \overline{Rm})}{n}$
1	1,045	0,774	0,65	1,12	0,4736	$\beta = \frac{cov(R_p, R_m)}{\delta^2}$
% 1,17						العائد الحالي من المخاطرة

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الرياض المالية.

التحليل:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك تقلبات في محفظة السوق حيث عرفت عوائد سالبة في سنوات 2014، 2015، 2017 و 2022 ولعل السبب في ذلك هو الانخفاض الحاد في أسعار النفط في الأسواق العالمية في 2014، 2015 و 2017، أما في 2022 كان ذلك نتيجة تداعيات جائحة كورونا والحرب الروسية الأوكرانية وانعكاساتها على الأسواق العالمية وما نتج عنه من ارتفاع رهيب في المستويات العامة للأسعار.

أما بالنسبة لعوائد المحافظ هي الأخرى شهدت تذبذبات في عوائدها، فحققت عوائد سالبة في سنة 2014 ماعدا محفظة الرياض للأسهم السعودية، وفي 2015 كانت عوائد محفظة الرياض للأسهم القيادية والأسهم السعودية سالبة، وسنة 2016 هي الأخرى شهدت عوائد سالبة في كل من محفظة الأسهم السعودية والأسهم القيادية للعام الثاني على التوالي رفقة الرياض للخل المتوازن، أما في سنة 2017 فكانت محفظة الرياض للاعمار والرياض للأسهم الخليجية ذات عوائد سالبة، أما في 2018

فكانت محفظة الرياض للأسهم الخليجية للعام الثاني تواليا ذات عوائد سالبة، إلى غاية سنة 2022 أين كانت كل المحافظ ذات عوائد موجبة ما عدا محفظة الرياض للاعمار التي كانت سالبة، وهذا ربما راجع للأسباب سالفة الذكر.

أما بالنسبة للمخاطر فكل المحافظ تنطوي على مخاطر مرتفعة من مخاطر السوق وهذا ما يبرره الانحراف المعياري لها، لأن كل تلك المحافظ تستثمر في الأسهم ذات المخاطر العالية، ماعدا محفظة الدخل المتوازن أين كانت نسبة المخاطر فيها أقل من مخاطر محفظة السوق بـ 8.5 %، لأنها تستثمر 75% من أصولها في الأسواق النقدية وذات الدخل الثابت المتوافقة مع الضوابط الشرعية.

أما فيما يخص لمعامل بيتا الذي يعتبر مقياسا للمخاطر المنتظمة، فمعامل B لمحفظة السوق دوما تساوي 1، أما بالنسبة للمحافظ الأخرى فنجد أن كل من محفظة الدخل المتوازن، الرياض للاعمار ومحفظة الرياض للأسهم الخليجية فنلاحظ أنها أصغر من الواحد، وهو يعني أن المخاطر المنتظمة لمحفظة السوق أكبر من المخاطر المنتظمة للمحافظ، أما محفظة الأسهم القيادية والأسهم السعودية فمعامل بيتا فيها أكبر من 01 وهو ما يفسر أن المخاطر المنتظمة للمحفظتين أكبر من المخاطر المنتظمة لمحفظة السوق.

2-3-2- تقييم أداء المحافظ محل الدراسة وفق الأسلوب المزدوج:

هناك 05 مؤشرات لتقييم أداء المحافظ المالية وهي مؤشر شارب، ترينور، جونسن مؤشر فاما، ومؤشر الأداء المعدل بالمخاطر، وفيما يلي جدول تقييم أداء هذه المحافظ وفق المؤشرات السابقة الذكر:

الجدول رقم (7): قياس أداء المحافظ وفق الأسلوب المزدوج

المؤشر	شارب	ترينور	جونسن	فاما	الأداء المعدل بالمخاطر
المؤشر	%	%	%	%	%
محفظة الدخل المتوازن	57.00	10,20	2,77	1,21	8,75
محفظة الرياض للأسهم القيادية	41.00	5,84	0,468	1,20	6,65
محفظة الرياض للاعمار	36.00	10,20	2,74	1,18	6,00
محفظة الرياض للأسهم الخليجية	47.00	8,34	2,05	1,20	7,45
محفظة الرياض للأسهم السعودية	67.00	9,80	0,63	1,20	10,13
محفظة السوق	30.00	4,02	1	1,20	5,189

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الرياض المالية.

التحليل:

1. بالنسبة لمؤشر شارب: نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن:

المحافظ الاستثمارية الخمسة أفضل أداءً من محفظة السوق، في حين أن الرياض للأسهم السعودية كانت أحسن أداء من بينها، ثم تأتي خلفها محفظة الدخل المتوازن ثم تليها الرياض للأسهم الخليجية، فالأسهم القيادية وأخيرا محفظة الرياض للاعمار.

فالعائد الإضافي الذي حققته محفظة الرياض للأسهم السعودية والدخل المتوازن لكل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 37 % و 27 % وحدة عائد على التوالي، لتليهما محفظة الرياض للأسهم الخليجية والرياض للأسهم القيادية بـ 17 % و 11 % وحدة عائد على الترتيب، وأخيرا محفظة الرياض للاعمار بـ 06 % وحدة عائد وهذا بالمقارنة مع عائد محفظة السوق، وعليه تكون العوائد المرجحة لهاته المحافظ أكبر مقارنة بمؤشر السوق.

2. بالنسبة لمؤشر ترينور: من الجدول يتضح أن أداء المحافظ الاستثمارية لصناديق الأسهم المالية أحسن أداء من محفظة السوق التي حققت 4.02 %، في حين أن محفظة الرياض للأسهم القيادية والدخل المتوازن، فقد نجحتا في تحقيق عائد بنسبة 10.20 % لكل وحدة عائد لكل منهما، وهو ما أدى إلى ارتفاع أرباحهما والتي ارتفعتا من 6.014 % و 7.8 % على الترتيب، حتى وصلت إلى 10.20 % في ظل المخاطر المنتظمة بالمقارنة مع ربحية السوق.
- أما بالنسبة لمحفظة الرياض للأسهم السعودية والرياض للأعمار، فكلاهما حققتا عائداً إضافياً بنسبة 9.80 % و 5.84 % على التوالي لكل وحدة عائد، حيث كانت عوائدهما 11.41 % و 7.8 %، ولكنها انخفضت إلى 9.80 % و 5.84 % على الترتيب في ظل المخاطر المنتظمة وهو يدل على انخفاض ربحيتهما مقارنة بربحية السوق.
- وأخيراً فيما يخص محفظة الرياض للأسهم الخليجية، فقد حققت عائداً إضافياً بنسبة 8.34 % لكل وحدة عائد، مما أدى إلى ارتفاع ربحيتها مقارنة بربحية السوق وهذا ما تبينه عوائدها التي ارتفعت من 7.8 % إلى 8.34 % في ظل المخاطر المنتظمة.
3. بالنسبة لمؤشر جونسن: بما أن المحافظ الخمسة سجلت معامل ألفا أكبر من الصفر هذا يدل على الأداء الجيد لها مقارنة بمحفظة السوق، كما نلاحظ أن محفظة الرياض للدخل المتوازن والرياض للإعمار كانت أكثر المحافظ تميزاً من بقية المحافظ الأخرى وفق هذا المؤشر والسبب في ذلك هو طبيعة الاستثمارات في المحافظتين والتي تتوافق مع الضوابط الشرعية.
- فبالنسبة لمحفظة الرياض للدخل المتوازن فهي تستثمر في أسواق النقد ذات الدخل الثابت، أما الرياض للإعمار فهي تستثمر في أسهم الشركات التي تعمل في مجال التشييد والبناء والعقار وشركات الاسمنت الكبيرة والشركات الأخرى التي تنشط في نفس المجال والذي يتحدد وفق المؤشر الخاص بها، بالإضافة إلى ذلك فهي تتمتع بالتنوع الجيد في الأصول المالية المشكلة في محافظتها.
4. بالنسبة لمؤشر فاما: استناداً على الجدول رقم (07) نلاحظ بأن المحافظ المالية سيصبح أداؤها متذبذباً بين الارتفاع والانخفاض مقارنة بمعدل بمتوسط العوائد وهذا بسبب زيادة ارتفاع معدل المخاطر الكلية في الاستثمارات الخاصة بالمحافظ الاستثمارية قيد التقييم حتى وصلت إلى نفس مستوى معدل المخاطرة الكلية عند الاستثمار المباشر في محفظة السوق هذا من جهة، ومن جهة أخرى شهدت عوائد محفظة الرياض للدخل المتوازن ارتفاعاً ملموساً مقارنة بباقي المحافظ الاستثمارية، حيث ارتفعت قيمة عوائدها إلى 8.75 % بزيادة قدرتها بـ 2.74 %، في حين انخفضت عوائد بقية المحافظ قليلاً عن المتوسطات العامة بعد الرفع من معدل المخاطرة الكلية في استثماراتها مقارنة بالاستثمار المباشر في محفظة السوق، لكن أداء هذه المحافظة التي انخفضت عوائدها نسبياً بقيت دائماً متفوقة على أداء محفظة السوق، والسبب من وراء ذلك زيادة نسبة المخاطر المنتظمة.

خاتمة:

تعتبر إدارة المحافظ الاستثمارية من أبرز الأحداث المتنامية في عالم المال والأعمال، وذلك بعدما أصبحت تلعب دورا كبيرا في المحافظة على رؤوس الأموال الموجهة إلى الاستثمار، تعظيم العوائد وتدنية المخاطر المحتمل الوقوع فيها، وهذا من خلال قيام مدراء المحافظ والمشرفين علي إدارتها بدراسة وتقييم أدائها وفق نماذج علمية دقيقة للوصول إلى النتائج المرجوة منها. وفي بحثنا هذا والذي تناول تقييم أداء مجموعة من المحافظ الاستثمارية المتوافقة مع الضوابط الشرعية لصناديق الأسهم القابضة وفق النموذج المركب لشارب وجونسون، ترينور وفاما، بالإضافة إلى المؤشر المعدل بالمخاطر للعشر سنوات الأخيرة التي شهدت تقلبات اقتصادية كبيرة كانت لها أضرار كبيرة على الأسواق المالية خاصة والاقتصاد العالمي عامة.

النتائج: وكانت النتائج المتحصل عليها كما يلي:

- تأثر السوق المالي السعودي بالأزمات الاقتصادية العالمية، كانهخفاض أسعار النفط، تداعيات كوفيد 19، الارتفاع الجنوني لمستويات الأسعار العامة خاصة المواد الغذائية وأخيرا الحرب الروسية الأوكرانية، وهذا ما تبرره العوائد السالبة في محفظة السوق وعوائد المحافظ قيد الدراسة.
- يلعب التنوع الجيد في المحفظة دورا مهما في تدنية المخاطر والرفع من كفاءة المحفظة الاستثمارية كما هو الحال مع محفظة الرياض للدخل المتوازن ذات الأداء المتميز.
- المحافظ الاستثمارية المتوافقة مع الضوابط الشرعية، والتي تستثمر في الأعمال المتوافقة مع الشريعة هي محافظ أقل تعرضا للصدمات والأزمات الاقتصادية.
- رغم الأزمات التي ضربت الاقتصاد العالمي من انخفاض أسعار النفط، جائحة كوفيد 19، الحرب الروسية الأوكرانية وارتفاع المستوى العام للأسعار إلا أن أداء محافظ الصناديق الاستثمارية في السوق السعودي كان جيدا، ويرجع ذلك إلى الإدارة الجيدة لمدراء المحافظ المالية لبنك الرياض في إتباع السياسات اللازمة.
- إن كفاءة وحسن إدارة المحافظ المالية من قبل الأفراد والمؤسسات والشركات المالية العاملة في السوق تداول السعودي أعطت صورة ناجحة ومثالية في إدارة المال والاستثمار وهذا أدى إلى زيادة حجم التداول وزيادة عدد الصفقات اليومية المبرمة في السوق حتى أصبحت هاته الأخيرة من أحسن الأسواق المالية العالمية الناشئة.
- تختلف أهداف المحافظ المالية من شخص إلى شخص ومن دولة إلى أخرى وفق ميولات ورغبات المستثمرين.
- تتعدد وتختلف سياسات وأساليب إدارة المحافظ الاستثمارية من الهجومية، الدفاعية إلى المتوازنة حسب ظروف السوق المالي، رغبات وميول المستثمرين، فهناك المحافظ المتحفظة التي تبحث عن دخل ثابت في ظل مخاطر متدنية، ومنها الهجومية التي تبحث عن نمو رأس المال في ظل مخاطر عالية، ومنها المتوازنة التي تبحث بين نمو وحماية رأس المال على المدى المتوسط والطويل في ظل مخاطر متوسطة، ومنها المزيج بينهم.
- توصلت دراسة قياس أداء المحافظ الاستثمارية وفق الأسلوب المركب لشارب وترينور وجونسون وفاما ومؤشر الأداء المعدل بالمخاطر، أن أداء المحافظ الاستثمارية الخمسة كانت أفضل من محفظة السوق، وكانت محفظة الرياض للأسهم السعودية الأكثر تميزا في الأداء من نظيراتها.

التوصيات:

- يجب العمل على التنوع الجيد في المحفظة لتدنية المخاطر هذا من جهة، مع مراعاة درجة الارتباط بين الأصول المركبة لها.
- يجب على مدراء المحافظ المالية استخدام جميع الأساليب الممكنة في قياس أداء المحافظ لبناء محافظ ذات جودة وعوائد كبيرة.
- ضخ الأموال والمدخرات في السوق المالي السعودي لتلبية حاجات التمويل لأصحاب العجز المالي بسبب كفاءة مدراء المحافظ المالية في إدارة المخاطر بالسوق، وهذا من خلال الزيادة الهائلة من المستثمرين بها، وزيادة نمو أرباح الشركات المالية وخاصة شركة الرياض المالية من خلال التقارير السنوية الصادرة.
- على الجزائر الاستفادة من تجارب دول الخليج في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية للنهوض بسوقها المالي لتوظيف المدخرات والأموال المكتنزة وامتصاص السيولة والعملية الصعبة من السوق الموازي.

المصادر والمراجع:

المؤلفات العربية:

1. جبار، محفوظ، 2017، الأسواق المالية، استراتيجيات الاستثمار والتحوط، دار هومة للنشر والتوزيع والطباعة، الجزائر.
2. الحناوي، محمد صالح، 2011، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية، مصر.
3. حنفي، عبد الغفار، 2007، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر.
4. رمضان، زياد، 2002، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.
5. عدنان، سليمان، موصلي، سليمان، 2013، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، سوريا.
6. عرفة، سيد سالم، 2009، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجية للنشر والتوزيع عمان، الأردن.
7. فرحات، أحمد محمد، 2019، إدارة المحافظ الاستثمارية، دائرة الكتب الوطنية بنغازي، ليبيا.
8. محمد مطر، فايز تيم، 2005، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط 01، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
9. المومني، غازي فلاح، 2008، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
10. المومني، غازي فلاح، 2013، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
11. المومني، غازي فلاح، 2021، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
12. هندي، منير إبراهيم، 2008، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.

المؤلفات الأجنبية:

1. Jonathan, Bert, Peter, Nicolas, Couderc, Demarzo, Gunther, Capelle Blancard, Finance d'entreprise, Pearson education edition, Paris, 2008, P 298.
2. Pierre, ramage, 2002, finance de marche, paris, Edition d'organisation.
3. Véronique, le sourd, Performance Measurement for traditional investment, EDHEC Business school, Lille-Nice, 2007, P15.

المقالات:

1. بوشري، عبد الغاني، منصوري، حاج موسى، 2014، صناعة التوريق كآلية لتسيير المخاطر المالية مع الإشارة إلى تجربة الجزائر، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 2، العدد 3، ص 421، الجزائر.
2. بوفليح، نبيل، عبو، ربيعة، 2017، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة وصفية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، جامعة تيسمسيلت، العدد 02، ص 168، 170، الجزائر.

الرسائل والأطروحات:

1. بن فريجة، حسام، 2021، بناء وتسيير المحافظ في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم مالية، كلية الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي الياصب بسيدي بلعباس، الجزائر.
2. بوزيد، سارة، 2007، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري: دراسة حالة بنك BNP Paribas، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.

مواقع الانترنت:

1. التقارير السنوية لصناديق الأسهم القابضة السعودية، 2022، اطلع عليها بتاريخ 2023/06/26، 15:00.
2. الموقع الرسمي لصناديق الأسهم التابعة لشركة الرياض: اطلع عليها بتاريخ 2023/06/26، 15:00.
<https://www.riyadcapital.com/ar/asset-management/public-funds/equity-funds>