الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد وتسيير مؤسسات

تقييم أداء محفظة قطاع شركات التأمين في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008- 2018

- دراسة قياسية للسوق المالي السعودي 2008 – 2018-

إعداد الطلبة:

✓ صياد هادية

✓ غومة نصيرة

✓ مساعيد سيدي حمزة

تحت إشراف الدكتور:

ربيع بوصبيع العايش

مشرف مساعد:

تجاني مُحَّد العيد

الاسم واللقب	الجامعة	الصفة
د. عقبة ريمي	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	رئيسا
د. ربيع بوصبيع العايش	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	مشرفا ومقررا
د. عزي خليفة	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	مناقشا

السنة الجامعية: 2019/2018

بسم الله الرحمن الرحيم

الإهداء

لك الحمد ربي على عظيم فضلك و كثير عطائك إنه لا يسعني في هذه اللحظات

التي لعلني لا أملك أغلى منها أن اهدي هذا العمل المتواضع

إلى فضاء المحبة و بحر الحنان ،ريحانة الدنيا وبهجتها : أمي الغالية إلى الذي علمني أن

الحياة

كفاح ونضال أبي العزيز حفظه الله،

إلى الأعمدة التي أظل أرتكز عليها للصمود إخوتي وأخواتي

الأعزاء وإلى كل الأهل والأقارب

وإلى ذاك الذي رسم اسمه على قلبي حفظه الله

إلى كل دفعة اقتصاد وتسيير مؤسسات 2019 و عمال معهد الاقتصاد دون استثناء

إلى أساتذتي الذين لم يبخلوا عليا يوما بإرشادهم و نصائحهم

لهذا العمل الجيد ' ربيع بوصبيع العايش وتجاني محمد العيد ' الذي وضعاني على الطريق الصحيح

وإلى كل الذين عرفتهم من قريب أو بعيد إلى كل من فتح هذه الورقات و تصفحها بعدي .

هادية

الإهداء

إلى من قال الله فيهم بعد بسم الله الرحمان الرحيم

﴿**وقضى ربك ألّا تعبد إلا إياه وبالوالدين إحسانا إما يبلغن عندك الكبر أحدهما أو كلاهما فلا تقل لهما أف ولا تنهرهما وقل لهما قولا كريما** . . . .﴾(23)[سورة الإسراء] .

إلى أطيب رحيب في الوجود أمي الغالية حفظك الله ورعاك . . . . . .

إلى من أنار لي الدرب وسهل لي سبل العلم والمعرفة وحرص عليّ منذ صغري واجتهد في تربيتي وتوجيهي أبي العزيز أطال الله في عمرك . . .

إلى من هم سندي إخوتي وأخواتي الأعزاء . .

إلى من ربطتني بهم صلة الإخوة و الصداقة .

إلى الأساتذة الأفاضل "بوصبيع ربيع العايش وتجاني محمد العيد"

إلى كل طلبة السنة ثانية ماستر علوم اقتصادية دفعة 2019 . . . .

إلى كل من حملهم قلبي ولم تحملهم ورقتي . . . . .

نصيرة

الإهداء

الحمد لله رب العرش العظيم

أهدي هذا العمل إلى والدي العزيزين داعية إلى المولى عز وجل أن يحفظهم

إلى إخوتي وأخواتي كل واحد بإسمه، إلى كل دفعة الاقتصاد 2019

وخاصة تخصص اقتصاد وتسيير مؤسسات

إلى كل من علمني حرفا وجلست معه متعلما بين يديه وكل من أعانني على

إنجاز هذا العمل واخص بالذكر الدكتور الفاضل تجاني محمد العيد

إلى كل من سمعتهم ذاكراتي ولم تسعهم مذكرتي

سيدي حمزة

شكر وعرفان

الحمد لله على نعمة ظاهرة وباطنه حمدا كثيرا وعظيم سلطانه والصلاة والسلام على سيد خلق الله محمد صلى الله عليه وسلم إمام المرسلين وسيد الأولين والآخرين

وبعد :

لا يسعنا في هذا المقام إلا أن نتقدم بالشكر الخالص لإلى كل من ساعدنا في إنجاز هذي المذكر ونخص بالذكر الأستاذ المشرف "ربيع بوصبيع العايش" الذي قضى وقته في متابعة هذا البحث بكل أجزائه صغيرها وكبيرها

إلى من لم يدخر جهدا في إيصال المعلومات طيلة سنوات الدراسة والذين أدوا واجبهم أحسن أداء "تجاني محمد العيد"

إلى جميع موظفي معهد علوم اقتصادية دون استثناء

إلى كل من ساهم في إتمام هذا البحث العلمي من قريب أو بعيد

"هادية، نصيرة، سيدي حمزة"

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات

فهرس المحتويات	الصفحة
الإهداء	
الشكر	
الملخص	
قائمة المحتويات	**I**
قائمة الجداول	**VII**
قائمة الأشكال	**IX**
قائمة الاختصارات و الرموز	
المقدمة	أ
الفصل الأول : **الخلفية النظرية للمحافظ المالية و تقييم الأداء**	
تمهيد	**10**
المبحث الأول : الجوانب النظرية للمحفظة المالية	**11**
المطلب الأول: ماهية المحفظة المالية	**11**
1- مفهوم محفظة الأوراق المالية	**11**
2- نظرية المحفظة الاستثمارية	**11**
3- أهداف محفظة الأوراق المالية	**12**
المطلب الثاني : أنواع محافظ المالية و سياسات تكوينها	**13**
1- أنواع المحافظ المالية	**13**
2- سياسات تكوينها	**14**
المطلب الثالث : أساليب تنويع المحفظة الاستثمارية	**14**
1- مفهوم التنويع	**15**
2- أسلوب تنويع جهة الإصدار	**15**
3- أسلوب تنويع تواريخ الاستحقاق	**17**
المبحث الثاني: عموميات حول العائد و المخاطر	**19**
المطلب الأول: عائد و مخاطر المحافظ	**19**
1- العائد	**19**

2- المخاطر	**20**
المطلب الثاني: أنواع المخاطر	**21**
1- المخاطر الكلية	**22**
2- المخاطر المنتظمة	**22**
3- المخاطر غير المنتظمة	**22**
المبحث الثالث : نماذج تقييم أداء المحافظ المالية	**25**
المطلب الأول : أهمية و عناصر تقييم الأداء المحافظ المالية	**25**
1- أهمية تقييم أداء المحافظ المالية	**25**
2- عناصر تقييم أداء المحافظ المالية	**26**
المطلب الثاني : نموذج شارب و فاما	**27**
1- نموذج شارب	**27**
2- نموذج فاما	**30**
المطلب الثالث : نموذج ترينور و جونسون	**31**
1- نموذج ترينور	**31**
2- نموذج جونسون	**33**
خلاصة الفصل الأول	**36**
الفصل الثاني **الدراسة التطبيقية لمحفظة التأمينات السوق المالي السعودي**	
تمهيد	**38**
المبحث الأول : دراسة واقع السوق المالي السعودي و قطاع التأمين	**39**
المطلب الأول : لمحة عامة عن السوق المالي السعودي	**39**
1- لمحة تاريخية عن السوق المالي السعودي	**39**
2- مؤشرات السوق المالي السعودي	**43**
المطلب الثاني : تطورات مؤشرات قطاع التأمين السعودي	**46**
1- هيكل سوق التأمين	**46**
2- عمق و كثافة قطاع التأمين	**47**
3- صافي أقساط التأمين حسب نوع النشاط	**48**
المطلب الثالث : مؤشرات أداء قطاع التأمين	**49**

1- الربحية	**49**
2- العائد على الموجودات و على حقوق الملكية	**50**
3- الحصة السوقية	**51**
4- إجمالي المطالبات المدفوعات	**52**
المبحث الثاني : الخصائص المالية للمحافظ القطاعية في السوق المالي السعودي	**53**
المطلب الأول : تحليل نتائج خصائص المحافظ المدروسة	**53**
1- حساب العائد (سعر الإغلاق)	**53**
2- عائد ومخاطر المحافظ	**54**
3- مصفوفة معاملات الارتباط	**55**
المطلب الثاني: دراسة تنويع محفظة التأمين مع المحافظ القطاعية	**56**
1- حساب عوائد المحافظ المنوعة	**56**
2- حساب مخاطر المحافظ المنوعة	**57**
3- حساب أثر التنويع وتقييم الأداء	**57**
المبحث الثالث : تحليل النتائج و مناقشتها	**64**
المطلب الأول : المخاطر الكلية لمحافظ محل الدراسة	**64**
المطلب الثاني : تحليل المخاطر المنتظمة	**65**
المطلب الثالث : تحليل العوائد	**65**
خلاصة الفصل	**68**
الخاتمة	**70**
قائمة المراجع و المصادر	**74**
الملاحق	**79**

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1 – 1	**انواع المخاطر والمؤشرات المستخدمة في قياسها**	**22**
1 – 2	إجمالي أقساط موزعة حسب الشركة (من 2008- 2017، بمليون ريال سعودي)	**46**
2 – 2	عمق سوق التأمين من إجمالي الناتج المحلي (2008-2017)	**47**
3 – 2	كثافة سوق التأمين (2008-2017، بمليون ريال سعودي)	**47**
4 – 2	أقساط التأمين حسب نوع النشاط (2008 – 2017)	**48**
5 – 2	الحصة السوقية (2008 - 2016	**51**
6 – 2	إجمالي المطالبات و المدفوعات	**52**
7 –2	الانحراف المعياري لمؤشر السوق المالي	**54**
8 –2	حساب معامل الارتباط بين عوائد السوق المالي ومحفظة التامين	**58**
9 –2	مصفوفة معاملات الارتباط	**59**
10–2	تلخيص عملية المخاطر الكلية	**60**
11–2	نتائج نموذج شارب لتقييم أداء المحافظ المالية	**62**

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	عناوين الأشكال	الصفحة
1 – 1	مستويات المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار حسب نظرية ماركويتز	12
1–2	التنويع الساذج لمحفظة الأوراق المالية	16
1–3	معامل الارتباط (م) بين العوائد على الأسهم	17
1–4	أساليب التنويع	18
1–5	نسبة شارب الموجبة و السالبة	29
1–6	نسبة ترينور	32
1–7	خطوط انحدار قيمتين مختلفتين في التطاير	35
1–8	مقياس جونسون	46
2–9	هيكل سوق التأمين	48
2–10	العائد على الموجودات / العائد على حقوق الملكية لسوق التأمين	50
2–11	الأرباح الصافية على إجمالي الأصول/ حقوق الملكية	50

ملخص الدراسة

هدفت الدراسة إلى تحليل العائد والمخاطر في ظل تنويع محفظة التأمينات في السوق المالي السعودي للفترة (2008_2018)، ومعرفة الجوانب النظرية الأساسية النظرية والتطبيقية للنظرية الحديثة للمحافظ الاستثمارية تقييم أدائها.

تم الاعتماد على المنهج الوصفي لتوضيح المفاهيم النظرية للدراسة، والمنهج التحليلي للإجابة على تساؤلات بتطبيق مجموعة من المؤشرات الإحصائية (المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، التباين والتباين المشترك، معامل الارتباط...)، إضافة إلى النمذجة القياسية (نموذج الانحدار الخطي البسيط) لتقدير معامل بيتا كمؤشر للمخاطر المنتظمة وأخيرا نموذج شارب لتقييم الأداء والمعادلات التفاضلية لاختيار الأوزان النسبية المثلى.

خلصت الدراسة إلى أن تحليل العوائد يرتكز على بناء مؤشرات مالية بالاعتماد على نتائج تاريخية محققة لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، كما أن المخاطر الكلية للاستثمارات الفردية محل الدراسة مرتفعة نسبيا خاصة في ضل أزمتين ماليتين:2008_2018.

النتيجة المتوصل إليها أظهرت تنويع المحافظ المالية خاصة في ظل الأزمات المالية حسنت من خصائص هذه المحافظ وان أحسن تنويع لمحفظة قطاع التامين في السوق المالي السعودي يكون من خلال الاستثمار مع مؤشر السوق في حد ذاته.

الكلمات المفتاحية : السوق المالي السعودي، المحفظة المالية، العائد والمخاطر، نظرية ماركويتز، مصفوفة معاملات الارتباط، نموذج شارب لتقييم الأداء.

Résumé de l'étude

L'étude visait à analyser le rendement et le risque à la lumière de la diversification du portefeuille d'assurance sur le marché financier saoudien pour la période (2008_2018) et à connaître les aspects théoriques fondamentaux et théoriques appliqués de la théorie moderne des portefeuilles d'investissement afin d'évaluer leur performance.

L'approche descriptive a été utilisée pour expliquer les concepts théoriques de l'étude et l'approche analytique pour répondre aux questions en appliquant un ensemble d'indicateurs statistiques (moyenne arithmétique, écart type, variance et variation commune, coefficient de corrélation, etc.), en plus de la modélisation standard (modèle de régression linéaire simple). La bêta en tant qu'indicateur de risque systématique et enfin un modèle de Sharpe pour l'évaluation de la performance et des équations différentielles pour la sélection de pondérations relatives optimales.

L'étude a conclu que l'analyse des rendements est basée sur la construction d'indicateurs financiers basés sur les résultats historiques obtenus pour prendre la décision d'investissement appropriée.Le risque global lié aux investissements individuels en question est relativement élevé, en particulier lors de deux crises financières: 2008_2018.

Le résultat de la diversification du portefeuille, en particulier à la lumière des crises, a permis d'améliorer les caractéristiques de ces portefeuilles. La meilleure diversification du portefeuille du secteur des assurances sur le marché financier saoudien consiste à investir avec l'indice du marché lui-même.

Mots-clés: marché financier saoudien, portefeuille, rendement et risque, théorie de Markowitz, matrice de mise en relation: modèle d'évaluation de la performance nette.

قائمة المختصرات

الرمز	التعريف
CV	معامل الاختلاف
V	خطر المحفظة
STD	الانحراف المعياري
SR	مقياس شارب لتقييم الأداء
Mean	العوائد
BETA	المخاطر المنتظمة
R^2	معامل التحديد
Cov	حساسية الأصل تجاه أصل ثاني
σ	خطر المحفظة
r	معامل الارتباط
R	عائد المحفظة

المقدمة العامة

المقدمة العامة

تعد الأسواق المالية من المؤسسات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية وتشير الوقائع إلى أن هذه الأسواق المالية تلعب دورا مهما في دفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك لدورها الكبير في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفها، ولكي تقوم بالدور الفاعل في عملية جمع المدخرات من الجمهور وتوجيهها نحو الاستثمارات، لا بد لتلك الأسواق أن تتميز بالكفاءة والتي تعتبر من أهم المميزات الواجب توافرها في أسواق أوراق المالية ومؤشرا على نجاحها وقوتها لأنها تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، فجميع المعلومات المتوفرة تنعكس في أسعار الأوراق المالية خاصة أن هذه الأخيرة تتغير من فترة إلى أخرى وتتأثر كثيرا بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق المنشأة المصدرة، أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعريه صعودا مع الأنباء السارة ونزولا مع الأنباء غير السارة، وبناء على ذلك تسهم الأسواق المالية من خلال توفر مقومات الكفاءة في التقييم الحقيقي للشركات المدرجة فيها عن طريق أعطاء قيمة حقيقية لأوراقها المالية كل ذلك يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة ويدفع إلى توجيه وتخصيص الموارد المالية للاستثمارات الضرورية لتحقيق تنمية مستدامة للاقتصاد الوطني .

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول لذلك تعتبر المخاطرة عنصرا هاما يجب أخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري، ويهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطرة .

يعد تقييم أداء المحافظ المالية الاستثمارية أحد المنافع الرئيسية للتعرف على مدى جدوى توظيف الموارد المالية للأفراد والشركات على حد سواء، إذ أن ازدياد حجم الموارد المالية يستدعي عن مجالات مهمة لتوظيف هذه الأموال في أطار محافظ استثمارية للاستفادة من مزايا التنويع، وبالتالي تقليل المخاطر المصاحبة للاستثمار وخاصة في ظل التقلبات التي تتسم بها الأسواق المالية .

أن تقييم أداء المحفظة من خلال المقارنة مع خط السوق ليس لنا مدى كون الأداء من عدمه، فإذا كان أداء المحفظة أعلى من خط السوق فإن الأداء جيد أما إذا كان العائد على نفس خط السوق فالأداء مقبول، وإذا كان العائد للمحفظة تحت خط السوق يكون الأداء غير مقبول .

ويعد قطاع التأمين في المملكة العربية السعودية من أكثر قطاعات التأمين نموا في العالم، فقد استفاد هذا القطاع من التطور الاقتصادي للبلاد وإدخال أعمال إلزامية أخرى في العديد من المجالات.

- **الإشكالية الرئيسية :**

و من خلال دراستنا السابقة لمحفظة قطاع التأمين في سوق الأوراق المالية السعودية سنتطرق إلى الإشكالية التالية:

ما هو دور تنويع المحفظة الاستثمارية في قطاع التامين لتقليل من مخاطر السوق المالي السعودي ؟

و يمكن أن نشتق من هذا السؤال جملة من التساؤلات منها :

1 – ما هي العلاقة بين عائد ومخطر الأصول المالية الفردية في ظل النظرية المالية ؟

2 – كيف يمكن تحسين العلاقة بين العائد ومخطر الأصول المالية في ظل نظرية ماركويتز للتنويع ؟

3 - كيف يكون أداء المحفظة المنوعة وفق مقياس شارب لتقييم المحافظ المالية ؟

- **الفرضيات** : لإجابة على التساؤلات الفرعية بإمكاننا طرح الفرضيات التالية :

1- تكون طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة ايجابية للأصول المالية في ظل النظريات المالية .

2 – يتم تحسين العلاقة بين العائد والخاطرة في ظل نظرية ماركويتز من خلال درجة معاملات الارتباط بين الأصول المالية .

3 – يكون الأداء أفضل حسب مقياس شارب لتقييم الأصول المالية عند محفظة التأمين – المصارف .

- **دوافع اختيار الموضوع :**

و تتمثل أهم الدوافع لاختيار الموضوع في :

✓ حداثة الموضوع وقلة الدراسات التي اهتمت به .

✓ محاولة إضافة مرجع جديد إلى المكتبة الجامعية.

✓ السعي لفتح مجال البحث أمام المهتمين به مستقبلا.

✓ توافق مع تخصص الطالب وميولا ته الشخصية.

✓ إن اختيار السوق المالي السعودي وشركات التأمين السعودية رجع لعدة اعتبارات نذكر أهمها:

✓ كون السوق المالي السعودي أكثر الأسواق العربية قيمة سوقية حيث حصل 36.82 ريال من إجمالي قيمة أسواق المال العربية مجتمعة في الربع الأول من 2015.

✓ و يكون قطاع التأمين السعودي هو القطاع الأول من حيث الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال سنوات الدراسة والقيمة السوقية التي يحققها هي أكبر في الفترة 2008 – 2018.

- **أهداف الدراسة:**

من بين أهم النقاط التي تهدف هذه الدراسة لمعالجتها نذكر منها:

✓ معرفة الجوانب النظرية أساسية للمحافظ الاستثمارية ومعرفة أهم المخاطر ونماذج تقييم أدائها.

✓ معرفة عامة لقطاع التأمين القائم به، مع التركيز على أوعية الاستثمارية خاصة الموجهة نحو السوق المالي.

✓ إسقاط الجانب النظري من الدراسة على قطاع التأمين السعودي المدرج في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2008 - 2018) ومن ثم التعرف على مدى تحقيق مساهمة محفظة قطاع التأمين في تطوير السوق المالي.

أهمية الدراسة:

يتمثل الغرض من هذا البحث في أبراز الدور الذي تلعبه محفظة قطاع التأمين في السوق المالي السعودي، باعتباره دور جديد ووظيفة حديثة أصبحت تزاولها شركات التأمين، حيث فرضت عليها التغيرات المحلية والعالمية، الأمر الذي أوجب على قطاع التأمين التوجه إلى مجالات حديثة وكذلك إحداث تغيرات جوهرية على مستواها من ناحية الأداء والسياسات والعمليات والنتائج بغرض زيادة فعالية تعاملها وتوسيع هامش ربحها، والهدف من ذلك هو محاولة تجنب المؤمن لهم المخاطر المحتملة وتحقيق العوائد.

- **الإطار الزماني والمكاني للدراسة:**

✓ **الإطار الزماني:**

شملت دراسة تقييم أداء محفظة قطاع التأمين في السوق المالي السعودي خلال الفترة من 01 / 2008 إلى 12 / 2018 وهذا بواقع مشاهدات أسبوعية.

✓ **الإطار المكاني:**

يتمثل الإطار المكاني لهذه الدراسة في المملكة العربية السعودية حيث تم نمذجة محفظة قطاع التأمين، ومؤشرات الأسواق المالية .

- **منهج الدراسة:**

من أجل الإلمام بجميع جوانب الدراسة اعتمدنا على منهجين أساسيين وسنحاول شرحهما فيما يلي:

المنهج الوصفي: يعتبر المنهج الوصفي منهجا مناسبا من أجل وصف مختلف الجوانب النظرية لمتغيرات الدراسة والمتمثلة في أسعار مؤشر محفظة قطاع التأمين.

المنهج التحليلي: حيث تم استخدام في تحليل نتائج نموذج الدراسة والمتمثلة في نماذج تقييم أداء المحافظ المالية.

- **صعوبات الدراسة:**

لقد واجهنا خلال أعداد هذا البحث عدة صعوبات ناتجة أساسا عن طبيعة الموضوع محل البحث وقلة المتخصصين والمراجع في هذا المجال.

يتمثل الإطار المكاني لهذه الدراسة في المملكة العربية السعودية حيث تم نمذجة محفظة قطاع التأمين ومؤشرات الأسواق المالية مما يجعل الإطار المكاني جدير بالمقارنة.

- **الدراسات السابقة :**

دراسة توفيق عوض شبير، بناء المحافظ الاستثمارية باستخدام نماذج أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة و التمويل 1436هـ /2015 ، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية –غزة–

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على قدرة نماذج تقييم أداء الأسهم (ترينور، شارب، جونسون) في بناء محافظ استثمارية بالأسهم في بورصة فلسطين خلال الفترة (2010-2014)، و كذلك تقييم أداء تلك المحافظ من حيث العائد، و المخاطرة، و العائد المعدل بالمخاطرة، و مقارنة أداء تلك المحافظ مع محفظة السوق.

يعد بناء المحفظة الاستثمارية أحد المشكلات التي شغلت الباحثين والاقتصاديين والمستثمرين، وذلك لأن المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأوراق المالية كثيرة وأن عوائدها متذبذبة، فأصبح من الضروري إيجاد وسيمة مناسبة للتعرف على هذه المخاطر لتجنبها واتخاذ القرار الاستثماري المناسب، وتُعتبر نماذج تقييم أداء الأسهم من الوسائل المهمة التي يمكن الاعتماد عليها عند تقييم القرارات الاستثمارية في الأسهم، **لذا يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيسي التالي ما مدى ملائمة نماذج تقييم أداء الأسهم في بناء محفظة استثمارية؟**. و هدفت هذه الدراسة إلى أن

محافظ الاستثمارية المبنية عمى أساس نموذج شارب أفضل ماليا، وذلك من حيث متوسط العائد الشهري المتحقق لمدة ستة أشير من كل من محفظة السوق والمحافظ المبنية عمى أساس نموذجي جنسن ترينور، حيث بملغ متوسط العائد الشهري لمحفظة شارب 0.86%و 0.43% محفظة جنسن و0.07% محفظة السوق، بينما محفظة ترينور حققت خسائر شهرية بمتوسط .%-0.77 .

تبين أن المحافظ الاستثمارية لسوق والمحافظ المبنية عمى أساس نموذجي جنسن ترينور، وذلك من حيث متوسط العائد إلى المعدل بالمخاطرة مبنية على أساس نموذج شارب أفضل من كِل من محفظة.

دراسة هيثم ربيع ألحسناوي وزينب شلال عكار، استخدام أسلوب (EGP) لبناء محفظة الأسهم المثلى في ظل أسلوبي السماح بالبيع القصير وعدمه / دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية ، المجلد 12، العدد48.و تناولت مشكلة هذه الدراسة : هل إن المحفظة الناجمة عن استخدام هذا الأسلوب التبسيطي تناهزها في أدائها أداء محفظة السوق المرجعية بظل حالتي البيع القصير (السماح أو عدم السماح)؟.و قد تهدف هذه الدراسة إلى تقرير الأسلوب الأفضل في بناء المحفظة و الذي يكفل للمستثمر العراقي تحقيق أهدافه في تعظيم الثروة بإطار أفضل مبادلة بين العائد و المخاطرة و قياس أداء المحفظة التي يتم بناءها و في ظل كلا الأسلوبين السماح و عدم السماح بالبيع القصير و الوقوف في نتائج الأداء استخدام مؤشر شارب و بالمقارنة مع الأداء لمؤشر السوق.

دراسة عبارة عن مقال تهدف إلى أن ترتيب الأسهم وفق مؤشر ترينور من الأعلى إلى الأدنى يمثل مرغوبية أي سهم للإدخال في المنطقة، ولقد سجلت أعلى قيمة لمؤشر ترينور (T) في الشركة (3) إذ بلغت (1.9526809) وهذا يعني إن الشركة رقم (3) مؤهلة للدخول إلى المحفظة المثلى في ظل كلا الحالتين البيع القصير مسموح والبيع القصير غير مسموح، إما أدنى قيمة لمؤشر ترينور بلغت في الشركة (42) إذ سجلت (4.1678466-) وهذا يعني أن الشركة رقم (42) لا يمكن أن تكون مرشحة للدخول في المحفظة في ظل البيع القصير غير مسموح ولكن يمكن أن تدخل المحفظة في ظل البيع القصير مسموح.

دراسة علي جيران عبد علي وأحمد جبار كعيد، تأثير استخدام إستراتيجية إدارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الأسهم العادية / دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 14، العدد57.و كانت مشكلة الدراسة تمحورت حول عدة تساؤلات:

هل يمكن لإستراتيجية الإدارة الساكنة أن تتيح للمستثمر الفرد أو الشركة الحصول على أفضل مبادلة بين العائد و المخاطرة ؟ و تهدف هذه الدراسة إلى:

- التوصل إلى إلية تدعم أو تساعد في نقل هاذيات هذا الموضوع و تجسيده في بيئة الدراسة و بما يسهم في تعزيز حركة الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية.
- بناء وتحليل محافظ الأسهم العادية للشركات عينة الدراسة و إجراء تقييمها عن طريق تحليل العائد و مخاطرة العينة، وتحديد مدى مساهمة إستراتيجية إدارة المحافظ الساكنة في تحقيق أداء أفضل في ظل الظروف المدة الزمنية للدراسة و إمكانية اعتمادها مستقبلا.

دراسة عبارة عن مقال يهدف إلى أن قيم مقياس shape الأعلى كانت للمحفظة الساكنة المكونة باستخدام معيار أسهم السيولة الأعلى إذ بلغت (0.832566) بينما كانت القيمة الأقل للمحفظة الساكنة المكونة على وفق معيار أسهم ألبيتا العالية (0.355760).

أن مقياس Troyon كانت للمحفظة الساكنة المكونة باستخدام مختلف المقياس مع أن اختيار أسهم المحفظة الساكنة لمعيار السيولة هو أفضل بديل للوصول إلى تجسيد فعلي لمفهوم المحفظة الاستثمارية باستخدام منهج الإدارة الساكنة في سوق ناشئة كسوق العراق للأوراق المالية كما أن اختيار الأسهم على أساس معيار أسهم السيولة الأعلى قد عرضت أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة.

دراسة عبو عمر وآخرون، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية – دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي – مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي – جامعة المسيلة ،العدد 1 – مارس 2017، ناقشت هذه الدراسة مشكلة ما هي المؤشرات المستخدمة لقياس أداء المحفظة الاستثمارية بالتطبيق على بعض المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي ؟.

هناك عدة أساليب لقياس أداء المحافظ الاستثمارية من أهمها الأسلوب البسيط الذي يقتصر على معدل العائد على الاستثمار فقط وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يدعى بالأسلوب المزدوج ويشمل بدوره على عدة مؤشرات منها: مؤشر شارب، ترينور، جنسن.

تم التركيز في قياس أداء المحافظ المدروسة على الأسلوب المزدوج من خلال مؤشراته وتوصلنا إلى أن جميع المحافظ الاستثمارية أفضل أداء من محفظة السوق.

تختلف دراستنا عن هذه الدراسات من خلال تحليل العائد والمخاطر لمحفظة التأمينات للسوق المالي السعودي من الفترة 2008-2018 حيث اعتمدنا في تحليلنا على دراسة العلاقة بين العائد والمخاطر المعبر عليها بمؤشري المتوسط الحسابي والانحراف المعياري على الترتيب وبغرض دراسة مزايا التنويع في هذا السوق خلال نفس الفترة ثم دراسة ذلك ، وعلى سبيل التوضيح لمفهوم التنويع كل من المؤشرات السوق المالي السعودي (التداول) مؤشر المصارف والخدمات المالية، أسعار النفط (خام، برنت)، مؤشر سلعة رأسمالية، وذالك بهدف دراسة أثر التنويع بين محفظة التأمين وأحد المؤشرات المذكورة سابقا.

- **هيكل الدراسة (تقسيمات الدراسة):**

للإجابة على الإشكالية وكذا الأسئلة الفرعية، تم تقسيم موضوع البحث إلى فصلين كمايلي:

تطرقنا في الفصل الأول إلى الخلفية النظرية للمحافظ المالية وتقييم الأداء وقسمناه إلى ثلاث مباحث في المبحث الأول عموميات حول المخاطرة، في البحث الثاني الجوانب النظرية للمحفظة المالية، وفي المبحث الثالث نماذج تقييم أداء المحافظ المالية.

أما في الفصل الثاني تناولنا الدراسة التطبيقية لمحفظة التأمينات السوق المالي السعودي، وقسمناه إلى ثلاث مباحث في المبحث الأول دراسة واقع السوق المالي السعودي وقطاع التأمين، في المبحث الثاني دراسة تنويع محفظة التأمين مع المحافظ القطاعية، وفي المبحث الثالث تحليل النتائج ومناقشتها.

الفصل الأول

الخلفية النظرية للمحافظ المالية

وتقييم الأداء

تمهيد الفصل الأول

ظهرت أسواق رأس المال، وكذلك ظهر الاستثمار في الأوراق المالية، وأصبح هذا الأخير من المواضيع المهمة، إذ يقوم على ضرورة الحصول على أعلى العوائد مع التقليل من المخاطر قدر المستطاع، و هذا الأمر لا يتحقق إلا بتحقيق تنويع جيد للموارد بما يضمن توزيعا للمخاطر.

ولما كان التنويع يقلل من المخاطر أصبحت هذه الأوراق تجمع فيما يسمى بالمحفظة المالية أو محفظة الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي تعتبر كسياسة استثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية وذلك عن طريق إدارتها إدارة محكمة.

قسمنا في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث حيث تناولنا في المبحث الأول الجوانب النظرية للمحفظة المالية، وفي المبحث الثاني عموميات حول العائد و المخاطرة، أما في المبحث الثالث نماذج تقييم أداء المحافظ المالية.

المبحث الأول : الجوانب النظرية للمحفظة المالية

تعود فكرة نظرية المحفظة إلى الاقتصادي(ماركويتز، Markuitz)، الذي قام ببناء هذه النظرية على عدة فروض أهمها المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، بحيث يكون لكل مستثمر منحنى منفعة اتجاه الاستثمار، وقد تكون هذه المنفعة متزايدة أو ثابتة أو متناقصة مع زيادة عائد الاستثمار.

المطب الأول: ماهية المحفظة المالية

1- مفهوم محفظة الأوراق المالية:

هي مجموعة الأصول المالية والاستثمارات المجمعة في كيان استثماري واحد مع مراعاة العلاقة بين مكوناتها بهدف إما تحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستويات المخاطرة المحيطة بالأسواق أو تحقيق أقل درجة من المخاطرة في ظل مستويات مختلفة من العوائد.[1]

كما عرفها بأنها توليفة continuation من عدة أوراق مالية مختلفة أي أن المحفظة تتكون من ورقتين مختلفتين أو أكثر، مع ملاحظة أن شراء المستثمر لعدد ضخم من أسهم شركة واحدة لا يعني امتلاكه لمحفظة ولكن مازالت ورقة مالية واحدة بغض النظر عن عدد الأسهم التي يمتلكها فيها، بينما إذا قام المستثمر بشراء سهمين شركتين مختلفتين فيعني ذلك امتلاك المستثمر لمحفظة أوراق مالية[2].

وهي أيضا كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة.[3]

من خلال المفاهيم السابقة نستنتج أن المحفظة المالية هي عبارة عن أداة مركبة من أدوات الاستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها عن شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة وتهدف إلى تحقيق أكبر عائد في ظل مستوى محدود من المخاطرة .

2- نظرية المحفظة الاستثمارية : تعود فكرة نظرية المحفظة إلى الاقتصادي (ماركويتز ، marknitz) ،الذي قام ببناء النظرية على عدة فروض أهمها المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، بحيث يكون لكل مستثمر منحنى منفعة تجاه الاستثمار، وقد تكون هذه المنفعة متزايدة أو ثابتة أو متناقصة مع زيادة عائد الاستثمار، والشكل الموالي يلخص الخالات الثلاثة لمستوى المنفعة حسب نظرية ماركويتز:[4]

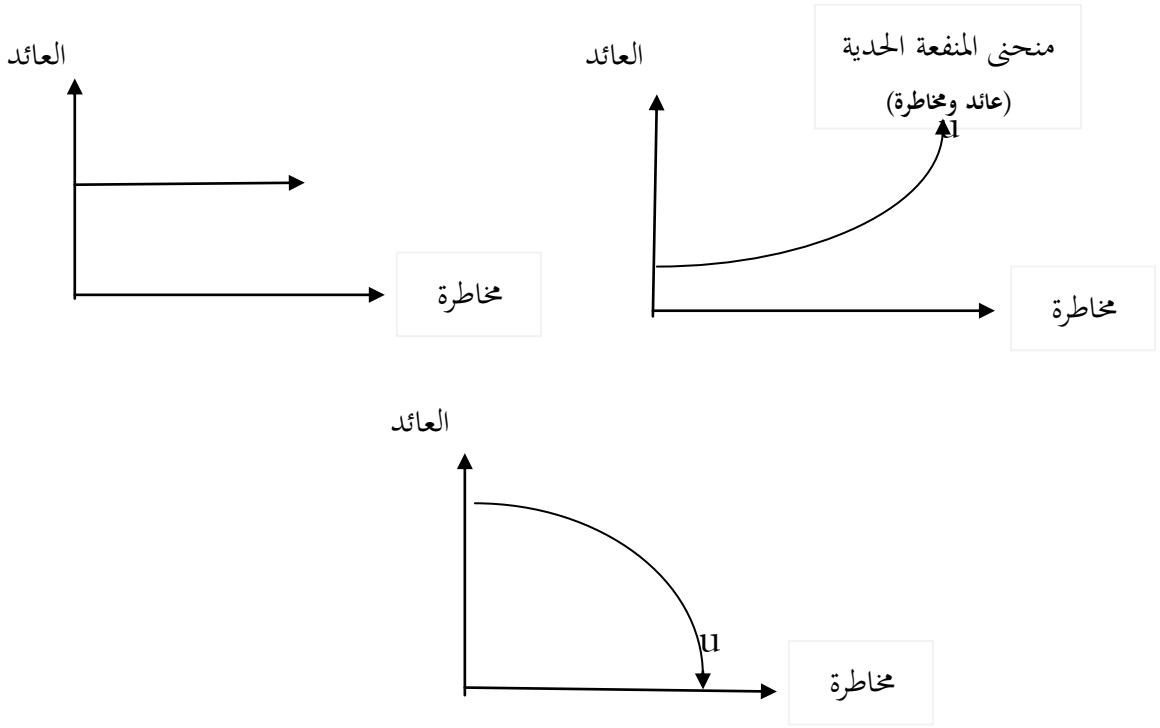
[1]- محمد الصيرفي، **البورصات**، دار الفكر الجامعي، طبعة 1، الإسكندرية، 2007 ص 209.

[2]- محمد عنتر أحمد، **الإدارة المالية والاستثمار**، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ،الطبعة1، القاهرة، 2009، ص85.

[3]- وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية** ، دار المستقبل، الطبعة1، عمان، 2012، ص 204

[4]- نفس المرجع السابق، ص 206، 205.

الشكل رقم (1– 1): مستويات المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار حسب نظرية ماركويتز



المصدر: وليد صافي، أنس البكري، نفس المرجع السابق، ص .205،206 .

وصاغ ماركويتز نظرية المحفظة على أساس عدد من الافتراضات أهمها :[1]

✓ أن المستثمرون ينظرون إلى الاستثمارات على أنها التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة على فترة زمنية محددة .

✓ المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة .

✓ الأفراد يقدرون المخاطر على أساس تذبذب العوائد المتوقعة .

✓ أن قاعدة القرار الاستثماري للأفراد تعتمد على العائد المتوقع أو تباينه أو على انحرافه المعياري .

✓ بالنسبة لمستوى محدد من المخاطرة يفضل المستثمرون العائد الأعلى، وبالمثل لمستوى محدد من العائد فإنهم يفضلون المخاطرة الأقل .

3– أهداف محفظة الأوراق المالية

من أهم أهداف إدارة المحفظة هو الموازنة (المبادلة) بين العائد والمخاطر، ويمكن صياغة أهداف المحفظة بالنقاط التالية[2]:

[1] – محمد العيد تحاني، **أهمية استراتيجيات إدارة المخاطر في تعزيز الصناعة المالية الإسلامية لمتطلبات استقرار الأسواق المالية الدولية ،دراسة قياسية لحالة مجموعة من الأسواق الإسلامية والدولية خلال الفترة 2007–2017**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2017-2018 ص32، 33.

[2] – شقيري نوري موسى، صالح الرزقان، وآخرون، **إدارة الاستثمار**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، الأردن ،2012م، ص 164 ،165.

✓ المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة، فعلى مدير المحفظة أن لا يخاطر برأس مال المحفظة الأصلي، كما ينبغي الاهتمام بموضوع المحافظة على القيمة الحقيقية لرأس مال المحفظة والذي يعتبر أحد أهم الأهداف التي تحققها إدارة المحفظة.

✓ تحقيق أفضل عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة

✓ الحفاظ على قدر من السيولة من خلال الاستثمار في أدوات لها القابلية على التحول إلى نقدية بدون خسائر مهمة

✓ تأمين الحصول على الدخل المتواصل والمتمثل بالدخل الجاري

✓ التنوع سواء أكان من حيث الأوراق المالية وأنواعها وطبيعتها أم التنويع في الأوزان النسبية.

المطلب الثاني : أنواع محافظ المالية وسياسات تكوينها

تتنوع المحافظ الاستثمارية في ضوء مكوناتها التي تتحدد بعد وضع أهداف المستثمرين أو إدارة المحفظة، ولها سياسات متبعة والمتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ، وعليه ستتكون لدينا أنواع متعددة وسياسات متبعة للمحافظ الاستثمارية من أهمها :

1- أنواع المحافظ المالية : هناك عدة محافظ الاستثمارية يمكن تلخيصها في النقاط التالية[1]:

1-1 محفظة الدخل : ترتكز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين والذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر .

1-2 محفظة النمو : ترتكز محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، وهنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة وثم لتقويم أداء المدراء .

1-3 المحفظة المتخصصة :وهي غالبا حالة نادرة من أدوات مؤسسة ما والذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع مبدأ المحفظة والذي هو التنويع .

[2] طبي عبد اللطيف، **التطبيقات المتمايزة لتقنيات التمويل والاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد والخاطرة –نموذج بنك البركة الجزائري** – مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 04 ماي 2010 ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009، ص 19

1-4 المحفظة المتوازنة: وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها وهي ما يمكن انجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة)، والطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد)

وهذا بالتأكيد يتطلب توفقا دقيقا بين العائد والمخاطرة، وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة .

1- 5 المحفظة المتنوعة: تهدف المحفظة المتنوعة إلى تحقيق عائد فوق المتوسط السائد في السوق المالية ولكن دون تجاوز المتوسط العام للمخاطرة السائدة في هذه السوق.[1]

2- سياسات تكوينها :توجد عدة سياسات يؤدي إتباعها إلى تقليل المخاطرة المرتبطة بالمحفظة المالية ومن أهم هذه السياسات[2]:

2-1 الهجومية (المخاطرة) السياسة: تبنى عندما يكون الهدف الرئيسي تحقيق أعلى قدر من الأرباح الرأسمالية بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار أدوات الاستثمار المستخدمة

ويكون هم المستثمر تنمية رأس المال أكثر من استمرارية الدخل (محافظ رأس المال). أفضل أدوات هي (الأسهم العادية)، ويتم استخدام هذه السياسة في حالة وجود مؤشرات ازدهار اقتصادي .

2-2 **السياسة الدفاعية(المتحفظة)** : يكون المستثمر متحفظا جدا اتجاه المخاطر بحيث يعطي أهمية لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت (يطلق عليها بمحفظة الدخل)، وأهم أدواتها هي (السندات) الحكومية والأسهم الممتازة، وغالبا ما تستخدم في حالات الركود الاقتصادي .

2-3 السياسة المتوازنة (الهجومية- الدفاعية): تحقق هذه الإستراتيجية الاستقرار النسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة (أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات بأنواعها)، بحيث تؤمن فرص الحصول على دخل مستقر نسبيا في حدود لا تمنع مدير المحفظة من الاستثمار في فرص تحقق له عائد رأس مالي، وتمكن سمة هذه المحافظ في الجمع بين الهجومية والدفاعية.

المطلب الثالث : أساليب تنويع المحفظة الاستثمارية

لغرض تخفيض المخاطر عند حدها الأدنى نقوم بتنويع المحفظة، وإن المزيد من الفوائد التي يمكن تخفيضها من التنويع يكون ذلك من خلال زيادة الأوراق المالية في المحفظة من الأسهم والسندات، وهناك أسس مختلفة للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار وتنويع تواريخ الاستحقاق وغيرها من الأساليب.

[1] هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع ،الطبعة1، الأردن، 2015، ص229.

[2] محمد العيد تجاني، مرجع سابق، ص37.

1- **مفهوم التنويع** : يقصد به القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة الذي من شانه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير على حجم ذلك العائد، ويعرف بأنه "عملية دمج الموجودات بطريقة تقلل من مخاطرة المحفظة "، كذلك يعتقد بأنه "توزيع أو نشر رأس المال المخصص للاستثمار على مجموعة من الموجودات بهدف تقليل المخاطر وزيادة العوائد، ويوصف أيضا بأنه " عملية تقليل المخاطرة بواسطة تشكيل محافظ من الأدوات المالية والعينية ذات العوائد المرتبطة بصورة غير تامة ".

و يمكن إيجاز أهم المفاهيم الأساسية لقاعدة التنويع بالاتي[1]:

1-1 إذا توفر عدد كبير من الموجودات التي ترتبط يبعضها ارتباط تام سالب، أي عندما يكون عائد الموجود الأول مرتفع فأن عائد الموجود الثاني يكون منخفض (معامل الارتباط =1-) فإن التنويع في مثل هذه الحالة سوف يزيل المخاطرة اللانظامية بصورة كلية .

1- 2 إذا كانت الموجودات المتوافرة غير مرتبطة يبعضها، أي أن معامل الارتباط فيما بينهما يساوي صفرا، فأن التنويع في مثل هذه الحالة سوف يخفض المخاطرة اللانظامية بصورة كبيرة ولكنه لا يحذفها بصورة كلية .

1-3 إذا كانت الموجودات المتاحة ترتبط يبعضها ارتباطا تاما موجبا (معامل الارتباط =1+) فأن التنويع في هذه الحالة لا يترتب عليه أي تخفيض في المخاطرة اللانظامية .

وبصورة عامة أن معظم الموجودات ترتبط عوائدها يبعضها ارتباطا موجبا ولكن ليس تاما، وتعتمد درجة الارتباط بشكل أساسي على العوامل الاقتصادية وهذه العوامل عادة قابلة للتحليل ومن ثم فأن درجة تأثير التنويع على الخطر الذي تتعرض له المنشأة يتوقف على الظروف الاقتصادية السائدة وعلى طبيعة الاستثمارات القائمة والاستثمارات المقترحة .

2- أسلوب تنويع جهة الإصدار : يقصد بتنويع جهة الإصدار عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها جهة واحدة، بل ينبغي تنويع جهة إصدار تلك الأوراق وثمة أسلوبان شائعان في هذا الصدد هما الأسلوب البسيط وأسلوب التنويع الكفؤ أو تنويع ماركويتز[2] :

2-1أسلوب التنويع الساذج (البسيط): يقوم أسلوب التنويع البسيط على فكرة أساسية وهي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة انخفضت المخاطر التي يتعرض لها العائد فالمحفظة التي تتكون من ثلاث

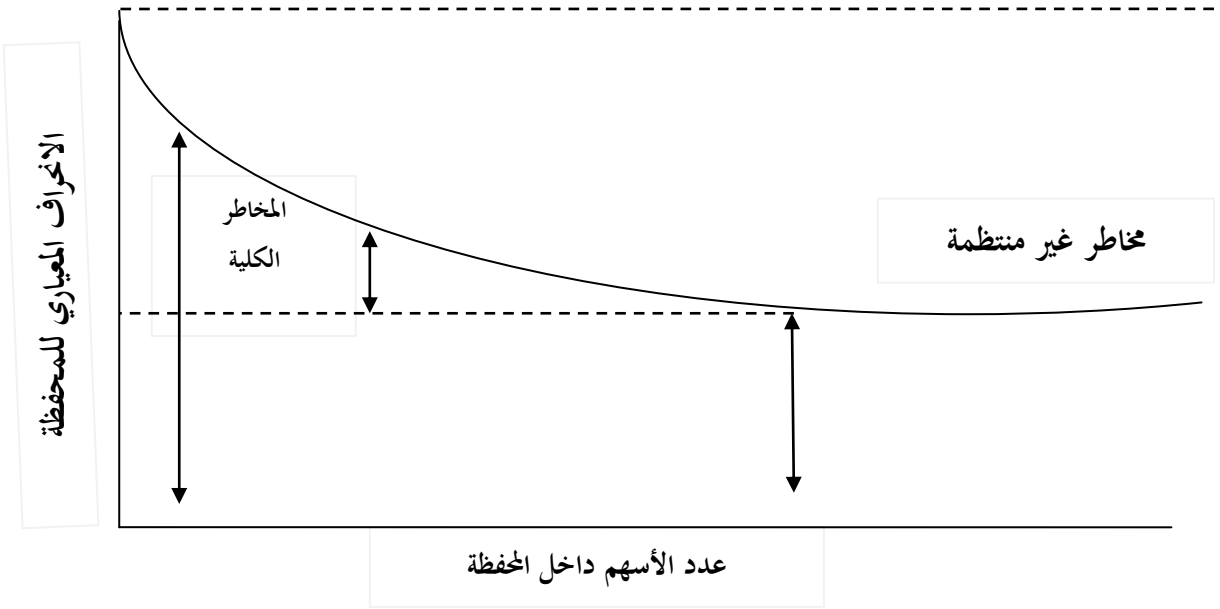
[1] جليل كاظم مدلول العرضي، عبد الزهرة جعفر، **إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى (بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص)** ، مجلة الغري، المجلد 14، العدد 38، 246.

[1]- بشار الشعراني، **التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)**، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في الأسواق المالية ،تخصص المصارف والتأمين ،كلية الاقتصاد، الجمهورية العربية السورية، جامعة دمشق، 2015، صفحة 45.

أسهم أصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من أسهم تصدرها مؤسسة واحدة أو مؤسستان .

إن التنويع الساذج هو تنويع عشوائي وبمعنى آخر شراء عدد كبير من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم المنشأة والعوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية للعوائد المحتملة (المخاطر الكلية)، وهذا النوع من التنويع يكون ملائما فقط في حال عدم إمكانية التمييز بين العوائد المتوقعة ومخاطر الأوراق المالية المختلفة ويعتمد الفرد الذي يمكن تخفيض المخاطر به وفق هذه القاعدة على قدرة المستثمر على التنويع بشكل جيد.

الشكل رقم (1 – 2) التنويع الساذج لمحفظة الأوراق المالية



المصدر: منير إبراهيم هندى، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، توزيع المكتب المغربي الحديث ، الطبعة 1 ، الإسكندرية 2015، ص 389.

2- 2 **أسلوب ماركويتز لتنويع:** وبالمقارنة مع التنويع الساذج ، فان تنويع ماركويتز يتطلب التنويع القائم على أساس معامل الارتباط بين العوائد الناتجة عن الاستثمار . ومعامل الارتباط مقياس إحصائي يعبر عن العلاقة بين العوائد على ورقتين ماليتين، من حيث اتجاه حركة هذه العوائد ، ويتراوح معامل الارتباط (م) بين +1 و- 1 ، فإذا كانت[1]:

أ- م = +1 =ارتباط موجب تام

ب- م = -1= ارتباط سالب تام

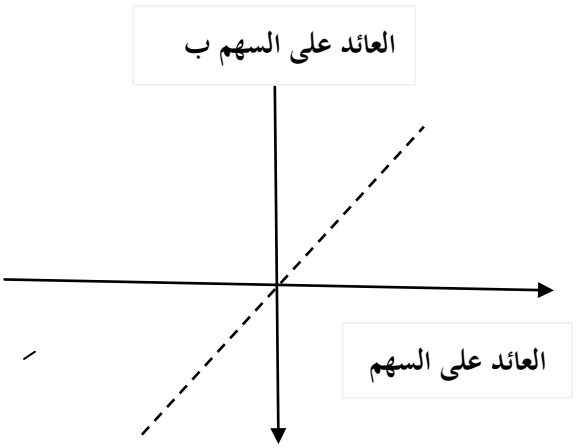
ت- م =صفر = عدم وجود ارتباط

[1] محمد مطر وفايز تيم، نفس المرجع أعلاه، ص 173.

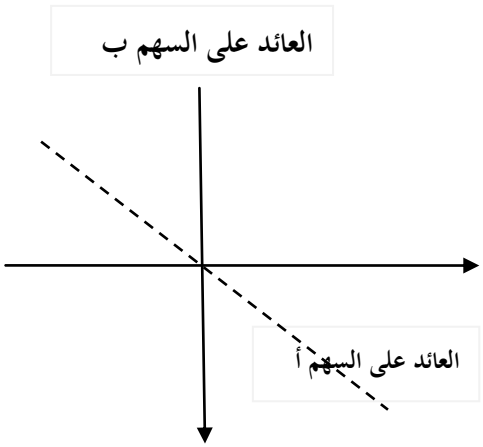
ث- العائد على السهم ب.

ويوضح الشكل (1 – 3) : الموالي هذه الحالات الثلاث .

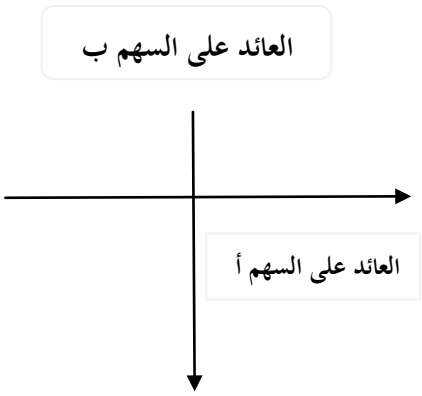
معامل الارتباط (م) بين العوائد على الأسهم



(أ) ارتباط موجب تام (م=+1)



(ب) ارتباط سالب تام (م=-1)



(ج) عدم وجود ارتباط (م= صفر)

المصدر: مُحَّد مطر وتيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، ط1، الأردن ،2005،ص174.

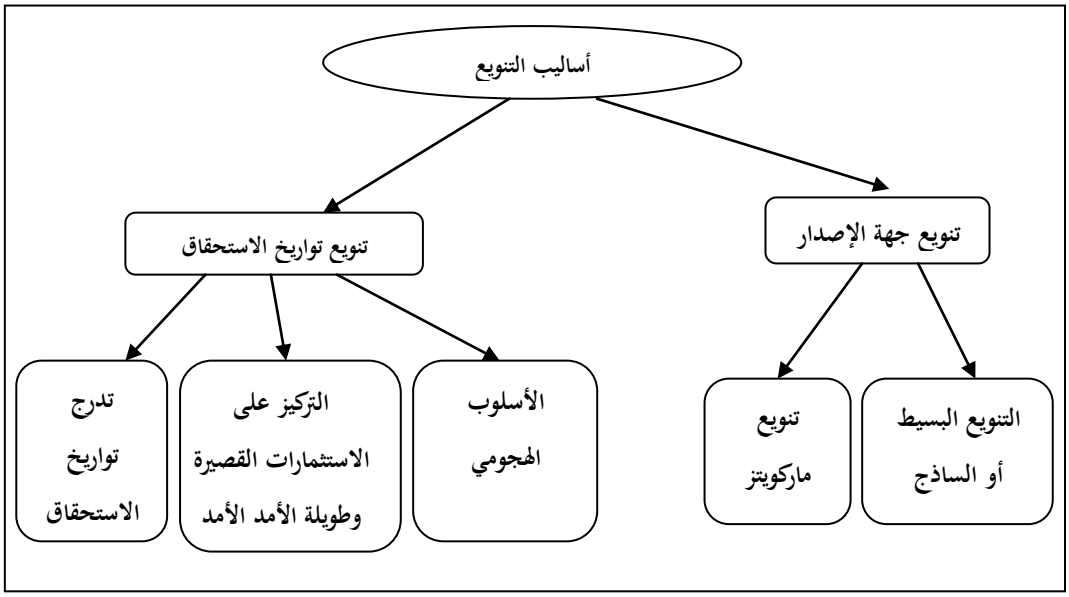
3- أسلوب تنويع تواريخ الاستحقاق: إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية لأوراق المالية تشير إلى أن تقلب أسعار الفائدة يترتب على تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، لذا فصاحب المحفظة توجهه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين من السندات وهما[1]:

[1] سلماني عادل، **دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي –دراسة حالة ماليزيا–**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، 2013-2014 ، ص124.

الأسلوب الهجومي : أي قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فان 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 .

تدرج تواريخ الاستحقاق: أي توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية، وبهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية – وهذه الأوراق عبارة عن سندات – لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنويع .

الشكل رقم : (1 – 4) يوضح أساليب التنويع



المصدر: مصدر جليل كاظم، نفس المرجع السابق، ص 248.

المبحث الثاني : عموميات حول العائد والمخاطرة :

لقد أدى التطور الهائل للأسواق المالية إلى زيادة الرغبة لدى المستثمرون في تعظيم ثروتهم المالية، وأمام عدم الاستقرار التي تشهده بعض الأسواق، يراهن البعض منهم على تحقيق عوائد مرتفعة لأصولهم المالية، في حين يراهن البعض الآخر على تجنب الخسارة والاكتفاء بعوائد معقولة.

المطلب الأول: عائد ومخاطر المحافظ:

لقد أدى التطور الهائل للأسواق المالية إلى زيادة الرغبة لدى المستثمرون في تعظيم ثروتهم المالية، وأمام عدم الاستقرار التي تشهده بعض الأسواق،يراهن البعض منهم على تحقيق عوائد مرتفعة لأصولهم المالية، في حين يراهن البعض الآخر على تجنب الخسارة والاكتفاء بعوائد معقولة.

1- العائد:

تختلف العوائد التي يحققها المستثمر فعليا عن تلك التي يطلبها أو يتوقعها، خاصة في ظل ظروف السوق التي تحدد اتجاه هذه العوائد.

1-1- مفهوم عائد الاستثمارات الفردية :

هو المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار والمخاطرة المحتملة لرأس المال المستثمر معبرا عن هذه المكافئة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة،كما يعرف العائد بأنه التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر لقاء التوظيف في رأس المال المشروع الاستثماري وخلال مدة محددة أو يعرف بأنه الدينار المتحقق على كل دينار مستثمر خلال فترة زمنية معينة.

يحسب العائد على أساس المعدل المئوي وفق الأتي[1]:

$$ROR = \frac{V_1 - V_0 + I}{V_0}$$

حيث:

- ROR: العائد على الاستثمار **R**ate **O**f **R**eturn.
- V_1: قيمة الاستثمار في نهاية المدة.
- V_0: قيمة الاستثمار في بداية المدة.
- I: الدخل المتحقق من الاستثمار.

[1]- عدنان نايه النعيمي وارشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص83.

ويتضح من الصيغة السابقة أن عائد أي استثمار يتوقف على تدفقاته النقدية المستقبلية التي تقسم إلى نوعين من العوائد هي: العوائد التشغيلية والتي تتميز بالدورية والناتجة عن الأرباح التي يولدها هذا الاستثمار، والعوائد الرأسمالية والتي تظهر لحظة التنازل عن هذا الاستثمار والتي تساوي الفرق بين سعر الحيازة وسعر التنازل.

1-2- مفهوم عائد المحفظة الاستثمارية:

المحفظة الاستثمارية هي أداة استثمارية مركبة من أصلين أو أكثر والتي يتم إدارتها من طرف مالكها أو مسير مستقل بهدف تعظيم قيمتها وتتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاثة أنواع هي:

- المحافظ ذات الأصول المالية.
- المحافظ ذات الأصول الحقيقية.
- المحافظ ذات الأصول المختلطة.

ويعرف عائد المحفظة بأنه المتوسط المرجح بالنسب المئوية للأوراق المالية التي تتشكل منها الحافظة وتحسب بالعلاقة التالية[1]:

$$Rp=\sum_{i=1}^{n} R_x \times P\,(R_x)$$

حيث:

- R_p: عائد المحفظة الاستثمارية.
- R_x: عائد الأصل الاستثماري x.
- $P(R_x)$: الوزن النسبي للأصل الاستثماري x ضمن القيمة المستثمرة في المحفظة.

أو يعرف على انه المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية.

$$\bar{R}_M = \frac{\sum_{i=1}^{11} R_{mi}}{11} = \frac{14.25\%}{11} = 1.30\%$$

2- المخاطرة :

لقد تعرض الكثير من المهتمين إلى تعريف المخاطرة، واختلفت تعاريفهم طبقا للبيئة التي ينتمي إليها كل باحث.والهدف الذي يسعى إلى تحقيقه، وللزاوية التي ينظر منها إلى الظاهرة محل الدراسة، وعلى الرغم من اختلاف الآراء الرامية لتحديد مفهوم المخاطرة فإننا سنتعرض لبعض هذه التعاريف كما يلي:

[1]- عبد الغفار حنفي، **البورصات، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ص 108.

1 – **تعريف المومني:** تعرف المخاطرة على أنها درجة عدم التأكد أو مقدار ذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والهبوط وخصوصاً إذا كان الهبوط سيصل إلى مرحلة الخسارة.[1]

2– **تعريف الحناوي وآخرون** : تعرف بأنها فرصة وقوع حدث ما غير مرغوب فيه.[2]

3 – **تعريف موسى وآخرون** : تعرف على أنها مدى احتمال اختلاف العائد الفعلي على العائد المتوقع.[3]

4 – **تعريف Earnhardt Brigham** : تعرف بأنها فرصة وقوع حدث ما غير مرغوب فيه.[4]

ومن خلال بعض التعاريف السابقة رأينا أن المخاطرة تتمثل في عملية التذبذب والتقلب في معدلات العائد المتوقع كونه مرتبط بالمستقبل والمستقبل أمر غيبي ومجهول.

المطلب الثاني: أنواع المخاطرة:

يمكن تقسيم المخاطر إلى الأنواع التالية:

1 – المخاطر الكلية:

وهي إجمالي المخاطر التي تتعرض لها التدفقات النقدية للاستثمارات والناجمة عن زيادة احتمال تشتت العائد عن قيمته المتوقعة، وتشتمل على كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.[5]

2 – المخاطر المنتظمة:

تعرف المخاطر العامة أو المخاطر العادية، والناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام، ولا يقتصر تأثيرها على أداة مالية معينة أو قطاع معين أو سهم معين، وعادة ما ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة، أو الحروب والانقلابات السياسية، فجميع الاستثمارات تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة. [6]

---

[1] المومني، غازي فلاح، "**إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمّان، (2008)، ص 79.

[2] الحناوي، محمّد الصالح، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، "**الاستثمار في الأسهم والسندات**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2004)،ص 06.

[3] الموسوي، سعد أحمد حميد ،" **تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياسM^2 ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفؤة _ دراسة تطبيقية تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد6، العدد24، ص 222_242.

[4] Brigham ,Eugene F,Ehrhardt, Michael C,2011 , "**Finacial Management Theory and Practice**" 13th Edition, Lachina , pub,P 220.

[5] آل شبيب، دريد كامل، "**الاستثمار والتحليل الاستثماري**"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009، ص 133.

[6] الموسوي، سعد أحمد حميد،مرجع سابق ،ص 47.

والجدول أدناه يلخص أنواع المخاطر والمؤشرات المستخدمة في قياسها:

الجدول رقم: (1 – 1): أنواع المخاطر والمؤشرات المستخدمة في قياسها

نوع المخاطر[1]	المؤشرات المستخدمة في القياس
المخاطر الائتمانية	– صافي أعباء القروض / إجمالي القروض – مخصص الديون المشكوك في تحصيلها / إجمالي القروض – مخصص الديون المشكوك في تحصيلها / القروض التي استحقت ولم تسدد
مخاطر السيولة	– الودائع الأساسية / إجمالي الأصول – الخصوم المتقلبة / إجمالي الأصول – سلم الاستحقاقات النقدية
مخاطر سعر الفائدة	– الأصول الحساسة تجاه سعر الفائدة / إجمالي الأصول – الخصوم الحساسة تجاه سعر الفائدة / إجمالي الخصوم – الأصول الحساسة – الخصوم الحساسة.
مخاطر أسعار الصرف	– المركز المفتوح في كل عملة / القاعدة الرأسمالية. – إجمالي المراكز المفتوحة / القاعدة الرأسمالية.
مخاطر التشغيل	– إجمالي الأصول / عدد العاملين – مصروفات العمالة/ عدد العاملين
مخاطر رأس المال	– حقوق المساهمين / إجمالي الأصول – الشريحة الأولى من رأس المال / الأصول المرجحة بأوزان المخاطرة. – القاعدة الرأسمالية / الأصول المرجحة بأوزان المخاطرة.

المصدر: طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص239.

3 – المخاطر غير منتظمة:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن الأمثلة على هذا النوع من المخاطر حدوث إضراب عمال في قطاع معين أو شركة معينة، والأخطاء الإدارية في شركة ما، وظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة، والحملات الإعلامية من المنافسين.[2]

1. مرجع سابق، ص 239.

[2] المومني، غازي فلاح، مرجع سابق، ص81.

المطلب الثالث :طرق قياس المخاطر

ويمكن قياس المخاطرة من خلال الآتي:

1- الانحراف المعياري:

يعرف الانحراف المعياري بأنه مقياس إحصائي يقيس مدى تشتت القيم أو تذبذبها عن [1]مركزها، فزيادة قيمة الانحراف المعياري تعني أن هناك درجة كبيرة من التذبذب أو التشتت والعكس صحيح. وفي حال كانت قيمة الانحراف المعياري كبيرة هذا يعني أن هناك درجة عالية من المخاطر والعكس صحيح، ويمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية:

$$_2\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (ri_r\wedge)^2 pi}$$

δ : الانحراف المعياري .

Ri العائد المحتمل .

R^: القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

Pi: احتمال العائد.

2- معامل الاختلاف:

هو مقياس يتم استخدامه في حال تساوي الانحراف لأصليين ماليين، وبالتالي تساوي المخاطر، مع أن النسبة المئوية لعائد أحدهما يفوق الآخر، ويتم استخدامه بدلاً من الانحراف المعياري لتفادي حدوث مشكلة، وعادةً ما يستخدم في حال عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، وكذلك لتقييم المخاطر في المشروعات الفردية،

ويتم التعبير عنه بالمعادلة التالية: [3]

$$C.V = \frac{\delta}{r} \times 100$$

δ : الانحراف المعياري .

R: القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

[1] الأنصري، أسامة، خيري الجزري، "**الأسواق المالية والنقدية**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، الأردن، 1999، ص50.

[2] Brigham ,Eugene F,Ehrhardt, Auteurt, loc . cit pub, p 225

[3]. آل شبيب، دريد كامل ،"**إدارة المحافظ الاستثمارية**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2010، ص93.

3- معامل بيتا : [1]

يقصد به سرعة تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد، حيث تختلف من سهم إلى آخر، وكل سهم له بيتا لتقييم سرعة تأثر هذا السهم ومقدار تأثيره في مخاطر السوق وينظر إلى معامل بيتا بأنه مقياس مبتكر لقياس مخاطر السهم، فهو يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، حيث يقصد بعائد السوق هو المتوسط الحسابي لعوائد جميع الأسهم الموجودة في السوق، فإذا كان بيتا السهم يساوي (1) صحيح فيكون السهم يعتبر حساساً لهذه التغيرات بدرجة عادية حيث يتغير عائده بدرجة متطابقة مع التغيرات التي تطرأ على عائد السوق وتتطابق مخاطره مع مخاطر سوق الأسهم أما إذا كانت بيتا السهم أكبر من (1) صحيح فإن السهم يعتبر حساساً للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق بدرجة كبيرة، أي أنه شديد الحساسية، ويضخم هذه التغيرات، وبذلك تكون مخاطره أكبر من مخاطر سوق الأسهم، وأما إذا كان بيتا السهم أقل من (1) صحيح فهو غير حساس (نسبياً) فيقال عنه أنه ذاتي الحساسية وتكون مخاطره أقل من مخاطر سوق الأسهم، ولحساب معامل بيتا يجب حساب كل من التغاير ومعامل الارتباط، حيث يقصد بالتغاير بأنه مدى التلازم بين حركة أو سلوك متغيرين، وذلك من حيث القيمة والاتجاه، ويقاس بمتوسط مجموع حاصل ضرب انحراف عائد السوق وعائد السهم عن قيمهما المتوقعة. أما معامل الارتباط فهو أحد مكونات التغاير، ويعتبر أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم(عائد السهم) الذي يحدثه تغير معين في مستوى الأسعار في السوق(عائد السوق)، وقيمة متعامل الارتباط تتراوح بين (+1)،(-1)، فكلما اقتربت القيمة من 1، أو -1، كان الارتباط قوياً، وإذا كانت القيمة موجبة فالارتباط طردي، وإذا كانت القيم سالبة فالارتباط عكسي، وإذا كانت القيمة صفراً فهذا يدل على عدم وجود [2]علاقة بين عائد السوق وعائد السهم، وتعتبر بيتا مقياساً للمخاطر المنتظمة(مخاطر السوق).

ويمكن التعبير عن متعامل بيتا من خلال المعادلة التالية :[3]

$$\text{i} = \frac{COV(\ Ri \cdot Rm)}{\delta^2 Rm}\ \text{Beta}$$

حيث:

B: معامل السهم i.

[1] Brigham ,Eugene F,Ehrhardt, auteur / loc . cit pub,p254

[2] المومني، غازي فلاح، نفس المرجع السابق، 84.

[3] Brigham ,Eugene F,Ehrhardt, Michael C,2011 , "**Finacial Management Theory and Practice**" 13th Edition, Lachina pub, p240

Cov: التغاير بين عائد السهم وعائد السوق.

Ri:معدل عائد السهم i.

Rm:معدل عائد محفظة السوقm.

σ_{2m}: تباين معدل عائد السوقm.

المبحث الثالث : نماذج تقييم أداء المحافظ المالية

تعتبر عملية تقييم الأداء من الأساليب الرقابية التي تؤدي إلى تحسين أداء المحفظة وتتم هذه العملية عن طريق تقييم المحفظة ككل وعناصرها على حدة وذلك بهدف المحافظة دوما على الاستقرار المستهدف مع زيادة معدلات العائد إن أمكن، وتقييم أداء المحفظة يجب أن يتم من آن لآخر، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية وسوف نتعرض في هذا المبحث لأربعة نماذج أساسية هي:

نموذج شارب، نموذج فاما نموذج ترينور، نموذج جونسون .

المطلب الأول: أهمية وعناصر تقييم الأداء المحافظ المالية

1- أهمية تقييم أداء المحافظ المالية :

يعتبر تقييم أداء محفظة الأوراق المالية ذات أهمية كبيرة على مستوى المستثمر الفردي والمستثمر المؤسسي والاقتصاد الكلي للآتي:

1-1يعتبر تقييم أداء المحفظة أمرا هاما للمستثمر الفردي IndividualInvestor سواء الذي يدير محفظة بنفسه internal management أو عن طريق مدير استثمار External management لمقارنة أداء محفظته بغيرها من المحافظ ولمعرفة أسباب تحقيق مستوى معين للأداء –PerforCausedWhatmance ومدى مساهمة الاستثمار في زيادة (أو على الأقل حماية) الثروة المالية، وهل العائد المحقق منه يبرر الوقت والجهد والتكلفة الذين تم إنفاقهم في إدارة المحفظة، ودرجة التزام مدير المحفظة بالسياسات الاستثمارية التي تحقق أهداف الاستثمار وذلك في سبيل اتخاذ القرارات المناسبة للتغيير في حالة عدم تحقق النتائج المتوقعة

1-2 يهتم المستثمر المؤسسي Institutionalinvestor بتقييم أداء محفظة الأوراق المالية للأسباب الآتية:

- الحاجة لتقييم أداء مديري المحافظ لديه واختبار السياسات الاستثمارية التي يطبقها كل منهم لتحديد درجة تحقيقها للأهداف من ناحية وما يترتب عليها من مخاطر من ناحية أخرى.[1]

[1] – محمد عنتر أحمد، مرجع سابق، ص 179، 180.

- معرفة القيمة المضافة Value Added التي ساهم بها كل مدير في تنفيذ الخطة الاستثمارية للصندوق ككل.
- تحديد التكلفة المترتبة على فرض قيود معينة من قدرة مدير الاستثمار على إدارة المحفظة .

2- عناصر تقييم أداء المحافظ المالية:

تتمثل أهم العناصر التي يجب التركيز عليها عند تقييم أداء محفظة الأوراق المالية في الآتي:

2-1 ضرورة الاهتمام بكل من العائد والمخاطر والدمج بينهما حتى تتحقق الدقة لعملية التقييم طبقا لما أوضحته النظرية الحديثة للمحفظة –PortfolioModernThe لأن المحفظة الكفء Efficient Portfoli هي التي تحقق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر أو أقل مخاطر عند مستوى معين من العائد مما يجعل عملية تقييم أداء المحفظة ثنائية الأبعاد تقوم على العائد والمخاطر معا في نفس الوقت لكونهما وجهان لعملة واحدة.

2-2 التعرف على أسباب تحقق مستوى معين من الأداء وأسلوب تحسينه لأن الهدف النهائي لعملية تقييم أداء المحفظة هو تحسين ذلك الأداء وهو ما يبرر أهمية معرفة أسباب تحقق الأداء الجيد Superior performance للتأكيد عليها والاستفادة منها وكذلك الحالة بالنسبة للأداء السيئ Inferior performance لمعالجتها وتجنب تكرارها مستقبلا. [1]

2-3 يجب التفرقة بين أداء مدير المحفظة وأداء المحفظة ذاتها حيث تباينت الآراء في مدى أهمية التفرقة بينهما أثناء عملية التقييم حيث يوجد اتجاهين رئيسيين هما: [2]

- يؤكد الاتجاه الأول على أهمية التفرقة بينهما حيث يتم البدء بتقييم الأداء الكلي للمحفظة Aggregate performance ثم يلي ذلك تقييم أداء كل مدير محفظة على حده وذلك تمشيا مع مدخل التحليل من أعلى لأسفل Top-down Analysis وفي ضوء افتراض أن الصندوق يمتلك محفظة عامة تحتوي بداخلها على محافظ جزئية يخصص لكل منها مديرا يتولى القيام بتكوينها وإدارتها.

و لذلك تختلف مقاييس تقييم أداء المحفظة عن مقاييس تقييم أداء مدير المحفظة كما يلي:

- يتركز الاهتمام عند تقييم أداء المحفظة على قياس العائد والمخاطرة ثم المقارنة مع مؤشر السوق Market Index في حين أنه عند تقييم أداء مدير المحفظة فيتم التركيز على درجة التنويع Diversification بالمحفظة ومدى التزام مديرها بالقيود المفروضة عليه في تطبيق السياسات الاستثمارية ومدى فعالية الأساليب التي استخدمها في إدارة المحفظة.

[1] نفس المرجع السابق، ص 180 .
[2] مرجع سبق ذكره، ص 183، 184 .

– يتم استخدام مقاييس ترينور وشارب لتقييم أداء المحفظة، بينما يستخدم مقياس جنسن للعائد الإضافي differentil Return لتقييم أدار المحفظة.

- يرى الاتجاه الآخر صعوبة الفصل بين أداء المحفظة وأداء مدير المحفظة لأن تقييم أداء المحفظة يتضمن بداخله تقييم لأداء مديرها وأن كلا منهما يؤدي إلى الآخر إلى الدرجة التي قد يتم استخدامها كمترادفين في كثير من الدراسات والكتابات العلمية ، كما أنه عند تقييم أداء المحفظة يتم الاهتمام ببعدين رئيسيين هما:

– قدرة مدير المحفظة على زيادة العائد الذي تحققه المحفظة من خلال التنبؤ الدقيق باتجاهات أسعار الأوراق المالية في سوق التداول.

– قدرة مدير المحفظة على تدنيه المخاطر المصاحبة لمكونات المحفظة، أي أن المقياس الذي يستخدم لتقييم أداء المحفظة يرتكز على قدرة مديرها على التنبؤ وتحقيق عائد أكبر عند نفس المخاطر أو تدنيه المخاطر عند نفس العائد مما يجعل من تقييم أداء المحفظة هو في الوقت تقييم لأداء مدير المحفظة. [1]

المطلب الثاني: نموذج شارب وفاما

يعالج هذا المطلب جانب آخر في الجوانب الضرورية التي تمثلها محفظة الأوراق المالية، حيث تقييم أداء المحفظة أمر ضروري لمراقبة تحسين الأداء الاستثماري، وعلى هذا فيجب تحديد وتطوير المقياس المناسب للعائد والخطر، ومن خلال ذلك يتم التوصل إلى النتائج المحققة من تشكيل المحفظة للتعرف على أي هدف تم تحقيقه وبالتالي التوصل إلى مجموعة من الآراء والانطباعات في التحليل والدراسة المستقبلية للأوراق المالية، وتحسين المحفظة.

1– نموذج شارب:

قدم وليام شارب عام 1966 م مقياسا مركبا لقياس أداء المحفظة الاستثمارية ، حيث يطلق على مقياس شارب نسبة المكافأة إلى التقلب، ويقصد بالمكافأة بأنها الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطر، منسوبة هذه العلاوة إلى التقلب في العوائد أصول المحفظة الاستثمارية وهو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية، ومن خلال المعادلة التالية: [2]

$$\text{Sharpe measure}=\frac{TRp-Rf}{SDf}$$

حيث:

Sharpe Measure : قيمة نموذج شارب.

[1] مرجع سبق ذكره، ص، 184.

[2] – توفيق عوض شبير، **بناء المحافظ الاستثمارية باستخدام نماذج أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**، قدمت هذه الدراسة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 1436هـ 2011م، ص 59، 60.

TRp: معدل عائد المحفظة.

SD_f: الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

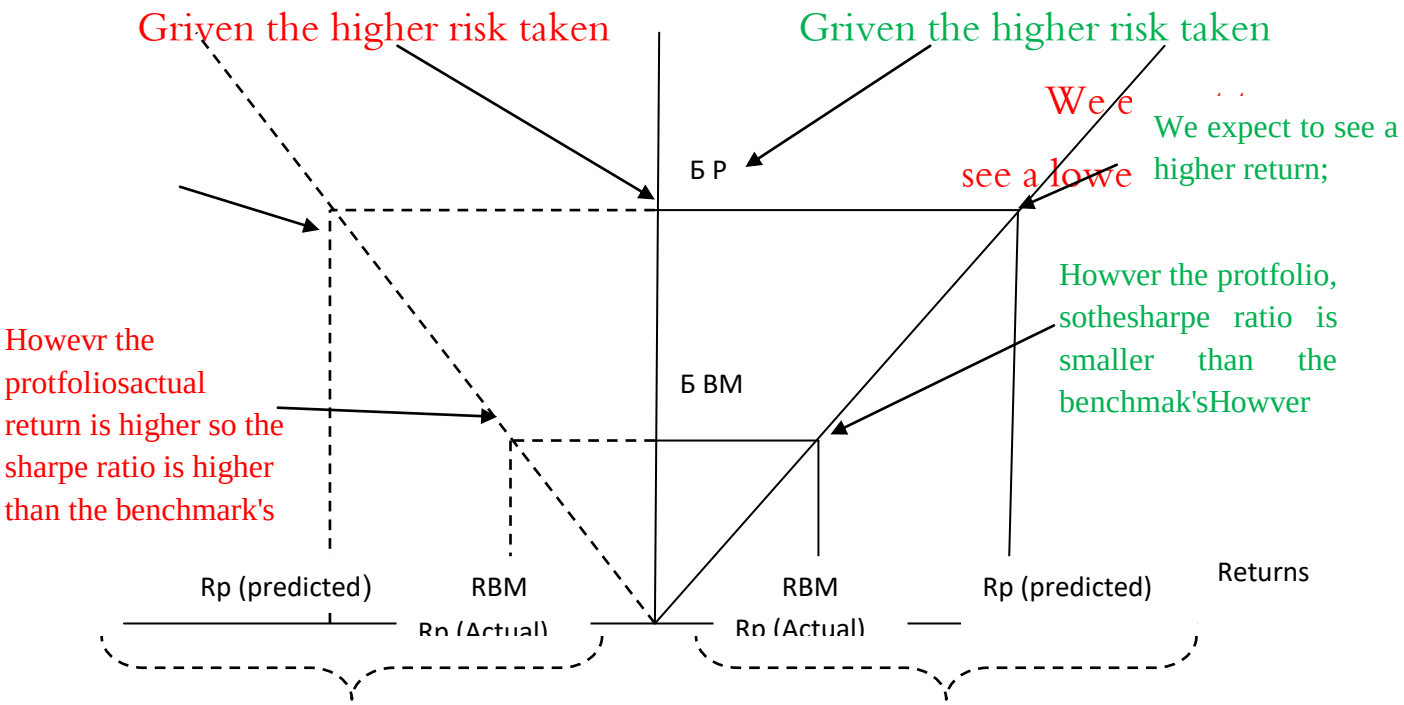
R_f: معدل العائد على الاستثمار للعائد على المحفظة.

و يقوم نموذج شارب على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة وعلى ذلك فأن معادلة شارب تحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية يكون أداء المحفظة أفضل، رغم شيوع تطبيق هذا النموذج ألا أنه يتضمن بعض العيوب من أهمها أن أسلوب نموذج شارب لا يمكن استخدام نموذج شارب إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود مماثلة كان تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط وسندات فقط، وأيضا من عيوب نموذج شارب أنه يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة الكلية، حيث أن المحفظة أساسا تقوم على فكرة التنويع، وأذا ما توفر التنويع الجيد داخل المحفظة فأن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة وتبقى فقط المخاطر المنتظمة التي تقاس من خلال بيتا وليس من خلال الانحراف المعياري. [1]

و عليه فالمقدار $(Rp-Rf)$ يمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يطلق عليه ببدل الخطر، وبناءا عليه فأن معادلة شارب تحدد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية بنوعيها المنتظمة وغير المنتظمة التي تنطوي على عملية الاستثمار في المحفظة.

[1] عبد القادر، السيد متولي، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الاردن، 2010، ص222.

الشكل رقم (1 –5): نسبة شارب الموجبة والسالبة



Positive sharpe Ratios Ne gativesharpe Rat

المصدر : لورين إبراهيم القاضي، **أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على زكية البنوك التجارية –دراسة اختيارية على البنوك التجارية الأردنية للفتر ة من 2012 –2014**،

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، مايو 2016، ص 24، 25،26.

و يظهر في المنحنى عندما تأخذ الشركة مخاطر على المحفظة مقدارها Бp، فأنها تتوقع عائد مقداره Rp، ولكن عندما تأخذ مخاطر عند النقطة Pو يكون العائد أقل من المتوقع تحديدا عند النقطة (Rp(actual، عندها ستكون نسبة شارب sharp للمحفظة أقل من نسبة شارب للسوق والعكس صحيح.

2- نموذج فاما:

قدم فاما عام 1972 نموذجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطر، ويقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر لأي محفظة، حيث يمكن حساب قيمة النموذج من خلال المعادلة:[1]

$$Cv = Rf + \frac{Rm - Rf}{Sm} * \frac{cov\ Rp - Rm}{Sm}$$

حيث:

Cv: قيمة مؤشر النموذج.

Rf: العائد الخالي من المخاطرة.

Rp: عائد المحفظة الاستثمارية المتوقع.

Rm: عائد محفظة السوق (مؤشر السوق).

Sm: الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

cov: التغاير بين عائد المتوقع للمحفظة وعائد محفظة السوق.

و يتم حساب التغاير بين العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق من خلال المعادلة التالية:

$$Cov = RmpSmSp$$

حيث:

Cov: التغاير بين العائد المتوقع للمحفظة وعائد محفظة السوق.

Rmp:معامل الارتباط بين عائد المحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق.

Sm:الانحراف المعياري لعائد محفظة الاستثمارية.

ويقوم هذا البرنامج على فرضية السوق الكاملة ويمكن تجزئته إلى ثلاثة مكونات أساسية هي:[2]

- **تقييم الانتقائية:** وهو يعبر عن مقياس كيفية اختيار المحفظة وذلك باستخدام عائد الانتقائية والذي يتمثل بالفرق بين عائد المحفظة وعائد محفظة منوعة تنويعا جيدا.
- **تقييم التنويع:** وهو مقياس يقيس العائد المضاف كنتيجة لعملية التنويع وينقسم لنوعين من العوائد هما:
  - العائد الناتج من الانتقائية الصافية.

[1] – عبو عمر وآخرون، **مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية** – دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي – مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي العدد 01 – مارس 2017، جامعة المسيلة، ص 105.

1 سامية فقير، **محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية**، سنة أولى دكتوراه ل م د، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2017، 2018.

- العائد الناتج من التنويع.
- **تقييم الخطر:** وهو مقياس الخطر المحفظة، فإذا فرض أن المستثمر يهدف لتحمل مستوى معين من الخطر في محفظة أوراقه المالية، فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضا عن مستوى الخطر يمكن قيامه كالآتي:

الخطر = خطر المدير + خطر المستثمر

المطلب الثالث: نموذج ترينور وجونسون

هناك العديد من النماذج التي تعتمد على الأسلوب العلمي أو المزدوج لقياس أداء المحافظ الاستثمارية أو الأسهم منها ما يلي:

1- نموذج ترينور Treynor:

عندما يكون عائد محفظة السوق منخفض أو سالب فإن عائد المحفظة يبقى يكسب عائد تدفقات إيجابية وعنها تكسب محفظة السوق عوائد ايجابية، فإن عائد الصندوق المكاسب يحدث بعائد مرتفع وحتى أكثر نجاحا فإن خط المنحنى العائد للسوق سوف يتصل بعائد المحفظة الكفؤة بدون أي تكييف نحو المخاطر.

إن هذا الخط يمكن أن يحركهم بدائرة ضعيفة مثل مؤشر المفرد لمحفظة السوق أن نموذج شارب قد أشار إلى أن كفاءة المحفظة، بينما مقياس ترينور يعتمد على ألبيتا في تقييم المحفظة الاستثمارية حيث يأخذ علاوة كل ورقة مالية واليتا لها ومن ثم إيجاد معامل ألبيتا المرجحة للمحفظة، وهذا النموذج يستبعد المخاطر غير المنتظمة باعتبار أن المحفظة قادرة على أن تتجنبها من خلال عملية المزج أو التنويع الايجابي وقد ضاع ترينور نموذجه كما يلي:[1]

حيث:

Tn= مقياس ترينور لأداء المحفظة.

Rn= معدل العائد المحفظة.

Rf= عائد خالي من المخاطر.

Bn= بيتا (مخاطر المحفظة).

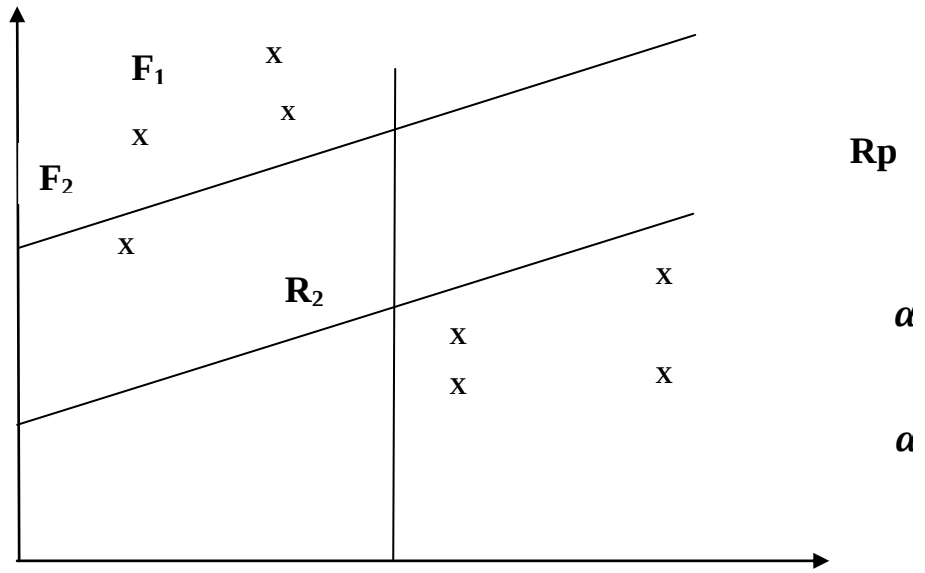
تستند الطريقة البيانية لـ " ترينور " لخط الانحدار أو المستقيم المميز على مرد ودية محفظة أو المؤشر، حيث تمثل كل قيمة x مرد ودية محفظة أو مرد ودية المؤشر في فترة معينة.

[1]- سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية، دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008، 2009، ص 60.

نفترض وجود قيمتين ماليتين F1 ،F2 حيث يظهر خطي انحدارهما في الشكل: خطوط الانحدار لسهمين لهما نفس الطول.

و يوضح الشكل التالي ما يلي:

الشكل رقم (1 – 6): يمثل نسبة ترينور



المصدر: سعيدة تلي، نفس المرجع السابق، ص 60.

من الواضح بيانيا أن القيمة f_1 أحسن أداء من القيمة f_2 ، بما أنه مهما كانت مرد ودية مؤشر السوق فإن القيمة R_1 الموافقة لـ F_1 تكون أعلى من القيمة R_2 الموافقة F_2.

في حالة توازي خطوط انحدار القيم المنقولة، تكون مقارنة أدائها سهلة وتتم من خلال المعلمة αللقيم.تكون معادلة خطي انحدار القيمتين F_1، F_2 بالترتيب كما يلي:

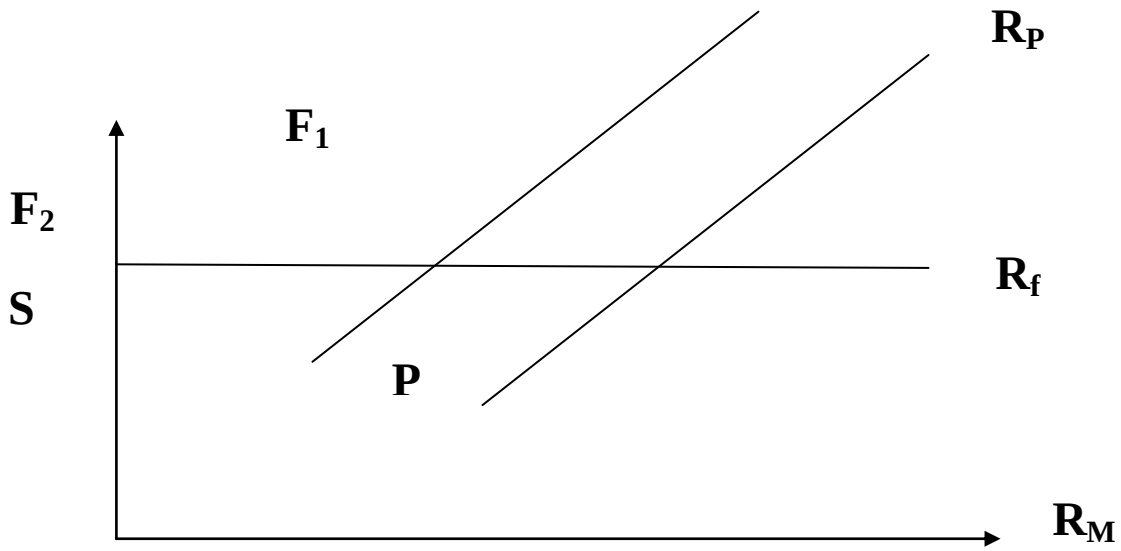
$$R1= \alpha 1 + \beta Rm$$

$$R2= \alpha 2 + \beta Rm^{1}$$

أما في حالة اختلاف تطاير القيمتين فإن المسألة أكثر تعقيدا، فإذا اعتبرنا أن خطي انحدار f_1، f2 المبين في الشكل السابق، مع إضافة خط انحدار الاستثمار بدون خطر R_F.S.

[1] – سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية**، المرجع السابق، ص 61.

الشكل رقم (1 – 7): خطوط انحدار قيمتين مختلفتين في التطاير



المصدر: سعيدة تلي، نفس المرجع السابق، ص 61.

يوضح الشكل السابق أن المحور الأفقي أو مقام النسبة تمثل المخاطر النظامية وتتجاهل المخاطرة غير النظامية الخاصة بالشركة وكلما كانت نسبة ترينور كبيرة كلما دل ذلك على ارتفاع عائد المحفظة بالعلاقة إلى مخاطرتها النظامية، وبالتالي فأن ذلك يعني الأداء الجيد للمحفظة.

مثال: باستخدام معطيات المثال السابق، ماهو مؤشر ترينور لكل من المحفظتين 1 و2 ومحفظة السوق؟ .

Treynor Meausure1 = 19.3 -5.6/1.3 =10.53

Treynor Meausure2 = 14.6 -5.6 / 0.9 =10.00

Treynor Measure3 = 12.3 -5.6 /1.0 = 6.70

2- نموذج جونسون : [1]

يعرف باسم ألفا ويقوم على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد الحقيقي وهما أولا يتمثل في الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى بالعائد الإضافي ، أما المقدار الثاني فيتمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد محفظة السوق والعائد الخالي من المخاطرة .

و على هذا الأساس يمكن توضيح نموذج جونسون كما يلي :

$$\alpha = (Rp - Rf) - B (Rm - Rf)$$

1 – بن أعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية** – أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، 2012، ص 128.

حيث أن :

α= معامل ألفا حسب نموذج جونسون .

B تمثل معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة .

Rp متوسط عائد محفظة محل التقييم .

Rm متوسط عائد محفظة السوق .

ومن خلال المعادلة يتضح أن نموذج جونسون يشير إلى حقيقة هامة وهي أن كلما كانت المحافظ منوعة تنويعا كاملا يسهل معامل " ألفا " حيث إذا كان :

α> 0 = أداء سيء للمحفظة .

α> 0= أداء جيد للمحفظة .

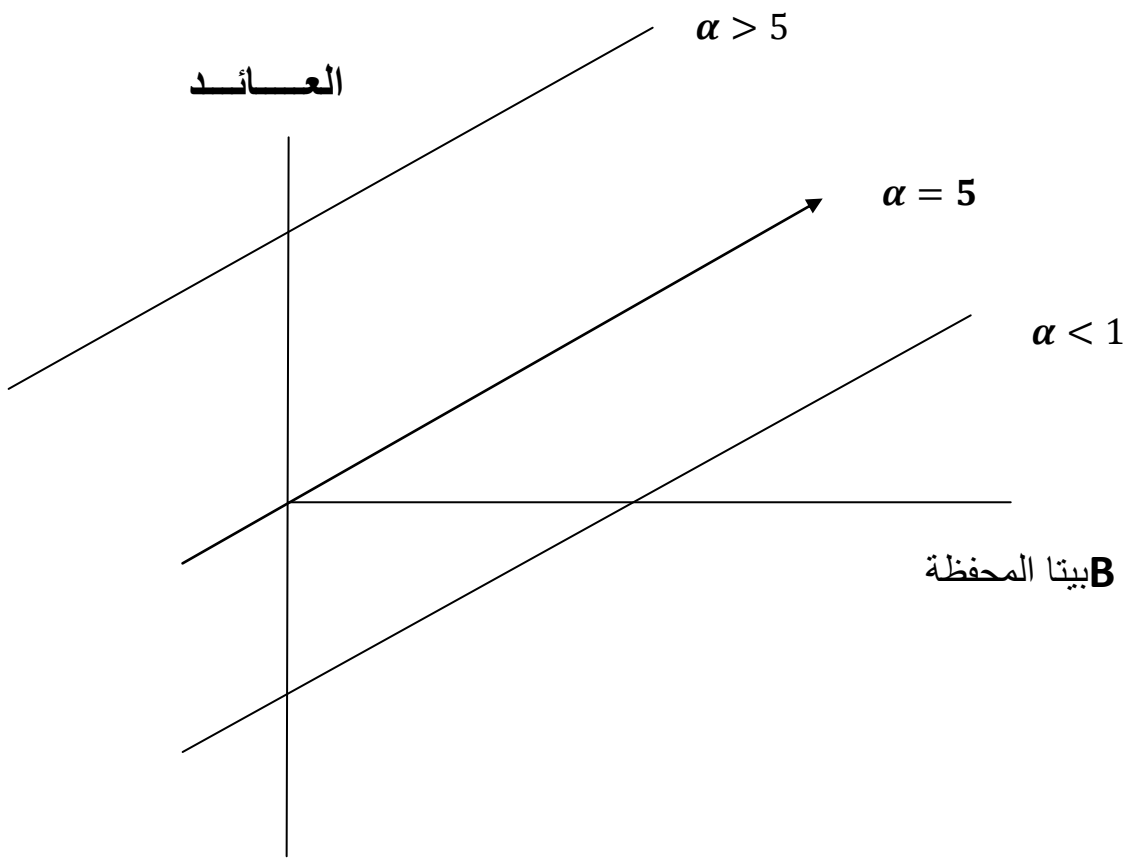
α = 0 = توازن بين عائد المحفظة وعائد السوق .

و كذلك أن العائد الحقيقي للمحفظة هو دالة في كل من معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، ومن ثم فأن هذا النموذج يقوم على أساس الفكر الأساسي لنموذج تسعير الأصول المالية الذي يفترض من وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة .

و نلاحظ من مقياس جونسون أن α هي نقطة التقاء الخط المستقيم مع الخط العمودي حيث من الممكن أن تكون التقاطع في حالات موجبة أو نقطة الأصل أو نقطة الصفر أو سالبة تحت نقطة الصفر وتكون على النحو التالي: [1]

[1]- د، غازي فلاح المومني، نفس المرجع السابق، ص 235،236.

الشكل رقم (1-1): نسبة جونسون



فإذا كان ($\alpha > 0$) ألفا أكبر من الصفر فهذا يعني أن قيمة (العائد على المحفظة – العائد الحالي من المخاطرة) أكبر مما يستحق وهذا يعني أن أداء المحفظة أعلى من أداء السوق وأن هذه المحفظة تسبق السوق في أدائها، أما إذا كانت α أقل من الصفر فهذا يعني أن أذاء المحفظة أقل من أداء السوق ويكون أدائها غير جيد، وطبيعيا إذا كانت α تساوي 0 فإن أداء هذه المحفظة مقبول وأدائها يوازي أداء السوق (العائد للمحفظة – العائد الحالي للمخاطرة) موازي للتغير في السوق.

– للمحفظة قيمة α أكبر من الصفر يكون أداء المحفظة جيد وهو أعلى من معدل أداء السوق وتنمو المحفظة بنمو أعلى من نمو السوق، أما إذا كانت α تساوي 0 فإن أداء المحفظة موازي لأداء السوق، أما إذا كانت قيمة α اقل من الصفر فإن أداء هذه المحفظة يكون غير مقبول وهو أداء أقل من معدل السوق.

خلاصة الفصل الأول

إن المحفظة المالية عبارة عن سياسة استثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية وذلك بتحقيق قدر من التنويع، بغرض توفير نوع من الحماية ضد مخاطر تقلبات القيمة الاسمية لمكونات هذه المحفظة.

عند تكوين محفظة الأوراق المالية يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل من أهمها العائد، الخطر الكلي الذي ينقسم إلى خطر منتظم لا يمكن التغلب عليه بالتنويع وخطر غير منتظم يمكن التغلب عليه بالتنويع، والتنويع الذي كلما كان كفأ كلما كانت إمكانية تحقيق الأرباح محققة علما أن هذا الحكم يتوقف على مدى الترابط الموجود بين أوراق المحفظة المالية والذي يقاس بمعامل الارتباط.

ينقسم كلا من العائد والخطر إلى العوائد والمخاطر التاريخية والمستقبلية،إلا أن المستثمر يولي اهتمامه أكثر بالقيم المستقبلية ويرجع ذلك لصعوبة تحديدها فهي تعتمد بالدرجة الأولى على التوزيع الاحتمالي.

الفصل الثاني

دراسة تطبيقية لمحفظة التأمينات

السوق المالي السعودي

تمهيد الفصل الثاني

تعتبر سوق الأسهم السعودية أكبر سوق في منطقة الخليج ، وقد نص نظام السوق المالي على إنشائها كشركة تداول، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في التداول الأوراق المالية في السعودية وكما تعتبر من الأسواق العربية التي استطاعت أن تحقق معدلات نمو مرتفعة ويعتبر نشاط شركات التأمين من بين العوامل المساهمة في ذلك نظرا لزيادة وتيرة نشاطها في ظل التوجه والاعتماد على التأمين من طرف جميع هيئات والمؤسسات المتواجدة في السوق المالي السعودي.

و نلخص فيما يلي لمحة عامة عن السوق المالي السعودي، كذلك لمحة عن قطاع التأمين في السعودية وصولا إلى دور شركات التأمين في تطوير السوق المالي السعودي، وهذا باعتماد على مؤشرات تطور السوق وقد تم التطرق إلى المؤشر العام للسوق المالية ومؤشر تاسي، وقد اختصت الدراسة على فترة محددة والممتدة من 2008 إلى 2018 تم من خلالها قياس تطور السوق المالي السعودي وشركات التأمين، وقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث حيث تناولنا في المبحث الأول دراسة واقع السوق المالي السعودي وقطاع التأمين ، وفي المبحث الثاني الخصائص المالية للمحافظ القطاعية في السوق المالي السعودي وفي المبحث الثالث تحليل النتائج ومناقشتها.

المبحث الأول: دراسة واقع السوق المالي السعودي وقطاع التأمين.

تعد أسواق الأوراق المالية العربية أسواقا ناشئة، نظرا إلى إمكانات النمو الاقتصادي الكبيرة المتاحة للدول العربية، وتعتبر السوق المالية السعودية، التي تعرف باسم تداول، أهم سوق على مستوى الدول العربية جميعها، ذلك أنها أكبر الأسواق المالية في العالم العربي من حيث القيمة السوقية، حيث تمثل السوق السعودية وحدها نحو ثلث قيمة رؤوس أموال الأسواق العربية مجتمعة، وتعتبر السوق المالية السعودية من الأسواق الحديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة.

المطلب الأول : لمحة عامة عن السوق المالي السعودي.

رغم أن بداية تاريخ الشركات في المملكة العربية السعودية يعود إلى الثلاثينات إلا أنه يمكننا تحديد بداية ظهورها إلى نهاية السبعينات عندما تزايد عدد الشركات بشكل ملحوظ وقامت الحكومة بدمج بعض الشركات، كما أن نشأة سوق الأسهم السعودية يعود إلى الخمسينات وذلك بتداول أسهم عامة لأول مرة واستمر الحال إلى أن وضعت تنظيمات أساسية للسوق في الثمانينات.

1- لمحة تاريخية عن السوق المالي السعودي :

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودية إلى عام 1932، حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصا في السبعينات، إذ تزايدت أعداد هذه الشركات، ومع تطور عدد الشركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم من خلال 32 مكتب وساطة أسهم ولم تكن خاضعة لقوانين ونظم، وكان عدد الشركات المساهمة التي يجري تداول أسهمها في السوق 40 شركة بحجم رؤوس أموال مستثمرة 35 مليار ريال سعودي، ولقد وضعت بعض الأنظمة والقواعد التي تحكم وتراقب سير عمليات التداول أقرتها اللجنة الوزارية المكلفة بشأن تنظيم تداول الأسهم في ديسمبر 1984. [1]

وتمثل مؤسسة النقد العربي السعودي، وهي المصرف المركزي للمملكة، قمة النظام المالي السعودي ومضى على تأسيسها خمسون سنة، حيث أنشئت بتاريخ الخامس والعشرين من شهر رجب 1371هـ الموافق 20 أفريل 1952م، ومارست منذ إنشائها دورا حيويا في توطيد وتنمية الاقتصاد السعودي من خلال تطوير نظام نقدي للبلاد يرتكز على

[1] – هيئة السوق المالية السعودية ، **الاستثمار في سوق الأسهم www .cma.org.sa/: https 09:30 (15/05/2019)** .

إصدار وإدارة العملة الوطنية، وتعزيز نمو النظام المالي وضمان استقراره، والمحافظة على استقرار الأسعار المحلية وسعر الصرف. وبالإضافة إلى كونها مصرف الحكومة، تقوم المؤسسة بإدارة احتياطات البلاد من النقد الأجنبي.

ولم يكن للمملكة عند إنشاء مؤسسة النقد العربي السعودي نظام نقدي خاص بها. حيث كانت العملات الأجنبية تتداول في المملكة كوسائل للدفع إلى جانب النقود الفضية السعودية. ولم تكن الأوراق النقدية السعودية قد صدرت حينئذ. وكان يتعين تنفيذ المعاملات الكبيرة بالنقود الذهبية الأجنبية أو بكميات كبيرة من الريالات الفضية السعودية وأحيانا بعملات ورقية أجنبية. ومع تزايد إنتاج النفط، وارتفاع الدخل وحجم المدفوعات، فقد ازداد الطلب على النقد بقدر كبير وأصبح التعامل بالنقود الفضية والذهبية بالكميات المطلوبة أمرا يصعب تحقيقه. من جهة أخرى لم يكن هناك سعر صرف ثابت بين النقود الفضية السعودية والنقود الذهبية الأجنبية وتقلبت أسعار الصرف بينهما بشكل واسع، تولت مؤسسة النقد العربي السعودي فور إنشائها مسئولية المحافظة على سعر صرف الريال الفضي السعودي مقابل الدولار الأمريكي ضمن هامش حددته الحكومة. وفي نفس الوقت أكملت المؤسسة النظام النقدي الوطني للبلاد بإصدارها نقود ذهبية سعودية وإلغاء تداول العملات الأجنبية. وبعد مرور عام على إنشائها، بدأت بإصدار " إيصالات الحجاج" لإعفاء الحجاج من عبء حمل العملة المعدنية الثقيلة الوزن. ولقيت هذه الإيصالات قبولا بوجه عام في جميع أرجاء المملكة ومهدت الطريق لإصدار الأوراق النقدية السعودية اعتبارا من غرة 1961. وأوقفت التعامل بالنقود الذهبية والفضية وإيصالات الحجاج. وفي غضون ثمانية أعوام ونصف من إنشاء المؤسسة، لم يتم إقامة نظام نقدي وطني فحسب، بل تحولت المملكة من نظام قاعدة المعدنين الذهب والفضة إلى نظام العملة الورقية. وكانت المهمة الأخرى التي أولتها مؤسسة النقد العربي السعودي اهتمام فوري بعد تأسيسها هي تشجيع نمو الجهاز المصرفي، حيث لم تكن هناك مصارف سعودية حينئذ وكانت الأعمال المصرفية تمارس على الغالب بواسطة مصارف أجنبية. ومع التوسع في النشاط الاقتصادي، زادت الحاجة بشكل كبير للخدمات المصرفية، فسمحت المؤسسة بفتح المزيد من المصارف في المملكة. ورغبة في إضفاء صبغة وطنية على النظام المصرفي، ولتعزيز قاعدة رأسماله، تبنت المؤسسة خلال الفترة (1976-1982م) تنفيذ برنامج لسعودية المصارف الأجنبية حيث طلب منها أن تتحول إلى شركات مساهمة تطرح أسهمها للاكتتاب العام على أن تكون غالبية حقوق الملكية لمساهمين سعوديين.

وحرصت مؤسسة النقد العربي السعودي على قيام المصارف بأداء أعمال لها على أسس سليمة. وأناط نظام مراقبة البنوك، الصادر عام 1966، صلاحيات رقابية واسعة للمؤسسة، تتضمن أحكام صارمة بشأن كفاية رأس المال

ومتطلبات السيولة والاحتياطي، وتركز القروض وغير ذلك من الأمور الرقابية. وبنص النظام على أنه يتعين على المصارف تزويد المؤسسة ببيانات مالية وإحصائية دورية، وأن تمارس المؤسسة مهام الإشراف والرقابة المصرفية سواء من داخل المصارف أو من خارجها. [1]

وأنشأت المؤسسة بالتعاون مع المصارف التجارية عددا من أنظمة المدفوعات والتسويات المتقدمة والمتطورة، وتشمل غرف المقاصة الآلية، وشبكة المدفوعات السعودية (SPAN) التي تساند أجهزة الصرف الآلية والنهايات الطرفية لنقاط البيع، والنظام الآلي لتداول الأسهم (TADAWUL). وتم ربط هذه الأنظمة مع بعضها بواسطة النظام الآلي للتحويلات المالية السريعة (SARIE) الذي بدأ تشغيله في مايو 1997.

ويقوم نظام سريع بتسوية صافي مراكز عمليات المقاصة، ونظام تداول الأسهم ونظام الصرف الآلي.

كذلك يسمح للمصارف بإجراء المدفوعات واستلامها مباشرة من حساباتها لدى المؤسسة فورا، وإجراء قيود العمليات لحساب المستفيد وتحويل الأموال بنفس اليوم.

وساعدت هذه التطورات التقنية بشكل كبير في تحسين مستوى الجودة النوعية لخدمة العملاء، وتخفيض النفقات، وتعزيز الفاعلية، وتقوية الضوابط الرقابية. كما أوجدت قاعدة تقنية متقدمة وآمنة لتحقيق قفزة نوعية في الخدمات المصرفية والمالية الآلية خلال الألفية الجديدة.

وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تأسست هيئة السوق المالية بتاريخ 1424/06/02هـ الموافق 2003/07/31م بموجب نظام السوق المالية " الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/ 30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة التي انعقدت يوم الاثنين 29 صفر 1428 الموافق 19 مارس 2007 برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم " شركة السوق المالية السعودية (تداول)" ، يأتي القرار تنفيذ المادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.

شهد عام 1310هـ 1990م نقلة نوعية في نشاط تداول الأسهم في المملكة بتشغيل النظام الآلي لمعلومات الأسهم (ESIS)، الذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم غبر المصارف المحلية، وساهم في تركيز سوق موحدة تلتقي

[1] – حوحو فطوم ، **سياسة تفعيل الأوراق المالية العربية دراسة حالة السوق المالي السعودي** ، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه طور ثالث في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاديات النقود ، البنوك والأسواق المالية ، قسم العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2014، 2015، ص 196 .

فيها العروض والطلبات، ووفر العدالة في إدخال الأوامر وتنفيذها أيا كان مصدرها الجغرافي. مر هذا النظام بعدة مراحل أساسية، تم خلالها تطويره وتحديثه لابسنا توسيع نطاق البيانات والمعلومات الخاصة بالتداول والأسعار اليومية لخدمة البنوك وفروعها، وتطبيق نظام إدخال أوامر البيع والشراء مباشرة من فروع البنوك وتسوية الصفقات في اليوم التالي من تنفيذ العملية بعد التأكد من بيانات الإشعارات آليا وقصر التداول على الإشعارات دون شهادات.

كما ساعدت عمليات التداول الآلي في السوق على إحداث زيادة كبيرة في صفقات الأسهم المتداولة، ووصل عدد الشركات المتداول أسهمها من خلال النظام إلى 72 شركة في النصف الأول من عام 2004، وفي شهر أكتوبر تم تشغيل جيل جديد من أنظمة التداول والتسوية تداول " تميز بالتسوية الآنية للعمليات مما مكن المستثمر من الشراء والبيع عدة مرات في اليوم الواحد.

ومن أجل إعادة هيكلة السوق المالية بأسس جديدة ومتطورة لتعزيز ثقة المستثمر وتوفير المزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة صدر نظام السوق المالية بالمرسوم الملكي بتاريخ 2002/07/21 وارتكز النظام على تحديد دور المؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية الجديدة للسوق المالية وبيان مهماتها، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي، من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق أهمها:[1]

- **هيئة السوق المالية:** وهي الهيئة الرقابية والإشرافية للسوق المالي.
- **السوق المالية السعودية:** وهي الجهة المعنية بالمهمات التشغيلية للسوق.
- **لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية:** وهي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية وقواعد الهيئة والسوق المالية وتعليماتها.
- **مركز إيداع الأوراق المالية:** وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيل ملكيتها وتسويتها.

[1] - سامي خضير وعمار شهاب أحمد ، **دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تنشيط الاستثمار المحفظي بالتطبيق في السوق المالي السعودي 2006، 2013**، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية ، المجلد 1/العدد 37، كلية الإدارة والاقتصاد ، 2017، ص 198، 199.

2- مؤشرات السوق المالي السعودي:

سعت المملكة جاهدة لتطوير السوق المالي من أجل أن يواكب الأسواق المالية في الدول المتقدمة، وذلك من خلال تحسين سياستها الاقتصادية وتوفير الظروف اللازمة لاستقطاب المستثمرين، وسنحاول التطرق لأداء السوق المالية السعودية خلال السنوات الماضية والتعرف على المؤشر العام الرئيسي، من جهة أخرى محاولة إظهار اثر الأزمة على السوق المالية. [1]

- **المؤشر العام للسوق المالية:**

يعاني سوق الأسهم السعودي من محدودية الأسهم المدرجة فيه وهذا ليس بجديد حيث تم العمل لإيجاد حل هذه السلبية خلال السنوات الأخيرة، والملاحظ أن ما يطرح لا يتوقع أن يكون كافيا لاحتضان رؤوس الأموال الموجودة في السوق السعودي في حين أن هذا الأخير ليس بحاجة فقط إلى اعداد وأسماء جديدة بقدر ما يجب أن تكون هناك كيانات كبيرة باستطاعتها احتواء تلك الأموال أولا وبالتالي قيام منشآت قادرة على المنافسة بفضل أحجامها وقوتها. والملاحظ أن ما طرح خلال السنوات الأخيرة خمس شركات فقط (الصحراء، اتحاد اتصالات، بنك البلاد، التعاونية، وسافكو)، ومع هذه الإضافات المتدنية عددا يمكن القول إنها متدنية أيضا في حجمها الكلي.

ولتحقيق أهداف قيام الأسواق المالية إجمالا في حشدها للمدخرات وتوظيف هذه الأموال في مناخ أكثر إنتاجية وكفاءة في الأداء لابد من توفر شريحة أعرض وقائمة أطول من الخيارات أمام المستثمر لتحقيق أهداف عديدة منها ما يختص بالسوق وآلية عمله وجعل تقلباته طبيعية ومنها ما يختص بمقومات المنشآت التي تكفل نجاحها.

كما أن الأطروحات جديدة لا تعد عن كونها إما شركات عائلية أو منشآت محدودة الحجم لا تتماشى وإمكانيات حجم القطاع الخاص وبالتالي سوق الأسهم. ولعل الانفتاح الأكبر والمنتظر في مشاريع الغاز المستقبلية وجود نوعا من الفرص لتلبية مثل هذا الطلب ولذا فالسوق بحاجة أكثر إلى تسريع الإيقاع في اكتمال بنية الهيكلة والتي من لبناتها وجود كيانات جديدة قادرة على المنافسة تكون ذات حجم يتناسب مع مكانته الاقتصادية والهروب من الزيادات التي لن تواكب تصحيح السلبيات الحالية وبالتالي تأدية الدور الفعال الذي يعرف عن سوق الأسهم.

[1] – حوحو فطوم ، نفس المرجع السابق ، ص 213، 214.

1- تعريف مؤشر TASI.

تختلف المؤشرات في الأسواق المالية حسب الأهداف وكذا القطاعات والشركات المدرجة، والأهداف المعلوماتية. يقيس المؤشر العام " TASI " اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر بالغة الانجليزية (Tadawul All Share Index) في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوما بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، أما مؤشر قطاع التجزئة فهو مؤشر خاص بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق، ومثل ذلك مؤشر قطاع التأمين لشركات التأمين، وهكذا في بقية القطاعات. [1]

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداء من 28 فيفري 1985، وهذا التاريخ مهم إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر حيث عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط. وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس 1985، ومؤشر الأسهم المحلية أو " مؤشر تداول لجميع الأسهم (TASI) " الذي كان يعرف سابقا باسم " مؤشر المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية"، يعكس التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودي. ومن هنا فالمؤشر يعكس نشاط سوق الأسهم وازدهارها، وهو بالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصا في ما يتعلق بربحية الشركات المساهمة وازدياد ثقة الجمهور والجهات المالية والاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين.

وهناك اهتمام كبير بمتابعة تطور المؤشر (مؤشر تداول لجميع الأسهم) من قبل المحللين الماليين داخل المملكة وخارجها وتتم متابعته ونشره بشكل واسع محليا ودوليا.

2- كيفية حساب المؤشر :

يتم حساب المؤشر في أي يوم (أو وقت معين) عن طريق تعديل (أو ترجيح) قيمة المؤشر في يوم سابق. (أو وقت سابق) بواسطة التغيير في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق. وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر هي:

[1] – حوحو فطوم ، نفس المرجع السابق، ص215 .

المؤشر (في وقت ما) = قيمة السوق عند هذا الوقت ى/قيمة السوق في وقت سابق * المؤشر في الوقت السابق

حيث: قيمة السوق = مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق

القيمة السوقية لإحدى الشركات = (عدد الأسهم المصدرة للشركة) * (سعر السهم)

ومن هنا فإن القيمة السوقية (وبالتالي المؤشر) تعتمد على عاملين:

- عدد الأسهم المصدرة (وليس المتاحة للتداول فقط، أو المتداولة فعلا) وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط.
- سعر السهم في السوق ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول). [1]

3- خصائص مؤشر تداول لجميع الأسهم :

- يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعودا وهبوطا من يوم إلى آخر، كما يعكس عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق (وهي كمية شبه ثابتة ولا تتغير إلا بب
- يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش (أو الركود) الاقتصادي المالي والمتوقع وثقة المستثمرين في السوق وعوامل أخرى مثل توفر السيولة وجاذبية (أو عدم جاذبية) القنوات الاستثمارية الأخرى (مثل العقار وأسعار الفائدة والأسواق الأجنبية المفتوحة) وكذلك الظروف السياسية المحيطة.
- تسمح معادلة المؤشر بتكييفه في حالة تغير تركيبة السوق أو الأسهم مثل دخول أو خروج إحدى الشركات من السوق، أو إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، أو تجزئة ودمج الأسهم، أو زيادة أو خفض رأس المال، أو سداد دفعة من رأس المال المدفوع جزئيا، أو اندماج الشركات.
- لا يعكس المؤشر كمية الأسهم للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي .

[1] - ابراهيم عبد الرحمان القاضي ، **مؤشر الأسهم : الماهية والأهمية والكيفية** ، 61146/ www.alriyadh.com، 17/05/20190، 11:45

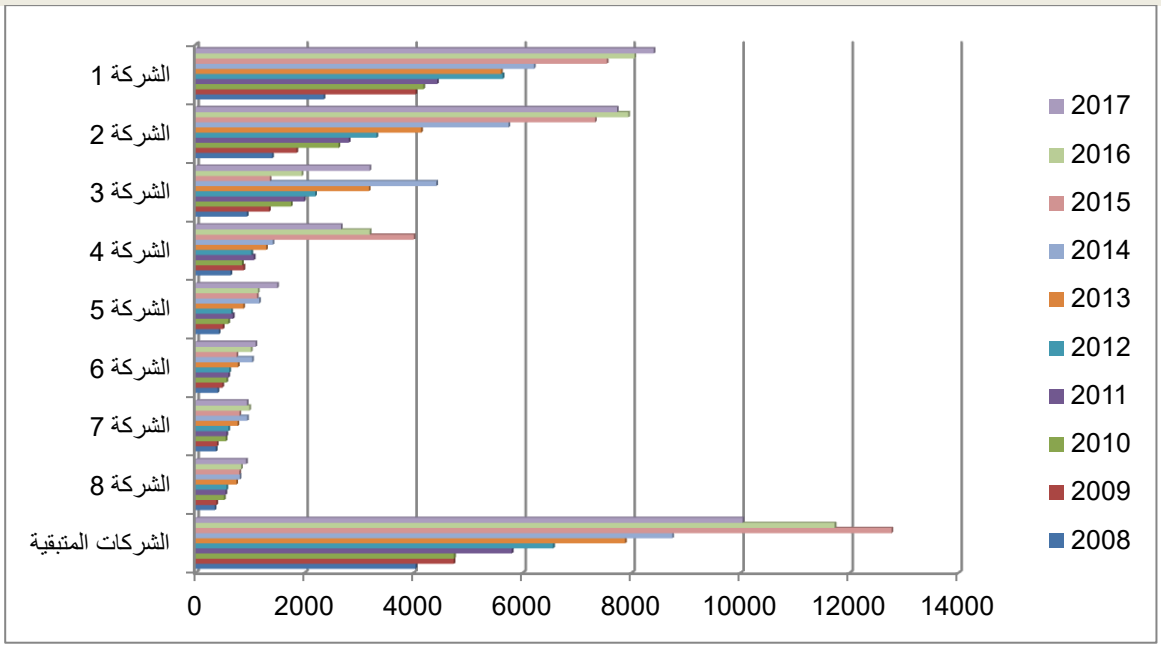
المطلب الثاني : تطورات مؤشرات قطاع التأمين السعودي

1- هيكل سوق التأمين:

* في عام 2017م حققت أكبر 8 شركات تأمين 73% من إجمالي أقساط التأمين المكتتب بها في سوق التأمين.

* حققت بقية الشركات الواردة في التقرير التي يبلغ عددها 25 نسبة 27% من إجمالي أقساط التأمين المكتتب بها.

الشكل رقم(1،2): منحنى يمثل هيكل سوق التأمين



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للرقابة على شركات التأمين، تقرير السوق المالي السعودي 2015،2008.

جدول رقم (2. 2): إجمالي الأقساط الموزعة حسب الشركة)،(2008-2017

عمود1	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الشركات المتبقية	4034	4736	4742	5801	6560	7879	8747	12770	11726	10035
الشركة 8	350	381	523	548	568	746	808	803	836	926
الشركة 7	370	389	553	565	601	771	945	805	986	942
الشركة 6	405	490	565	601	621	776	1040	753	1017	1102
الشركة 5	424	500	600	684	654	877	1165	1128	1145	1499
الشركة 4	641	881	851	1069	1023	1293	1413	4002	3194	2666
الشركة 3	941	1347	1749	1993	2194	3177	4416	1362	1949	3193
الشركة 2	1406	1849	2623	2811	3318	4138	5740	7328	7939	7733
الشركة 1	2349	4035	4181	4431	5635	5605	6208	7545	8055	8407

1-1 عمق وكثافة قطاع التأمين:

2-1 تعريف عمق قطاع التأمين: يعرف عمق التأمين بانه نسب اجمالي اقساط التأمين المكتتب

جدول رقم (3.2): عمق سوق التأمين من إجمالي الناتج المحلي (2008-2017)

نوع النشاط	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
اجمالي التأمين العام	0.31%	0.46%	0.41%	0.36%	0.33%	0.41%	0.49%	0.67%	0.72%	0.64%
إجمالي التأمين الصحي	0.27%	0.53%	0.53%	0.45%	0.41%	0.46%	0.56%	0.77%	0.78%	0.74%
إجمالي تأمين الحماية والإدخار	0.03%	0.07	0.06	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%
الإجمالي	0.62%	1.06%	1.00%	0.85%	0.78%	0.90%	1.08%	1.49%	1.54%	1.42%

✓ ارتفعت كثافة التأمين من 991 ريال للفرد إ 1186 في عام 2014 إلى 1186 للفرد في عام 2015بزيادة نسبتها 19.7%.

✓ في عام 2015 شهد عمق التأمين ارتفاعا يبلغ 1.49%مقابل 1.08%في عام 2014 ، حيث ازداد عمق التأمين من الناتج المحلي غير النفطي إلى 2.1 %في عام 2015 مقابل 1.9%في عام 2014.

جدول رقم (2 .4): كثافة سوق التأمين (2008-2017، بمليون ريال سعودي)

نوع النشاط	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	ريال سعودي	ريال سعودي	ريال سعودي	ريال سعودي	ريال سعودي	ريال سعودي	ريال سعودي	ريال سعودي	ريال سعودي	ريال سعودي
إجمالي التأمين العام	222.5	248.9	247.8	290.8	308.3	393.9	450.4	536	540.26	501.58
إجمالي التأمين الصحي	193.7	287.4	320.2	357.8	386.5	441.7	510.9	616.4	586.09	584.77
إجمالي تأمين الحماية والادخار	23.9	39.9	35.8	33.4	30.4	28.9	29.4	33.7	33.08	35.03
الإجمالي	440.1	575.8	603.9	682	725.2	86.4	990.6	1186.1	1.159.43	1.121.37

3- صافي أقساط التأمين المكتتب بها حسب نوع النشاط (2008-2017)

جدول رقم (2 .5): أقساط التأمين حسب نوع النشاط (2008-2017)

نوع النشاط	2008		2009		2010		2011		2012	
	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%
التأمين ضد الحوادث والمسؤوليات وغيره	217.3	3.00%	244.3	2.40%	257.9	2.30%	279.8	2.10%	329	2.0%%
التأمين على المركبات	2.458.7	33.60%	2.944.1	29.20%	3.098.8	26.30%	3.710.6	27.40%	4.408.2	27.40%
التأمين على الممتلكات وضد الحريق	95.4	1.30%	105.1	1.00%	126.5	1.10%	135.5	1.00%	203.2	1.30%
التأمين البحري	201.5	2.80%	183.2	1.80%	175.4	1.50%	204.9	1.50%	229.5	1.40%
التأمين على الطيران	5.5	0.10%	1.1	0.01%	4.8	0.00%	1.2	0.01%	2.4	0.01%
التأمين على الطاقة	0.9	0%	5.2	0.10%	7.6	0%	7.4	0.10%	7.3	0.05%
التأمين الهندسي	122.2	1.70%	125.3	1.20%	113.9	1.00%	131.2	1.00%	165.9	1.00%
إجمالي التأمين العام	3.101.6	42.40%	3.608.4	35.80%	3.802.9	32.20%	4.470.7	33.00%	5.345.5	33.30%
إجمالي التأمين الصحي	3.750.9	51.20%	5.556.9	55.20%	7.120.0	60.30%	8.225.1	60.80%	9.951.3	61.90%
إجمالي تأمين الحماية والادخار	468.2	6.4	908	9.00%	876.8	7.40%	841.2	6.20%	767	4.80%
الإجمالي	7.320.6	100%	10.073.2	100%	11.799.7	100%	13.537.0	100%	16.063.8	100%

2013		2014		2015		2016		2017	
م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%
391	2.00%	564.1	2.30%	527.3	1.70%	525.4	1.70%	506.3	1.60%
5.967.0	31.00%	7.601.7	31.20%	9.912.4	32.70%	10720.4	34.80%	10388.2	33.70%
281.6	1.50%	315.8	1.30%	330.3	1.10%	272.7	0.90%	322.4	1.00%
241.5	1.30%	251.5	1.00%	248.9	0.80%	192.3	0.60%	172.4	0.60%
3.6	0.02%	3.5	0.01%	2.925907	0.01%	9.1	0.00%	5.7	0.00%
7.5	0.04%	8.7	0.04%	11.1	0.04%	12.6	0.00%	17.2	0.10%
180.3	0.90%	204.9	0.80%	216.5	0.70%	199.2	0.60%	168.6	0.50%
7.072.7	36.80%	8.950.2	36.80%	11.249.5	37.20%	11931.8	38.70%	11580.9	37.60%
11.456.0	59.50%	14.654.5	60.20%	18.189.1	60.10%	18095	58.7M	18411.6	59.70%
714	3.70%	729.6	3.00%	835.9	2.80%	820.6	2.70%	846.2	2.70%
19.242.6	100%	24.334.2	100%	30.274.5	100.00%	30847.5	100%	30838.7	100%

- يعرف صافي أقساط التأمين المكتتب بها على أنه الأقساط المحتفظ بها لدى شركة التأمين بعد حسم الأقساط المسندة إلى شركات أعادة التأمين المحلية و الدولية من أجمالي أقساط التأمين المكتتب بها حسب نوع النشاط.

✓ ارتفع إجمالي صافي أقساط التأمين المكتتب بها.24.33 مليار ريال في عام 2014الى 30.27 مليار ريال في 2015 بزيادة قدرها 24.4%.

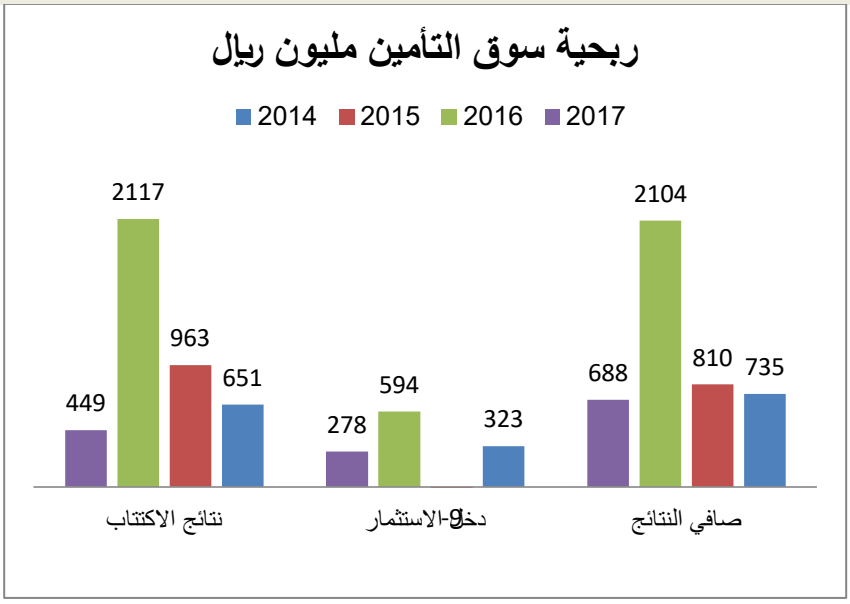
✓ حافظت حصة التأمين على المركبات على المرتبة الثانية ، و ارتفعت حصتها إلى 32.7 %من إجمالي صافي أقساط التأمين المكتتب بها في عام 2015.

المطلب الثالث: مؤشرات أداء قطاع التأمين.

1- الربحية: يحسب الدخل الناتج عن الاكتتاب في قطاع التأمين بعد خصم جميع المصروفات المتعلقة بالتأمين من الإيرادات المتعلقة بالتأمين.

- صافي النتيجة تساوي إجمالي الإيرادات ناقصا إجمالي المصروفات
- دخل الاستثمارات يساوي إجمالي دخل الاستثمارات ناقصا إجمالي مصاريف الاستثمارات
- في عام 2017م، بلغ إجمالي الدخل الناتج عن الاكتتاب في قطاع التأمين 449 مليون ريال، مقابل 2.1 مليار ريال في عام 2016م

شكل (2-2) ربحية سوق التأمين



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي الإدارة العامة للرقابة على شركات التامين تقرير سوق التأمين السعودي.

- ارتفع الدخل الاستثماري عام 2017م ليسجل ربح 594 مليون ريال مقابل 278 مليون ريال في عام 2016م

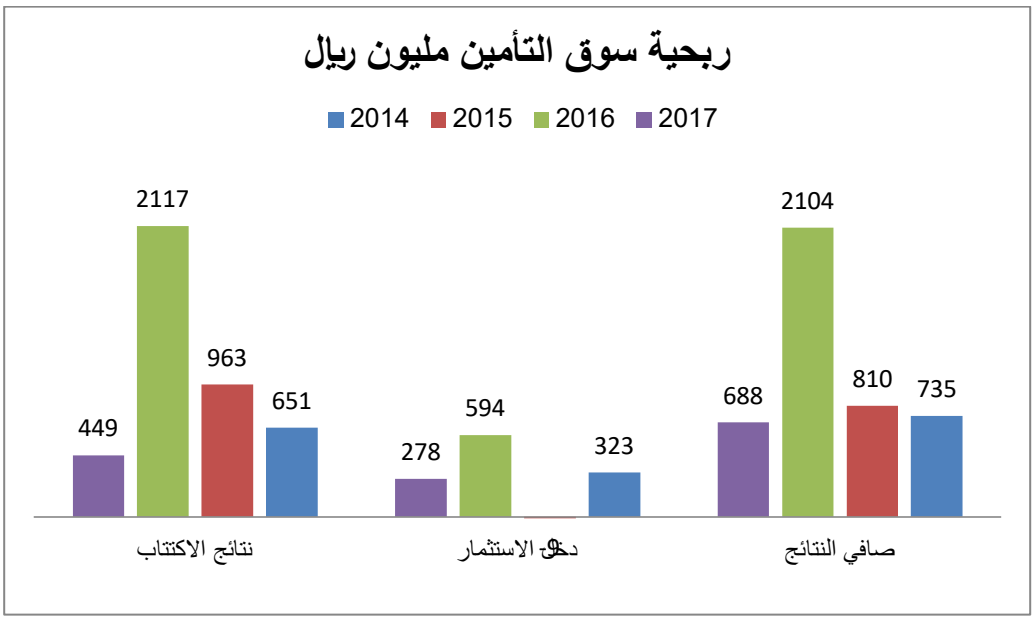
- شهدت النتائج الصافية لسوق التأمين انخفاضا لتصل إلى 688 مليون ريال في عام 2017 م مقابل 2.1 مليار ريال في عام 2016م.

- يمكن حساب العائد على حقوق الملكية من خلال نسبة الأرباح الصافية إلى إجمالي حقوق الملكية، وبلغت نسبة العائد على حقوق الملكية في سوق التأمين 4.7" في عام 2017م.

2- العائد على الموجودات وعلى حقوق الملكية لسوق التأمين:

يمكن حساب العائد على الموجودات من خلال نسبة الأرباح الصافية إلى إجمالي الموجودات. وبلغت نسبة العائد على الموجودات 1.2% في عام 2017م

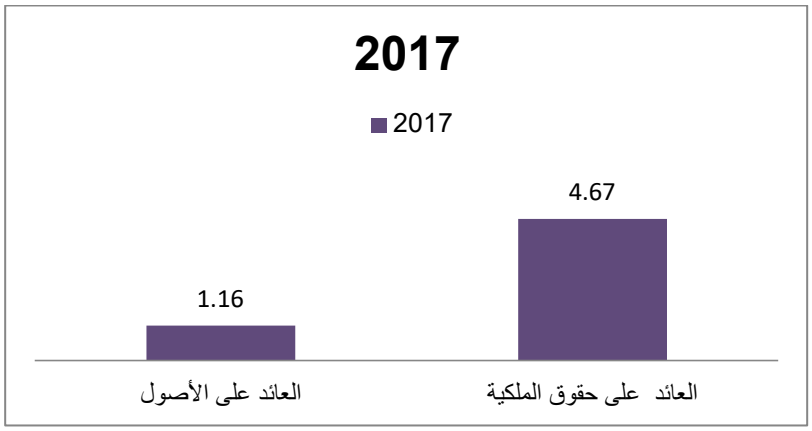
الشكل رقم (2-3) العائد على الموجودات / العائد على حقوق الملكية لسوق التأمين



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي الإدارة العامة للرقابة على شركات التامين تقرير سوق التأمين السعودي.

(% الأرباح الصافية على إجمالي الأصول/ حقوق الملكية)

الشكل رقم (2-4) العائد على الموجودات وعلى حقوق الملكية لسوق التأمين



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للرقابة على شركات التأمين، تقرير السوق المالي السعودي.

3- الحصة السوقية:

جدول رقم (2 .5): يوضح الحصة السوقية (2008- 2016)

الحصة السوقية (2014-2016)			الحصة السوقية (2013-2015)				الحصة السوقية (2011-2013)				الحصة السوقية (2008-2010)		
2016	2015		2015	2014	2013		2013	2012	2011		2010	2009	2008
21.90%	20.70%		20.70%	20.40%	22.20%		22.20%	26.60%	24%		25.5%	27.6%	21.9%
21.50%	20.10%		20.10%	18.80%	16.40%		16.40%	15.70%	15.20%		16.0%	12.7%	13.00%
8.70%	11.00%		11.00%	14.50%	12.60%		12.60%	10.40%	10.80%		10.7%	9.2%	8.8%
5.90%	5.10%		5.10%	4.60%	5.10%		5.10%	4.80%	5.80%		5.2%	6.0%	5.9%
5.30%	3.70%		3.70%	3.80%	3.50%		3.50%	3.10%	3.70%		3.7%	3.4%	3.9%
3.10%	3.50%		3.50%	3.40%	3.10%		3.10%	2.90%	3.25%		3.4%	3.4%	3.7%
2.80%	3.10%		3.10%	3.10%	3.10%		3.10%	2.80%	3%		3.4%	2.7%	3.4%
2.70%	2.40%		2.40%	2.70%	3%		3%	2.70%	2.96%		3.2%	2.6%	3.2%
28.20%	30.40%		30.40%	28.70%	31.00%		31.00%	31.00%	31.30%		28.9%	32.4	36.2%

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي،الإدارة العامة للرقابة على شركات التأمين، تقرير السوق المالي السعودي.

- ✓ في عام 2013م حققت أكبر 8 شركات تأمين 69 % من إجمالي أقساط التأمين المكتتب بها في سوق التأمين.
- ✓ حققت بقية الشركات الواردة في التقرير التي يبلغ عدده 27 نسبة 31% من إجمالي أقساط التأمين المكتتب بها
- ✓ في عام 2015م حققت أكبر 8 شركات تأمين 69.9 % من إجمالي أقساط التأمين المكتتب بها في سوق التأمين

✓ حققت بقية الشركات الواردة في التقرير التي يبلغ عددها 27 نسبة 30.4% من إجمالي أقساط التأمين المكتتب بها.

✓ في عام 2016م حققت أكبر 8 شركات تأمين 71.9 % من إجمالي أقساط التأمين المكتتب بها في سوق التأمين.

✓ حققت بقية الشركات الواردة في التقرير التي يبلغ عدده 26 نسبة 28.2% من إجمالي أقساط التأمين المكتتب بها.

4- إجمالي المطالبات المدفوعات.

جدول رقم (2. 6): يوضح إجمالي المطالبات المدفوعات

نوع النشاط	2008		2009		2010		2011		2012	
	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%
التأمين ضد الحوادث والمسؤوليات وغيره	92	2.00%	98.4	1.00%	57.8	1.00%	92.5	1.00%	105	1%
التأمين على المركبات	1.492.4	29.00%	1.621.4	22.00%	1.881.5	22.00%	2.730.0	24.00%	3.464.8	25.00%
التأمين على الممتلكات وضد الحريق	314.9	6.00%	456.1	6.00%	397.3	5.00%	527.4	5.00%	773.6	6.00%
التأمين البحري	195.1	4.00%	166.7	2.00%	276.5	3.00%	205.8	2.00%	257.3	2.00%
التأمين على الطيران	11.5	0.00%	17.8	0.00%	26.5	0.00%	31.3	0.30%	15.5	0.10%
التأمين على الطاقة	26.5	1%	570.1	8.00%	138.5	2%	82.2	1.00%	58.5	0.40%
التأمين الهندسي	111.7	2.00%	145.6	2.00%	159.2	2.00%	226.1	2.00%	239.7	2.00%
إجمالي التأمين العام	2.244.1	43.00%	3.076.2	42.00%	2.937.3	35.00%	3.895.4	34.00%	4.914.3	36.00%
إجمالي التأمين الصحي	2.839.2	54.00%	4.010.0	55.00%	5.440.2	64.00%	7.297.4	64.00%	8.511.5	63.00%
إجمالي تأمين الحماية والادخار	140.3	3	169.2	2.00%	136.2	2.00%	292.5	3.00%	189.4	1.00%
الاجمالي	**5.223.6**	**100%**	**7.255.4**	**100%**	**8.513.8**	**100%**	**11.485.3**	**100%**	**13.615.2**	**100%**

2013		2014		2015		2016		2017	
م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%	م ريال سعودي	%
118.3	1.00%	207.1	1.00%	200.2	1.00%	240.7	0.90%	310.8	1.20%
4.720.2	28.00%	6.069.0	30.00%	7.554.6	31.00%	9059.4	34.80%	8314.1	31.30%
859.7	5.00%	1.312.0	6.00%	2.367.0	10.00%	1033.8	4.00%	961.1	3.60%
374.1	2.00%	261.2	1.00%	216.2	1.00%	263.7	1.00%	207.7	0.80%
6.9	0.04%	7.1	0.04%	51.3	0.21%	92.6	0.40%	18.1	0.10%
1.2	0.01%	1.2	0.01%	1.2	0.00%	53.2	0.20%	18.6	0.10%
213	1.00%	559.4	3.00%	631.3	3.00%	358	1.40%	748	2.80%
6.293.1	37.00%	8.417.0	41.00%	11.021.8	45.00%	11101.4	42.60%	10578.3	39.80%
10.405.2	61.00%	11.567.2	57.00%	13.106.1	53.00%	14547.8	55.8	15479.2	58.30%
297.2	2.00%	329.4	2.00%	389.7	2.00%	420	1.60%	498.5	1.90%
16.995.5	**100%**	**20.313.7**	**100%**	**24.517.6**	**100%**	26069.2	**100%**	26556	**100%**

المصدر: نفس المرجع السابق.

✓ ارتفع إجمالي المطالبات المدفوعة من 20.3 مليار ريال في عام 2014 إلى 24.5 مليار ريال في عام 2015 بنسبة 20.7%.

✓ في عام 2015 حقق التأمين على الطيران أعلى معدل المدفوعة، بارتفاع بلغ نسبة 621.7% من 7 مليون ريال إلى 51 مليون ريال .

المبحث الثاني: الخصائص المالية للمحافظ القطاعية في السوق المالي السعودي.

المطلب الأول: تحليل نتائج خصائص المحفظة المالية للمحافظ.

1- حساب عوائد السوق قطاع التأمينات :

يتم تحليل عوائد السوق والقطاع باستخدام بيانات سعر إغلاق كلا المؤشرين، ثم تحويل هذه البيانات إلى عوائد ونستخدم في هذا الإطار العائد المحاسبي الذي يعطى بالعلاقة التالية: $R^a = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$

حيث:

$$R^a = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

بتطبيق العلاقة السابقة على الجدول رقم ... نجد إن عائد السوق (تداول) في بداية سنة 2009 يساوي:

$$R^a_{m\,2009} = \frac{4808.90 - 9559.87}{9559.87}$$
$$= -49.70\%$$

حيث شهد هذا العام تراجع كبير في مؤشر السوق المالي السعودي نتيجة تأثر السوق بالأزمة المالية العالمية وتدهور سعر النفط الذي المحرك الرئيسي للقطاعات المتداولة في السوق المالي.

تم شهد المؤشر تحسنا في نسبه للسنوات التالية وهي الفترة التي شهدت استقرارا نسبيا في المؤشرات الاقتصادية الكلية للسعودية، ولكن عاد هذا التراجع سنة 2016 بنسبة بلغت:

$$R^a_{m\,2016} = \frac{5996.57 - 8878.54}{8878.54}$$
$$= -32.46\%$$

نتيجة لانهيار أسعار النفط.

1- **1 المخاطر**:

1-2 **المخاطر الكلية**: = المخاطر المنتظمة + المخاطر غير المنتظمة

تعرف المخاطر الكلية بمؤشري التباين او الانحراف المعياري الذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$R_{ASSU-BANK} = 0.5*19.67\% + 0.5*-0.25 = 11.40\%$$

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

وبهدف الانحراف المعياري لمؤشر السوق المالي نشكل الجدول التالي.

جدول رق (2 .7) الانحراف المعياري لمؤشر السوق المالي

تاريخ	Rm	E(Rm)	E(Ri)
جانفيه-08	-0.4970	0.0130	0.2534
جانفيه-09	0.3002	0.0130	0.0862
جانفيه-10	0.0169	0.0130	0.0001
جانفيه-11	0.0422	0.0130	0.0012
جانفيه-12	0.0630	0.0130	0.0032
جانفيه-13	0.2438	0.0130	0.0563
جانفيه-14	0.0135	0.0130	0.0000
جانفيه-15	-0.3246	0.0130	0.1096
جانفيه-16	0.1843	0.0130	0.0316
جانفيه-17	0.0772	0.0130	0.0050
جانفيه-18	0.0231	0.0130	0.0002
			0.5467

وتقسم المخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة حيث يمكن قياس الأولى مباشرة أما الثانية فلا يمكن قياسها مباشرة ولكن يمكن استنتاج قيمتها من خلال طرح المخاطر المنتظمة من المخاطر الكلية.

2-2 المخاطر المنتظمة: وتقاس المخاطر المنتظمة بمؤشر β.

$$\beta_i = \frac{COV\ (R_i, R_m)}{V_m}$$

حيث:

- Cov(Ri,Rm): التباين المشترك بين معدل عوائد الورقة المالية ومعدل عوائد السوق.
- V_m: تباين عائد السوق.

وهذا يدل على أن كلما تغيرت قيمة مؤشر السوق بنسبة10 % أدى ذلك إلى تغيير عائد محفظة التأمينات بنسبة 5%، وهذا يدل على أن المخاطر المنتظمة لمحفظة التأمينات منخفضة نسبيا، حيث أن انخفاض بقيمة 10% لمؤشر السوق ينتج عنه انخفاض في قيمة التأمينات 5%.

أما قيمة المخاطر المنتظمة فتعطى بالعلاقة التالية:

$$SR = \beta^2 \times \sigma^2 R_m$$

وعليه تكون قيمة المخاطر المنتظمة كما يلي:

SR=0.25X0.5467 = 0.1366

أما بالنسبة لمخاطر المحفظة تعطى بالعلاقة الآتية:

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

المطلب الثاني: دراسة تنويع محفظة التأمين مع المحافظ القطاعية .

1-عائد المحفظة المنوعة

1-1 محفظة المؤشر والتأمينات:

يحسب العائد في حالة المحفظة المنوعة من أصلين بالشكل التالي:

$$R_{ASSU-TADAWEL} = W_{ASS} * R_{ASS} + W_{TADAWEL} * R_{TADAWEL}$$

$$R_{ASSU-GOODS} = W_{ASS} * R_{ASS} + W_{GOODS} * R_{GOODS}$$

وعليه يكون عائد محفظة التأمين-تداول كما يلي:

$$R_{ASSU-TADAWEL} = 0.5*1.30 + 0.5*19.67 = 10.49\%$$

1-2 عائد محفظة الخدمات والمصاريف والخدمات:

$$R_{ASSU-BANK} = W_{ASS} * R_{ASS} + W_{BANK} * R_{BANK}$$

وعليه يكون عائد محفظة التأمين- المصارف كما يلي:

$$R_{ASSU-BANK} = 0.5*19.67 + 0.5*-3.61 = 8.03\%$$

3- محفظة التأمين -الخام:

يحسب العائد في حالة المحفظة المنوعة من أصلين بالشكل التالي:

$$R_{ASSU-} = W_{ASS} * R_{ASS} + W_{BRUT} * R_{BRUT}$$

وعليه يكون عائد محفظة التأمين- النفط كما يلي:

$$R_{ASSU-BANK} = 0.5*19.67\% + 0.5*3.14\% = 11.40\%$$

4- محفظة التأمين – السلع الرأسمالية :

$$R_{ASSU-GOODS} = W_{ASS} * R_{ASS} + W_{GOODS} * R_{GOODS}$$

وعليه يكون عائد محفظة التأمين- المصارف كما يلي:

$$R_{ASSU-BANK} = 0.5*19.67\% + 0.5*-0.25 = 11.40\%$$

2- حساب مخاطر المحافظ المنوعة المدروسة:

$$V_p = w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2\sigma_1\sigma_2r_{12}$$

$$\sigma_p = \sqrt{V_p}$$

$$CV = \frac{R_p}{\sigma_p}$$

3- حساب معامل الارتباط

3-1 معامل الارتباط التأمين- مؤشر تداول

مصفوفة معاملات الارتباط لعينة الدراسة:

تقوم نظرية المحفظة المالية الحديثة ماركويتز على فكرة أساسية مؤداها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات.

فإذا كان هناك علاقة طردية بين عائدين استثمارين يكونان محفظة ما أي يكون معامل الارتباط كامل موجب أي يساوي واحد صحيح فإن ارتفاع عائد أحدهما يعني ارتفاع عائد الاستثمار الآخر والعكس صحيح وهو ما يؤدي إلى ارتفاع حجم المخاطر.

إما إذا كانت هناك علاقة عكسية عندما يكون الارتباط كامل سالب أي أن معامل الارتباط يساوي (-1) أي عندما يتحرك عائد أحد الاستثمارين في اتجاه معين يتحرك عائد الاستثمار الثاني في اتجاه معاكس، وهذا يحقق قدر من الاستقرار المنشود.

بهدف إعداد مصفوفة معاملات الارتباط لعينة الدراسة سوف نطبق قانون معامل الارتباط التالي:

$$r_{12} = \frac{\text{cov}_{12}}{\sigma_1 * \sigma_2}$$

حيث:

r_{12}: معامل الارتباط بين الأصلين 1 و2.

Cov_{12}: التباين المشترك بين الأصلين 1 و2.

σ_1 و σ_2: الانحراف المعياري للأصلين 1 و2.

بهدف حساب معامل الارتباط بين عوائد السوق المالي ومحفظة التامين نستعين بتشكيل الجدول التالي:

جدول (2 .8) معامل الارتباط بين عوائد السوق المالي ومحفظة التامين

تاريخ	Rm	Ri	Rm	ri	التباين المشترك ri*rm
janv-08	-49,70%	-62,62%	-0,51	-0,82	0,4196
janv-09	30,02%	57,55%	0,29	0,38	0,1088
janv-10	1,69%	-23,93%	0,00	-0,44	-0,0017
janv-11	4,22%	34,92%	0,03	0,15	0,0045
janv-12	6,30%	13,57%	0,05	-0,06	-0,0030
janv-13	24,38%	-13,43%	0,23	-0,33	-0,0764
janv-14	1,35%	33,88%	0,00	0,14	0,0001
janv-15	-32,46%	160,61%	-0,34	1,41	-0,4757
janv-16	18,43%	37,49%	0,17	0,18	0,0306
janv-17	7,72%	-11,25%	0,06	-0,31	-0,0199
janv-18	2,31%	-10,48%	0,01	-0,30	-0,0031
المتوسط الحسابي	**1,30%**	**19,67%**			**-0,0163**
الانحراف المعياري	**23,38%**	**58,07%**			

ومنه معامل الارتباط يكتب من الشكل:

$$r_{12} = \frac{\text{cov}_{12}}{\sigma_1 * \sigma_2}$$

$$= \frac{-0.0163}{0.2338 * 0.5807}$$

$$= -1.20\%$$

التأمين – المصارف

$$r_{12} = \frac{cov12}{\sigma_1 \sigma_2}$$

$$r_{12} = \frac{0.3281}{\mathbf{0.5807x0.3106}} = 18.22$$

التأمين – الخام

$$r_{12} = \frac{cov12}{\sigma_1 \sigma_2}$$

$$r_{12} = \frac{0.2123}{\mathbf{0.5807x0.4093}} = 0.893$$

التأمين – السلع الرأسمالية

$$r_{12} = \frac{cov12}{\sigma_1 \sigma_2}$$

$$r_{12} = \frac{0.000663}{\mathbf{0.5807x0.2023}} = 0.00567$$

أما بالنسبة لبقية القطاعات وبنفس الطريقة نحصل على مصفوفة معاملات الارتباط التالية:

جدول رقم (2 .9) مصفوفة معاملات الارتباط

مصفوفة معاملات الارتباط

	التامين	تداول	المصارف والخدمات المالية	النفط	السلع الرأسمالية
التامين	100,00%	-1,20%	-18,19%	8,93%	0,06%
تداول	-1,20%	100,00%	-1,20%	74,04%	78,01%
المصارف والخدمات المالية	-18,19%	-1,20%	100,00%	8,87%	58,42%
خام	8,93%	74,04%	8,87%	100,00%	51,31%
السلع الرأسمالية	0,06%	78,01%	58,42%	51,31%	100,00%

المصدر: من إعداد الطلبة باستخدام برنامج EVIEWS.

2- المخاطر الكلية:

$$\sigma^2(R_i) = V(R_i) = \frac{\sum_{i=1}^{11}(R_i - \bar{R}_i)^2}{n} \quad \sigma^2(R_i) = V(R_i) = \frac{\sum_{i=1}^{11}(R_i - \bar{R}_i)^2}{n}$$

$$= \frac{\sum_{i=1}^{11}(R_i - \bar{R}_i)^2}{n} \quad = \frac{\sum_{i=1}^{11}(R_i - \bar{R}_i)^2}{n} = 58.07\%$$

ويمكن تلخيص العملية في الجدول التالي:

جدول (2. 10) مخاطر الكلية

تاريخ	Ri	E(Rm)	rm=Rm-E(Rm)	
جانفيه-08	-62.62%	**19.67%**	-0.82	0.68
جانفيه-09	57.55%	**19.67%**	0.38	0.14
جانفيه-10	-23.93%	**19.67%**	-0.44	0.19
جانفيه-11	34.92%	**19.67%**	0.15	0.02
جانفيه-12	13.57%	**19.67%**	-0.06	0.00
جانفيه-13	-13.43%	**19.67%**	-0.33	0.11
جانفيه-14	33.88%	**19.67%**	0.14	0.02
جانفيه-15	160.61%	**19.67%**	1.41	1.99
جانفيه-16	37.49%	**19.67%**	0.18	0.03
جانفيه-17	-11.25%	**19.67%**	-0.31	0.10
جانفيه-18	-10.48%	**19.67%**	-0.30	0.09

المصدر: من أعداد الطلبة باستخدام برنامج EXCELLE.

1- عائد الإستثمارت الفردية

مقياس شارب (Sharpe Measure):

تستخدم نسبة شارب الانحراف المعياري لقياس عوائد المحفظة حسب المخاطر، وكلما ارتفعت نسبة شارب في المحفظة كانت عائداتها أفضل مقارنة بالمخاطر التي قد تتعرض لها وكلما ارتفع الانحراف المعياري للصندوق وجب ارتفاع عائدات الصندوق للوصول إلى نسبة شارب عالية. وعلى العكس من ذلك، يمكن للأصول المالية ذات الانحرافات المعيارية المنخفضة في أسعارها أن تحقق نسبة أعلى في معدل شارب إذا كانت لديها عوائد لائقة مستمرة، ونضع في

اعتبارنا أنه على الرغم من أن نسبة شارب أعلى تشير إلى أداء أفضل من حيث المخاطر التاريخية، فإن هذا لا يترجم بالضرورة إلى محفظة أقل تقلبا، ولكن يعني أن العلاقة عوائد/مخاطر للمحفظة المالية أكثر تناسبا أو مثالية.

من التعريف السابق يمكن القول أن نسبة شارب تمثل قيمة العلاوة الإضافية للعائد نسبة إلى المعدل الخالي من المخاطر مقسوما على إجمالي مخاطر المحفظة ويمكن استخدام هذا المؤشر لحساب أداء المحفظة المالية مقارنة بالاستثمار الخالي من المخاطر أو المقترنة بين المحافظ المالية.

ويكتب مقياس شارب من الشكل:

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$

حيث:

- $\bar{R}_p$: هي متوسط عوائد المحفظة خلال الفترة.
- $\bar{R}_f$: هي متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال الفترة.
- σ_p : هو الانحراف المعياري لعوائد المحفظة خلال الفترة.

من هذه النتيجة يبرز ما يلي:

- إذا كانت النسبة سلبية، نخلص إلى أن عائد المحفظة المالية اقل من عائد الاستثمار الخالي من المخاطر.
- إذا كانت نسبة المؤشر بين 0 و 1، فهذا يعني أن العائد الإضافي نسبة للمعدل الخالي من المخاطر أقل من المخاطر التي تتم مواجهتها.
- إذا كانت النسبة أكبر من 1، فإن أداء المحفظة يفوق أداء الاستثمار الخالي من المخاطر، وبالتالي تولد عائدا أعلى.

وهكذا، نستنتج أن مع ارتفاع مؤشر شارب، تصبح المحفظة المالية أكثر كفاءة.

حساب مقياس شارب لمحفظة التامين–السوق:

$$SR = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$
$$= \frac{0.1048 - 0.02}{0.3143}$$
$$= 0{,}2698$$
$$= 26.98\%$$

جدول رقم (2–11) نتائج نموذج شارب لتقييم أداء المحافظ المالية

	محفظة التامين– تداول	محفظة التامين– المصارف والخدمات	محفظة التامين–الخام	محفظة التامين–السلع الرأسمالية
متوسط عوائد $\bar{R}_p$	10,48%	8,03%	11,40%	9,71%
الانحراف المعياري σ_p	31,43%	35,33%	36,99%	30,75%
معدل العائد بدون خطر $\bar{R}_f$	% 02	% 02	% 02	% 02
معدل مقياس شارب% *SM*	26,98%	17,06%	25,42%	25,07%
ترتيب المحافظ حسب كفاءتها	1	4	2	3

ويظهر من خلال الجدول أن جميع المحافظ أعطت معدلات عائد اكبر من معدل العائد بدون خطر في السوق المالي السعودي، وإن تهاوي التنويع كان له تأثير كبير وعام على جميع المحافظ محل الدراسة.

الأوزان النسبية المثالية للمحفظة المنوعة

أن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة لا يعتمد فقط على مخاطر الاستثمارات الفردية المكونة لها، بل ويعتمد أيضا على معامل الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات والأوزان النسبية لهذه الأصول في المحفظة. ويمكن أن نستنتج أن الأوزان النسبية للأوراق المالية قد تؤدي إلى الحد من الآثار الإيجابية للتنويع.

والسؤال الذي يطرح نفسه هو: **كيف يمكن تحقيق التوزيع الأمثل لمخصصات المحفظة المنوعة؟**

يمكن الوصول إلى نسب الاستثمار المثلى بشكل رياضي كما يلي:

يعطى تباين المحفظة المالية بالمعادلة التالية:

$$\sigma_p^2 = w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2\sigma_{12}$$

وعلى اعتبار أن مجموع الأوزان النسبية: $w_1 + w_2 = 1$، وحيث أننا نرغب في تخفيض تباين المحفظة إلى اقل ما يمكن، فعلينا في هذه الحالة تكوين محفظة لاغرانج (Lagrange Portfolio) الكثيرة الحدود على الشكل التالي:

$$\sigma_p^2 = w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2\sigma_1\sigma_2r_{12} - \lambda(1 - w_1 - w_2)$$
$$= 0.3117w_1^2 + 0.0972w_2^2 - 2w_1w_2\,0.5807 * 0.3117 * 0.012$$

بإيجاد التفاضل الجزئي بالنسبة إلى كل من w_1 وw_2 وλ نحصل على ما يلي:

$$\frac{\partial\sigma^2(1,2)}{\partial w_1} = 2\sigma_1^2w_1 + 2\sigma_1\sigma_2r_{12}w_2 + \lambda = 0$$
$$= 0.6234w_1 - 0.004w_2 + \lambda = 0 \ldots\ldots\ldots (1)$$
$$\frac{\partial\sigma^2(1,2)}{\partial w_2} = 2\sigma_2^2w_2 + 2\sigma_1\sigma_2r_{12}w_2 + \lambda = 0$$
$$= 0.1944w_2 - 0.004w_1 + \lambda = 0 \ldots\ldots\ldots (2)$$
$$\frac{\partial\sigma^2(1,2)}{\partial\lambda} = 1 - w_1 - w_2 = 0 \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$
$$(1) = (2) \Rightarrow 0.6234w_1 - 0.004w_2 + \lambda = 0.1944w_2 - 0.004w_1 + \lambda$$
$$= (0.6234 + 0.004)w_1 = (0.1944 + 0.004)w_2$$
$$= 0.6274w_1 = 0.1984w_2$$
$$= w_1 = 0.31262w_2$$
$$(3) = 1 - 0.31262w_2 - w_2 = 0$$
$$1 = 1.3162w_2 \Rightarrow w_2 = 0.88 = 88\%$$
$$\Rightarrow w_1 = 0.12 = 12\%$$

المبحث الثالث:تحليل النتائج ومناقشتها :

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العائد والمخاطر لمحفظة التأمينات للسوق المالي السعودي من الفترة 2008-2018 حيث اعتمدنا في تحليلنا على دراسة العلاقة بين العائد والمخاطر المعبر عليها بمؤشري المتوسط الحسابي والانحراف المعياري على الترتيب وبغرض دراسة مزايا التنويع في هذا السوق خلال نفس الفترة ثم دراسة ذلك ، وعلى سبيل التوضيح لمفهوم التنويع كل من المؤشرات السوق المالي السعودي (التداول) مؤشر المصارف والخدمات المالية، أسعار النفط (خام، برنت)، مؤشر سلعة رأسمالية، وذالك بهدف دراسة أثر التنويع بين محفظة التأمين وأحد المؤشرات المذكورة سابقا.

يهدف تنويع المحافظ المالية إلى تحسين المؤشرات المالية للمحفظة المنوعة خاصة في شكل أزمات مالية خاصة وأن فترة الدراسة شهدت أزمتين ماليتين كبيرتين كان لهما التأثير الواضح على السوق المالي السعودي هما: الأزمة المالية العالمية(2008) وأزمة انهيار أسعار النفط (المنتصف 2014).

توصلنا من خلال دراستنا التطبيقية إلى النتائج التالية:

المطلب الأول: المخاطر الكلية لمحافظ محل الدراسة:

كانت المخاطر الكلية للاستثمارات الفردية محل الدراسة مرتفعة نسبيا خاصة في ضل أزمتين ماليتين (2008و2014)، حيث كانت المخاطر مرتفعة لمحفظة التأمينات والتي بلغت نسبة 58.07% وهي النسبة الأكبر مقارنة بالنسب الأخرى وهو أمر منطقي كون أن شركات التأمين سوف تنخفض عوائدها نتيجة لارتفاع مخاطر الأعمال المتأثرة بالأزمات المالية، أما بالنسبة لعوائد الاستثمار في النفط فكانت في ترتيب مخاطرها ثانيا وهذا راجع إلى أن أزمة 2014 كانت في الأصل انهيار أسعار النفط وهذا مما جعل المخاطر في هذا القطاع تكون مرتفعة.

وشهد الاستثمار في القطاع المصرفي مخاطر قدرت بـ:31.06% وهي نسبة مرتفعة كذلك حيث تظهر أثار تأثير الأزمة المالية العالمية واضحة على القطاع المصرفي السعودي خاصة وأنه يعتمد في شؤونه كثيرا على الشراكة مع المصارف الأمريكية.

أما بالنسبة للاستثمارات في السوق المالي السعودي والسلع الرأسمالية، فهما كان الأقل تأثر بالأزمتين الماليتين كون الاستثمار في تداول هو استثمار شديد التنوع وان قطاع السلع الرأسمالية ضعيف الارتباط مع مسببات الأزمتين الماليتين.

المطلب الثاني: تحليل المخاطر المنتظمة:

يعبر عن المخاطر المنتظمة بدرجة حساسة تقلبات العائد على الاستثمار نتيجة لتقلبات السوق المالي ككل ويعبر عنه بتقلبات المؤثر.

بلغت هذه النسبة بالنسبة لاستثمار في قطاع التأمين 0.5% وتعتبر هذه القيمة منخفضة نسبيا ويمكن قراءتها على الشكل التالي: إن ارتفاعا أو انخفاضا في مؤشر السوق السعودي بنسبة 5% سوف يؤدي إلى ارتفاعا أو انخفاضا على الترتيب بنسبة 5% لمؤشر قطاع التأمين.

بلغت قيمة معامل بيتا لقطاع المصارف بنسبة 0.11%- وهذا يدل على العلاقة العكسية بين حركة عوائد السوق المالي والقطاع المصرفي خلال هذه الفترة ويتم ترجمة هاته القيم على النحو التالي:

إن ارتفاع أو انخفاض بقيمة 10% سوف يؤدي إلى انخفاض أو ارتفاع على الترتيب في نسبة عائد مؤشر المصارف بنسبة1.1% وبغض النظر عن إشارة معامل بيتا فانه يمكن استنتاج أن المخاطر المنتظمة لقطاع المصارف منخفضة نسبيا مقارنة مع قطاع التأمين.

بلغت المخاطر المنتظمة في قطاع النفط المعبر عنه بمعامل 0.27بيتا وهي مخاطر منخفضة وان عوائد قطاع النفط يتتبع عوائد المؤشر.

كانت المخاطر المنتظمة لقطاع السلع هي الأكبر معاينة لقطاع الدراسة حيث كانت قيمة 0.78 بيتا في حالة كانت خسارة السوق السعودي 10% سوف تكون خسارة مؤشر السلع 7.8% وهي قيمة مرتفعة نسبيا.

المطلب الثالث: تحليل العوائد

يرتكز تحليل العوائد على بناء مؤشرات مالية بالاعتماد على نتائج تاريخية محققة لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب التسلسل التاريخي:

بلغت هذه السنة بالنسبة للاستثمار في قطاع التأمين 19.67 %وتعتبر هذه القيمة مرتفعة نسبيا وكما شهدت قيمة المصارف والخدمات المالية انخفاض نسبة 3.61%- بينما حقق المؤشر عائد يقدر 10% وهي نسب ولا تتناسب مع حجم المخاطر الذي يتحمله هذا الاستثمار بينما كانت العوائد السلبية لقطاعي المصادر والسلع الرأسمالية وبالتالي يمكن استنتاج أن التنويع سوف لن يكون فيه هاتين المبدأين السلبيين نظرا لتحقيق عوائد سلبية لمخاطر مرتفعة أي أن المخاطر لا تتناسب مع حجم المخاطر.

3 تحليل معاملات الارتباط:

تقوم النظرية الحديثة للمحفظة المالية على الفكرة الرئيسة ومنها إن كل ما كان معامل الارتباط ضعيفا أو قويا وبإشارة سلبية كلما أدى ذلك إلى الاستفادة من مزايا التنمية حيث إن عناصر الأصل المالي سوف تغطيها أرباح الأصل الحر وهي الفكرة التي ينء عليها ماركويتز معادلته لتقيم مخاطر المحافظة المالية وبالتالي فان العملية الأولى لتنويع المحفظة المالية تقوم على أساس بناء مصفوفة معامل الارتباط للاستثمارات التي يرغب بضمها للمحفظة المالية لهذا الإطار.

فإننا ومن خلال مجموعة الأصول نستطيع تشكيل خمسة محافظ مالية ثنائية الأصول لإظهار التنويع هي محفظة التأمين – التداول، محفظة التأمين –المصارف، محفظة التأمين–النفط، ومحفظة التأمين–الرأسمالية، وباستخدام الجدول رقم(9،2) تحصلنا على معاملات الارتباط التالية: 1.20%، 13.19%، 8.93%، 0.06% على الترتيب، ومنه يمكن استنتاج أن أحسن محفظة منوعة يمكن الحصول عليها هي محفظة التأمين–تداول، كون إن معامل الارتباط أصغر ما يمكن بعوائد موجبة وهو ما سوف تظهره معادلات ماركويتز الخاصة بتحليل العائد والمخاطر المحافظ المالية.

4– تحليل عوائد المحافظ المالية محل الدراسة:

يعرف عائد المحفظة المالية بأنه مجموع عوائد أصول المالية مرجحة بأوزانها النسبية وتكتب على الشكل التالي:

ويفترض أن الأوزان النسبية متساوية وتساوي 50% فان أفضل عائد يمكن الحصول عليه هو عائد محفظة التأمين _النفط الذي يساوي 11,40% ثم محفظة التامين_تداول بعائد يساوي 10,48% ثم عوائد محفظة تامين السلع ومحفظة تامين المصاريف بعوائد تساوي 0,71% و0 و8,03%

5- تحليل مخاطر المحافظ المالية: يرتكز تحليل ماركويتز في تقييمه لمخاطر المحافظ المالية على عنصرين أساسيين هما مخطر كل أصل مالي على حد مرجح بوزنه النسبي إضافة إلى حد التنويع الذي يهتم أكثر بمعامل الارتباط حيث يكتب على الصيغة التالية:

والنتائج المحصل عليها ممثلة في الجدول رقم(2،9) وقد كانت مخاطر تامين السلع أقل مخاطر من المحافظ الأخرى بلغت 9,46% تليها محفظة التامين_تداول بمخاطر بلغت 9,88% وكانت محفظة تأمين_الخام بنسبة 13,68% يبقى اختيار أحسن محفظة منوعة غير ممكن نضرا لاختلاف ترتيب عوائد وأصول مالية ومخاطرها وفي هذه الحالة نلجأ إلى مؤشر معامل التباين لتحديد أحسن علاقة بين العائد والمخاطر

6_ **معامل الاختلاف:** يتم اللجوء الى هذا المؤشر في حالة عدم القدرة على اتخاذ القرار الاستثماري بشان أفضلية الاستثمارات كأن يكون أصل مالي مخاطرة منخفضة وعوائده منخفضة أيضا يتم مقارنته مع أصل نالي بعوائد مرتفعة ومخاطر مرتفعة أيضا ويكتب هذا المؤشر على النحو التالي:

وبما أن هذا المؤشر يعتمد على حجم العوائد فإنه كلما كانت نسبة هذا المؤشر كبيرة كان ذلك أفضل وقد كانت محفظة تأمين-تداول، وهي المحفظة التي أعطت أحسن تنويع نظرا لان معامل التباين كان الأكبر مقارنة بالمحافظ الأخرى بنسبة 33,35% أما أسوء تنويع بين محفظة تأمين وأصل آخر فتتمثل في محفظة تأمين المصارف حيث كان يساوي 22,72%

7_ تحليل نسب شارب لمحافظ محل الدراسة:

تهدف نسبة شارب للتحليل إلى تقييم أداء المحافظ المالية بالأخذ بعين الاعتبار على ثلاثة مؤشرات مالية هي: عائد المحفظة وعائد بدون خطر وخطر المحفظة من خلال العلاقة التالية:

وقد بلغت فترة الدراسة لمؤشر شارب نسبة2% ويتمثل معدل الفائدة على سندات الخزينة التي يساوي فيها الخطر(0) وكلما كانت هذه السنة كبيرة كلما دل ذلك على أن أداء المحفظة أداة نسبة شارب أكبر محفظة وقد كانت محفظة التامين-تداول هي ذات نسبة أكبر هي 26,98% ثم تليها محفظة التامين-الخام بنسبة25,42 % ثم تليها محفظة التأمين-السلع الرأسمالية بنسبة % 25,07ثم محفظة التأمين-المصارف والخدمات المالية بنسبة 17,06 %

تحليل النسب المثلى للمحفظة:

لقد تم أخذ في بداية الدراسة أن المحفظة يتم تشكيلها مناصفة بين محفظتين متتاليتين w2 و w1، أما الأوزان النسبية المثلى فيتم تكوينها إلى استخدامات محفظة لاغرانج حيث كانت نسبة 88% و12% وهي الأوزان التي تعطى أحسن أوزان بين العوائد والمخاطر.

خلاصة الفصل الثاني

مما سبق يظهر لنا أن شركات التأمين السعودية تشكل لنا دورا حيويا في السوق المالي السعودي، وفي تمويل اقتصاد الدولة وذلك لكونها أداة مناسبة وفعالة لتجميع المدخرات واستثمارها، في حين أن السوق المالي السعودي محطة هامة لإعادة هيكلة وضخ الأموال لتمويل المشروعات الاستثمارية وتوجيهها إلى الوجهة الصحية .

كما يظهر بتطبيق مؤشرات تطوير السوق بالنسبة لشركات التأمين السعودية والسوق المالية السعودي لوحظ أن الشركات التأمين تلعب دورا كبيرا في تطوير السوق المالي السعودي.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

تتضمن خاتمة هذا البحث مجموعة من النتائج التي تم اختبارهامن خلال تطبيق استراتيجية استراتيجية التنويع و معياؤ شارب لتقييم الأداء على المحافظ القطاعية في السوق المالي السعودي، إضافة إلى اقتراح التوصيات المناسبة واستشراف آفاق الموضوع لغرض فتح مجالات أخرى تتعلق باستمرارية البحث فيه.

1- نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

حاولت هذه الدراسة الموسومة بـ"**أثر استراتيجية تنويع محفظة قطاع التأمين في السوق المالي السعودي على أمثلتها**" معالجة إشكالية البحث الرئيسية التي تدور حول **مدى مساهمة أستراتيجية التنويع في أمثلة محفظة قطاع التأمين في السوق المالي السعودي؟**

من خلال عرض الإطار النظري للمحفظة والخصائص المالية لها و نظرية ماركويتز ، ومن ثم تنويع محفظة قطاع التأمين مع عدة محافظ القطاعات الأخرى إلى جانب محفظة مؤشر السوق على أساس التوصل إلى محفظة مثلى مع أحدها ، وهو ما تم القيام به في الجانب التطبيقي للبحث، حيث تم التوصل إلى النتائج التالية:

أظهرت النتائج المتعلقة بتقلب كل من قطاع التأمين، المصارف، النفط، السلع، الخاصة بالسوق المالي السعودي أن نسب التقلب لسنوات الدراسة (2008-2018) كانت على الترتيب 0.50%، 0.11% و0.27%، 0.78%، وتعبر هذه النسب عن حجم المخاطر المرتفعة في فترة شهدت تراجعا لجميع مؤشرات السوق بفعل تراجع أسعار النفط في الفترة المذكورة.

ارتبطت نسبة المخاطر المرتفعة للسوق بارتفاع قيمة بيتا (ß) التي تعبر عن مقدار التغير في عوائد الأصول المالية محل الدراسة (القطاعت المدروسة) حيث أن عوائد تغير عائد السوق بنسبة 10% يؤدي إلى:

- زياد مؤشر محفظة التأمين ب0.5%: ويدل ذلك على العلاقة الايجابية بين حركة عوائد السوق وخائد محفظة قطاع التأمين .
- انخفاض مؤشر محفظة المصاؤف ب1.1%: ويدل ذلك على العلاقة العكسية بين حركة عوائد السوق وخائد محفظة قطاع المصارف.
- زياد مؤشر محفظة الخام ب2.7%: ويدل ذلك على العلاقة الايجابية بين حركة عوائد السوق وخائد محفظة قطاع النفط .
- زياد مؤشر محفظة السلع ب7.8%: ويدل ذلك على العلاقة الايجابية بين حركة عوائد السوق وخائد محفظة قطاع السلع .

وعليه **نقبل الفرضية الاولى بالنسبة** للعلاقة بين العائد والمخاطرة لكافة المحافظ المالية باستثناء محفظة المصارف التي أظهرت سلبية العلاقة

بعد استخلاص عوائد ومخاطرة مؤشر السوق وباقي القطاعات المدروسة، وبعد تشكيل مجموعة من المحافظ منوعة بصفة زوجية فقد تم دراسة معاملات الارتباط بين المحافظ محل الدراسة ، حيث جاء معامل ارتباط بين محفظة قطاع التأمين ومحفظة مؤشر تداول والذ حدد ب: 1.20 ـ ، وهذا لاعتبار أن تنوسع الأصول حسب نموذج ملركويتز لا يعتمد على العائد والمخاطرة فحسب بل أيضا على معامل الارتباط، وعليه فقد كانت نتيجة التنويع أن المحفظة المثلى التي تحقق أقل مخاطرة وعوائد ملائمة هي التولفة تأمين ـ تداول وبنسب 37% للتأمين و 63% لتداول، وهي التي حققت أقل معامل ارتباط، في حين قدر عائد المحفظة المثلى ب 10.48% وعائدها ب 9.88% ومنه نرفض الفرضية الثانية .

يعد نموذج شارب من النماذج المهمة في تقييم الأداء بالنسبة للمحافظ المالية، وبعد اختبار المحافظ المنوعة تنويعا ثنائيا يتبين لنا أن الترتيب كان على النحو الآتي: (تأمين تداول)،(تأمين ـ خام)، (تأمين ـ السلع الرأسمالية)، (تأمين ـ المصارف)، في حين كانت الخصائص المالية (العائد، المخاطرة) لتلك المحافظ على النحو والترتيب الآتـي: (10.48%،31.43%)، (11.40%، 36.99%)، (9.71% ، 30.75%)، (8.03%، 35.33%)، كما جاءت قيمة شارب بنفس الترتيب كما يلي: **26.98%، 25.42%، 25.07%، 17.06%**، وتدل كل تلك النتائج على رفض الفرضية الثالثة،

2– الاستنتاجات

من خلال دراستنا لموضوع تأثير استراتيجية التنويع على أمثلية قطاع التأمين في السوق المالي السعودي للغترة 2008 ـ 2018 فقد تم التوصل إلى العديـد من الاستنتاجات نوجز أهمها على النحو الآتـي:

- يترجم زيادة تقلب الأسعار في الأسواق المالية في شكل زيادة في التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية، وهي الحالة التي تتطلب إدارة هذه المخاطر بهدف تخفيف أثرها على قيم الاصول المالية المستثمرة .
- تعنبر استراتيجية التنويع من الاستراتيجيات الملائمة بين الأصول المالية والتي لاقت رواجا كبير وسط المستثمرون لأهميتها البالغة في الحصول على عوائد ملائمة في ظل مستويات محدودة من المخاطر التي طالما عان منها المستثمرون.
- تعد معاملات الارتباط بين الأصول المالية المحدد الرئيسي في مدى نجاح استراتيجية التنويع بين الأصول، وهو ما تم التوصل إليه في هذا البحث، حيث نظرا لمعامل الارتباط السالب بين محفظة التأمين و مؤشر تداول، فقد حققت أفظل توليفة بين العئد والمخاطرة.
- يعد نموذج شارب مقياسا جد مهما من أجل الحكم على أداء المحافظ المنوعة، وخياراتها المختلفة، حيث يمكن للمستثرون الراغبون في الحصول على معلومات في غاية الأهمية بالنسبة لقرارات الإستثمارية أن يستفيدوا من نتائجة ما من شأنه تجنيهم للقرارات الخاطئة.

3- الاقتراحـــات:

من خلال دراستنا لموضوع تأثير استراتيجية التنويع على أمثلية قطاع التأمين في السوق المالي السعودي للغترة 2008 . 2018 فقد تم اقتراح العديد من النقاط ذات العلاقة بموضوع الدراسة، والتي نوجز أهمها على النحو الآتـــي:

- ظرورة اتخاذ الاحتياطات الملائمة لتجنيب قطاع التأمين في المملكة العربية السعودية حدة المخاطر التي تعاني منها، وتعظي عوائدها، في ظل بيئة متقلبة تستوجب الاعتماد على مؤشرات رقابية أكثر صرامة وتواكب التطورات الراهن في البيئة الدولية.
- على المستثمرون مراعاة و دراسة درجة ارتباط القطاعات المالية فيما بينها حتى تكون استثماراتهم في منأي من انتقال عدوى الأزمات المحتملة في باقي القطاعات الأخرى ما من شأنه المساهمة في تحسين الأداء والاستقرار.
- يجب على المستثمرون الاعتماد على مختلف مقاييس الأداء التي تكون جد مفيدة في الفصل بين الخيارات المحتملة، وهذا حتى يتسنى لهم تحديد أفضل تلك الخيارات من حيث العائد والمخاطرة، ومن جهة أخرى الحصول على تقييم صحيح.
- توسيع استرتيجية التنويع على مستوى دولي الأمر الذي من شأنه يساهم في الحصول على توليفة ملائمة للأصول الموظفة والمتمثلة في عائد أكبر ومخاطر أقل.

4- أفـــــــاق الدراســـة:

من خلال دراستنا لموضوع تأثير استراتيجية التنويع على أمثلية قطاع التأمين في السوق المالي السعودي للغترة 2008 . 2018 فقد تم ملاحظة أن العديـد من االمجالات ذات العلاقة بموظوع دراستنا لازالت غامضة، والتي نوجز أهمها على النحو الآتـــي:

- نمذجة تقلبات عوائد محافظ مؤشرات قطاعات التأمين في الأسواق الناشئة.
- أثر استراتيجية التنويع في أمثلة محفظة قطاع التأمين
- دور استراتيجية التخطية في تخفيض مخاطر محفظة قطاع التأمين.
- تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسواق المالية الخليجية.
- استخدام مقاييس تقييم الأداء لملحافظ لمنوعة دوليا.
- أثر درجة الارتباط في تحسين العلاقة بين العائد والمخاطرة.

قائمة المصادر والمراجع

أولا: المراجع والمصادر باللغة العربية

- **الكتب:**

1 – المومني، غازي فلاح، "**إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمّان، 2008.

2 – الحناوي، مُحَمَّد الصالح، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، "**الاستثمار في الأسهم والسندات**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.

3 – آل شبيب، دريد كامل، "**الاستثمار والتحليل الاستثماري**"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009.

4 – طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، **2003**.

5 – الأنصاري، أسامة، خيري الجزيري، "**الأسواق المالية والنقدية**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، الأردن، 1999.

6 – آل شبيب، دريد كامل ،"**إدارة المحافظ الاستثمارية**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2010 .

7 – مُحَمَّد الصيرفي، **البورصات**، دار الفكر الجامعي، طبعة 1، الإسكندرية، 2007.

8 – مُحَمَّد عنتر أحمد، **الإدارة المالية والاستثمار**، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ،الطبعة1، القاهرة، 2009.

9 – وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل، الطبعة1، عمان، 2012.

10 – شقيري نوري موسى، صالح الرزقان، وآخرون، **إدارة الاستثمار**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، الأردن،2011.

11 – هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزي ،الطبعة1، الأردن، 2015.

12 – منير إبراهيم هندى، **أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية**، توزيع المكتب المغربي الحديث، الطبعة 1، الإسكندرية، 2015.

13 – مُحَمَّد مطر وتيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2005.

14 – رياض دهال، **الأدوات المالية، العدد الخامس عشر**، أندار، السنة الثانية، مارس 2003.

15– عدنان نايه النعيمى وارشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009**.

16- عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

- **المجلات العلمية المحكمة:**

1 - الموسوي، سعد أحمد حميد،" **تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياسM^2 ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفؤة _ دراسة تطبيقية تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية،** المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد6، العدد24.

2- جليل كاظم مدلول العرضي، عبد الزهرة جعفر، **إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى (بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص)**، مجلة الغري، المجلد 14، العدد 38.

3 - عبو عمر وآخرون، **مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية – دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي** – مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي العدد 01 – مارس 2017، جامعة المسيلة.

4 - سامي خضير وعمار شهاب أحمد، **دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تنشيط الاستثمار ألمحفظي بالتطبيق في السوق المالي السعودي 2006، 2013،** مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 1/العدد 37، كلية الإدارة والاقتصاد، 2017.

- **المذكرات والأطروحات:**

1 - مُحَّد العيد تجاني، **أهمية استراتيجيات إدارة المخاطر في تعزيز الصناعة المالية الإسلامية لمتطلبات استقرار الأسواق المالية الدولية، دراسة قياسية لحالة مجموعة من الأسواق الإسلامية والدولية خلال الفترة 2007-2017،** أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2017.

2 - عبد اللطيف طيبي، **التطبيقات المتمايزة لتقنيات التمويل والاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد والخاطرة –نموذج بنك البركة الجزائري** – مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 04 ماي 2010،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008، 2009.

3 – بشار الشعراني، **التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)**، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في الأسواق المالية، تخصص المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، الجمهورية العربية السورية، جامعة دمشق، 2015.

4 – سلماني عادل، **دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي –دراسة حالة ماليزيا–** مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، 2013، 2014.

5 – توفيق عوض شيبر، **بناء المحافظ الاستثمارية باستخدام نماذج أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**، قدمت هذه الدراسة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.

6 – لورين إبراهيم القاضي، **أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على زكية البنوك التجارية –دراسة اختيارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة ة من 2012 –2014**، قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، مايو 2016.

7 – سعيدة تلي، **التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية، دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008، 2009.

8 – بن أعمر بن حاسبن، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية** – أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقا يد، تلمسان، 2013، 2012.

9 – حوحو فطوم، **سياسة تفعيل الأوراق المالية العربية – دراسة حالة السوق المالي السعودي** –مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه طور ثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، 2014، 2015.

- المحاضرات:

1– سامية فقير، **محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية**، سنة أولى دكتوراه ل م د، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة أمُحَّد بوقرة، بومرداس، 2017، 2018.

- **التقارير :**

1- مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للرقابة على الشركات التأمين، تقرير سوق التأمين السعودي 2010.

2- مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للرقابة على الشركات التأمين، تقرير سوق التأمين السعودي 2014.

3- مؤسسة النقد العربي السعودي الإدارة العامة للرقابة على الشركات التأمين تقرير سوق التأمين السعودي 2017.

- **المواقع الالكترونية:**

1 - هيئة السوق المالية السعودية، **الاستثمار في سوق الأسهم** **https / www .cma.org.sa** **09:30**: (**15/05/2019**) .

2 – إبراهيم عبد الرحمان القاضي، **مؤشر الأسهم: الماهية والأهمية والكيفية،** www.alriyadh.com /61146، 17/05/20190، 45 :11.

المصادر الأجنبية :

Brigham ,Eugene F,Ehrhardt, Michael C,2011 **, "Finacial Management Theory and Practice"** 13th Edition, Lachina , pub.

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01: يمثل مؤشرات السوق

اخر سعر	سعر الفتح	عالي	منخفض	الحجم	التغير %
9559.87	11038.66	11697.01	9193.86	-	-13.40%
4808.90	4802.99	5344.31	4351.66	5.58B	0.12%
6252.55	6121.76	6424.68	6110.43	2.96B	2.14%
6358.03	6620.75	6795.29	6222.21	3.26B	-3.97%
6626.04	6417.73	6628.09	6315.27	6.93B	3.25%
7043.55	6801.22	7176.45	6801.22	4.13B	3.56%
8760.62	8535.60	8803.73	8535.22	4.56B	2.64%
8878.54	8333.30	8937.40	7770.17	6.35B	6.54%
5996.57	6911.76	6975.70	5348.61	5.75B	-13.24%
7101.86	7210.43	7290.33	6745.13	5.17B	-1.51%
7650.12	7226.32	7702.25	7148.79	4.43B	5.86%
7826.73	7702.99	7975.24	7589.23	2.55B	1.61%

تاريخ	اخر سعر
جانفييه-08	1842.96
جانفييه-09	688.93
جانفييه-10	1085.42
جانفييه-11	825.73
جانفييه-12	1114.06
جانفييه-13	1265.29
جانفييه-14	1095.41
جانفييه-15	1466.55
جانفييه-16	3821.91
جانفييه-17	5254.89
جانفييه-18	4663.85
جانفييه-19	4175.07

المصدر: السوق المالي السعودي

تاريخ	تداول	Rm	التامين	Ri
جانفيه-08	9,559.87		1,842.96	
جانفيه-09	4,808.90	-49.70%	688.93	-62.62%
جانفيه-10	6,252.55	30.02%	1,085.42	57.55%
جانفيه-11	6,358.03	1.69%	825.73	-23.93%
جانفيه-12	6,626.04	4.22%	1,114.06	34.92%
جانفيه-13	7,043.55	6.30%	1,265.29	13.57%
جانفيه-14	8,760.62	24.38%	1,095.41	-13.43%
جانفيه-15	8,878.54	1.35%	1,466.55	33.88%
جانفيه-16	5,996.57	-32.46%	3,821.91	160.61%
جانفيه-17	7,101.86	18.43%	5,254.89	37.49%
جانفيه-18	7,650.12	7.72%	4,663.85	-11.25%
جانفيه-19	7,826.73	2.31%	4,175.07	-10.48%

تاريخ	Rm	Ri	E(Rm)
جانفيه-08	-49.70%	-62.62%	1.30%
جانفيه-09	30.02%	57.55%	1.30%
جانفيه-10	1.69%	-23.93%	1.30%
جانفيه-11	4.22%	34.92%	1.30%
جانفيه-12	6.30%	13.57%	1.30%
جانفيه-13	24.38%	-13.43%	1.30%
جانفيه-14	1.35%	33.88%	1.30%
جانفيه-15	-32.46%	160.61%	1.30%
جانفيه-16	18.43%	37.49%	1.30%
جانفيه-17	7.72%	-11.25%	1.30%
جانفيه-18	2.31%	-10.48%	1.30%
Mean	**1.30%**	**19.67%**	
Std. Dev.	**23.38%**	**58.07%**	
Variance	**5.47%**	**33.72%**	

rm^2	ri*rm	ri-Ri-E(Ri)	rm-Rm-E(Rm)	E(Ri)
0.2600	0.4196	-0.82	-0.51	19.67%
0.0825	0.4017	1.40	0.29	-82.28%
0.0000	-0.0021	-0.53	0.00	28.78%
0.0009	0.0097	0.33	0.03	1.62%
0.0025	0.0020	0.04	0.05	9.54%
0.0533	-0.0505	-0.22	0.23	8.44%
0.0000	0.0002	0.30	0.00	3.39%
0.1139	-0.5176	1.53	-0.34	7.26%
0.0294	0.0205	0.12	0.17	25.52%
0.0041	-0.0088	-0.14	0.06	2.44%
0.0001	-0.0013	-0.13	0.01	2.44%
0.5467	**0.2734**	**1.90**	**0.00**	

Cov (Ri,Rm)	**0.2734**	**27.34%**			
Vm	**0.5467**	**54.67%**			
r^2	**0.0001**	R	**0.0120**	**1.20%**	معامل الارتباط
ß	**0.50**				
المخاطر المنتظمة	$ß^2$ * Vm	**0.1367**			

الملحق رقم 02: يمثل المصارف و الخدمات المالية

تاريخ	المصارف والخدمات الماليه	Ri	E(Rm)	E(Ri)
جانفيه-08	-45.95%	-62.62%	1.30%	19.67%
جانفيه-09	21.45%	57.55%	1.30%	-40.54%
جانفيه-10	2.39%	-23.93%	1.30%	5.67%
جانفيه-11	-10.18%	34.92%	1.30%	-3.15%
جانفيه-12	2.42%	13.57%	1.30%	5.10%
جانفيه-13	22.71%	-13.43%	1.30%	5.66%
جانفيه-14	4.81%	33.88%	1.30%	2.28%
جانفيه-15	-28.95%	160.61%	1.30%	6.47%
جانفيه-16	-64.09%	37.49%	1.30%	24.93%
جانفيه-17	21.83%	-11.25%	1.30%	2.90%
جانفيه-18	33.80%	-10.48%	1.30%	2.90%
Mean	**-3.61%**	**19.67%**		
Std. Dev.	**31.06%**	**58.07%**		
Variance	**9.65%**	**33.72%**		

rm^2	ri*rm	ri=Ri-E(Ri)	rm=Rm-E(Rm)
0.2232	0.3887	-0.82	-0.47
0.0406	0.1977	0.98	0.20
0.0001	-0.0032	-0.30	0.01
0.0132	-0.0437	0.38	-0.11
0.0001	0.0010	0.08	0.01
0.0459	-0.0409	-0.19	0.21
0.0012	0.0111	0.32	0.04
0.0915	-0.4662	1.54	-0.30
0.4275	-0.0822	0.13	-0.65
0.0422	-0.0291	-0.14	0.21
0.1057	-0.0435	-0.13	0.33
0.9912	**-0.1102**	**1.84**	**-0.54**

Cov (Ri,Rm)	**-0.1102**	**-11.02%**		
Vm	**0.9912**	**99.12%**		
r^2	**0.0331**	**R**	**0.1819**	**18.19%**
ß	**-0.11**			
المخاطر المنتظمة	$ß^2 * Vm$	**0.0123**		

E(Ri)	E(Rm)	Ri	خام	تاريخ
19.67%	1.30%	-62.62%	-54.57%	جانفيه-08
-32.05%	1.30%	57.55%	74.88%	جانفيه-09
8.50%	1.30%	-23.93%	26.48%	جانفيه-10
-1.73%	1.30%	34.92%	6.82%	جانفيه-11
5.95%	1.30%	13.57%	-1.01%	جانفيه-12
6.23%	1.30%	-13.43%	0.00%	جانفيه-13
-0.08%	1.30%	33.88%	-50.52%	جانفيه-14
4.78%	1.30%	160.61%	-30.31%	جانفيه-15
23.66%	1.30%	37.49%	57.08%	جانفيه-16
3.88%	1.30%	-11.25%	22.57%	جانفيه-17
3.88%	1.30%	-10.48%	-16.90%	جانفيه-18
		19.67%	**3.14%**	**Mean**
		58.07%	**40.93%**	**Std. Dev.**
		33.72%	**16.75%**	**Variance**

rm^2	ri*rm	ri-Ri-E(Ri)	rm-Rm-E(Rm)
0.3121	0.4597	-0.82	-0.56
0.5415	0.6593	0.90	0.74
0.0634	-0.0817	-0.32	0.25
0.0031	0.0203	0.37	0.06
0.0005	-0.0018	0.08	-0.02
0.0002	0.0025	-0.20	-0.01
0.2685	-0.1760	0.34	-0.52
0.0999	-0.4924	1.56	-0.32
0.3112	0.0772	0.14	0.56
0.0453	-0.0322	-0.15	0.21
0.0331	0.0261	-0.14	-0.18
1.6787	**0.4611**	**1.74**	**0.20**

Cov (Ri,Rm)	**0.4611**	**46.11%**		
Vm	**1.6787**	**167.87%**		
r^2	**0.0080**	r	**0.0893**	**8.93%**
ß	**0.27**			
المخاطر المنتظمة	$ß^2 * Vm$	**0.1266**		

تاريخ	السلع الرأسمالية	Ri	E(Rm)	E(Ri)
جانفيه-08	-35.17%	-62.62%	1.30%	19.67%
جانفيه-09	33.57%	57.55%	1.30%	-36.68%
جانفيه-10	10.03%	-23.93%	1.30%	6.96%
جانفيه-11	14.51%	34.92%	1.30%	-2.50%
جانفيه-12	12.90%	13.57%	1.30%	5.48%
جانفيه-13	5.54%	-13.43%	1.30%	5.92%
جانفيه-14	11.19%	33.88%	1.30%	1.20%
جانفيه-15	-28.80%	160.61%	1.30%	5.70%
جانفيه-16	-12.27%	37.49%	1.30%	24.35%
جانفيه-17	-9.95%	-11.25%	1.30%	3.34%
جانفيه-18	-4.29%	-10.48%	1.30%	3.34%
Mean	**-0.25%**	**19.67%**		
Std. Dev.	**20.23%**	**58.07%**		
Variance	**4.09%**	**33.72%**		

rm^2	ri*rm	ri-Ri-E(Ri)	rm-Rm-E(Rm)
0.1330	0.3001	-0.82	-0.36
0.1042	0.3041	0.94	0.32
0.0076	-0.0270	-0.31	0.09
0.0175	0.0494	0.37	0.13
0.0135	0.0094	0.08	0.12
0.0018	-0.0082	-0.19	0.04
0.0098	0.0323	0.33	0.10
0.0905	-0.4661	1.55	-0.30
0.0184	-0.0178	0.13	-0.14
0.0126	0.0164	-0.15	-0.11
0.0031	0.0077	-0.14	-0.06
0.4120	**0.2003**	**1.80**	**-0.17**

Cov (Ri,Rm)	**0.2003**	**20.03%**		
Vm	**0.4120**	**41.20%**		
r^2	**3.21781E-07**	r	**0.0006**	**0.06%**
ß	**0.49**			
المخاطر المنتظمة	$ß^2 * Vm$	**0.0974**		

المصدر: السوق المالي السعودي.