

أثر عامل المخاطرة على عائد المحافظ المالية" دراسة قياسية لعينة من المحافظ بالسوق المالي السعودي خلال الفترة 2021-2023 "

The impact of the risk factor on the return of financial portfolios“ A benchmark study of a sample of portfolios in the Saudi financial market during the period 2021-2023“

* بن داود آمنة¹، ولد عابد عمر²

¹ جامعة الشلف (الجزائر)، a.bendaoud@univ-chlef.dz

² جامعة الشلف (الجزائر)، o.ouldabed@univ-chlef.dz

تاريخ النشر: 2023/12/31

تاريخ القبول: 2023/10 /08

تاريخ الاستلام: 2023/09/08

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر عامل المخاطرة على عائد المحافظ المالية لعينة من المحافظ بالسوق المالي السعودي وذلك خلال الفترة (2021q2-2023q2)، حيث اعتمدت الدراسة الحالية على بيانات فصلية بمجموع 9 مشاهدات لكل محفظة، وتضمنت عينة الدراسة كل من (محفظة الإعمار، محفظة الشجاع، محفظة المتوازن، محفظة الجري ومحفظة الشركات الصغيرة والمتوسطة). وقد أظهرت نتائج تقدير النموذج الساكنة لبيانات البانل باستخدام برنامج Eviews 12، إشارة المعلمة المرتبطة لمخاطر المحفظة المالية (SDD) ذات إشارة سالبة وبالتالي فقد كان لها تأثير عكسي على عائد المحافظ المالية، حيث أن الزيادة في مخاطر المحفظة المالية بنسبة: 100% تؤدي إلى تراجع مؤشر عائد المحافظ المالية بنسبة: 176%، وهي مرونة مرتفعة تعكس تأثير مخاطر المحافظ المالية على عائدها. الكلمات المفتاحية: المحفظة المالية، المخاطر المالية، عائد المحفظة المالية، نماذج بانل.

تصنيف JEL: C23، G21

Abstract:

This study aimed to measure the impact of the risk factor on the return of financial portfolios for a sample of portfolios in the Saudi financial market during the period (2021q2- 2023q2). The current study relied on quarterly data with a total of 9 observations for each portfolio. The study sample included (Al-Emaar Portfolio, Al-Shujaa Portfolio, Balanced Portfolio, Al-Jari Portfolio, and the Small and Medium companies Portfolio).

The results of estimating the static model for panel data using the Eviews 12 program showed: The sign of the parameter associated with portfolio risk (SDD) has a negative sign and therefore had an inverse effect on the portfolio return. Whereas an increase in the risk of the financial portfolio by: 100% leads to a decline in the financial portfolio return index by: 176%, It is a high flexibility that reflects the impact of financial portfolio risks on their returns.

Key words : Portfolio, Financial risks, return of financial portfolio, Panel models

Classification JEL: C23, G21

* المؤلف المرسل.

مقدمة:

يعتبر الاستثمار في المحافظ المالية من المفاهيم الشائعة في عالم المال والأعمال، حيث أن الهدف الأساسي من وراء العملية الاستثمارية هو تحقيق العائد والربح، وللوصول إلى هذا الهدف وجب على المستثمر تحديد المسار المالي المستقبلي بدقة وعناية، خاصة في ظل المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار نتيجة حالة عدم التأكد التي يتسم بها المحيط الاقتصادي. كما أن الاحتفاظ بالأموال في شكل سائل يعتبر أكثر مخاطرة مما يدفع بالمستثمر إلى تشكيل محفظة مالية يتم تداول أوراقها في السوق المالي.

إشكالية الدراسة:

بناء على ما سبق يمكننا طرح الإشكالية التالية: ما مدى تأثير عامل المخاطرة على مؤشر عائد المحفظة المالية في السوق المالي السعودي؟

ويترتب عن التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالمحفظة المالية؟

- ما المقصود بعائد ومخاطر المحفظة المالية؟

- هل ارتفاع المرونة يعكس أثر المخاطر على عائد المحافظ المالية عينة الدراسة؟

الفرضيات: للإجابة على التساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية تم اقتراح الفرضيات التالية:

- أن العائد الذي تحققها لمحافظ المالية مختلف والمخاطر التي تتعرض لها متباينة وذلك حسب خصائصها وحسب مؤشر عائد السوق،

- تأثر المخاطر المالية على مؤشر عائد المحفظة المالية بنسبة مرتفعة.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أثر عامل المخاطرة على عائد المحافظ المالية، وذلك من خلال عرض التوليفات المفاهيمية والتطبيقية التي تجمع بين هذين المتغيرين، وهذا بالاعتماد على نماذج بانل في عملية التقدير والنمذجة القياسية، قصد قياس أثر المخاطر التي تتعرض لها الأصول المكونة للمحفظة المالية على العائد الذي يسعى المستثمر إلى تعظيمه عند مستوى معين من المخاطر.

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من طبيعة الموضوع الذي تعالجه، والإشكالية التي تسعى للإجابة عليها والوصول إلى نتائج يمكن الاعتماد عليها في تحديد العلاقة بين متغيراتها، بالإضافة إلى محاولة قياس أثر المخاطر على الاستثمار في المحافظ المالية.

المنهج المتبع:

اعتمدنا في هذه الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري، حيث تطرقنا إلى بعض المفاهيم التي لها صلة بالموضوع وذلك عن طريق تجميع المادة العلمية من مصادرها المختلفة ثم القيام بتصنيفها وتبويبها، أما بالنسبة للجانب التطبيقي للدراسة فسنعتمد فيه على المنهج الكمي من خلال إجراء دراسة قياسية على مجموعة من المحافظ المالية بالسوق المالي السعودي باستخدام برنامج Eviews 12.

الدراسات السابقة:

شمل المسح الذي قمنا به قبل البدء في الدراسة من الاطلاع على مصادر ومراجع علمية عربية وأجنبية مختلفة ذات الصلة بالموضوع

ما يلي:

• دراسة (بصيري وسليمان، 2020) بعنوان: تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج

تسعير الأصول الرأسمالية: دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية.

تطرت هذه الدراسة الى توضيح العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية، عن طريق اسقاط نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الجزائرية، وخلصت الدراسة الى أن هذه السوق لا تتوافق مع هذه العلاقة لأن الاستثمار في المعدل الخالي من المخاطرة أحسن من الاستثمار في بورصة الجزائر لأن العائد الذي يحققه أكبر.

• دراسة (JOSETTE PEYRARD، 1973) بعنوان: **Risque, rendement et évaluation des actifs**

financiers

تطرت هذه الدراسة الى تحديد مفهوم المخاطر وتقدير وزنها في قيمة الأصول المكونة للمحفظة المالية، مع التطرق الى كيفية تقليل المخاطر عن طريق التنويع للوصول الى أفضل خيار استثماري وتحقيق أقصى عائد.

المحور الأول: الجانب النظري

أولاً: مفهوم المحفظة المالية

قبل أن نتطرق لمفهوم المحفظة المالية لابد من تحديد مفهوم المحفظة الاستثمارية كون أن مفهومها أشمل، حيث تعرف المحفظة الاستثمارية على أنها: " بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة (Portfolio Manager)، وقد يكون مدير المحفظة مالكا لها كما يمكن أن يكون مأمورا، وبالتالي تنوع وتتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك المحفظة، وتختلف المحافظ من حيث تنوع أصولها فيمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية كاحتوائها على المعادن الثمينة، العقارات، العملات. وقد تكون جميع أصولها مالية كالأسهم، السندات، وأذونات الخزينة... الخ. لكن في اغلب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط أي أنها تجمع بين الأصول الحقيقية والمالية" (مطر و فايز، 2005، صفحة 169).

أما المحفظة المالية فتعرف على أنها: "المحفظة التي تضم جميع الأوراق المالية والموجودات الرأسمالية المتداولة في السوق وتحسب القيمة النسبية لكل منها إلى مجموع موجودات محفظة السوق، وتستخدم هذه المحفظة في احتساب عوائد الأسهم ومخاطرها" (فلاح و الدوري، 2000، صفحة 154).

كما تعرف أيضا بأنها: " محفظة تشتمل على مجموعة من منتجات الادخار والاستثمار، أو بعبارة أخرى، عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية من أسهم وسندات وحصص وسندات الدين القابلة للتداول قصيرة ومتوسطة الأجل، وربما العقود المالية بما في ذلك المشتقات المالية" (Chollet, 2021, p. 377).

من التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص بأن المحفظة المالية تشمل مجموعة من الأصول المالية والاستثمارات التي يمتلكها المستثمر لتحقيق عائد في المستقبل عند مستوى معين من المخاطرة.

ثانيا: أنواع المحافظ المالية

1-محفظة الدخل(العائد المنتظم):

هي المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أعلى معدل للدخل للمستثمر بقليل من المخاطرة، وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية التي تدر على المستثمر بأعلى العوائد، فالدخل يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات أو التوزيعات النقدية للأسهم

الممتازة أو العادية، لذلك وجب على المستثمر اختيار السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت والأسهم التي تحقق توزيعات أرباح عالية وتكون قليلة المخاطرة.

إن الهدف الأول والأخير من تكوين المحفظة هو إيجاد دخل شهري أو سنوي للمستثمر ويكون ذلك باختيار أسهم الشركات القوية الراسخة التي لا تتأثر بتقلبات السوق، حيث يوجد في الأسواق المالية العالمية عدد كبير من بيوت الخبرة ومكاتب الاستشارات وشركات الدراسات والأبحاث التي تصدر دوريات تظهر فيها سندات وأسهم الدخل لتبين للمستثمر السندات أو الأسهم التي يمكن اختيارها لتحقيق الدخل (غازي فلاح، 2013، صفحة 22).

2- محفظة الربح (النمو):

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

تتموقع هذه الشركات في قطاعات جد متطورة تتميز باستثمارات مدرة للأرباح، هيكلها المالي متوازن، قدرة تمويلها الذاتي كبيرة، تتمتع بمعدلات مردودية جد عالية ولها قيمة سوقية مرتفعة مقارنة بأسهم أخرى (Peyrard, 1998, p. 212).

3- محفظة الربح والعائد (المختلطة):

تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح، هذا النوع من المحافظ يهدف إلى حماية رأس المال مع تأمين دخل معين، تخرج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي تحمل مخاطرة والأوراق المالية التي تحقق دخل عال ولكن بما مخاطرة عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يرغب في المزج بين العائد والمخاطرة (عصام، 2008، صفحة 207).

ثالثا: أهداف تكوين المحفظة المالية

ان الهدف من تكوين محفظة الأوراق المالية يكمن في تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في الاستثمار الطويل أو القصير الأجل، بالإضافة إلى طبيعة الدخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية وعلى هذا الأساس يتم اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب مع الأهداف التي يسعى المستثمر لتحقيقها، ومنها:

- ✓ حماية الأموال المستثمرة من انخفاض قيمتها الشرائية نتيجة التضخم؛
- ✓ تنمية المحفظة أي تضخم قيمتها الرأسمالية؛
- ✓ تحقيق عائد دوري ودخل إضافي رأسمالي ناتج من الأرباح الرأسمالية للبيع بأكبر من القيمة الشرائية؛
- ✓ التأمين ضد المخاطر خاصة مخاطر انخفاض القوة الشرائية؛
- ✓ تحقيق تنمية مستمرة في الأموال التي تم استثمارها؛
- ✓ تثبيت واستقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع (ابراهيم العبد، 1999، صفحة 3)؛
- ✓ تحقيق مستوى مقبول من السيولة إذ أن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (مثلا السندات) فضلا عن الأوراق سريعة التسويق (أسهم الشركات الكبرى) في أسواق التداول كفيلا بتوفير تدفق نقدي مستمر وعند الحاجة إلى التغيير في المحفظة (محمد الداغر، 2005، صفحة 204).

رابعا: عائد المحفظة المالية

يعتبر تقييم أداء المحفظة من أهم الخطوات التي يعتمد عليها المستثمر لقياس وتحليل استثماراته في المحفظة المالية.

1- مفهوم عائد المحفظة:

يعرف عائد المحفظة المالية بأنه: " يظهر معدلا لعائد على الحافظة فيصورة دالة خطية، وهو عبارة عن المتوسط المرجح بالأوزان للاستثمارات الفردية في المحفظة" (الحنوي، 1997، صفحة 284).

ويعرف أيضا بأنه: " عبارة عن المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية" (منير ابراهيم، 2002، صفحة 424).

2- حساب عائد المحفظة المالية:

بعد التطرق لمفهوم عائد محفظة يمكن تحديد العائد المتوقع لمحفظة مكونة منسهمين كما يلي (السيد متولي، 2010، صفحة 212):

حيث:

RP: عائد المحفظة

: الوزن النسبي للأصل 1 و2.

: عائد السهم 1 و2.

أما بالنسبة لمحفظة مكونة من n أصل فان العلاقة تكون كالتالي:

$$R_p = \sum_{i=1}^n X_i R_i \dots \dots \dots (1 - n)$$

3- أهمية قياس أداء المحفظة المالية:

إن وجود عدة طرق لبناء محافظ الأوراق المالية، وإمكانية توزيع أصول المحفظة بأكثر من طريقة يتطلب منا المقارنة بين أداء عدة محافظ مالية، إذ وجد أسلوب ينل تقييم الأداء، أسلوب بسيط يعتمد على قياس أداء المحفظة من منظور العائد فقط دون المخاطرة، ولكن في هذه الحالة تكون المقارنة غير مقبولة كون المحافظ تختلف في درجة المخاطرة، أما الأسلوب المزدوج في قيس أداء المحفظة بالنظر إلى العائد والمخاطرة، حيث أن عوائد المحافظ مختلفة والمخاطر التي تتعرض لها متباينة، ومن بين الأساليب المزدوجة نذكر مقياس شارب، ترينور ومقياس جنسن وتعتبر هذه الأساليب مهمة لأنها تدلنا على حالة السوق في المستقبل وما ستكون عليه الأسعار في السنوات القادمة.

4- خط السوق:

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

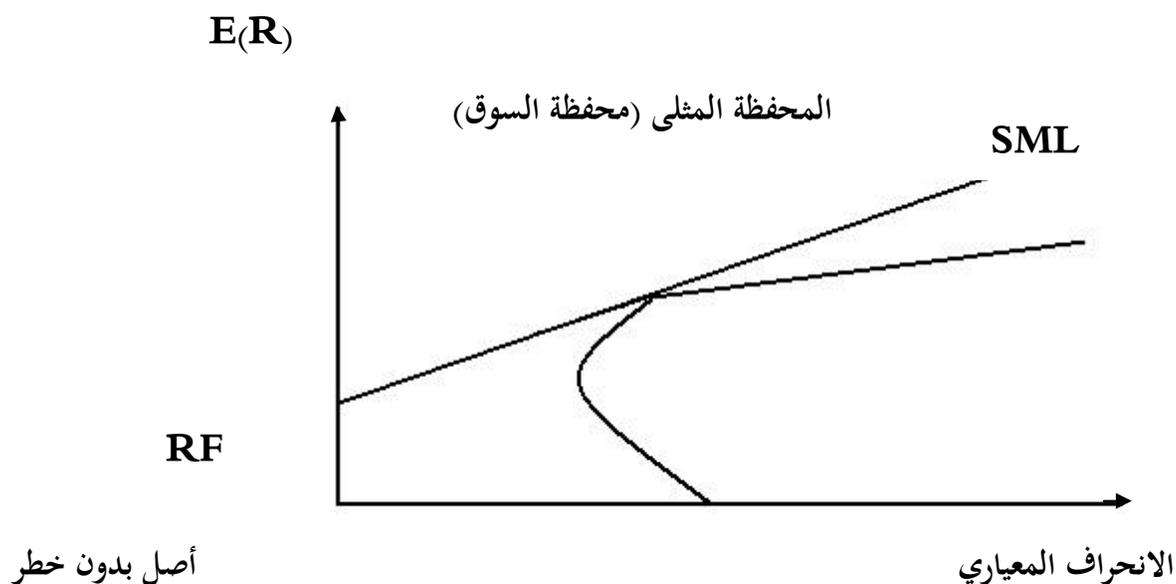
$$SML = RF + \beta (RM - RF)$$

حيث:

FR: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

MR: عائد محفظة السوق (RHATOUS & DAOUI, 2020, p. 195).

الشكل رقم (01): خط السوق



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

خامسا: مخاطر المحفظة المالية

إن الاستثمار في الأوراق المالية يجعل المستثمر عرضة لعدة أنواع من المخاطر، حيث يتطلب أن تتوفر لديه إدارة مخاطر قوية تمكنه من تحديد، قياس، مراقبة وضبط هذه المخاطر.

1- مفهوم الخطر:

يعرف الخطر بأنه: "من أهمها لمشاكل الحيوية التي تؤثر على المشاريع تأثيرا فعالا كما يمكن أن يؤدي ازدياد الخطر إلى تحوله إلى مشكلة" (عاطف، 2008، صفحة 5).

كما يعرف أيضا بأنه: "هو احتمالية وقوع حادث مستقبلا، أو حلول أجل غير معين خارج إرادة المتعاقدين قد يهلك الشيء بسببه، أو يحدث ضرر منه" (بلعزوز، 2009-2010، صفحة 331).

2- قياس المخاطر:

تقاس المخاطر باستخدام أدوات وطرق مختلفة منها الانحراف المعياري، التباين بالإضافة إلى عدة طرق أخرى سنتطرق لها فيما يلي:

أ- الانحراف المعياري والتباين:

✓ **الانحراف المعياري:** هو مقياس إحصائي يبين درجة انتشار (توزيع) العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة (الوسط الحسابي)، وتحسب مخاطر المحفظة الاستثمارية من خلال المعادلة التالية:

$$S_p =$$

حيث:

S_p: الانحراف المعياري للمحفظة.

W: الوزن النسبي للسهم (الأداة) a .a

W_b: الوزن النسبي للسهم (الأداة) b .b

S_a: الانحراف المعياري للسهم a .a

S_b: الانحراف المعياري للسهم b .b

a, ar: معامل الارتباط بين السهمين a و b (شقيري نوري، 2012، صفحة 172).

✓ **التباين:** هو عبارة عن مجموع انحرافات البيانات عن الوسط الحسابي وبما أن هذا المجموع يساوي صفراً دائماً كان لابد من حذف الإشارة السالبة لنحصل على مقياس ذي معنى وإحدى الطرق التي تزيل الإشارة السالبة هي تربيع الانحرافات، وتستخدم مربعات الانحرافات هذه في حساب التباين (شقيري نوري، إدارة الاستثمار، 2012، صفحة 65).

ولحساب التباين من واقع بيانات تاريخية نستعمل المعادلة التالية:

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

أما لحساب التباين لبيانات متوقعة الحدوث فإننا نستخدم المعادلة التالية:

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

ب-معامل بيتا ومعامل الاختلاف:

✓ **معامل بيتا:** يعتبر معامل بيتا من الأساليب الملائمة لقياس المخاطر النظامية حيث يقيس درجة حساسية عوائد المحفظة للتغيرات الحاصلة في عوائد محفظة السوق، يحسب معامل بيتا عن طريق المعادلة التالية (محمود ابراهيم، 2012، صفحة 68):

$$\beta = \frac{CoV(R_m - R_i)}{\delta^2 m}$$

✓ **معامل الاختلاف:**

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

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

حيث:

: المتوسط الحسابي للعائد (القيمة المتوقعة).

δ: الانحراف المعياري.

فمعامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة بالإضافة إلى ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين مجموعة استثمارات تمثل كل منها عدد من الاستثمارات المنوعة، ينظر إليها كوحدة واحدة (حسن، 2009-2010، صفحة 33).

ج- المدى والتوزيعات الاحتمالية:

✓ **المدى:** يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي موضع الاهتمام، ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوي النسبي للخطر. وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام.

$$\text{المدى} = \text{أعلى قيمة} - \text{أدنى قيمة}$$

✓ **التوزيعات الاحتمالية:** وهي تقدم أداة كمية أكثر تفصيلاً من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة، وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وبما يمكن من المقابلة فيما بينها. وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين، كلما كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر (شقيري نوري م، 2019، صفحة 65).

المحور الثاني: الدراسة القياسية لأثر المخاطرة على عائد المحافظ المالية لعينة من المحافظ بالسوق المالي السعودي

بهدف الإحاطة بكل جوانب الإشكالية محل البحث والتي تتمحور بشكل رئيسي حول قياس أثر عامل المخاطرة على عائد المحافظ المالية لعينة من المحافظ بالسوق المالي السعودي وذلك خلال الفترة (2021q2-2023q2)، اعتمدنا على بيانات فضلية بمجموع 9 مشاهدات لكل محفظة، عينة الدراسة تضم كل من (محفظة الإعمار، محفظة الشجاع، محفظة المتوازن، محفظة الجري ومحفظة الشركات الصغيرة والمتوسطة)، من جهة أخرى فقد تم توصيف النموذج القياسي المعتمد في هذه الدراسة بناء على ما جاءت به الأدبيات التطبيقية في موضوع البحث الذي بين أيدينا من جهة والاهداف المسطرة في هذه الورقة من جهة ثانية، ويمكن كتابة الصياغة العامة لنموذج الدراسة على النحو التالي :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (n: 1 \dots N)(t = 1 \dots T)$$

المعلمة (β_0)، تمثل الثابت، (β_1) هي المعلمة المقدرة لمتغيرات الدراسة، أما (ε_{it}) يمثل المحافظ المالية و (ε_{it}) تمثل الفترات الزمنية (بيانات فصلية).

فيما يخص متغيرات الدراسة، وحدات القياس ومصادر البيانات فهي موضحة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1): مصادر متغيرات الدراسة ووحدات قياسها

المتغيرات		الوصف	المصدر
المتغير التابع	Y	عائد المحافظ المالية	صناديق الاستثمار (saudiexchange.sa)
المتغير المستقل	SDD	يتمثل في مخاطر المحفظة المالية المعبر عنها بالانحراف المعياري الذي يبين درجة انتشار (توزيع) العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة، الا أنه يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر فهو مقياس مناسب للمقارنة بين أصليين أو استثمارين يكون لهما نفس العائد، وإذا اختلف العائد كما هو الحال بالنسبة لدراستنا، فان معامل الاختلاف هو المناسب لقياس المخاطرة، لأنه يبين مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد أي يبين لنا العلاقة بين عائد ومخاطرة المحفظة. ومن هنا يمكننا أن نقوم بالمفاضلة بين الاستثمارات المالية. اذن فالانحراف المعياري تم الاعتماد عليه كوسيط لحساب معامل الاختلاف ومخاطرة المحفظة تتمثل حسب دراستنا فيمعامل الاختلاف.	

المصدر: من إعداد الباحثين

أولاً: التحليل الوصفي للبيانات

بهدف إعطاء تصور مبدئي حول البيانات المعتمدة في الدراسة سيتم عرض أهم الخصائص الإحصائية لهذه البيانات، من خلال

عرض مجموعة من إحصاءات النزعة المركزية في الجدول الآتي:

الجدول رقم (2): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	SDD	Y
Mean	0.027	0.023971
Median	0.0205	0.0293
Maximum	0.0535	0.2249
Minimum	0.0076	-0.1463
Std. Dev.	0.015309	0.082589

Skewness	0.43862	0.21044
Kurtosis	1.739586	3.06299
Jarque-Bera	4.421614	0.339576
Probability	0.109612	0.843844
Sum	1.215	1.0787
Sum Sq.	0.010312	0.30012
Dev.		
Observations	45	45

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال استنطاق الارقام الموضحة في الجدول أعلاه، يمكن الخروج بالملاحظات التالية:

بلغ المتوسط الحسابي لمؤشر عائد المحفظة المالية لكل المحافظ المدرجة خلال فترة الدراسة (0.023971%)، وهو معدل إيجابي مرتفع نسبيا ناتج بالدرجة الأولى عن تحقيق نسبة أرباح جيدة ومتنامية، في حين بلغ متوسط مخاطر المحفظة المالية (0.027%) أي في أغلب الأوقات يتذبذب متوسط العائد بقدر هذا المعدل، كما أن الانخفاض الطفيف الذي عرفه وسيط متغيرات الدراسة يعكس وجود التواء بسيط إلى اليمين في جدول القيم بمعنى أن القيم تتجه نحوى النسب الصغرى.

تم تسجيل أعلى قيمة لمؤشر عائد المحافظ المالية (0.2249%)، وذلك في محفظة الشركات الصغيرة والمتوسطة خلال الفصل الأول من سنة 2022 حيث عرفت تلك الفترة انتعاش في الاستثمار في أسهم هذه المحفظة مما أدى الى تحقيق عوائد مرتفعة نسبيا، وأدنى قيمة لمؤشر عائد المحافظ المالية سجلت (-0.1463%) بالفصل الثاني من سنة (2022) في محفظة الإعمار وذلك راجع بالدرجة الأولى الى تقلبات سعر الوحدة بسبب تقلبات أسعار الأوراق المالية مما أثر سلبا على أداء الصندوق.

تم تسجيل أعلى قيمة لمؤشر مخاطر المحفظة المالية (0.0535%) وذلك في محفظة الإعمار خلال الفصل الرابع من سنة 2021 حيث تصنف هذه المحفظة على أنها ذات مخاطر عالية، وقد عرفت تلك الفترة تراجع في معدل نمو رأس المال بسبب تقلب السوق المالية وتذبذب أسعار الوحدات، وأدنى قيمة لمؤشر مخاطر المحفظة المالية سجلت (0.0076%) بالفصل الثاني من سنة (2021) في محفظة المتوازن وذلك راجع بالدرجة الأولى الى أن هذه المحفظة تصنف ذات مخاطر متوسطة وتستثمر في الأصول المتوازنة والمتدنية المخاطر التي تهدف الى تحقيق التوازن بين النمو وحماية رأس المال على المدى المتوسط والطويل.

وبالرجوع إلى الجدول أعلاه يمكن ان نلاحظ أن قيم الانحراف المعياري الخاصة بالمتغيرات المعتمدة في الدراسة تعتبر منخفضة نسبيا وهو ما يدل على عدم وجود تشتت في مشاهدات المتغيرات خلال فترة الدراسة بين المقاطع (المحافظ)، كما ان متغيرات الدراسة بياناتها تتبع التوزيع الطبيعي حسب إحصائية (Jarque-Bera) وهو مؤشر أولي إيجابي حول الوصول الى نتائج ذات جودة عالية من الناحيتين الإحصائية والقياسية.

ثانيا: نتائج اختبار التجانس (HSIAO Test)

يعتبر اختبار هاسيو ركيزة أساسية لاختبار التجانس بين القواطع والمعاملات الخاصة بكل مقطع زمني في بيانات بانل، حيث أن إدخال ديناميكية الزمن في تقدير نموذج الدراسة، يتحدد بالدرجة الأولى بناء على هذا الاختبار، فقبول فرضية تجانس كل من المقاطع والميول على سبيل المثال، يحتم رفض بنية بانل كلياً.

الجدول رقم (3): نتائج اختبار (HSIAO Test)

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	6.656546	0.000566
H2	1.065146	0.338986
H3	8.983515	1.71E-05

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه يظهر أن قيمة احصائية فيشر في الخطوة الأولى بلغت () باحتمال $Prop_{F1} = 0.0005$ وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05) وبالتالي يمكن أن نرفض فرضية العدم القائلة بتجانس القواطع والثوابت (التجانس الكلي)، ونفس القرار بالنسبة للخطوة الثالثة والخاصة بتجانس الثوابت، أما في الخطوة الثانية فيتم قبول فرضية العدم أي تجانس الميول، وعليه النموذج محل الدراسة ذو تأثيرات فردية ثابتة، وهو ما سيتم التأكد منه بالاعتماد على اختبارات المفاضلة.

ثالثاً: اختبارات المفاضلة لنماذج بانل الأساسية

1- اختبار (Redundant Fixed Effects):

يهدف هذا الاختبار إلى المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ويرتكز على الفرضيات الموالية:

$$\left[\begin{array}{l} H_0 \dots\dots\dots \text{نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم} \\ H_1 \dots\dots\dots \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم} \end{array} \right.$$

جدول رقم (4): نتائج اختبار Redundant Fixed Effects

Test cross-section fixed effects			
	Effects Test Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.984957	(4,39)	0.0083
Cross-section Chi-square	15.420461	4	0.0039

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

بلغت القيمة الإحصائية لاختبار (Redundant Fixed Effects Tests) عند درجة حرية (4,39) ومستوى المعنوية 5% قيمة (Cross-section F=3.98) وهي أكبر من القيمة الجدولية المقابلة لها عند نفس درجة الحرية ومستوى المعنوية، وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة للاختبار والتي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من نموذج الانحدار التجميعي ونفس النتيجة تم التوصل إليها بناء على إحصائية (Cross-section Chi-square)، وهو ما يؤكد النتيجة المتوصل إليها سلفاً بناء على اختبار (HSIAO Test).

2- اختبار (Hausman test):

بناء على نتائج اختبار هاسيو (HSIAO Test) والذي أكد وجود آثار فردية ثابتة بين كل مفردة وأخرى، وهي نفس النتائج التي تم التوصل إليها بناء على اختبار (Breusch-Pagan) والموضح في (الملحق رقم 2)، وجب تحديد نوع هذه الآثار (ثابتة أو عشوائية) وبالتالي المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابت (FEM) ونموذج التأثير العشوائي (REM) لاعتماده في عملية التحليل، وذلك باستخدام (Hausman test).

فرضيات اختبار Hausman

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 \dots\dots\dots \text{نموذج الآثار العشوائية هو الملائم} \\ \dots\dots\dots \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم} \end{array} \right.$$

الجدول رقم (5): نتائج اختبار (Hausman test)

Correlated Random Effects – Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	5.059465	1	0.0245

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال مقارنة القيمة الإحصائية chi2 المحسوبة (عند درجة حرية 1 ومستوى معنوية 5%) مع القيمة الجدولية نجد أن القيمة المحسوبة () أكبر من القيمة الجدولية وهو ما تؤكد القيمة الاحتمالية (0.02) فهي أقل من القيمة الحرجة (0.05)، وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وعليه فان النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة كما تبين من اختبار (HSIAO Test).

رابعا: التحليل الاحصائي والاقتصادي لنموذج التأثيرات الثابتة

من خلال الاختبارات السابقة التي أكدت أن النموذج الأنسب لموضوع الدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة، في هذه الخطوة سيتم تحليل نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة من الزاويتين الإحصائية والاقتصادية.

Method: Panel Least Squares				
Periods included: 9				
Cross-sections included: 5				
Total panel (balanced) observations : 45				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SDD	-1.76965	0.875595	-2.021084	0240.0
C	0.071752	0.026076	2.751625	0.0089
Root MSE	0.068713	R-squared		0.29206
Mean dependent var	0.023971	Adjusted R-squared		0.201299
S.D. dependent var	0.082589	S.E. of regression		0.07381
Akaike info criterion	-2.251087	Sum squared resid		0.212467
Schwarz criterion	-2.010199	Log likelihood		56.64946
Hannan-Quinn criter.	-2.161286	F-statistic		3.217889
Durbin-Watson stat	2.145414	Prob(F-statistic)		0.015825

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

بالنسبة للمعنوية الجزئية لنموذج التأثيرات الثابتة نجد أن المعلمة المرتبطة بمتغير مخاطر المحفظة المالية (SDD) معنوية إحصائياً عند مستوى الدلالة 5%، حيث أن قيمة إحصائية ستودنت المرتبطة بالمعلمة سالفة الذكر بلغت وهي أكبر بالقيم المطلقة من القيم الجدولية المقابلة لها عند مستوى الدلالة 5%، على اعتبار أن قيمها الاحتمالية .

من خلال النموذج المقدر أعلاه نجد أن قيمة F المحسوبة لنموذج الأثار الثابتة بلغت وهي أيضا أكبر من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة أقل من 5%، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذه الإحصائية بلغت وبالتالي يمكن الجزم بأن النموذج كليا معنوي.

من جهة أخرى فقد بلغت جودة التوفيق التي يعبر عنها معامل التحديد ($R^2=0.29$) أي المتغير المستقل يفسر تغيرات عائد المحافظ المالية بنسبة 29%، وهذه النسبة مقبولة على اعتبار أن العائد في المحافظ المالية محل الدراسة تعتمد على مجموعة من العوامل كمؤشرات السوق، مدة السداد عند الاسترداد بالإضافة الى تركيز القطاعات وغيرها، والتي لم تدرج في الدراسة، وبالتالي فان النسبة المتبقية 71% فهي مفسرة من قبل متغيرات اخرى لم يتم ادراجها في النموذج. أو الى أخطاء التوصيف ولكنها مدرجة بمامش الخطأ.

من الناحية الاقتصادية يظهر ان إشارة المعلمة المرتبطة لمخاطر المحفظة المالية (SDD) ذات اشارة سالبة وبالتالي فقد كان لها تأثير عكسي على عائد المحافظ المالية، حيث ان الزيادة في مخاطر المحفظة المالية بنسبة: 100% تؤدي الى تراجع مؤشر عائد المحافظ المالية بنسبة: 176%، وهي مرونة مرتفعة تعكس أثر المخاطر المالية على العائد المتوقع للاستثمار في المحفظة المالية، وعلى سبيل الحصر نذكر بعض المخاطر الشائعة التي يمكن أن تؤثر على العائد في سوق المال السعودي:

✓ **مخاطر السوق:** ان تقييم المحفظة المالية يتم على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التي تمتلكها، هذه القيمة الرأس مالية للاستثمارات تتعرض للتقلب بسبب تقلب السوق المالية، وهو ما يحصل في السوق المالي السعودي عند تقلب الأسعار التي يمكن أن تكون سلبية بشكل كبير مما يؤثر على عائدها ويؤدي الى انخفاض أسعار الأصول المالية المكونة للمحفظة.

✓ **المخاطر الاقتصادية:** يرتبط هذا النوع من المخاطر بالوضع الاقتصادي العام الذي يؤثر في ربحية الشركات وفي مستوى التضخم ومعدلات الفائدة والبطالة، وبالتالي يؤثر سلبي على أداء الصندوق.

✓ **مخاطر تقلبات أسعار الفائدة:** وهي ناتجة عن تقلب قيمة الأدوات المالية نتيجة التغير في أسعار الفائدة.

✓ **مخاطر الاقتراض:** أي أن المحفظة لا تنوي انتهاج سياسة الاقتراض كاستراتيجية للاستثمار، لكن في حالة اللجوء الى الاقتراض بهدف إدارة المحفظة بكفاءة وفعالية، هنا تظهر احتمالية التأخر عن السداد مما يؤثر سلبي على أداء المحفظة.

✓ **مخاطر السيولة:** قد تكون بعض الأصول في المحفظة صعبة البيع أو الشراء بسرعة، مما يمكن أن يتسبب في تأخير استعادة الأموال أو تحقيق الأرباح.

✓ **مخاطر فقدان:** قد تتعرض الأصول المالية لخسائر كبيرة نتيجة أحداث غير متوقعة مثل انهيار سوق أو تدهور اقتصادي، وهذا يمكن أن يؤدي إلى فقدان جزء كبير من القيمة.

✓ **مخاطر العملات:** إذا كنت تمتلك أصولاً في عملات أجنبية، فتغير أسعار صرف العملات يمكن أن يؤثر سلبيًا على قيمة هذه الأصول بالنسبة للعملة المحلية.

✓ **مخاطر الائتمان:** قد يتعرض أحد أطراف التعامل أو الجهة المصدرة لأي ورقة مالية سواء كانت جهة سيادية أو شركة تجارية لعدم القدرة أو الاستعداد لتلبية التزاماتها المالية في الوقت المحدد، مما يؤثر سلبيًا على أداء الصندوق.

بناء على نتائج التقدير واختبارات المفاضلة فإن مصدر الاختلاف بين المحافظ المالية محل الدراسة في تأثير المخاطر المالية على العائد من المحافظ المالية هو العنصر الثابت، وفيما يلي الآثار الفردية الخاصة بكل مقطع أو محفظة من مقاطع العينة.

الجدول رقم (6): الآثار الفردية الثابتة بين المقاطع

ID	Effect
محفظة الإعمار	-0.020777
محفظة الشجاع	-0.007826
محفظة المتوازن	-0.040657
محفظة الجريء	-0.027187
محفظة الشركات الصغيرة والمتوسطة	0.096448

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال الجدول السابق يظهر وجود آثار فردية موجبة في (الشركات الصغيرة والمتوسطة)، في حين تم تسجيل آثار فردية سالبة في كل من (محفظة الإعمار، محفظة الشجاع، محفظة المتوازن، محفظة الجري) ويمكن تفسير هذه الاختلافات الفردية بناءً على عدة عوامل يمكن حصرها فيما يلي:

- ✓ نوع المحفظة التي تستثمر في أسهم شركات السعودية المتوسطة والصغيرة المتوافقة مع الضوابط الشرعية،
- ✓ تصنيف المحفظة على أنها ذات مخاطر عالية،
- ✓ السياسة الاستثمارية التي تنتهجها المحفظة والقائمة على توجيه استراتيجيتها نحو زيادة نسبة العائد الربحي،
- ✓ الاستثمار في الشركات ذات الأسس المتينة،
- ✓ تركيز الاستثمارات في فئات متنوعة من الأوراق المالية.

خاتمة:

في الختام، يظهر تأثير المخاطر المالية على عائد المحافظ المالية في السوق المالي السعودي بوضوح كبير، إذ أن معرفة وفهم هذه المخاطر يعد أمرًا حاسمًا لأي مستثمر يتطلع إلى تحقيق نجاح مستدام في عالم الاستثمار كون أن السوق المالي دائم التغير والتقلب، وتلك المخاطر تشكل جزءًا طبيعيًا من هذا السياق.

فمن خلال التنوع الجيد للمحفظة، واعتماد استراتيجيات استثمارية مدروسة، ومراقبة مستمرة للأصول المالية، يمكن للمستثمرين تقليل تأثير هذه المخاطر وزيادة فرص تحقيق عوائد إيجابية. بالإضافة إلى ذلك، يمكن الاعتماد على استشارة محترفين ماليين مؤهلين تكون لهم فائدة كبيرة في تحليل وإدارة المخاطر لتحقيق الأهداف التي يسعى المستثمر لبلوغها.

لذا، نحن نختتم هذا المقال بتأكيد أن مخاطر المحفظة المالية تمثل تحديًا حقيقيًا للمستثمرين، ولكنها أيضًا فرصة للتعلم وتطوير استراتيجيات استثمارية أفضل. وأن تحقيق التوازن بين المخاطر والمكاسب يمكن أن يسهم في تحقيق نجاح استثماري دائم وتحقيق الأهداف المالية بنجاح في سوق المال السعودي وأسواق مالية أخرى.

قائمة المراجع:

- الحسيني فلاح، و مؤيد النوري. (2000). إدارة البنوك (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- المومني غازي فلاح. (2013). إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.
- بن علي بلعوز. (2009-2010). استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. مجلة الباحث (7).
- جلال ابراهيم العبد. (1999). إدارة محفظة الأوراق المالية. الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة.
- حسين عصام. (2008). أسواق الأوراق المالية "البورصة". الأردن: دار أسامة للنشر والتوزيع.
- سلطان حسن. (2009-2010). أثر التضخم على عوائد الأسهم "دراسة تطبيقية لمجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان 1996-2000". مذكرة مقدمة للحصول على الماجستير في علوم التسيير. جامعة قسنطينة.

- عبد الفادر السيد متولي. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار الفكر للنشر والتوزيع.
 - عبد المنعم وآخرون عاطف. (2008). تقييم وإدارة المخاطر (الإصدار الطبعة الأولى). القاهرة: مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث.
 - محمد صالح الحناوي. (1997). أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الإصدار الطبعة الأولى). الدار الجامعية.
 - محمد مطر، و تيم فايز. (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
 - محمود محمد الداغر. (2005). الأسواق المالية "مؤسسات أوراق البورصة" (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار الشروق للنشر والتوزيع.
 - موسى شقيري نوري. (2019). الأسواق المالية وآليات التداول (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
 - موسى وآخرون شقيري نوري. (2012). إدارة الاستثمار (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة دولة.
 - نور محمود ابراهيم. (2012). إدارة المخاطر (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار الميسرة للنشر والتوزيع.
 - هندي منير ابراهيم. (2002). إدارة الأسواق والمنشآت المالية. الاسكندرية: منشأة المعارف.
-
- ASSIA RHATOUS و DRISS DAOUI. (2020). la diversification du portefeuille et la volatilité du marché boursier "une revue de littérature ."revue du controle de la comptabilité et de l'audit.(12)
 - Chollet, P. (2021). *gestion de patrimoine "stratégie juridiques, fiscales et sociales"*. Dunod.
 - Josette Peyrard. (1998). *la bourse*. France: vuibert.

الملحق رقم (1): نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 09/02/23 Time: 20:27
Sample: 2021Q2 2023Q2
Periods included: 9
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 45

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SDD	-1.769650	0.875595	-2.021084	0.0402
C	0.071752	0.026076	2.751625	0.0089

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.068713	R-squared	0.292060
Mean dependent var	0.023971	Adjusted R-squared	0.201299
S.D. dependent var	0.082589	S.E. of regression	0.073810
Akaike info criterion	-2.251087	Sum squared resid	0.212467
Schwarz criterion	-2.010199	Log likelihood	56.64946
Hannan-Quinn criter.	-2.161286	F-statistic	3.217889
Durbin-Watson stat	2.145414	Prob(F-statistic)	0.015825

الملحق رقم (2): اختبارات المفاضلة

اختبار بريتش باقان			
Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	3.640832 (0.0564)	9.349603 (0.0022)	12.99044 (0.0003)
Honda	1.908097 (0.0282)	3.057712 (0.0011)	3.511357 (0.0002)
King-Wu	1.908097 (0.0282)	3.057712 (0.0011)	3.323325 (0.0004)
Standardized Honda	2.655754 (0.0040)	3.561245 (0.0002)	1.318946 (0.0936)
Standardized King-Wu	2.655754 (0.0040)	3.561245 (0.0002)	1.265377 (0.1029)
Gourieroux, et al.	--	--	12.99044 (0.0005)