

إمكانية الاستفادة من التنوع الاستثماري في سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية

عدنان عبد الفتاح صوفي، غازي عبيد مدني و ياسين عبد الرحمن جفري

قسم إدارة الأعمال - كلية الاقتصاد والإدارة

جامعة الملك عبد العزيز - جدة - المملكة العربية السعودية

المستخلص : يهدف هذا البحث إلى الكشف عن دلائل الاستفادة من التنوع الاستثماري في سوق الأسهم السعودية والتي يمكن أن تؤدي إلى تخفيض المخاطرة عند عوائد مطلوبة ودراسة إمكانية تطبيق النظريات الحديثة في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية على سوق الأسهم السعودية. كما يهدف البحث أيضا إلى اقتراح بعض الخطط الاستثمارية في سوق الأسهم في ضوء عدد الأسهم التي ينطبق عليه مبدأ التنوع من أجل تخفيض المخاطر عند مستوى معين من العوائد.

ويقوم البحث على اختبار فرضية البحث التي تنص على أنه لا توجد إمكانية لتخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق استراتيجية التنوع الاستثماري في سوق الأسهم السعودية. وتضم عينة البحث بأسهم جميع الشركات المساهمة المدرجة في نشرة أسعار وحركة تداول الأسهم السعودية التي تنشرها مؤسسة النقد العربي السعودي، وذلك خلال الفترة من ٢٨ مارس ١٩٨٥ م حتى ١٤ مايو ١٩٨٧ م. ولقد استخدم تحليل الارتباط واختبار (t) لإثبات الفرضية أو نقضها عند مستوى المعنوية ٠,٠٥.

وكان من أهم نتائج البحث نقض فرضية الدراسة، وذلك لوجود معاملات ارتباط معنوية سالبة وموجبة غير تامة بين عوائد الأسهم. وينقض فرضية الدراسة، يمكن استنتاج أنه بالإمكان تخفيض مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم السعودي عن طريق التنوع الاستثماري المدروس.

ولقد أوضحت الدراسة أنه من خلال المتابعة الدقيقة للأسهم يمكن إدارة محافظ استثمارية ذات كفاية (efficient portfolio) تحقق عوائد مرتفعة بمخاطر محدودة، وأنه يمكن مزج الأسهم بصورة يترتب عليها تخفيض المخاطر.

مقدمة

استطاعت المملكة العربية السعودية في غضون فترة قصيرة من الزمن، أن تحقق إنجازات عملاقة في مجال سوق الأسهم^(١) وذلك بفضل سياسة حكيمة ومجهودات إنمائية دؤوبة وطموحة وتخطيط علمي سليم، وأصبح سوق الأسهم يمثل دورا متناميا في تجميع المدخرات الفردية واستثمارها في مختلف القطاعات الاقتصادية وتأمين مصادر تمويل هامة للشركات المساهمة (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، ١٩٨٥ : ١٧٧-٢٠٧؛ Soufi, 1988).

ويتم بيع الأسهم وشراؤها عن طريق البنوك السعودية؛ لضمان عملية التداول ودعمها. وتقوم مؤسسة النقد العربي السعودي بدور المراقب والمنظم لهذه العملية عن طريق غرفة التداول، الأمر الذي ساعد على بناء قواعد سوق الأسهم السعودي وترسيخها بناء على رؤية وتصميم دقيق لما هو في صالح السوق والمستثمر والشركات^(٢).

ولقد ساهمت مؤسسة النقد العربي السعودي -وما زالت- في عملية بناء قواعد سوق الأسهم السعودي وترسيخها، وفي تنمية المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية مفيدة للاقتصاد الوطني، حتى يبرز هذا السوق بأغلب مقوماته من مؤسسات وتنظيمات ولوائح. (Abdeen and Shook, 1984:p.132-150).

ولقد بلغت قيمة الأسهم المكتتب فيها في عام ١٤٠٥هـ اثنين وخمسين بليوناً ونصف بليون ريال (فلمبان، ١٩٨٦ م) أي ما يعادل نحو ١٩٪ من حجم الإنفاق على الناتج المحلي الإجمالي الذي بلغ ٢٨٧ بليون ريال في عام ١٤٠٥/١٤٠٦هـ. كما بلغ عدد الشركات التي يتم تداول أسهمها ٥٣ شركة مساهمة في ذلك العام^(٣).

-
- (١) للمزيد عن أهمية الأسواق المالية ودورها في الاقتصاد الوطني يمكن الرجوع إلى المصادر التالية:
 (أ) زياد رمضان، تقويم سوق عمان المالية داخلياً: نطاق العمل، الوظائف والفعاليات، مستوى الكفاءة، مجلة العلوم الاجتماعية، حريف ١٩٨٧م، ص ص ٢٢٩-٢٥٨.
 (ب) سمير محمود، الأعباء القومية لأزمة سوق الأوراق المالية بدولة الكويت، مجلة العلوم الاجتماعية، ربيع ١٩٨٦م، ص ص ١٣-٣٤.
 (ج) عابدين سلامة، «إنشاء سوق مالية في المملكة العربية السعودية». مجلة كلية التجارة (جامعة الملك سعود) عدد ٥، ١٩٧٦، ص ص ١٣-٢٤.
 (٢) انظر القواعد التنفيذية لتنظيم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك التجارية الصادرة من مؤسسة النقد العربي السعودي. ولقد بدأ العمل في هذه اللوائح في عام ١٩٨٤م.
 (٣) انظر خطة التنمية الرابعة ١٤٠٥هـ-١٤١٠هـ، وزارة التخطيط، المملكة العربية السعودية.

ومع بروز هذا السوق وإقبال العديد من المستثمرين أفراداً ومؤسسات نحو تنمية مدخراتهم من خلال القنوات الاستثمارية، أصبح من الضروري التحدث عن أسس وقواعد الاستثمار بالمحافظ الاستثمارية في المملكة وعن الكيفية التي يتم بواسطتها إدارة المحافظ الاستثمارية والموازنة بين العوائد والمخاطر.

فموضوع إدارة المحافظ الاستثمارية من الموضوعات التي حظيت -وما زالت- باهتمام كبير في أوساط المستثمرين والباحثين وذلك للعائد الذي يمكن تحقيقه من إدارة هذه المحافظ بكفاية، وللنظريات العلمية التي بنيت على هذا الموضوع. وتهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن دلائل الاستفادة من التنوع الاستثماري في سوق الأسهم السعودي والتي يمكن أن تؤدي إلى تخفيض المخاطرة وزيادة العائد وبالتالي إمكانية تطبيق بعض النظريات الحديثة في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية (رمضان، ١٩٨٧؛ Fama, 1976).

وسيتيم في الجزء التالي تعريف مفهوم المحافظ الاستثمارية وتوضيحه ومخاطر الاستثمار ثم نستعرض فرضية البحث ومنهج البحث وأخيراً نستعرض تحليل النتائج وتوصيات البحث.

المحافظ الاستثمارية ومخاطر الاستثمار

يطلق تعبير المحفظة الاستثمارية على مجموعة من الأصول المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع بأنواعها وعملياتها المختلفة. ويسعى المستثمرون أفراداً ومؤسسات إلى إدارة استثماراتهم بطريقة فعالة للحصول على أقصى عائد ممكن مع حماية رأس المال.

وتقوم نظرية المحفظة الاستثمارية portfolio theory^(٤) على أساس أنه يمكن تكوين محفظة من الأوراق المالية تؤدي إلى رفع العوائد إلى أعلى حد ممكن مع الاحتفاظ بمستوى معين من المخاطر وذلك عن طريق التنوع المناسب للاستثمار (Markowitz, 1952).

ولقد أوضح توفيق والحناوي مفهوم نظرية المحفظة الاستثمارية بتطبيقها على مشكلة تقييم واختيار مشاريع الاستثمار في ظل ظروف الخطر. ووضحاً أنه يمكن مزج المشروعات المختلفة بصورة يترتب عليها تخفيض المخاطر. ويمكن تلخيص المفاهيم الأساسية لهذه النظرية في الآتي (توفيق والحناوي، ١٩٨٣: ص ٣٥٣):

(٤) تنسب نظرية المحفظة (portfolio theory) إلى واضعها (Harry Markowitz) وهو أول من دعا إلى تطبيقها عام ١٩٥٢م.

١- إذا توافر عدد كبير من الأوراق المالية التي تتميز بأن درجة ارتباط عوائدها ببعض «تام وسالب» (perfectly negatively correlated) فإن التنوع في هذه الحالة يترتب عليه القضاء على المخاطر غير النظامية، وإن كان يندر وجود مثل هذا الوضع في الحياة العملية.

٢- إذا كانت عوائد الأوراق المالية غير مرتبطة (uncorrelated)، بمعنى أن معامل الارتباط بين هذه الأوراق المالية يساوي صفرًا، أو تتميز بأن درجة الارتباط سالبة غير تامة، فإن التنوع الاستثماري في هذه الحالة يؤدي إلى تخفيض الخطر بدرجة كبيرة.

٣- إذا كانت عوائد الأوراق المالية تتميز بان ارتباطها تام وموجب (perfectly positively correlated)، بمعنى أن معامل الارتباط يساوي (+1)، فإن التنوع في هذه الحالة لا يترتب عليه أي تخفيض في المخاطر.

وفكرة تنوع الاستثمار ليست بالحديثة وإنما عرفها القدماء، وخير دليل على وجودها المثل القائل «لا تضع كل البيض في سلة واحدة». ولقد برزت فكرة تنوع الاستثمار واستحدثت بها نظرية في علم الاستثمار على يد ماركويتز (Markowitz, 1952) حيث بين وأثبت رياضياً أنه بجمع أكثر من سهم في محفظة مالية فإن العائد الكلي لأسهم المحفظة ومخاطرتها مقيسة بالانحراف المعياري أفضل من كل سهم على حدة. وتوصل بالتالي إلى أن مخاطرة السهم الواحد يمكن تجزئتها إلى جزأين الجزء الأول وهو المخاطر النظامية أو المنتظمة (undiversifiable risk) أو (unsystematic risk) ولا يمكن تلافيتها، والجزء الثاني وهو المخاطر غير النظامية أو غير المنتظمة (unsystematic risk or diversifiable risk) ويمكن تلافيتها عن طريق تنوع الاستثمار.

وبذلك يمكن التعبير عن المخاطر الكلية للأصل المالي بالمعادلة التالية:

$$\text{المخاطر الكلية} = \text{المخاطر النظامية} + \text{المخاطر غير النظامية} \quad (١)$$

حيث إن المخاطر الكلية يمكن قياسها باستخدام التباين لعوائد السهم. أما المخاطر النظامية فيمكن قياسها باستخدام نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (capital asset pricing model) وتحديد البيتة للسهم (البيتة عبارة عن مقياس لدرجة ارتباط عوائد أسهم شركة معينة بعوائد سوق الأسهم الكلي أو المؤثر الكلي للسوق). ويمكن تحديد المخاطر غير النظامية عن طريق حساب الفرق بين المخاطر الكلية والمخاطر النظامية.

وبذلك يمكن التعبير عن المعادلة رقم (١) بالمعادلة التالية:

$$(٢) \quad \text{التباين للسهم} = \text{بيتا} \times \text{التباين للسوق} + \text{التباين للخطأ}$$

حيث إن:

التباين للسهم: قياس لدرجة التشتت بين العائد المتوقع والعوائد المحتملة للسهم الواحد.

التباين للسوق: قياس لدرجة التشتت بين العائد المتوقع لمحفظة السوق والعوائد المحتملة لمحفظة السوق.

بيتا (Beta): التباين بين محفظة السوق والسهم الواحد «Cov(Ri,Rm) مقسوماً على التباين

لمحفظة السوق.

التباين (Ri, Rm): قياس لتحرك متغيرين بالنسبة لبعضهما.

الواحد (Sharpe, 1964) وتوضح المعادلة التالية نموذج تعسير الأصول الرأسمالية:

$$E(Ri) = Rf + [E(Rm) - Rf] Bi$$

حيث إن:

$$E(Ri) = \text{العائد المتوقع للأصل المالي.}$$

$$Rf = \text{العائد للاستثمار الخالي من المخاطر.}$$

$$E(Rm) = \text{العائد المتوقع لمحفظة السوق (market portfolio).}$$

$$Ri = \text{البيتا وهي المقياس المناسب لمخاطر الأصل المالي (سبق تعريفها).}$$

وكما سبق فإنه يمكن تقسيم هذه المخاطر إلى مجموعتين: مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية

(جابر، ١٩٨٢؛ Sharpe, 1978; Modigliani and Pogue, 1974).

ويمكن توضيح هذين النوعين من المخاطر فيما يلي^(٥):

(أ) المخاطر النظامية (Systematic Risk)

وهي تلك المخاطر المتعلقة بالسوق ككل ويشمل تأثيرها العوائد والأرباح لجميع الأسهم

المتداولة في السوق. وترجع هذه المخاطر إلى عوامل مشتركة تؤثر في السوق، مثل الظروف

الاقتصادية التي من شأنها أن تشمل السوق بكامله. ولا توجد وسيلة لحماية الاستثمارات من

المخاطر النظامية، ولكن من المفيد أن يعرف المستثمر مقدماً مقدار احتمال تأثر الأسهم التي يحملها

(٥) محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، مطبوعات وزارة الثقافة، العراق،

١٩٨٢م، ص ٤٦-٤٧.

بهذا النوع من المخاطر، التي يعم تأثيرها على جميع الأسهم، ولكن بدرجات متفاوتة، وعادة تستخدم طريقة البيتا (Beta) في قياس هذه المخاطر (Sharpe, 1964; Francis and Archer, 1979). ويمكن للمستثمر أن يقلل أو يزيد من معدل المخاطر النظامية بالنسبة لمحفظة الاستثمارية عن طريق إحداث تغيير في نسب الأسهم التي في المحفظة.

(ب) المخاطر غير النظامية أو المخاطر المتبقية (Unsystematic Risk)

وهي تلك المخاطر التي تبقى بعد طرح المخاطر النظامية من إجمالي المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها السهم في السوق. وهذا النوع من المخاطر يرجع إلى عوامل خاصة بالشركة وأرباحها وعملياتها ومخاطرها المالية. ويمكن للمستثمر حماية نفسه من هذه المخاطر عن طريق تنويع محفظته الاستثمارية بأنواع متعددة من الأسهم لا يمكن أن تتأثر جميعها في وقت واحد. تمثل هذه المخاطر ويتطلب قياس المخاطر أن يكون للسهم سجل تاريخي طويل يتم في ضوءه دراسة سلوكه عبر عدد كبير من السنين، ثم الخروج بحكم على هذا السهم.

وحيث إن هناك أوراقاً مالية معينة تعتبر أكثر خطورة من أوراق مالية أخرى، لذا فإن هناك محافظ استثمارية تعتبر أكثر خطورة من غيرها. فمخاطر المحفظة الاستثمارية تتكون من مخاطر الأوراق المالية التي تتضمنها هذه المحفظة (Sharpe, 1964, p.436). وعادة ما يتم تخفيض مخاطر الاستثمار في الأسهم مع المحافظة على عائد استثماري مناسب عن طريق سياسة التنويع في مكونات المحفظة المالية استناداً إلى أساليب التحليل الاستثماري المناسبة للأسهم ودراسة العلاقة بين عوائدها.

ومن أجل السيطرة على بعض مخاطر الاستثمار، فإن المستثمرين يلجأون إلى تنويع الاستثمار من حيث النشاطات والاستحقاقات، آخذين في الاعتبار الموازنة بين كل من عنصر المخاطرة والربحية (Sharpe, 1978; Francis and Archer, 1979, p.34). وهذا يتطلب تحليل الأنواع المختلفة من الأوراق المالية (الأسهم) في ضوء المعلومات الكافية عن أسهم كل شركة، (Francis and Archer, 1979, p.60). ويراعي مديرو المحافظ الاستثمارية عدة أمور عند اختيار أنواع الأسهم التي يتم إدراجها في المحفظة بهدف الحد من المخاطر التي قد تتعرض لها، ولذا يعمل المستثمرون على عدم التركيز على قطاع واحد.

والوسائل التي يمكن إتباعها في إدارة المحافظ الاستثمارية لتخفيض مخاطر الاستثمار منها التنويع الاستثماري. بمعنى أن يكون الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية بحيث تكون معاملات الارتباط بين عوائدها سالبة أو منخفضة موجبة كحد أدنى (Markowitz, 1952; Sharpe, 1978).

أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة مدى إمكانية تخفيض مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم السعودية عن طريق استراتيجية التنوع الاستثماري.

كما يهدف البحث أيضا إلى اقتراح بعض الخطط الاستثمارية في سوق الأسهم في ضوء عدد الأسهم التي ينطبق عليها مبدأ التنوع من أجل تخفيض المخاطر عند مستوى معين من العوائد المطلوبة أو زيادة العوائد عند مستوى معين من المخاطر.

فإذا كان من الممكن تخفيض المخاطر الاستثمارية في سوق الأسهم عن طريق التنوع، فإن ذلك يساعد العديد من المستثمرين وخبراء الاستثمار في تأكيد أهمية التحليل الاستثماري للأسهم وضرورة دراسة العلاقة بين عوائد الأسهم في سوق الأسهم السعودية، وبالتالي تأكيد دور الخبراء الماليين والمؤسسات الاستثمارية في الأخذ بآرائهم والاسترشاد بدراساتهم عند اتخاذ قرار الاستثمار.

فرضية البحث

فيما يلي عرض للفرضية التي تم تطويرها واختبارها في هذه الدراسة. وتنص فرضية الدراسة على ما يلي:

«لا توجد إمكانية لتخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق استراتيجية التنوع الاستثماري في سوق الأسهم السعودية».

ويمكن صياغة هذه الفرضية إحصائيا كما يلي:

«توجد معاملات ارتباط موجبة تامة معنوية بين عوائد كل الأسهم في السوق السعودية».

ويعتبر إثبات هذه الفرضية دليلا على أن التنوع الاستثماري لا يؤدي إلى تخفيض مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم السعودية. كما أن نقض هذه الفرضية يعتبر دليلا واضحا على أن التنوع الاستثماري يمكن أن يؤدي إلى تخفيض مخاطر الاستثمار، خاصة إذا توافرت أوراق مالية مرتبطة فيما بينها ارتباطا سالبًا.

وبذلك فإنه بإثبات هذه الفرضية أو نقضها يمكن أن نستنتج بوضوح تحقق الهدف الأول من البحث وهو دراسة مدى إمكانية تخفيض مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم السعودية عن طريق استراتيجية التنوع الاستثماري. وقد تم اختبار هذه الفرضية عند مستوى المعنوية ٠,٠٥ وسيتم استعراض منهج البحث والأسلوب الإحصائي لاختبار هذه الفرضية في الجزء التالي.

منهج البحث

فيما يلي عرض للأسلوب الذي اتبع في هذا البحث:

(أ) مجتمع البحث

يتمثل مجتمع البحث في أسهم الشركات المساهمة المدرجة في النشرة التي تنشرها مؤسسة النقد العربي السعودي في الصحف المحلية.

(ب) عينة البحث

حددت عينة البحث بأسهم الشركات المساهمة المدرجة في النشرة التي تنشرها مؤسسة النقد العربي السعودي في الصحف المحلية خلال الفترة من ٢٨ مارس ١٩٨٥ إلى ١٤ مايو ١٩٨٧ م. وتعتبر هذه الفترة كافية من حيث الحجم لتمثيل المجتمع وكذلك من حيث تمثيلها للحالة الاقتصادية والسلوك العام لسوق الأسهم السعودية.

(ج) البيانات المطلوبة

تمثلت البيانات المطلوبة في متوسطات أسعار الأسهم الأسبوعية لجميع الشركات المساهمة السعودية التي يتم تداول أسهمها. ولقد تم الحصول على هذه البيانات من مؤسسة النقد العربي السعودي. وتغطي البيانات التي تم الحصول عليها الفترة من ٢٨ مارس ١٩٨٥ م إلى ١٤ مايو ١٩٨٧ م.

(د) التحليل الإحصائي

تنحصر أساليب التحليل التي استخدمت في هذه الدراسة في تحليل الارتباط واختبار (t) للمعنوية الإحصائية.

ولقد تم تطبيق الأساليب والاختبارات الإحصائية باستخدام ٠,٠٥ مستوى معنوية.

ولقد تم حساب العوائد الأسبوعية باستخدام المعادلة التالية:

$$ع = \frac{س(١) - س(٠)}{س(٠)}$$

حيث إن:

ع = العائد الناتج من السهم خلال الأسبوع

س(١) = سعر السهم في نهاية الأسبوع

س(٠) = سعر السهم في بداية الأسبوع

ولقد استخرجت مصفوفة معاملات الارتباط بين العوائد (Returns correlation matrix) من بيانات أسعار الأسهم. كما تم استخدام معاملات كندال (Kendall's tau-b coefficients) في استخراج معاملات الارتباط^(٦). وتعتبر معاملات كندال هي المعاملات المناسبة في ضوء عدم توافر شروط التوزيع الطبيعي على البيانات موضع الدراسة.

وبدراسة معاملات الارتباط في هذه المصفوفة يمكن الاستدلال على قوة معاملات الارتباط بين هذه العوائد عند مستوى المعنوية ٥٪. وقد تم تفسير النتائج على أساس أنه إذا كانت النتائج تشير إلى وجود معاملات ارتباط موجبة منخفضة أو سالبة معنوية، فإن ذلك يثبت وجود فوائد للتنوع الاستثماري في سوق الأسهم السعودية والعكس صحيح. وقد تم تحليل البيانات باستخدام مجموعة برامج (SAS) بالحاسب الآلي وعلى درجة التحديد برنامج ارتباط كندال (Proc.Corr) لتحليل الارتباط السابق ذكره^(٧).

٦ - تحليل نتائج البحث

يظهر الجدول رقم (١) متوسطات العوائد الأسبوعية لأسهم الشركات المساهمة موضع الدراسة والانحراف المعياري لهذه العوائد، بعد استبعاد أسهم الشركات التي كان تداولها ضعيفا (عدد مرات التداول خلال فترة الدراسة كان أقل من ١٠ مرات) ولا تتميز باستمرارية التعامل.

ويتضح من الجدول أن أسهم شركة النقل البحري (الجديد) حققت أعلى متوسط للعوائد خلال فترة الدراسة، حيث يبلغ متوسط العائد ٧,٢٪ وفي الوقت نفسه حققت أسهم الشركة نفسها أعلى درجة من المخاطرة إذ يبلغ الانحراف المعياري للعائد ٥٠,٥٠.

أما بالنسبة للشركات التي حققت عوائد سالبة فقد حققت ١٣ شركة عوائد سالبة (من أصل ٣٥ شركة). وسجلت عوائد أسهم البنك السعودي للاستثمار أقل عائد، فقد حققت خسارة تبلغ ٣,٥٪. أما بالنسبة للشركات التي حققت أدنى درجة من المخاطرة وبالتالي اتسعت أسعار أسهمها بالثبات فهي أسهم البنك العربي الوطني، إذ يبلغ الانحراف المعياري لعوائدها خلال الفترة ٥٠,٠٣.

(٦) انظر المرجع التالي:

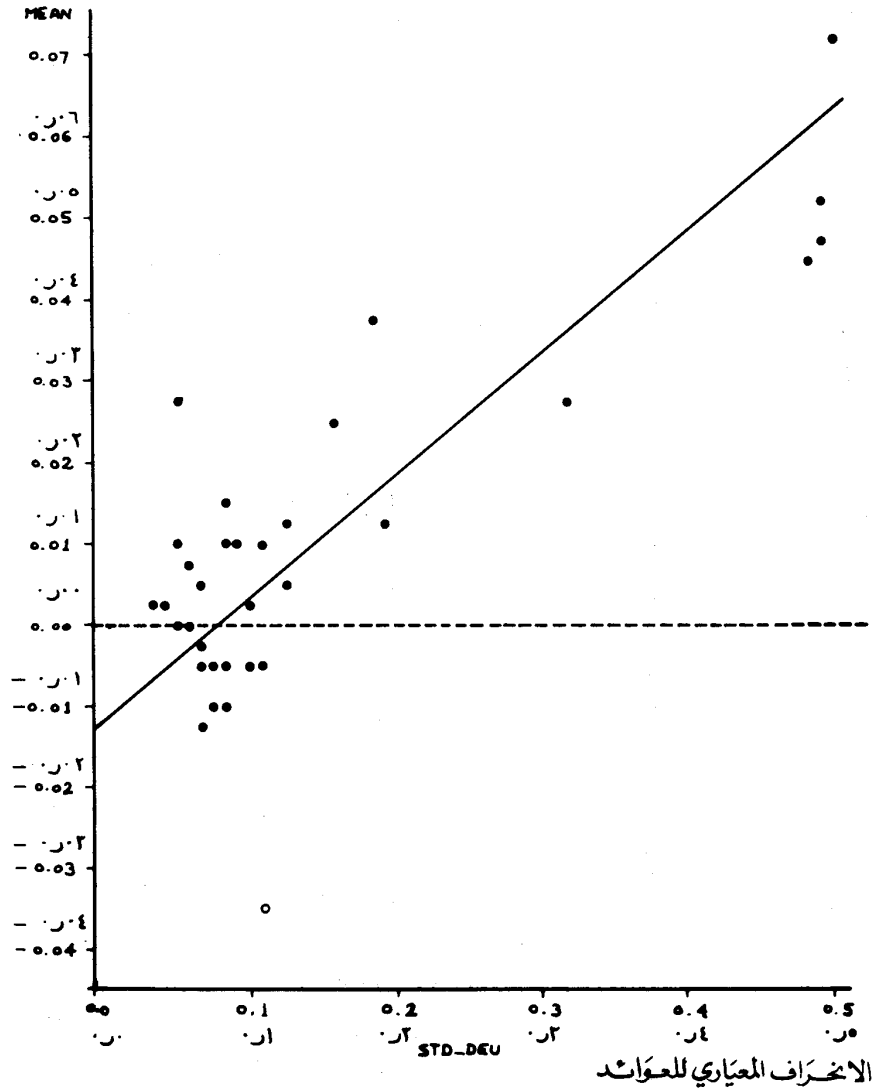
Knight, W. E., A Computer Method for Calculating Kendall's Tau with Ungrouped Data, *Journal of the American Statistical Association*, 61, pp. 436-439. 1966.

(٧) تم تحليل البيانات بالاستعانة بالحاسب الآلي بجامعة الملك عبد العزيز.

جدول رقم (١)
متوسط العوائد الأسبوعية لأسهم الشركات المساهمة
والانحراف المعياري لهذه العوائد

عدد المشاهدات	الانحراف المعياري	متوسط العائد	الرمز	
٨٧	٠,٠٣٢٣	٠,٠٠١٢	R1	البنك العربي الوطني
٩١	٠,٠٦٢٢	٠,٠٠١١-	R2	البنك السعودي الأمريكي
٥٥	٠,٠٦٩٢	٠,٠٠٤١-	R3	البنك السعودي البريطاني
٤٣	٠,٠٩٦٦	٠,٠٠٤١-	R4	بنك القاهرة السعودي
٢٩	٠,٠٨٥٣	٠,٠٠١٣	R5	البنك السعودي الهولندي
٩١	٠,٠٧٦٨	٠,٠٠٥٤-	R6	البنك السعودي التجاري المتحد
١٣	٠,١١٢٤	٠,٠٣٥٠-	R8	البنك السعودي للاستثمار
٢٥	٠,٠٧٦٣	٠,٠٠٩٠-	R9	البنك السعودي الفرنسي
٢١	٠,١٢٥٧	٠,٠١٣٧	R10	بنك الجزيرة
٩١	٠,٠٥١٦	٠,٠٠١٢-	R11	سباك (السعودية للصناعات الأساسية)
٥١	٠,٠٦٤٦	٠,٠٠٥٠	R12	سافكو
٣١	٠,١٢٨٦	٠,٠٠٤٤	R13	صافولا
١٩	٠,٠٦٩١	٠,٠١٢٦-	R17	أسمنت الدمام
٧٩	٠,٠٧٩٢	٠,٠٠٥٨-	R18	الأسمنت البحرين
٨٣	٠,١٠٦٥	٠,٠٠٤٠-	R19	الأسمنت الكويتي
٦٣	٠,٠٨٠٩	٠,٠٠٨٩-	R20	أسمنت ينبع
٣٧	٠,١٥٦٩	٠,٠٢٥١	R21	أسمنت الجنوب
٣٨	٠,٠٧٠١	٠,٠٠٢٧-	R22	أسمنت القصيم
٦٧	٠,٠٩٢٥	٠,٠٠٨٩	R25	شركة التصنيع الوطنية
٢٤	٠,٠٥٣٨	٠,٠٢٦٥	R26	الدوائية
٦٢	٠,٠٤١٤	٠,٠٠١٦	R31	كهرباء الوسطى
٦٢	٠,٠٦١٤	٠,٠٠٧٩	R32	كهرباء الغربية
٢٧	٠,٠٥٠٦	٠,٠٠٩٢	R33	كهرباء الشرقية
٤٢	٠,٠٨٣٨	٠,٠١٠٩	R36	الغاز والتصنيع الأهلية
٨٢	٠,٤٨١٧	٠,٠٤٤١	R37	شركة النقل الجماعي
٧٩	٠,٥٠٢٩	٠,٠٧٢٨	R38	شركة النقل البحري (جديد)
٣٦	٠,٣١٩٥	٠,٠٢٧١	R39	شركة النقل البحري (جديد)
٨٠	٠,٤٨٩٤	٠,٠٥٢١	R40	السعودية لنقل وتجارة المواشي
٨٣	٠,٤٨٩٢	٠,٠٤٦٧	R41	ساسكو (خدمات السيارات)
٥٨	٠,١٩٥٤	٠,٠١٢٤	R42	السعودية للفنادق
٩١	٠,٠٥١٨	٠,٠٠٠٩-	R50	الوطنية للتنمية الزراعية
٦٢	٠,١٨١١	٠,٠٣٦٧	R51	القصيم الزراعية
٨٣	٠,٠٩٩٣	٠,٠٠٢٢	R52	حائل الزراعية
٩١	٠,٠٦٩٦	٠,٠٠٥٢	R53	تبوك الزراعية
٦٢	٠,١١١٧	٠,٠١٠٤	R54	الأسمك السعودية

متوسط العوائد



شكل رقم (١)

العلاقة بين متوسطي العوائد والانحراف المعياري للعوائد

كما يظهر الجدول أن الشركات التي اتسعت أسهمها بكثافة التداول هي البنك السعودي الأمريكي والبنك السعودي التجاري المتحد وسابك والوطنية للتنمية الزراعية وتبوك الزراعية، إذ بلغ عدد المشاهدات (عدد مرات التداول أسبوعياً) خلال فترة الدراسة ٩١ مشاهدة. وهذا يعني أنه تم التداول بأسهمها خلال ٩١ أسبوعاً من فترة الدراسة.

ويظهر الشكل رقم (١) العلاقة بين العوائد والانحراف المعياري للأسهم السعودية. ويحتوي ملحق البحث على نتائج البرامج الإحصائية للحاسب الآلي، ويبين معاملات الارتباط للعوائد الأسبوعية لجميع الشركات المدرجة في الدراسة.

ويتضح من الشكل أن الأسهم التي حققت عوائد مرتفعة كانت تتميز بتذبذب كبير في الأسعار (ارتفاع الانحراف المعياري) الأمر الذي يؤكد صحة مبدأ الموازنة بين العوائد بالمخاطر.

ويظهر الجدول رقم (٢) نتائج تحليل ارتباط المستخرجة من برامج (SAS) ويبين معاملات الارتباط المعنوية للعوائد الأسبوعية. ويحتوي ملحق البحث على نتائج البرامج الإحصائية للحاسب الآلي ويبين معاملات الارتباط للعوائد الأسبوعية لجميع الشركات المدرجة في الدراسة.

ويتضح من الجدول وجود معاملات ارتباط معنوية سالبة بين عوائد الأسهم. وهذا يعني أن أسعار بعض الأسهم تتحرك أحياناً بشكل معاكس لأسعار أسهم أخرى. كذلك يبين الجدول أن هناك ٣٢ ارتباطاً معنوياً منها ١٣ ارتباطاً معنوياً سالباً و ١٩ ارتباطاً معنوياً موجباً. كما يوضح الجدول أن معامل الارتباط بين أسهم البنك السعودي الفرنسي وإسمنت الدمام يبلغ -٠,٩٥، وهو أعلى ارتباطاً سالباً وقريب جداً من الارتباط السالب التام.

وبذلك يمكن نقض فرضية الدراسة وذلك لوجود معاملات ارتباط معنوية سالبة وموجبة غير تامة بين عوائد الأسهم في السوق السعودية. ويعتبر وجود مثل هذه الارتباطات دليلاً على إمكانية تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق التنويع الاستثماري في سوق الأسهم السعودي. وبعد نقض فرضية الدراسة يمكن الاستنتاج بوضوح بتحقيق الهدف الأول من البحث وهو إمكانية تخفيض مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم السعودي عن طريق استراتيجية التنويع التي تعتمد على تكوين محفظة الأوراق المالية من أسهم ذات معاملات ارتباط سالبة أو موجبة غير تامة.

بذلك يمكن للمستثمر الاستفادة من نظرية المحفظة الاستثمارية (Portfolio Theory) في تحقق أفضل توزيع لأصول محفظته وذلك لتخفيض مخاطر الاستثمار وللوصول إلى المحفظة المثلى (Optimal Portfolio). وعن طريق التنويع المدروس يمكن تحقيق مستويات أعلى من العوائد عند نفس مستوى المخاطرة (أو بعبارة أخرى يمكن تخفيض مستوى المخاطرة عند مستوى معين من العوائد).

ومن خصائص المحفظة الاستثمارية أن عائد المحفظة هو عبارة عن المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الأصول المالية المدرجة في المحفظة.

جدول رقم (٢)

جدول معاملات الارتباط للعوائد الأسبوعية معاملات كندال المعنوية عند مستوى ٠,٠٥

R37	R36	R31	R26	R25	R22	R17	R11	R6	الرمز
					٠,٢٢-				R1 البنك العربي الوطني
			٠,٣٤				٠,١٧-		R2 البنك السعودي الأمريكي
								٠,٢٩	R3 البنك السعودي البريطاني
							٠,٢٣		R4 بنك القاهرة السعودي
									R5 البنك السعودي الهولندي
									R6 البنك السعودي المتحد
		٠,٤٣-				٠,٩٥-			R9 البنك السعودي الفرنسي
									R10 بنك الجزيرة
		٠,٥٩							R11 سابك (السعودية للصناعات الأساسية)
٠,٢١	٠,٤٠-								R12 سافكو
									R13 صافولا
									R17 أسمنت الدمام
									R18 الأسمنت البحرين
					٠,٢٤				R19 الأسمنت الكويتي
									R20 أسمنت البنع
									R21 أسمنت الجنوب
									R22 أسمنت القصيم
									R25 شركة التصنيع الوطنية
									R32 كهرباء الغربية
									R33 كهرباء الشرقية
									R36 الغاز والتصنيع الأهلية
									R37 شركة النقل الجماعي
									R38 شركة النقل البحري (جديد)
									R39 شركة النقل البحري (قديم)
									R40 السعودية لنقل وتجارة المواشي
									R41 ساسكو (خدمات السيارات)
									R42 السعودية للفنادق
									R50 الوطنية للتنمية الزراعية
									R51 القصيم الزراعية
									R25 حائل الزراعية
									R53 تبوك الزراعية
									R54 الأسماك السعودية

تابع جدول رقم (٢)
جدول معاملات الارتباط للعوائد الأسبوعية
معاملات كندال المعنوية عند مستوى ٠,٠٥

R53	R52	R51	R42	R40	R39	R38	الرمز
							R1 البنك العربي الوطني
	٠,١٧-		٠,٢٠	٠,١٨			R2 البنك السعودي الأمريكي
							R3 البنك السعودي البريطاني
							R4 بنك القاهرة السعودي
							R5 البنك السعودي الهولندي
٠,١٧		٠,٣١					R6 البنك السعودي التجاري المتحد
							R9 البنك السعودي الفرنسي
							R10 بنك الجزيرة
					٠,٢٥		R11 سابك (السعودية للصناعات الأساسية)
						٠,٣٤	R12 سافكو
							R13 صافولا
					٠,٧٢-	٠,٤٣-	R17 أسمنت الدمام
					٠,٢٦		R18 الأسمنت البحريين
				٠,١٨			R19 الأسمنت الكويتي
							R20 أسمنت ينبع
							R21 أسمنت الجنوب
			٠,٢٩-				R22 أسمنت القصيم
		٠,٢٤	٠,٢٤	٠,١٩			R25 شركة التصنيع الوطنية
							R32 كهرباء الغربية
						٠,٣٨	R33 كهرباء الشرقية
						٠,٣٨-	R36 الغاز والتصنيع الأهلية
			٠,٢٣-				R37 شركة النقل الجماعي
							R38 شركة النقل البحري (جديد)
							R39 شركة النقل البحري (قديم)
							R40 السعودية لنقل وتجارة المواشي
	٠,١٨-	٠,٣٤					R41 ساسكو (خدمات السيارات)
							R42 السعودية للفنادق
							R50 الوطنية للتنمية الزراعية
	٠,١٨-						R51 القصيم الزراعية
							R52 حائل الزراعية
							R53 تبوك الزراعية
							R54 الأسماك السعودية

وبذلك فإن عائد المحفظة يكون كالتالي:

$$ع (م) = \text{مج}_{١=أ}^ن \text{ و } (أ) \times ع (أ)$$

حيث إن:

ع (م) العائد من الاستثمار في المحفظة.

$$ع (م) = \text{مج}_{١=أ}^ن \text{ و } (أ) \times ع (أ)$$

و (أ) = نسبة الاستثمار في الأصل المالي أ.

ع (أ) = العائد من الاستثمار في الأصل المالي أ.

أما بالنسبة لمخاطر المحفظة التي يمكن قياسها بالتباين أو الانحراف المعياري، فإن تباين المحفظة عبارة عن المجموع المرجح بالأوزان لتباين وتغاير الأصول المالية المدرجة في المحفظة.

وبذلك فإن تباين المحفظة يكون كالتالي:

$$ت (م) = \text{مج}_{١=أ}^ن \text{ مج}_{١=ب}^ن \text{ و } (أ) \times (ب) \times غ (أ، ب)$$

حيث إن:

ت (م) = تباين المحفظة

$$\text{مج}_{١=أ}^ن = \text{مجموع ما بعده من } ١ = أ \text{ إلى } ن$$

$$\text{مج}_{١=ب}^ن = \text{مجموع ما بعده من } ١ = ب \text{ إلى } ن$$

و (أ) = نسبة الاستثمار في الأصل المالي أ

و (ب) = نسبة الاستثمار في الأصل المالي ب

غ (أ، ب) = التغاير بين الأصل المالي أ والأصل المالي ب

أثر التنوع الاستثماري

يمكن توضيح الاستفادة من التنوع الاستثماري عن طريق النظر في أحد ثلاثة بدائل

استثمارية ممثلة في الجدول رقم (٣).

ويتمثل البديل الأول في الاستثمار في أسهم شركة الغاز والتصنيع الأهلية خلال فترة الدراسة والتي يبلغ عائدها ٠,٠١٠٩، والانحراف المعياري ٠,٠٨٣٨، ويتمثل البديل الثاني في الاستثمار في أسهم شركة النقل البحري (جديد) خلال نفس فترة الدراسة والتي سيبلغ عائدها ٠,٠٧٢٨، والانحراف المعياري ٠,٥٠٢٩، ويتمثل البديل الثالث في الاستثمار في محفظة تتكون من أسهم الشركتين بنسبة متساوية وقد بلغ معامل الارتباط بين عوائدهما (-٠,٣٨). وبذلك يكون معدل العائد المرجح على الاستثمار في المحفظة الاستثمارية المثلة في البديل الثالث كما يلي:

$$ع (م) = ٠,٥٠ \times (١) + ٠,٥٠ \times (٢) = ٠,٤١٨$$

حيث إن:

ع (١) = العائد من الاستثمار في أسهم شركة الغاز والتصنيع الأهلية

ع (٢) = العائد من الاستثمار في أسهم شركة النقل البحري (جديد)

ع (م) = العائد من الاستثمار في المحفظة

ويكون الانحراف المعياري (درجة المخاطرة المرجحة) لهذا الاستثمار كالتالي:

$$ح (م) = \sqrt{[٠,٥ \times (١)]^2 + [٠,٥ \times (٢)]^2 + ٢ \times ٠,٥ \times (١) \times (٢) \times (-٠,٣٨)} = ٠,٢٣٨$$

حيث إن:

ح (م) = الانحراف المعياري للمحفظة

ح (١) = الانحراف المعياري لأسهم شركة الغاز والتصنيع الوطنية

ح (٢) = الانحراف المعياري لأسهم شركة النقل البحري (جديد)

ر (١, ٢) = معامل الارتباط بين عوائد أسهم الشركتين

وبالنظر إلى الجدول رقم (٣) يتضح أنه عند تكوين محفظة متساوية الأوزان من أسهم الشركتين فإن العائد والانحراف المعياري لهذه المحفظة يكون كما هو موضح في الجدول رقم (٣).

ويبين الجدول رقم (٤) متوسطات العوائد والانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية المكونة

من أسهم شركة النقل البحري (جديد) وشركة الغاز والتصنيع الأهلية.

كما يوضح الشكل رقم (٢) العلاقة بين العوائد والمخاطر للمحافظ الاستثمارية باستخدام

سياسات متنوعة مختلفة. ويتبين من الشكل رقم (٢) والجدول رقم (٤) أنه لو بدأنا باستثمار كامل

المحفظة في أسهم شركة الغاز فإن العائد يبلغ ٠,٠١٠٩، وتبلغ المخاطر ٠,٠٨٣٨، وأنه باستخدام سياسة التنوع (٩٥٪ في شركة الغاز و ٥٪ في شركة النقل البحري) فإن العائد يزداد إلى ٠,٠١٣٩، في حين تنخفض المخاطرة إلى ٠,٠٧٣٨، وبذلك تكون هذه المحفظة أكثر كفاية (more efficient) من المحفظة التي يتم فيها استثمار جميع الأموال في أسهم شركة الغاز. ويؤكد المثال السابق أنه بالإمكان تخفيض مخاطر الاستثمار مع تحقيق عائد أفضل عن طريق سياسة التنوع المستندة إلى أساليب التحليل الاستثماري ودراسة العلاقة بين عوائد أسهم الشركات.

كما يبين الشكل رقم (٢) والجدول رقم (٤) أنه عند البدء بالاستثمار في أسهم شركة الغاز فإن سياسة التنوع تؤدي في البداية إلى تخفيض المخاطرة مع تحقيق زيادة في العوائد إلى أن نصل إلى نقطة معينة (وهي عندما تكون المحفظة موزعة ٩٠٪ في شركة الغاز و ١٠٪ في شركة النقل البحري) عندها يبلغ مستوى المخاطرة أدنى مستوى ممكن. وبعد ذلك، ومع زيادة نسبة الاستثمار في أسهم شركة النقل البحري، تبدأ المخاطرة بالزيادة التدريجية مع تحقيق زيادة في العوائد، وتأخذ العلاقة بين العوائد والمخاطرة النمط الموضح في الشكل رقم (٢). ويمكن للمستثمر اختيار المزيج الذي يحقق له أعلى منفعة طبقاً لرغبة المستثمر في تجنب المخاطر ولمفاضلته بين العوائد والمخاطر المختلفة والتي يمكن تحديدها بمنحنيات السواء (indifference curves)

(Sharpe, 1964; Copeland and Weston, 1980: pp. 64-92; Tobin, 1958; Fama and Miller, 1972)

جدول رقم (٣)

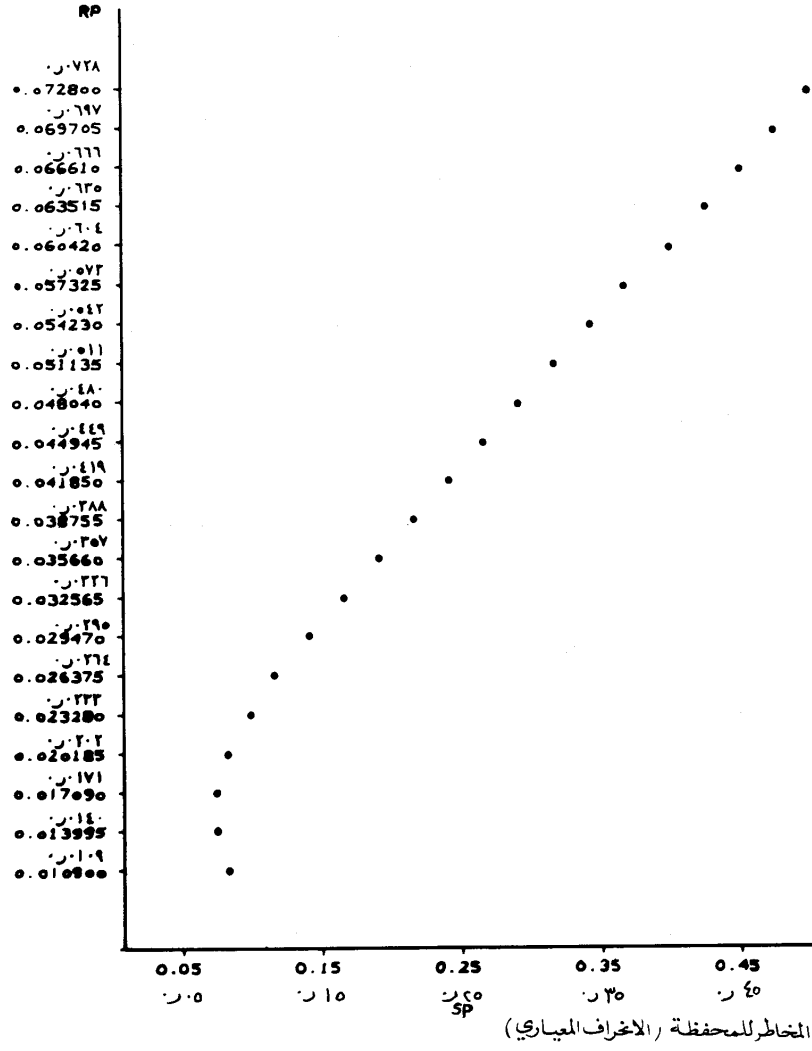
الانحراف المعياري	العائد	
٠,٠٨٣٨	٠,٠١٠٩	شركة الغاز والتصنيع الأهلية
٠,٥٠٢٩	٠,٠٧٢٨	شركة النقل البحري
٠,٢٣٨٠	٠,٠٤١٨	المحفظة (بنسب متساوية من أسهم الشركتين)

جدول رقم (٤)

العوائد والمخاطر للمحفظة الاستثمارية المكونة من عدة أمزجة

الانحراف المعياري للمحفظة	العائد للمحفظة	نسبة أسهم شركة الغاز في المحفظة
٠,٠٨٣٨	٠,٠١٠٩	١,٠٠
٠,٠٧٣٨	٠,٠١٣٩	٠,٩٥
٠,٠٧٣٠	٠,٠١٧١	٠,٩٠
٠,٠٨١٧	٠,٠٢٠٢	٠,٨٥
٠,٠٩٧٣	٠,٠٢٣٣	٠,٨٠
٠,١١٧٢	٠,٠٢٦٣	٠,٧٥
٠,١٣٩٥	٠,٠٢٩٤	٠,٧٠
٠,١٦٣٢	٠,٠٣٢٥	٠,٦٥
٠,١٨٧٩	٠,٠٣٥٦	٠,٦٠
٠,٢١٣١	٠,٠٣٨٧	٠,٥٥
٠,٢٣٨٦	٠,٠٤١٨	٠,٥٠
٠,٢٦٤٥	٠,٠٤٤٩	٠,٤٥
٠,٢٩٠٦	٠,٠٤٨٠	٠,٤٠
٠,٣١٦٩	٠,٠٥١١	٠,٣٥
٠,٣٤٣٢	٠,٠٥٤٢	٠,٣٠
٠,٣٦٩٧	٠,٠٥٧٣	٠,٢٥
٠,٣٩٦٢	٠,٠٦٠٤	٠,٢٠
٠,٤٢٢٨	٠,٠٦٣٥	٠,١٥
٠,٤٤٩٤	٠,٠٦٦٦	٠,١٠
٠,٤٧٦١	٠,٠٦٩٧	٠,٠٥
٠,٥٠٢٩	٠,٠٧٢٨	٠,٠٠

العائد للمحفظة



شكل رقم (٢)

العلاقة بين العوائد والمخاطر لمحفظة استثمارية

باستخدام سياسات تنويع مختلفة

ويتضح أيضا من الشكل رقم (٢) أنه يمكن للمستثمر التحكم في مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية عن طريق إتباع استراتيجية التنوع الاستثماري المبنية على التحكم في الميزج الاستثماري (اختيار أوزان الأوراق المالية المكونة لمحفظة الاستثمار). ولتوضيح ذلك فإن المستثمر يمكن أن يحقق عوائد تتراوح بين ١,٣٩٪ و ٦,٩٧٪ عن طريق الاستثمار في أسهم نفس الشركتين ولكن بأوزان مختلفة. وبطبيعة الحال، فإن المخاطر ستتراوح بين ٧,٣٨٪ و ٤٧,٦١٪ وفقا للميزج الاستثماري.

وبالنظر إلى بدائل الاستثمار الممثلة في نسبة أسهم شركة الغاز في المحفظة في الجدول رقم (٤) والشكل رقم (٢) يتضح أنه من خلال تغيير الأوزان في مكونات المحفظة يمكن استنتاج ما يلي:

١- أنه يمكن تحقيق عوائد أفضل مع تخفيض المخاطرة في الوقت نفسه (عند الانتقال من نسبة ١٠٠٪ و ٩٥٪ في أسهم شركة الغاز إلى نسبة ٩٠٪). وأن هناك العديد من البدائل الاستثمارية (بين نسبة ١٠٠٪ و ٩٠٪ في أسهم شركة الغاز) التي ينطبق عليها هذا الاستنتاج، إلا أنه تم الاكتفاء بذكر بعضها فقط.

٢- أنه هناك نقطة (عند نسبة ٩٠٪ تقريبا في أسهم شركة الغاز) إذا قل الاستثمار في أسهم شركة الغاز فإن المخاطر والعوائد سترتفع في الوقت نفسه. وفي هذه المرحلة يمكن التحكم في العائد والمخاطرة عن طريق تغيير الأوزان في مكونات المحفظة. وبذلك يمكن اختيار المحفظة الاستثمارية التي تتناسب مع رغبة المستثمر في تحمل المخاطرة. فإذا رغب المستثمر في تحمل مخاطر عالية، فإنه سيقلل من الاستثمار في أسهم شركة الغاز، أما إذا أراد أن يتخلى عن العوائد المرتفعة مقابل تقليل المخاطر فإن ذلك يتطلب زيادة نسبة الاستثمار في أسهم شركة الغاز.

كما يمكن توضيح أثر التنوع الاستثماري في تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق تغيير عدد الأصول المالية المدرجة في المحفظة. وبين الجدول رقم (٥) أثر التنوع الاستثماري (عدد الأصول المالية المدرجة في المحفظة) في تخفيض المخاطر. ولقد اختيرت هذه الأصول المالية بناء على درجة الارتباط بين عوائدها.

ويتضح من الجدول رقم (٥) والشكل رقم (٣) أنه عن طريق زيادة عدد الأصول المالية في المحفظة فإن مخاطر (الانحراف المعياري) المحفظة الأخيرة (المكونة من تسعة أصول مالية) أقل من الانحراف المعياري لأسهم البنك العربي الوطني؛ إذ يبلغ الانحراف المعياري للمحفظة ٠,٣٠١، في حين يبلغ أقل انحراف معياري لأسهم الشركات موضع الدراسة (وهي أسهم البنك العربي الوطني) ٠,٣٢٣.

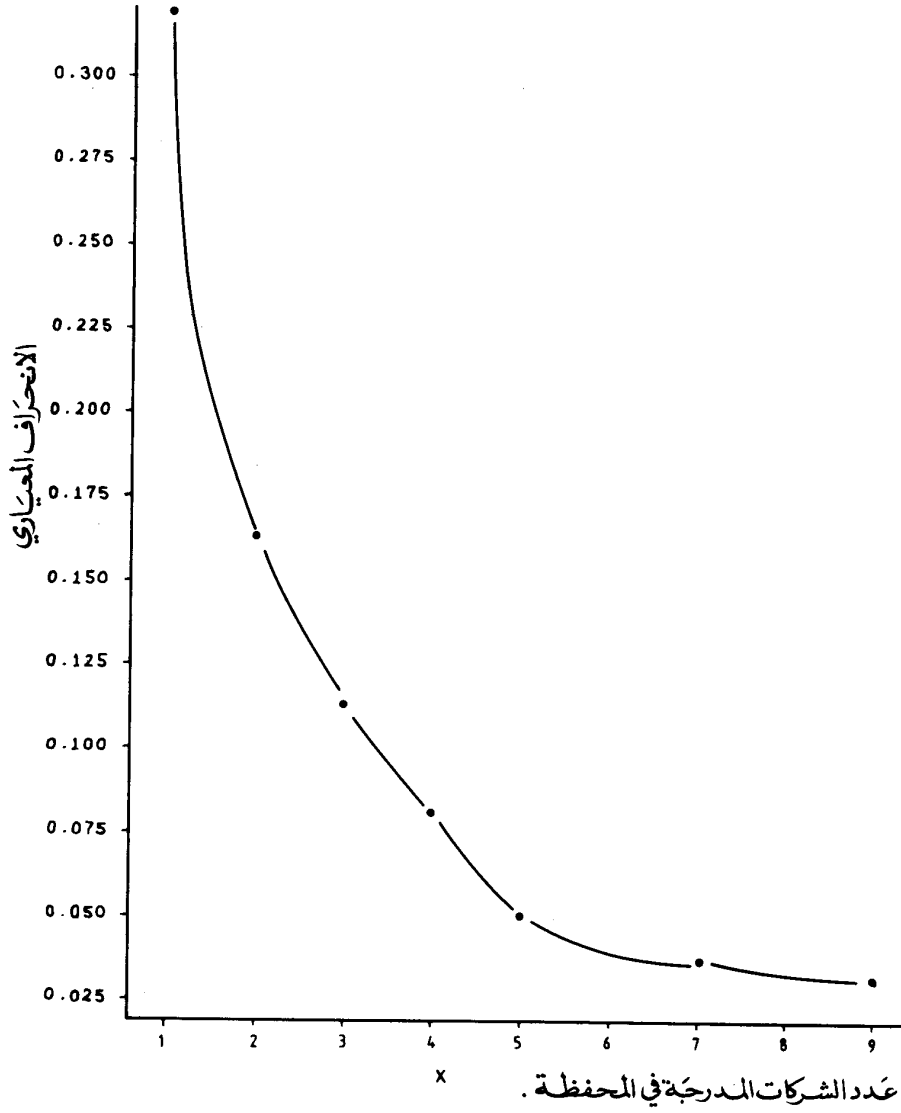
وبذلك يتعين على المستثمرين عند وضع خططهم الاستثمارية أن يقوموا بدراسة الأسهم التي ينطبق عليها مبدأ التنوع من أجل تخفيض المخاطر (وهي الأسهم التي لا ترتبط عوائدها ببعض أو ترتبط ببعض ارتباطا سلبا). فالتنوع في هذه الحالة يؤدي إلى تخفيض المخاطر بدرجة كبيرة.

جدول رقم (٥)

أثر التنوع الاستثماري في تخفيض المخاطر

عدد الأصول المالية في المحفظة	التباين	مكونات المحفظة
١	٠,٣١٩٥	الشركة السعودية للنقل البري
٢	٠,١٦٤٠	ما قبله + البنك السعودي الفرنسي
٣	٠,١١٠٦	ما قبله + نارك
٤	٠,٠٨٢٦	ما قبله + كهرباء الوسطى
٥	٠,٠٤٩٨	ما قبله + أسمنت الدمام
٧	٠,٠٣٦٥	ما قبله + البنك العربي + أسمنت القصيم
٩	٠,٠٣٠١	ما قبله + سافكو + الغاز والتصنيع

كما يتضح أيضا أن مخاطر المحفظة الاستثمارية لا تعتمد على مخاطر الأسهم التي تكون المحفظة فحسب، بل تعتمد أيضا على درجة الارتباط بين عوائد الأسهم المدرجة في المحفظة وعلى المدى الذي يمكن لسياسة التنوع الاستثماري أن تخفف من هذه المخاطر. ودرجات الارتباط بين عوائد الأسهم تتراوح بين + ١ (ارتباط تام موجب) وبين - ١ (ارتباط تام سالب). ولا يمكن للتنوع الاستثماري أن يخفف من مخاطر المحفظة الاستثمارية إلا إذا كان معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية أقل من + ١ (أقل من الارتباط الموجب التام).



شكل رقم (٣)

أثر التنويع الاستثماري في تخفيض مخاطر الاستثمار

الخلاصة

استهدفت هذه الدراسة الكشف عن إمكانية الاستفادة من التنوع الاستثماري في إدارة المحافظ الاستثمارية في سوق الأسهم السعودية كوسيلة لتخفيض مخاطر الاستثمار. ولهذا طرحت الفرضية التي تنص على أنه لا توجد إمكانية للاستفادة من التنوع الاستثماري في تخفيض مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم السعودية

كما جمعت البيانات الخاصة بأسعار الأسهم الأسبوعية وتم إيجاد العوائد الأسبوعية لها وكذلك معاملات الارتباط بينها.

وكان من أهم نتائج البحث، نقض فرضية الدراسة، وذلك لوجود معاملات ارتباط معنوية سالبة وموجبة غير تامة بين عوائد الأسهم في سوق الأسهم السعودية. وبنقض هذه الفرضية يمكن استنتاج أنه بالإمكان تخفيض مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم السعودية عن طريق التنوع الاستثماري المناسب.

ولقد تم إلقاء الضوء على الطرق والأساليب التي يمكن استخدامها لتخفيض مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم السعودية وذلك عن طريق التنوع الاستثماري. والأساس الذي اعتمد عليه في هذا البحث هو دراسة معاملات الارتباط بين عوائد الأسهم الأسبوعية خلال فترة زمنية معقولة. كما أن الهدف المفترض تحقيقه هو تخفيض المخاطرة من جهة والحصول على أكبر عائد ممكن من الاستثمار من جهة أخرى.

وكان من أبرز نتائج البحث أنه من خلال المتابعة الدقيقة للأسهم يمكن إدارة محافظ استثمارية ذات كفاية تحقق عوائد مرتفعة بمخاطر محدودة، وأنه يمكن مزج الأسهم بصورة يترتب عليها تخفيض المخاطر.

ويلاحظ من النتائج أن استخدام مبدأ التنوع في تكوين المحافظ الاستثمارية يؤدي إلى تحقيق ما يلي:

- ١- تخفيض مخاطر الاستثمار للمحافظة عن طريق الرقابة الدقيقة والواعية للأسهم التي تكون المحفظة.
- ٢- أن أثر تنوع الأصول المالية يتوقف - إلى حد كبير - على معامل الارتباط القائم بين عوائد هذه الأصول. وكلما انخفض معامل الارتباط، زادت الاستفادة من مبدأ التنوع في تخفيض مخاطر المحفظة.

التوصيات

فيما يلي عدد من التوصيات المتعلقة بنتائج الدراسة الحالية:

- ١- العمل على تطوير صناعة الخدمات المالية في المملكة وإنشاء مؤسسات الخدمات المالية التي تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات المالية عن الشركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في سوق الأسهم السعودية وتقديم أحدث الإحصائيات عن أداء الشركات.
- ٢- يتعين على بعض الصحف المحلية المهتمة بالشؤون الاقتصادية والمالية أن تقوم بنشر كافة البيانات المالية عن الشركات المساهمة وكل ما يتعلق بحركة أسهم هذه الشركات بشكل منتظم ودوري. وهناك فرص لإحدى الصحف المحلية أن تدخل مجال التخصص في نشر المعلومات المالية والاقتصادية عن الشركات المساهمة ونشر القوائم المالية لها بشكل منتظم بدلا من نشرها بشكل عشوائي في بعض الصحف.
- ٣- يتعين على البنوك (بصفتها الجهة التي تقوم بعملية التداول) إنشاء مراكز معلومات مالية عن سوق الأسهم السعودية وذلك للقيام بتحليل الأوراق المالية ومن ثم تقديم النصائح حول بدائل الاستثمار في الأسهم بما يتناسب مع تفضيلات المستثمرين للعائد ودرجة المخاطرة.
- ٤- العمل على زيادة كفاية السوق عن طريق تشجيع إنشاء الشركات المالية المتخصصة في الخدمات المالية وبالتالي تمكين عدد أكبر من المهتمين والمستثمرين من الحصول على المعلومات المالية بأقل ما يمكن من التكاليف.
- ٥- تشجيع إقامة صناديق الاستثمار المتبادلة في المملكة وأن تقتصر الاستثمارات فيها على حيافة وتداول أسهم الشركات السعودية. ويتعين هنا الاستعانة بمستشارين ماليين للتعرف على الفرص الكامنة في سوق الأسهم السعودية وعلى أهداف المستثمرين والعمل على تحقيقها والمساعدة على إيجاد فرص تتعدى الآفاق الحاضرة.
- ٦- يتعين على الباحثين والمهتمين بالسوق المالية السعودية أن يتوسعوا في إجراء الدراسات المتعلقة بسوق الأسهم السعودية وقياس مخاطر البيتا لكل سهم.

المراجع

أولاً : المراجع العربية

- توفيق، جميل والحناوي، محمد صالح، الإدارة المالية - أساسيات وتطبيقات. دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، ١٩٨٣م.
- جابر، محمد صالح، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، وزارة الثقافة، العراق، ١٩٨٢م.
- رمضان، زياد، تقويم سوق عمان المالية داخليا: نطاق العمل، الوظائف والفعاليات، مستوى الكفاءة، مجلة العلوم الاجتماعية، حريف ١٩٨٧م، ص ٢٢٩-٢٥٨.
- سلامة، عابدين، إنشاء سوق مالية في المملكة العربية السعودية، مجلة كلية التجارة (جامعة الملك سعود)، عدد ٥، ١٩٧٦، ص ١٣-٢٤.
- فلمبان، غازي محفوظ، الاستثمار بالأسهم في المملكة العربية السعودية. مطبوعات تهامة، ١٩٨٦م.
- محمود، سمير، الأعباء القومية لأزمة سوق الأوراق المالية بدولة الكويت، مجلة العلوم الاجتماعية، ربيع ١٩٨٦م، ص ١٣-٣٤.
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أسواق الأوراق المالية العربية: تنظيمها، أدواتها، وأوضاع التعامل فيها، ١٩٨٥م.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، القواعد التنفيذية لتنظيم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك التجارية، ١٩٨٤م.
- وزارة التخطيط، خطة التنمية الرابعة، ١٤٠٥-١٤١٠هـ، وزارة التخطيط، المملكة العربية السعودية.

ثانياً : المراجع الأجنبية

- Abdeen, A. and Shook, D.** (1984) *The Saudi Financial System*, New York: John Wiley.
- Fama, E.** (1976) *Foundations of Finance*, New York: Basic Books.
- Fama, E. and Miller, M.** (1972) *The Theory of Finance*, New York: Holt, Rinehart and Winston.
- Francis, J. and Archer, S.** (1979) *Portfolio Analysis*, N.J.: Prentice-Hall.
- Knight, W.E.** (1966) A Computer Method for Calculating Kendall's Tau with Ungrouped Data, *Journal of the American Statistical Association*, **61**: 436-439.
- Markowitz, H.** (1952) Portfolio Selection, *Journal of Finance*, Vol. **VII**, pp. 77-91.
- _____. (1959) *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, New York: John Wiley.
- Modigliani, F. and Pogue, G.** (1974) An Introduction to Risk and Return: Concepts and Evidence, *Financial Analysts Journal*, pp. 68-80.
- Rubinstein, M.** (1973) A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory, *Journal of Finance*, pp. 167-81.
- Sharpe, W.** (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, **XIX**, No. **3**, pp. 425-42.
- _____. (1970) *Portfolio Theory and Capital Markets*, New York: McGraw-Hill.
- _____. (1978) Risk, Market Sensitivity and Diversification, in: **James Lone and Richard Brealey** (1978), *Modern Developments in Investment Management*, Illinois: Dryden Press. pp. 342-347.
- Sharpe, W. and Cooper, G.** (1978) Risk - Return Classes of New York Stock Exchange Common Stocks, in: **James Lorie and Richard Brealey** (1978), *Modern Developments in Investment Management*, Illinois: Dryden Press, pp. 384-394.
- Soufi, A.** (1988) A Test for Market Efficiency in the Saudi Stock Market, *Arab Journal of the Social Sciences*, pp. 99-107.
- Tobin, J.** (1958) Liquidity Preference as a Behavior Toward Risk, *The Review of Economic Studies*, pp. 65-86.

The Possibility of Diversification Benefits in The Saudi Stock Market

ADNAN A. SOUFI, YASEEN A. JEFREY and GHAZI U. MADANI
Department of Business Administration
Faculty of Economics and Administration
King Abdul-Aziz University, Jeddah, Saudi Arabia

ABSTRACT. This study explores the existence of diversification benefits in the Saudi Stock Market and the impact of portfolio diversification in the reduction of portfolio risk. This research tests the hypothesis that there is no evidence of diversification benefits in the Saudi Stock Market.

Weekly stock price data were collected, weekly returns and correlation coefficients among these returns were computed, the returns correlation show some significant low positive correlation and some high negative correlation coefficients among the returns. Risk reduction techniques using various diversification strategies were demonstrated. The results indicate that investment analysis is an important element in the construction and management of an investment portfolio.

It was also shown that with proper diversification efficient portfolio can be constructed in the Saudi Stock Market. The results confirm the importance of portfolio analysis in the analysis in the asset allocation decision.