



جامعة عين تموشنت بلحاج بوشعيب
Ain Témouchent University Belhadj Bouchaib



كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

الموضوع:

العلاقة بين العائد والمخاطرة وفقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية
-دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة السعودية -

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في شعبة علوم المالية والمحاسبة تخصص مالية المؤسسة

تحت إشراف الأستاذ:

إعداد الطلبة:

د. مسكيني أنس

خلافي فريال سناء

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة	اسم ولقب الأستاذ
رئيساً		درويش عمار
مشرفاً ومقرراً	أستاذ محاضر قسم "ب"	د. مسكيني أنس
ممتحناً		سي محمد فتحي

السنة الجامعية: 2025-2026

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

حذاء

اللهم لا تجعلنا نصاب بالغرور إذا نجحنا و لا
باليأس إذا أخفقنا و ذكرنا

ذكرنا إن الإخفاق و هو صورة التجربة
الأولى التي تسبق النجاح

اللهم:

إذا أعطيتنا نجاحا فلا تأخذ تواضعنا

إذا أعطيتنا تواضعا فلا تأخذ عزتنا

إذا أعطيتنا مالا فلا تأخذ سعادتنا

إذا أعطيتنا قوة فلا تأخذ عقولنا

شكر وتقدير

وفي بداية كلمتي لا بدّ لي من أتوجه أولاً بالشكر لله عزّ وجلّ الذي وفقني للوصول إلى هذه المرحلة العلمية العالية، ومهد لي الطريق لأن أكون بينكم اليوم لأناقش رسالتي في الماجستير.

كما أنني أتوجه بالشكر و التقدير لكل من:

والدي العزيز ووالدتي الكريمة الذين كانوا السند الأول لي في الوصول إلى ما وصلت اليه

كما أتوجه بالشكر والتقدير للأستاذ الشرف الدكتور " مسكيني أنس " لما قدمه لي من جهد و توجيه و لم يبخل عليا بنصائحه القيمة طيلة إنجاز هذا البحث حفظه الله ورعاه وأطال في عمره، فقد كان لإشرافه ومنحه الكثير من الوقت لي اليد الأولى في خروج هذه المذكرة بالشكل الذي ظهرت عليه، كما كان لتوجيهاته ونصائحه دور أساسي في إتمام مذكرتي.

والشكر موصول لأعضاء لجنة المناقشة الكرام على تفضلهم بقبول مناقشة مذكرة الماجستير هذه.

بالإضافة إلى شكري الكبير لجميع أفراد عينة الدراسة الذين منحوني الكثير من وقتهم، وبذلوا الكثير من الجهود في سبيل خروج الرسالة بأدق النتائج وأكثرها فعالية.

كما أقدم جزيل الشكر إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل سواء من قريب أو من بعيد فندسأل الله أن يعوضهم جزاء هذا الخير هم و من تمنى لي التوفيق.

إهداء

"يرفع الله الذين امنوا منكم والذين اوتوا العلم درجات والله بما تعملون خبير"

صدق الله العظيم .

من قال أنا لها نالها لم تكن الرحلة قصيرة ولا ينبغي لها أن تكون و لا الطريق كان محفوفا بالتسهيلات
لكنني فعلتها ها أنا قد وصلت إلى النهاية بعد توقف دراسة سنتين في سبيل الحلم و العلم .الحمد لله الذي
يسر لنا البدايات وبلغنا النهايات بفضلته وكرمه

اهدي تخرجي هذا إلى نفسي أولا التي مشت بثبات في دروب لم تكن سهلة , إلى تلك الروح التي تعثرت لكنها
نهضت وحملت في قلبها يقينا بان معية الله تكفي أهديك هذا الانجاز فكنت الأولى في مسيرة الصبر والمثابرة

ثم إلى من قال فيهما الله " وقضى ربك ألا تعبد إلا إياه وبالوالدين إحسانا "

إلى أبي : إلى من احمل اسمه فخرا واعتازا إلى من دعمني بلا حدود لأصل إلى ما أنا عليه اليوم إلى من كلل
العرق جبينه إلى داعمي الأول وسندي أبي الغالي حفظه الله ورعاه

إلى أمي :حبيبتي يا من الجنة تحت أقدامها أمي التي طالما تمننت أن تقر عينها برؤيتي في هذا يوم وسهلت عليا
الصعاب بدعائها ممتنة أن الله اصطفاك من بين البشر أما لي

إلى أخوتي :سندي الذي لا يميل ورفقاء دربي إلى من مددت يدي لهم في ضعفي وأمنوا بقدرتي أتمنى

أراكم في أعلى المراتب "إنما أغلى ما يملكه الإنسان إخوته "

إلى أصدقائي و عائلتي الكريمة:لكل من شاركني طريقي وأحلامي وساهموا

في صنع ذكريات لا تنسى وجودكم كان مساحة رحبة لقلبي لكل من وقف

إلى جانبي وترك أثرا طيبا أو دعم أو كلمة طيبة لكم جميعا أجمل

المعاني والامثال و الدعاء

The background features a light beige color with a subtle pattern of gold-colored geometric lines forming a large, irregular frame. Interspersed within this frame are delicate, gold-colored illustrations of various leaves and branches, some with small berries or buds. The overall aesthetic is elegant and modern.

قائمة المحتويات

	البسملة
	الشكر
	الإهداء
	قائمة المحتويات
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
	مقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري للعائد والمخاطرة
02	المبحث الأول: المفاهيم النظرية حول العائد والمخاطرة
02	المطلب الأول: ماهية العائد
05	المطلب الثاني: المخاطرة أنواعها وطرق قياسها
11	المبحث الثاني: العلاقة بين العائد والمخاطرة
11	المطلب الأول: نظرية المحفظة المالية
23	المطلب الثاني: نموذج التسعير الأصول الرأسمالية
27	المبحث الثالث: الدراسات التجريبية
27	المطلب الأول: الأدبيات التجريبية
33	المطلب الثاني: ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة
34	خلاصة الفصل:
	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة السعودية
36	تمهيد
37	المبحث الأول: تعريف بورصة السعودية
37	المطلب الأول: مؤشرات تداول
38	المطلب الثاني: عدد شركات المدرجة من 2022 إلى غاية 2025
39	المبحث الثاني: تقديم الشركات (بنك الرياض - بنك ألراجحي - البنك الأهلي السعودي - البنك العربي الوطني)
39	المطلب الأول: بنك الرياض وبنك الراجحي
41	المطلب الثاني: بنك الأهلي السعودي وبنك العربي الوطني
42	المبحث الثالث: عرض و تحليل النتائج
49	خلاصة الفصل

	خاتمة
	قائمة المصادر والمراجع
	ملخص الدراسة

The background features a light beige color with a subtle pattern of gold-colored geometric shapes, including triangles and hexagons. Interspersed among these shapes are delicate, gold-colored line drawings of various leaves and branches, some with small berries or buds. The overall aesthetic is elegant and modern.

قائمة الأشكال

الصفحة	الشكل
08	الشكل رقم 01: أنواع المخاطرة وحالات التنويع وعدم التنويع
24	الشكل رقم 02: رسم توضيحي يبين الحد الكفاء وخط سوق الأوراق المالية
38	الشكل رقم 03: حساب المؤشر



قائمة الجداول

الصفحة	الجدول
39	الجدول رقم 01 : عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول + نمو) من 2022 إلى 2025
43	الجدول رقم 02: نتائج العوائد السنوية سنة 2022
44	الجدول رقم 03: نتائج العوائد السنوية سنة 2023
44	الجدول رقم 04: نتائج العوائد السنوية سنة 2024
45	الجدول رقم 05: نتائج العوائد السنوية سنة 2025
46	الجدول رقم 06: النتائج
46	الجدول رقم 07: النتائج التباين المشترك
47	الجدول رقم 08 : النتائج معامل بيتا (Beta)
48	الجدول رقم 09 : النتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM
48	الجدول رقم 10 : المقارنة بين العائد المتوقع والعائد الفعلي

مقدمة

يعتمد التقييم الجيد لأي أصل مالي على إيجاد القيمة العادلة لمخاطر الاستثمار فيه، وتعتبر مخاطر الاستثمار من أهم العوامل المؤثرة في الأسواق المالية، وبالتالي فإن القدرة على فهم وقياس وإدارة مخاطر الاستثمار في السوق المالي بصورة صحيحة هي أساس تقييم الأصول المالية، إلا أن فهم هذا الموضوع لم يتحقق ويجسد على أرض الواقع إلا بعد أن قدم William Sharpe نموذج تسعير الأصول الرأسمالية سنة 1964 حينها أصبحت عملية تقييم الأوراق المالية تتم وفق إجراءات تعتمد على أساس علمي، كما أصبح معامل وهو العامل الأساسي الذي جاء به النموذج الذي يكتسي أهمية بالغة في تقدير المخاطر النظامية للاستثمارات المالية.

على الرغم من أهمية هذا النموذج من الناحية العملية والمكانة التي يحظى بها في أوساط المهنيين والأكاديميين إلا أنه يعاب عليه اعتماده على مؤشر واحد في تحديد مخاطر الاستثمار وهو المخاطر النظامية، ذلك أن الاستثمار في الأصول المالية محاط بالعديد من المخاطر الخاصة بشركات محددة وصناعات معينة لا يمكن أن ندرجها تحت مظلة المخاطر النظامية، وهذا النوع من المخاطر منتشر بكثرة في الأسواق المالية العربية نظرا لحدثة نشأة أغلب هذه الأسواق، وبالتالي فإن أداء الشركات المفيدة فيها غير مستقر، ويتأثر بشدة بالتقلبات التي تحدث فيها، أو في القطاعات الناشطة في هذه الأسواق أو حتى على مستوى التوجهات الاقتصادية الكلية.

إن ما قدمته نماذج تقييم الأصول المالية، وعلى رأسها كما سبق القول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية جاءت أساس مطبقة في الأسواق المالية المتقدمة وبالتالي فهي مكيفة لتأخذ بعين الاعتبار خصوصية تلك الأسواق، وإذا ما أرد أن تطبق هذه النموذج على السوق المالي السعودي من أجل تحليل العلاقة يجب علينا أيضا أن تكيفها مع خصوصية هذه السوق، لهذا سنحاول من خلال هذه الدراسة تقديم نموذج لتقييم مخاطر الاستثمار في الأصول المالية في السوق المالي السعودي (بورصة السعودية)

1. إشكالية الدراسة:

ما مدى دقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقييم العلاقة بين العائد ومخاطر الأسهم المتداولة في بورصة السعودية؟

هذه الإشكالية تقود إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما علاقة عائد الأصول المالية بمخاطرها؟
- هل يفسر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التغيرات في عوائد الأسهم المتداولة في بورصة السعودية؟

2. فرضيات الدراسة:

• وجود علاقة طردية بين العائد والمخاطرة.

• يفسر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العوائد ويتنبأ بمخاطرتها.

3. أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة في أنها تتطرق إلى موضوع من المواضيع الحديثة التي يتزايد الاهتمام بها في الوقت الحاضر، وذلك من خلال إظهار أسس تقييم الاستثمارات المالية، مع ذكر أهم نموذج خاص بذلك، وكذا محاولة تطويع هذه المفاهيم بالنموذج مع خصوصية السوق المالي السعودي.

4. أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة، في اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتقييم الأصول المالية يأخذ بعين الاعتبار خصوصية السوق المالي السعودي (البورصة السعودية).

إضافة للأهداف الفرعية التالية:

- الإلمام بمفهوم العائد ومخاطر الاستثمار؛
- اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي السعودي.
- توضيح آلية استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتحديد العائد المطلوب على الأسهم.

5. منهج وأدوات الدراسة:

إن اختيار المنهج المناسب لأي دراسة أكاديمية يعد أمراً جوهرياً لضمان الوصول إلى نتائج علمية دقيقة تخدم أهداف الدراسة وبما أن الدراسة تهدف إلى إيجاد العلاقة بين العائد والمخاطرة بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لمعالجة الموضوع حيث تم تقسيم الدراسة إلى فصلين رئيسيين

في الفصل الأول النظري تم الاعتماد على المنهج الوصفي و الذي مكننا من عرض الإطار النظري المتعلق بمفهوم العائد و المخاطرة وأنواعهما بالإضافة إلى عرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

إما في الفصل الثاني التطبيقي فقد تم توظيف المنهج التحليلي من خلال تحليل بيانات مالية لعينة من أربعة بنوك في السعودية ، وهذا باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM مستعملين في ذلك برنامج EXCEL 10 لتحليل البيانات.

6- حدود الدراسة :

تسعى هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة ,وقد تم تحديد الإطار المكاني من خلال دراسة أربعة بنوك سعودية مدرجة في السوق المالية السعودية , نظرا لما تمثله البنوك من أهمية كبرى في الاقتصاد الوطني .

أما من حيث الإطار الزمني , فقد تم اختيار الفترة الممتدة من 2022 إلى 2025 وذلك بالنظر إلى استقرار نسبي في السياسات المالية خلال هذه السنوات، مع توافر قاعدة بيانات مناسبة تمكن من تحليل البيانات . وتعد هذه الفترة كذلك غنية من حيث التغيرات الاقتصادية المحلية و الإقليمية مما يضيف للدراسة طابعاً واقعياً وعمقاً تحليلياً.

تجدر الإشارة إلى نتائج هذه الدراسة تبقى محصورة في عينة البنوك الأربعة محل الدراسة ,والإطار الزمني المختار، وبالتالي فإن تعميم النتائج على باقي القطاعات أو الأسواق يتطلب دراسات إضافية .

7. مبررات اختيار الموضوع :

تم اختيار هذا الموضوع بناء على جملة من الاعتبارات ,أهمها :

- الميل الشخصي إلى التقنيات الكمية وللمواضيع ذات صلة بمالية مؤسسة
- توافق الموضوع مع التخصص العلمي الذي ندرسه
- توسيع دائرة معارفنا بخصوص الأسواق المالية والحاجة إلى تقييمها
- ثراء الموضوع وتشعبه مما يتيح لنا إمكانية مواصلة البحث والتعمق فيه

الفصل الأول

الإطار النظري للعائد والمخاطرة

يحتل كل من العائد والمخاطرة مكانة بارزة في مجال التمويل لما لهما من تأثير مباشر على القرارات الاستثمارية التي بشأنها الموازنة بين مستوى العائد المتوقع ودرجة المخاطر المصاحبة لهم. فكلما ارتفع العائد المنتظر ارتفع معه مستوى المخاطرة التي يتحملها المستثمر مما يجعل فهم هذه العلاقة شرطاً أساسياً لاتخاذ قرار استثماري رشيد يقوم على أسس علمية دقيقة.

وفي إطار تحليل هذه العلاقة ظهرت عدة نماذج ونظريات مالية تهدف إلى تفسير كيفية تحديد العائد المتوقع في ضوء المخاطر ويعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) من أبرز هذه النماذج وأكثر انتشاراً في الأدبيات المالية. حيث ينطلق هذا النموذج من فرضية مفادها أن العائد المتوقع يرتبط بالمخاطرة النظامية فقط باعتبارها المخاطر التي لا يمكن تجنبها مع التنوع ويتم قياسها بمعامل بيتا (β) الذي يعكس مدى تأثير العائد بتقلبات السوق.

وقد ساهم نموذج CAPM في توضيح العلاقة الخطية بين العائد والمخاطرة، من خلال ربط العائد المتوقع بمعدل العائد الخالي من المخاطر وعائد السوق، مما جعله أداة أساسية في تقييم الأداء واتخاذ القرارات الاستثمارية. ورغم الانتقادات الموجهة لبعض افتراضاته، إلا أنه لا يزال يحتفظ بأهميته النظرية والتطبيقية، خاصة في الدراسات التي تسعى إلى اختبار كفاءته في تفسير العوائد.

وانطلاقاً من ذلك، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث؛ يتناول المبحث الأول مفهوم العائد والمخاطرة وأنواعهما، بينما يركز المبحث الثاني على عرض وشرح نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وبيان دوره في تفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة والمبحث الثالث الدراسات التطبيقية.

المبحث الأول: المفاهيم النظرية حول العائد والمخاطرة

يجب أن يراعي المستثمر في الأوراق المالية لعاملين أساسيين هما العائد والمخاطرة وذلك لتعظيم قيمة السهم، وكل قرار مالي ينطوي عليه عائد وخطر معين لهما خصائص معينة، والارتباط المميز لهذه الخصائص له أثر على قيمة السهم ويمكن النظر إلى الخطر إما أنه مرتبط بأصل واحد أو بمحفظة (مجموعة من الأصول) وسوف نبدأ بالخطر في الأصل الواحد (الورقة المالية أو الاستثمار الواحد). وسنقوم بعرض المفاهيم الأساسية لكل من العائد والمخاطرة والتفصيل فيهما.

المطلب الأول: ماهية العائد

العائد هو كل ما يحققه المستثمر من مكاسب وأرباح من خلال استثمار

الفرع الأول: تعريف العائد

هو التعويض النقدي الذي يتلقاه المستثمر مقابل توظيف أمواله في شكل من أشكال الاستثمار المتاحة، ويعتبر العائد الهدف الأسى لأي مستثمر سواء كان فرداً أو شركة أو صندوقاً استثمارياً¹.

ويعرف كذلك بأنه النسبة المئوية لما يدره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد الإجمالي البسيط مطروح منه ضريبة الدخل².

هو المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى، فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته³.

قدرة الوحدة النقدية في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين، إذ يهدف ذلك القياس في تحديد كفاءة الإدارة. ويتم استخراجها وفق العلاقة التالية:

العائد على الاستثمار = الربح الصافي / مجموع الأموال المستثمرة

الفرع الثاني: أنواع العائد:

هناك عدة أنواع للعائد حسب التصنيف وهي:

أولاً: العائد الفعلي (المتحقق):

¹ بوبكر نفيسة، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية 2008/2010، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسويق، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، ص 10-11.

² حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة الرابعة، القاهرة، 1992، ص 236.

³ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 1998، ص 289.

وهو العائد الذي يحققه المستثمر جراء اقتنائه أو بيعه الأداة استثمارية، وبذلك فهي قد تكن عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية، أو مزيجاً بينهما¹، ويطبق عليه بالعائد التاريخي، وهو نسبة صافي الدخل الناجم عن 5 الاستثمار إلى مجموع الأموال المستثمرة، والتي نتج عنها ذلك الدخل الصافي، ويتكون من جزأين²

أ- معدل العائد الرأسمالي: وهو الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه مقسوماً على سعر السهم، كما يلي:

$$\frac{P1 - P0}{P0} = \text{معدل العائد الرأسمالي}$$

P1 : سعر بيع السهم

P0 : سعر شراء السهم

ب. معدل العائد الدوري أو الاعتيادي وهو عبارة عن عائد مقسوم من الأرباح الموزع لذلك السهم مقسوماً على سعر الشراء.

$$\frac{D}{P0} = \text{معدل العائد الدوري}$$

حيث أن: D هي مقسوم الأرباح الدوري الموزع للسهم

ثانياً: العائد المتوقع :

هو الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوعه فيتم تقديره عن طريق ب احتمالية وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي صدره الاستثمار في ورقة مالية معينة، وبالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات عائد محتملة،³ ولنفترض:⁴

V_t : القيمة السوقية للأصل في الزمن $(t-1)$: V : القيمة السوقية للأصل في الزمن $(t-1)$.

على أن تقارن مجموع هذه العوائد بسعر الأصل في بداية الفترة $(t-1)$ أي بالسعر (V_{t-1})

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، الطبعة الثالثة، 1998، ص 294.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، جامعة بغداد، العراق 2001، ص 361.

³ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية دار وائل للنشر الأردن، الطبعة الثالثة 2005، ص 32

⁴ محاضرة الأستاذ عبد الرزاق كبوط، في مقياس النظرية المالية 2010/2009

$$R_{it} = \frac{V_{it} - V_{it-1} + D_{it}}{V_{it-1}}$$

إذن:

ثالثاً: العائد المطلوب:

هو ذلك العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله الحالية وعادة ما يكون هذا العائد ملائماً لمستوى المخاطر المقابلة له، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار، ويتكون من جزئين هما العائد الخالي من المخاطرة وبدل المخاطرة¹. ومنه فإن معدل العائد المطلوب يحسب كمايلي:²

معدل العائد المطلوب معدل العائد الخالي من المخاطرة (معدل عائد محفظة السوق المالية - معدل العائد الخالي من المخاطرة) * معامل بيتا

ومن معادلة حساب معدل العائد المطلوب يتبين بأن حسابه يتطلب تقدير ثلاثة متغيرات أساسية هي:

معدل العائد الخالي من المخاطرة RE: هو سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل والأكثر شيوعاً منها حوالات الخزينة فتتعدى المخاطرة لهذه الاستثمارات الذي يتساوى معدل العائد المتحقق لهذه الاستثمارات مع العائد المتوقع.

معدل عائد محفظة السوق ERm: وهو المعدل أو المتوسط المعدلات العائد المتحقق للأسهم في السوق المالية، موزوناً بقيمتها السوقية أو الدفترية.

معامل بيتا السهم Beta coefficient بعد هذا المؤشر واحداً من أهم المؤشرات المالية على صعيد الاستثمار بالأسهم، ويحسب معامل بيتا من العلاقة التاريخية العوائد الأسهم المتحققة وعوائد محفظة السوق المالية.

¹أمين أحمد السيد لطفي، مرجع سابق، الدار الجامعية، الإسكندرية 2005 ص 11

²محمد علي إبراهيم العامري 2001، مرجع سبق ذكره ص 365

المطلب الثاني: المخاطرة أنواعها وطرق قياسها

يقصد بمصطلح المخاطر التعرض لظروف معاكسة، لكن دراستنا لمفهوم الخطر ستقتصر على مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

الفرع الأول: مفهوم المخاطرة

- هي إمكانية تحقق العائد أو ربما احتمال وقوع الخسائر الرأسمالية، وعن المبادئ المعرفة في الاستثمار فان المخاطر تكون مرافقة للعائد حتى إن البعض يقول إن العائد هو ثمن المخاطرة.¹
- تعرف المخاطرة على أنها احتمال تقلب العوائد المستقبلية المتأتية من الاستثمارات، أو هي التباين في العوائد المتوقعة.²
- المخاطرة تعني عدم انتظام العوائد ودرجة عدم التأكد والخوف من وقوع خسائر في الاستثمار وتذبذب العوائد من حيث الارتفاع والانخفاض.³

ومن خلال كل هذه التعريفات يمكننا تعريف المخاطرة بأنها:

هي حالة تذبذب وعدم انتظام في العوائد واحتمال حدوث خسائر رأسمالية في الاستثمار.

الفرع الثاني: أنواع المخاطر:

باستقراء الكتب العلمية فيما يتعلق بالمخاطر التي يمكن أن تواجه المؤسسة، تبين أنه يمكن تصنيف تلك المخاطر تبعاً لثلاثة أسس، هي:

- لتصنيف على أساس مصدر الخطرة
- التصنيف على أساس الارتباط بالمؤسسة
- التصنيف على أساس الميزة التنافسية المعلوماتية.

أولاً: أنواع المخاطر من حيث مصدر الخطر:

توضح الكتابات التي اهتمت بموضوع إدارة المخاطر المالية أن المؤسسات المعاصرة تواجه مجموعة متنوعة من المخاطر المالية في المجالات الوظيفية المختلفة، وفي جميع أرجاء المؤسسة، ومن هذه المخاطر ما يلي:⁴

➤ مخاطر الأعمال: Business risks

وهي المخاطر المرتبطة بالصناعة والمجال الأساسي الذي تعمل فيها المؤسسة.

¹ظاهر مردان مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الأردن 1997، ص 95

²محمد على ابراهيم العامري 2001 مرجع سبق ذكره، ص 3407

³غازي فلاح المؤمني، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2003، ص 79

⁴عدل على الدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في ادارة الأعمال جامعة القاهرة، ص 98

➤ مخاطر التشغيل: Operational risks

وهي المخاطر المرتبطة بالنظم الداخلية (أو الأفراد العاملين بهذه النظم) بالمؤسسة.

➤ مخاطر الإدارة: Management risk

وهي المخاطر المرتبطة بالوظائف الإدارية والممارسات التي تقوم بها إدارة المؤسسة.

➤ المخاطر القانونية: Legal risks

وهي المخاطر الناشئة عن الدخول في الفاقيات تعاقدية مع أطراف أخرى مع عدم التأكد بالوفاء بالالتزامات الجاه هذه الأطراف.

➤ مخاطر الائتمان: Crédit risks

وهي المخاطر المرتبطة بفسل الطرف الآخر Counter party في الوفاء بالالتزامات التي تعهد بها.

➤ مخاطر الأسعار: Price risks

وهي المخاطر المرتبطة بالتحركات غير المرغوبة (صعوداً أو هبوطاً) في الأسعار بالسوق، وهي تنقسم إلى مخاطر "مخاطر سعر العملة" أو سعر الصرف، سعر الفائدة، مخاطر الملكية مخاطر أسعار السلع.

➤ مخاطر الأموال: Funding risk

وهي المخاطر الناتجة عن فشل المؤسسة في الوفاء بأعباء الديون وفقاً للشروط المتفق عليها مع الممولين أو المقرضين

➤ مخاطر التركيز: Concentration risk

وهي المخاطر الناتجة عن تركيز الاستثمارات في قطاع واحد أو عدة قطاعات صغيرة، وتسمى مخاطر عدم التنوع

➤ مخاطر التغطية: Hedging risk

وهي المخاطر الناتجة عن الخطأ في التغطية أو الفشل في تحقيق التغطية الكافية للمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.

➤ المخاطر السياسية: Political and country risk

وهي المخاطر الناتجة عن القرارات الحكومية مثل الضرائب، التسعير، الجمارك، التأمين¹.

ثانياً: أنواع المخاطر من حيث ارتباطها بالمؤسسة

¹ محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 9-10

وفقا لهذا التصنيف، وهو التصنيف الذي تعتمد عليه النماذج الحديثة في نظرية التمويل، يتم تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة إلى مجموعتين من المخاطر، هما:

1. المخاطرة النظامية: RISQUE SYSTEMATIQUE

هناك عدة تعريفات لهذا النوع من المخاطرة:

هي تلك المخاطر التي تؤدي إلى القلب العائد المتوقع لكافة الاستثمارات القائمة أو المقترحة في كافة المؤسسات¹.

تعتبر التغيرات التي نظراً على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتي قيل على السوق مصدر المخاطرة النظامية حيث لا يتم القضاء على المخاطرة النظامية بالتنوع، لأنها تمس الاقتصاد الوطني ككل.

2. المخاطرة غير نظامية²: RISQUE NON SYSTEMATIQUE

وهي عبارة عن المخاطرة المتبقية التي تنفرد بها مؤسسة بنكية أو صناعة ما، أو هي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، فالتغيرات مثل إضراب العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين والدعاوى القضائية، تسبب قابلية عوائد مؤسسة ما للتباين ويكون هذا التباين غير مستقل عن العوامل المنتظم مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات والأسواق والأوراق المالية الأخرى.

نظراً لأن المخاطرة غير النظامية، تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على مؤسسة ما أو عدد قليل من المؤسسات، لذلك يجب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل مؤسسة على حدى يمكن كتابتها في شكل معادلة:

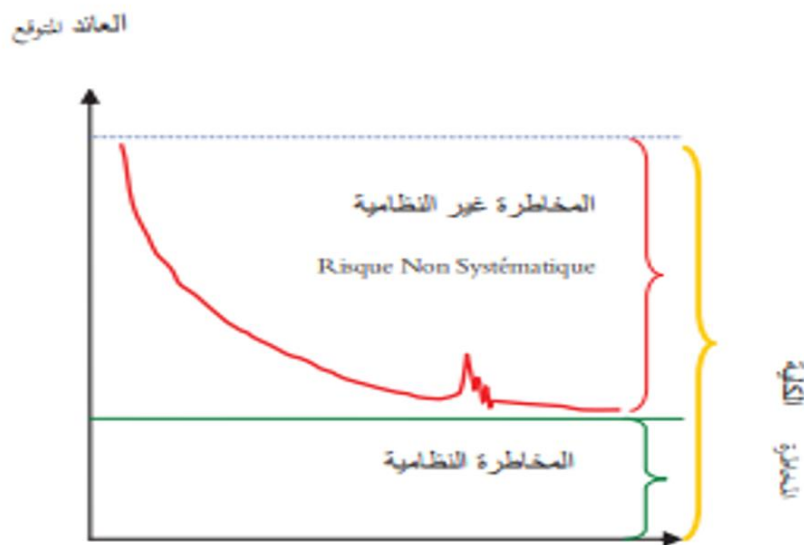
$$\text{المخاطرة الكلية} = \text{المخاطرة النظامية} + \text{المخاطرة غير نظامية}$$

النصيب الأكبر من المخاطرة الكلية، يعود إلى المخاطرة النظامية لأن هذه الأخيرة تمس حركة السوق ككل ويصعب التنبؤ بها ومواجهتها، يمكن التقليل من المخاطرة غير النظامية وذلك عن طريق التنوع، ولكن لا يمكن تجنب ما يسمى بالمخاطرة التظاهرة.

¹محمد صلاح الحناوي، بورصة الأوراق بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية مصر، 2002، ص 332

²حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، بدون دار البشارة بدون بلد نشرة الطبعة الأولى، 1999، ص 255

الشكل رقم 01: أنواع المخاطرة وحالات التنويع وعدم التنويع



المصدر: العتيبي عبد الله. إدارة الاستثمارات في الأسواق المالية. دار النشر الجامعي، السعودية ، 2020 ، ص 98 – 105 .

نلاحظ من خلال الشكل أن على المستثمر في حالة التنويع بالنسبة للمخاطرة العامة أن يركز تنبؤه على حركة السوق وخاصة المخاطر الاقتصادية العامة ومخاطر السوق المالية مثل (التغير في سعر الفائدة والتغير في أسعار الصرف ومخاطر القوة الشرائية الوحدة النقد)، كذلك إذا توقع صعود السوق فعليه زيادة المحفظة من الأوراق المالية ذات بينا المرتفعة والعكس صحيح

ثالثاً: أنواع المخاطر من حيث الميزة التنافسية المعلوماتية:

يرى البعض أنه يمكن تقسيم المخاطر التي تواجه المؤسسة تبعاً للميزة التنافسية المعلوماتية Comparative informational advantage المتوفرة لديها إلى مجموعتين من المخاطر، على النحو التالي:¹

1. المخاطر المالية: Financial risks

وهي المخاطر الناشئة عن متغيرات لا تتوافر لدى المؤسسة عنها ميزة تنافسية معلوماتية Comparative informational advantage، ويجب على المؤسسة أن تتبع استراتيجيات جيدة لإدارة هذه المخاطر لأجل تغطيتها، أو تجنبها، أو السيطرة عليها، لأن تحمل هذه المخاطر لا يحقق للمؤسسة أية عوائد اقتصادية وهي مخاطر ليس لها علاقة مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة، ولكنها ترتبط بالسوق الذي تعمل فيه المؤسسة.

2. مخاطر الأعمال: Core-business risks

وهي تلك المخاطر التي يجب على المؤسسة تحملها لأجل أداء النشاط الأساسي الذي تعمل فيه، ولا بد وأن تمتلك المؤسسة بعض المزايا التنافسية المعلوماتية بالنسبة للمتغيرات التي تنشأ عنها هذه المخاطر، إذ أن هذه المتغيرات تمثل عناصر أساسية. للقيام بنشاط المؤسسة، وتوليد التدفقات النقدية بها، فضلاً عن أن المؤسسة تحقق عوائد اقتصادية مقابل تحمل هذه المخاطر.²

الفرع الثالث: طرق قياس المخاطر

وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الاهتمام أو قياس درجة حساسيته اتجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر، ومن أهم هذه الأدوات:

➤ المدى: Range

والذي 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.

➤ التوزيعات الاحتمالية: Probability distributions

وهي تعتبر 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 العدد من الأصول المستقلة، وبما يمكن من

¹ منير إبراهيم حدي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف الاسكندري، 2003 ص 249

² محمد علي مرجع سبق ذكرية جامعة القاهرة ص 14-15

المفاضلة فيما بينها، وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر الساعة نحو الطرفين كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر.

➤ الانحراف المعياري Standard deviation :

يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي، وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.

$$\delta_i^2 = \sum_{j=1}^m P_j [R_{ij} - E(R_i)]^2 \Rightarrow \delta_i = \sqrt{\sum_{j=1}^m P_j [R_{ij} - E(R_i)]^2}$$

➤ معامل الاختلاف: Coefficient of variation

هو مقياس نسبي (أو معياري) لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر (مقاساً بالانحراف المعياري وبين العائد مقاساً بالقيمة المتوقعة)، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلاً عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر. إن معامل الاختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد، وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.

$$\text{معامل الاختلاف} = CV = \frac{\delta_i}{E(R_i)}$$

➤ معامل بيتا: Beta coefficient

بعد هذا المؤشر واحداً من أهم المؤشرات المالية على صعيد الاستثمارات بالأسهم، ويحسب معامل بيتا من العلاقة التاريخية العوائد الأسهم المتحققة وعوائد السوق المالية، ويكون هذا المؤشر منشوراً في النشرات المالية الخاصة بالمعلومات المالية عن الأسهم وتموجه تجري مفاضلة الاستثمار بالأسهم إذ، ويدل معامل بيتا المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر.¹

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{\delta_m^2}$$

بالنسبة المورقة:

حيث: R_i عائد الورقة في

¹ محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكرين جامعة بغداد العراق، ص 366

RM عائد السوق

SM تباين السوق.

➤ أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية:

وهي تعتمد على قياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير وبخاصة الدائنين، في الأجل المحددة لاستحقاقها، وتحقيق تدفقات نقدية صافية المساهمين، ويعتمد قياس المخاطر المالية بالمؤسسة على مجموعة النسب والمؤشرات المالية التي يمكن الاستدلال من خلالها -كمؤشرات تقريبية - على الحالة المتوقعة للمؤسسة من حيث التدفقات النقدية المتوقعة

للمؤسسة، وبالتالي هوامش الربح أو مؤشرات التغطية الالتزامات المؤسسة، ومن أهم النسب أو المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في هذا الصدد، ما يلي¹:

- نسبة المديونية.
 - . نسبة التداول.
 - درجة الرافعة الكلية (مؤثر حساسية ربح السهم للتغير في المبيعات)؛
 - نسبة حق الملكية إلى إجمالي الديون.
 - نسبة التمويل طويل الأجل في هيكل التمويل.
 - نسبة التمويل طويل الأجل إلى الأصول طويلة الأجل.
 - نسبة صافي رأس المال العامل إلى الأصول.
- أن هذه الأخطار يصعب التنبؤ بها أو قياسها كمياً لأنها في مجال أخطار المضارب²

المبحث الثاني: العلاقة بين العائد والمخاطرة

يمثل الارتباط بين العائد والمخاطرة التحدي الأكبر الذي يواجه المستثمرين في بيئة الأعمال المعاصرة؛ إذ لا يمكن دراسة أحدهما بمعزل عن الآخر. فبينما يمثل العائد الغاية النهائية والمحرك للنشاط الاقتصادي، تبرز المخاطرة كقيد حتي يفرض نفسه على التوقعات المستقبلية. ومن هذا المنطلق، يسعى هذا المبحث إلى تبين طبيعة العلاقة التبادلية بينهما، موضحاً كيف تتحدد القرارات المالية بناءً على مبدأ المقايضة، حيث يمثل العائد الإضافي 'علاوة' يطلبها المستثمر مقابل قبوله بالتعرض لدرجات أعلى من عدم التأكد.

¹ محمد عثمان إسماعيل حميد، أثر التمويل عن طريق الديون على اختلال هيكل التمويل في شركات الأعمال، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، (العدد 31، سنة 1984) ص41

² عبد أحمد أبو بكر، وليد إسماعيل السيفو، إدارة الخطر والتأمين. دار البازوري، عمان صر. 2009-ص 42/41

المطلب الأول: نظرية المحفظة المالية

تنطوي نظرية المحفظة الاستثمارية على إستراتيجية رائدة في الاستثمار تنطلق من فكرة أن أداء الأسهم الفردية ليست بنفس أهمية أداء المحفظة الإجمالية، فغيّرت الطريقة التي يستثمر بها الأفراد والمؤسسات.

الفرع الأول: مفهوم المحفظة المالية

هناك عدة تعاريف للمحفظة المالية من أهمها:

التعريف الأول: هي مجموعة من الأصول المالية والاستثمارات وتعالج نظرية المحافظة مشكلة اختيار المحافظ المثالية وهي تلك التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر أو تلك التي تحقق أقل درجة خطر في ظل مستوى من العائد طراد¹.

التعريف الثاني: تعرف محفظة الأوراق المالية على أنها أداة مركبة تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة وقد يكون مالكمها كما قد يكون مأجور².

التعريف الثالث: تعرف المحفظة المالية على أنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة التي يملكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال³.

التعريف الرابع: كما تعرف بأنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية تشكل مزيجاً متجانساً من هذه الأوراق يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم سندات صكوك ... تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها مدة استحقاقها⁴

التعريف الخامس: تعرف المحفظة بأنها تشكيلة من الأصول قد تكون أوراق مالية مثل الأسهم والسندات أو حقيقية مثل العقارات والذهب أو مزيج من النوعين من الأصول، كما تعني المحفظة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية بأنها توليفة أو مجموعة من الأوراق المالية لشركات تكون ذات خصائص مختلفة مثل الصكوك الأسهم، السندات المشتقات المالية... الخ، ويقصد بالمفهوم الخاص

¹ حمزة محمود الزبيدي. 2004. الإدارة المالية المتقدمة المجلد 01 عمان: دار الوراق للنشر والتوزيع

² نوري موسى شقيري. (2014). إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية المجلد 01 عمان، الأردن المسيرة لنشر والتوزيع

³ إبراهيم علي عبد الله القاضي. (2016). أثر جاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية، دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية لفترة 2012، 2014. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، صفحة 1.

⁴ أحمد بن حسن بن أحمد الحسني. 1999 صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي. مصر: مؤسسة شباب الجامعة

للمحفظة الاستثمارية تلك المحفظة التي تتكون جميع أصولها من استثمارات مالية فقط كالأسهم والسندات والعملات، فهي تختلف عن المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية باقتصارها على الاستثمار في الأوراق المالية¹.

التعريف السادس: تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد كبير ومناسب من الأوراق المالية كالسندات والأسهم تختلف وتتباين كل منها من حيث معدل العائد ودرجة المخاطر والقيمة وتاريخ الاستحقاق، إذن فهي عبارة عن مجموعة من الأوراق تشكل مربع متجانس من هذه الأوراق تم اختيارها بعناية وبدقة فائقتين لتحقيق بعض الأهداف والغايات. ومثل هذه المجموعة من الأوراق يتشكل منها محفظة الأوراق المالية وعليه يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمة عائداتها، مدة استحقاقها، نوعها، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنوع وذلك لغرض تعظيم عائداتها وتدنيت خطرها أي تحسين العلاقة العائد الخطر) ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية أسهم، سندات مشتقات مالية ... تتباين أو تختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها.

الفرع الثاني: أهداف تشكيل المحفظة المالية

يسعى المستثمرون عند تشكيلهم للمحفظة المالية إلى تحقيق العديد من الأهداف يمكن تقسيمها إلى أهداف أساسية وأخرى فرعية، كما يلي:

أولاً: الأهداف الأساسية لتشكيل المحفظة المالية:

يمكن حصر الأهداف الأساسية لتشكيل المحفظة في هدفين رئيسيين :

يتمثل الهدف الأول في تحقيق أقصى حد من العائد بأقل مخاطرة

أما الهدف الثاني يكمن في تحقيق السيولة اللازمة للمؤسسة خوفاً من وقوعها في خطر الإفلاس والعسر المالي، وبالنظر إلى هذين الهدفين نجد أنهما هدفان متعارضان، فمن جهة يسعى الهدف الأول إلى تحقيق أعلى عائد ممكن ولا يمكن تحقيق أعلى عائد في أي محفظة دون استغلال جميع رأس المال، وهذا يعارض الهدف الثاني الذي يركز على ضرورة توفير جزء من السيولة وذلك من أجل تغطية الحاجات الطارئة للمؤسسة أو استغلال فرص الاستثمار ومن الفرص التي تظهر بشكل مفاجئ، والسيولة هنا المقصود بها مبلغ نقدي يوضع جانبا للطوارئ، ولكن المدير الجيد الناجح هو الذي يستطيع أن يحقق

¹ أحمد محمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية المجلد 01. منظمة الإدارة العربية. 2019.

أعلى عائد وكذلك أن يحتفظ بمقدار من السيولة لا يؤثر على تحقيق العوائد ويمكن أن تحمي المؤسسة من العسر المالي.

ثانيا: الأهداف الفرعية لتشكيل المحفظة المالية.

تشارك المحافظ المالية في تحقيق العديد من الأهداف، أبرزها:

- المحافظة على رأس المال الأصلي أو رأس المال المستثمر: إن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تستلزم الاستعداد لتقبل المخاطر إلا أن هذا الاستعداد يجب أن يبتعد عن المخاطرة برأس المال الأصلي والتي تتحقق عن طريق تنوع الأصول المالية المكونة لها، فالاستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتعدى فقدان العائد المطلوب باتجاه تآكل رأس المال لدى فتنوع الأوراق يؤدي بدوره إلى تنوع درجة المخاطرة والعائد الذي من شأنه أن يمكن من حماية رأس المال المستثمر¹
- تحقيق مستوى مقبول من السيولة ضرورة توفير تدفق نقدي مستمر وذلك من خلال اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات؛
- تأمين الحصول على دخل مستمر وذلك لتلبية احتياجات المستثمرين وفقا لحاجاتهم ولتسديد مصاريفها التشغيلية.
- المزج بين الأوراق المالية: بعد التنوع أحد أهم العوامل التي تساهم في التقليل من المخاطر المحتملة، ويتم ذلك بالمزج بين الأصول المالية الأسهم أو السندات، أو من حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأسمال المحفظة أي تحديد الأوزان النسبية؛
- نمو رأس المال المستثمر: يهدف مسيرو المحافظ إلى زيادة حجم رأس المال المستثمر من خلال عملية التنوع واختيار أوراق الشركات ذات النمو المحتمل مستقبلا؛
- تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفاء وفعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع
- التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير.

الفرع الثالث: مكونات المحفظة المالية:

تعد محفظة الأوراق المالية أحدهم وسائل الاستثمار الجيد حيث تمكن المستثمرين من تلبية رغباتهم في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان.

¹أشرف مصطفى توفيق. 2008. كيف تتعلم استثمار الموال المجلد 01. القاهرة.

أولاً: أدوات الملكية (الأسهم):

السهم هو حصة في شركة مساهمة، ورأس المال في هذه الشركة مكونة من عدد من الأسهم، ولا مانع من امتلاك الأسهم، مادام تعامل الشركة مباحاً في أصله، سالم والأسهم أنواع وهي كما يلي:

❖ أسهم حسب طبيعة

الأسهم النقدية هي الأسهم التي يتم إصدارها مقابل مساهمات نقدية من المساهمين حيث يتم دفع قيمة هذه الأسهم نقداً عند الاكتتاب أو عند إصدار الأسهم، وتستخدم هذه الأسهم لجمع رأس المال النقدي الذي تحتاجه الشركة لتمويل أنشطتها أو توسعاتها، كما يحق لحاملي الأسهم النقدية المشاركة في توزيعات الأرباح والتصويت في الجمعية العمومية للشركة، مثل أي أسهم أخرى، ومن مميزات هذا النوع¹:

✓ توفر رأس المال السائل الذي يمكن للشركة استخدامه في العمليات التشغيلية أو الاستثمار في مشاريع جديدة.

✓ تعتبر عملية تقييم الأسهم النقدية بسيطة وواضحة، حيث يعتمد التقييم على المبلغ المدفوع نقداً مقابل السهم.

✓ الأسهم العينية هي الأسهم التي يتم إصدارها مقابل مساهمات عينية من المساهمين، مثل الأصول المادية عقارات معدات براءات اختراع وغيرها بدلاً من النقد، وتقدر قيمة المساهمة العينية من خلال تقييم

✓ الأصول المقدمة، ويتم إصدار الأسهم بناءً على هذه القيمة، تستخدم هذه الأسهم عندما يرغب المساهمون في تقديم أصول مادية أو غير نقدية كجزء من رأس مال الشركة، مثل قيام الشركة بتوسيع أعمالها وتحتاج إلى ممتلكات أو معدات، وتصبح هذه الأصول جزءاً من أصول الشركة وتساهم في تحقيق أرباحها.

❖ أسهم حسب اعتبارها

✓ الأسهم الاسمية: هو الذي يصدر باسم مالكة ويتناول هذا السهم عن طريق القيد في السجل الشركة ويؤشر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت إليه².

✓ أسهم لحاملها هو السهم الذي لا يذكر في أسهم المساهم، وإنما يذكر فيه أن السهم الحاملة، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، ونظراً لاندماج الحق مع السهم، فإن هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية، والتي ينطبق بشأنها قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية.

¹الربيعي حاكم..، المشتقات المالية المجلد 01 عمان، الأردن: دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع. 2011.
²عبد الكريم قندوز، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المحافظ، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2017، ص 64.

❖ أسهم حسب النوعية

✓ الأسهم العادية تمنح حاملها حق التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية للشركة، وحق الحصول على الأرباح (توزيعات الأرباح إذا تم توزيعها، تمثل جزءا من ملكية الشركة وتتيح للمستثمرين الاستفادة من نمو الشركة على المدى الطويل من خلال ارتفاع سعر السهم، وتعتبر الأكثر عرضة للمخاطر في حالة إفلاس الشركة، حيث يتم دفع حقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة قبل حملة الأسهم العادية.

✓ الأسهم الممتازة هي التي تمنح لمالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية في حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية وبعد حملة السندات¹.

ثانيا: أدوات الدين (السندات)

السندات هي أدوات دين تستخدمها الحكومات والشركات لجمع رأس المال عن طريق الاقتراض من المستثمرين تصدر السندات بفائدة ثابتة أو متغيرة، ويتم تسديد القيمة الأصلية للسند في تاريخ محدد يعرف بتاريخ الاستحقاق تختلف السندات في أنواعها حسب الجهة المصدرة، أجل الاستحقاق، وشروط الفائدة، فيما يلي أهم أنواع السندات:

❖ سندات حكومية: هي سندات تصدرها الحكومات لتمويل مشاريعها أو لسد العجز المالي، تعتبر أقل مخاطرة مقارنة بأنواع السندات الأخرى، توفر عائداً ثابتاً ومستقراً، وهي مدعومة من الحكومة عادة ما تكون ذات مخاطر قليلة بسبب ضمان الحكومة، ولكنها تتأثر بمخاطر التضخم والفائدة.

❖ سندات الشركات: تصدرها الشركات لجمع الأموال لتوسيع أعمالها أو تمويل مشاريع جديدة عادة ما توفر عائداً أعلى مقارنة بالسندات الحكومية نظراً للمخاطر الأعلى، تعتمد على التصنيف الائتماني للشركة الشركات ع ديونها إلى الجمهور من خلال أسواق الأوراق المالية.

❖ سندات قابلة للتحويل هذا النوع من السندات قد يكون قابلة للتحويل إلى أسهم أو إلى سندات وقد يجمع بين هذا وذلك فيكون قابل للتحويل إلى أسهم وسندات، وقد يكون التحويل اختياري أي برغبة صاحب السند، أو قد يكون إجباري عن طريق استدعاء تلك السندات.

¹مين بديار، ولخضر بركيتي. 2018 التنوع الأمثل لمحظة الأوراق المالية باستعمال نموذج ماركيز دراسة حالة بورصة الدار البيضاء. مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، الصفحات 22-23

- ❖ سندات مضمونة هي سندات مدعومة بأصول أو ممتلكات معينة للشركة المصدرة. إذا فشلت الشركة في السداد، يمكن للمستثمرين استرداد أموالهم من خلال بيع الأصول المرهونة، تقدم حماية إضافية للمستثمرين مما يجعلها أقل مخاطرة من السندات غير المضمونة، ورغم الضمانات، قد لا تغطي الأصول المرهونة القيمة الكاملة للسند في حالة التصفية.
- ❖ سندات غير مضمونة هذا النوع يكون غير مدعومة بأي أصول معينة للشركة، وتعتمد فقط على الجدارة الائتمانية للشركة المصدرة، قد توفر عوائد أعلى مقارنة بالسندات المضمونة نظر لعدم وجود ضمانات، يتمتع هذا النوع بمخاطر أعلى في حالة إفلاس الشركة المصدرة، حيث يكون للمستثمرين حق في أصول الشركة فقط بعد دفع جميع الديون المضمونة.
- ❖ سندات قابلة للاستدعاء: هذا النوع يعطي للجهة المصدرة للسند الحق في سداده قبل تاريخ استحقاقه. وتقوم المنشأة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء عندما ينخفض سعر الفائدة السائد في السوق مقارنة بمعدل الديون التي تدفعه الحامل السند.

ثالثا: المشتقات المالية¹

هي أدوات مالية تستمد قيمتها من أصل أساسي أو مجموعة من الأصول هذه الأدوات تستخدم على نطاق واسع في الأسواق المالية لأغراض التحوط ضد المخاطر المضاربة، أو للوصول إلى أصول معينة دون الحاجة إلى امتلاكها بشكل مباشر. يمكن أن تكون هذه الأصول الأساسية أسهما، سندات، سلعاً، عملات أسعار فائدة، أو حتى مؤشرات السوق.

وتنقسم المشتقات المالية إلى الأنواع التالية:

❖ العقود الآجلة:

العقود الآجلة هي اتفاقيات قياسية لشراء أو بيع أصل معين (مثل السلع العملات، أو الأدوات المالية في تاريخ محدد في المستقبل بسعر متفق عليه مسبقاً، يتم تداول العقود الآجلة في البورصات المنظمة، وعادة ما يستخدم هذا النوع من العقود في التحوط حيث تستخدمها الشركات لتحوط ضد تقلبات الأسعار في المستقبل، مثل شركات الطيران التي تتحوط ضد تقلبات أسعار الوقود إضافة إلى المضاربة حيث يستخدمها المتداولون للاستفادة من تحركات الأسعار في المستقبل بهدف تحقيق أرباح.

وعلى الرغم من أن العقود الآجلة عادة ما تكون سائلة، إلا أن هناك احتمال انخفاض السيولة لبعض العقود في ظروف معينة إضافة إلى أن تقلبات الأسعار في السوق يمكن أن تؤدي إلى خسائر كبيرة إذا تحرك السوق ضد المراكز المفتوحة، ومن خصائصها:¹

¹مين بديار، ولخضر بركيتي، التنوع الأمثل لمحظة الأوراق المالية المرجع السابق 2018، ص 33

✓ التوحيد: العقود الآجلة موحدة من حيث الكمية الجودة، وتاريخ التسليم مما يسهل تداولها في البورصة.

✓ التسوية اليومية تتطلب العقود الآجلة تسوية يومية، حيث يتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي بناء على تحركات السوق.

✓ التنظيم: تخضع العقود الآجلة لإشراف الهيئات التنظيمية، مما يوفر درجة عالية من الشفافية والأمان.

✓ الهامش: يتطلب تداول العقود الآجلة إيداع هامش مبدئي ويمكن أن يؤدي إلى نداءات الهامش (Margin Calls) إذا تحرك السوق ضد المستثمر.

❖ العقود المستقبلية :

هي اتفاقيات مخصصة بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين في تاريخ مستقبلي بسعر محدد عند توقيع العقد، يتم تداول العقود المستقبلية خارج البورصة مما يعني أنها غير موحدة ويمكن تخصيصها لتلبية احتياجات ، الأطراف المتعاقدة، يستخدم هذا النوع من العقود الأغراض التحوط ضد تقلبات الأسعار، خاصة للشركات التي تحتاج إلى ضمان سعر مستقبلي ثابت لسلعة معينة، إضافة على استخدامه للمضاربة، ولكن نظرا لطبيعتها غير السائلة وقلة الشفافية مقارنة بالعقود الآجلة، فهي أقل استخداما لهذا الغرض، من خصائصها:

✓ التخصيص: العقود المستقبلية غير موحدة ويمكن تعديلها لتناسب احتياجات الأطراف المتعاقدة من حيث الكمية الجودة، وتاريخ التسليم.

✓ التسوية عند الاستحقاق: يتم تسوية العقد عند الاستحقاق فقط حيث يتبادل الطرفان الأصل أو قيمة الفرق بين السعر المتفق عليه وسعر السوق عند الاستحقاق.

✓ غياب التنظيم: لا تخضع العقود المستقبلية للرقابة التنظيمية الصارمة مثل العقود الآجلة، مما قد يزيد من مخاطر الائتمان.

✓ الهامش: لا يتطلب عادة إيداع هامش، ولكن هذا يعتمد على الاتفاق بين الأطراف.

❖ العقود الخيارات

عقد يمثل حق المشتري وليس التزاما في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية. مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية

¹جهد بوضياف، ودلال بن سميعة. (بالتاريخ .) دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية. مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، الصفحات 6-7.

❖ عقود المبادلات

هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه أما على مقايضة النفقات التي ترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر دون الإخلال بالالتزام¹ الأصلي لأي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة الالتزامات أو الحقوق التي ترتب لكل منهما على أصول يمتلكها دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول

الفرع الرابع: أنواع المحافظ المالية:

يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية حسب نوعية الأوراق المالية المكونة لأصول المحافظ الاستثمارية إلى أربعة أنواع:

أولاً: محفظة الدخل

إن محفظة الدخل عبارة عن المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أعلى دخل للمستثمر بقليل من المخاطرة، وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية التي تدر على المستثمر بأعلى العوائد فالدخل مثلاً يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات، ولا بد من اختيار السند الذي يحقق أعلى فائدة بأقل وقت، كذلك بالنسبة للأسهم وإن الدخل يتحقق عن طريق توزيعات الأرباح فلا بد من اختيار الأسهم التي توزع أرباح عالية وتكون قليلة المخاطرة.

إن الهدف الأول والأخير هو إيجاد دخلاً شهرياً أو سنوياً للمستثمر من المحفظة ويكون ذلك إذا تم اختيار أسهم الشركات القوية الراسخة التي لا تتأثر بتقلبات السوق.

وفي الأسواق المالية العالمية عدد كبير من بيوت الخبرة أو مكاتب الاستثمارات أو شركات للدراسات والأبحاث تصدر دوريات تظهر فيها سندات واسهم الدخل، حيث تبين للمستثمر أي السندات أو الأسهم التي يمكن أن يختارها لتحقيق الدخل.

أما في أسواق عمان المالية فلا يوجد هذا النوع من الشركات المتخصصة على المستثمر الاعتماد على نفسه واختيار هذه السندات أو الأسهم لتحقيق الدخل وإذا أردنا استعراض واقع السندات والأسهم في سوق عمان المالي فإننا نجد أن كثيراً من سندات التنمية التي تصدرها الحكومة تحقق عائداً لا بأس به وبدون مخاطر وكذلك بالنسبة للأسهم إن عدد من الأسهم الممتازة تحقق عوائد ثابتة للمستثمر كأسهم بنك الإسكان وأسهم بنك الإنماء الصناعي، أما بالنسبة للأسهم العادية فنجد كثير من أسهم الدخل في

¹ حنان العمر اوي.، مطبوعة الدعن البيداغوجي في مقياس إدارة المحافظ المالية، لطلبة سنة ثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، 2018-2017. سنة ثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، 2018-2017 ص.01

سوق عمان المالي وهذه الأسهم هي أسهم الشركات الكبيرة الراسخة مثل شركة الكهرباء وأسهم الشركة المصفاة، ويمكن أن تختار أيضا بعض الشركات الأخرى والتي تحقق دخولا عالية ولكن فيها مخاطرة لآباس بها مثل بعض البنوك مثل البنك العربي وبعض الشركات الصناعية كشركة الإنتاج.

ثانيا: محفظة النمو

وهي عبارة عن المحفظة التي تهتم بأسهم الشركات، وهي عبارة عن الشركات التي تنمو أرباحها وتزداد سنة بعد سنة حيث أن اختيار الأسهم النامية عملية صعبة ومعقدة ودقيقة، ويجب أن تعتمد على دراسات دقيقة تستند إلى قياس الأرباح وقياس المخاطرة ومقارنتها مع أسهم أخرى بعد الأخذ بعين الاعتبار أن كل شركة تمر في مراحل نمو حتى تصل إلى مرحلة معينة ثم تبدأ في مرحلة السكون أو الثبات ثم مرحلة التنازل العكسي، فهي كالإنسان والشجرة أو أي كائن حي يمر في مرحلة الطفولة والمراهقة والنضوج و ثم الشيخوخة وكذلك بالنسبة للشركات التي تمر بمرحلة الظهور حيث تكون المبيعات والإيرادات غير مستقرة ثم مرحلة النمو السريع في حجم المبيعات من شهر إلآخرأو سنة إلى أخرى ثم مرحلة النضوج او استقرار زيادة حجم المبيعات ثم مرحلة التراجع حيث تكون الزيادة في المبيعات بنسبة بسيطة جدا وبحيث تكون أقل من نسبة التضخم.¹

ويمكن أن نحصر مميزات الأسهم التي تمتاز بها محافظة النمو على النحو التالي:²

- تحقيق نمو جيد في العوائد ويقصد بالعوائد التوزيعات السنوية للأرباح وفروق أسعار الأوراق المالية.
- استقرار في معدل النمو أي الزيادة المستمرة في المبيعات أو الأرباح سنة بعد أخرى.
- ارتفاع عوائد للسهم الواحد وهي بنسبة الأرباح بعد الضريبة على عدد الأسهم.
- تحمل مخاطر قليلة نسبة للأسهم الأخرى.

ثالثا: المحفظة المختلطة

وهي المحفظة التي يمكن أن نقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي تتحمل مخاطرة مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخل عال، ولكن بها مخاطرة مالية، هي في الواقع تكون في الوسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو، ويمكن تقسيم رأس مال المحفظة إلى قسمين قسم الأسهم وقسم لأسهم النمو.

¹خوجة هشام طراد. 31 ديسمبر، 2021. دور المحفظة المالية في إدارة المخاطر بالبنك الخارجي الجزائري BEA وكالة سوق أه ارس. مجلة ارتقاء للبحوث والدراسات الاقتصادية، صفحة 2.

²دريد كمال آل الشيب. (2010). غدارة المحافظ الاستثمارية (المجلد 01). عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع. ص 102

المحافظة الدولية تعتبر المحفظة الدولية من أدوات الاستثمار الحديثة التي أخذت تلاقي اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين، خصوصا النوع المؤسسي منهم، ولعل من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التوزيع التي توفر للمحفظة سمة الأمان النسبي، ذلك لأن المحفظة الدولية تكون في العادة متنوعة تنوعا جيدا وذلك من ثلاث زوايا هي¹:

- تنوع الأصول: وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية.
- التنوع الجغرافي لأن رأسمال المحفظة يكون موزعا على أدوات استثمارية في عدة دول.
- تنوع العملات إذ بسبب التنوع الجغرافي الأصول المحفظة، تنوع أيضا العملات التي لها تقييم هذه الأصول وفي بناء المحافظ الدولية تتبع عادة الأسس نفسها المتبعة في بناء المحافظ الاستثمارية المحلية، إذ على المستثمر أن يبحث عن المحفظة المثلى التي يراعي في تنوعها مبادئ التنوع المتعارف عليها هي: مراعاة تحقيق المزج الأمثل من الأدوات الاستثمارية المتنوعة في النوع والجغرافيا، والعملات؛ اختيار أدوات المحفظة من أسواق لا يتوفر فيها الارتباط التام وذلك لكي يعطي التنوع الفوائد المرجوة منه، ويقصد تحقيق هذا الشريط ويمكن الأخذ بعين الاعتبار العناصر التالية:²

- ✓ اختلاف العملات
- ✓ اختلاف الأنظمة السياسية
- ✓ اختلاف أنظمة سعر الصرف
- ✓ اختلاف القوانين المنظمة لتحويل العملات الأجنبية
- ✓ اختلاف معدلات التضخم؛
- ✓ اختلاف معدلات الفائدة
- ✓ اختلاف السياسات النقدية والمالية.

ويركز المستثمر في المحافظ الدولية اهتماما على أدوات بعينها ولعل من أهم هذه الأدوات:

الأسهم والسندات وكذلك المشتقات المالية بأنواعها مثل الخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة والمبادلات أو المقايضات ويتوقف تنوع هذه الأدوات بدرجة أساسية على أهداف العميل والتي تحدد عادة في ضوء العوامل التالية:³

¹ عبد القادر السيد متولي. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير (المجلد 01). عمان: دار الفكر ص 22

² خوجة هشام طراد. 31 ديسمبر، 2021. دور المحفظة المالية في إدارة المخاطر بالبنك الخارجي الجزائري BEA ص 24

³ عبد الرحمن العايب، الأسواق المالية وإدارة المحافظ الاستثمارية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2015، ص 76.

- مستوى العائد الذي يتوقعه
- درجة المخاطرة التي يقبلها حساسيته لعنصر المخاطرة
- غرضه الأساس، أي هل هو تحقيق دخل جاري في شكل عوائد سنوية أم تحقيق مكاسب رأسمالية تنمي رأسمال محفظته أم كليهما معا
- موقف من أجل الاستثمار، أي هل يفضل الاستثمار قصير الأجل أم متوسط الأجل وذلك مراعاة منه العنصر السيولة.

الفرع الخامس: خطوات بناء المحفظة المالية

لإنشاء محفظة جيدة، يجب على المستثمر أو المدير المالي مراعاة الخطوات التالية:

أولاً: تخطيط المحفظة

يتم في هذه المرحلة تحديد الأهداف الواجب تحقيقها وصياغة سياسة الاستثمار المتبعة بالمحفظة وتتمثل المخرجات الرئيسية لها في تحديد المزيج المعياري للأصول بما يشمل من معدل العائد المطلوب تحقيقه، ومقدار المخاطر المسموح بها لهذا المزيج وحجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية وذلك وفقاً لسياسة الاستثمار ووضع المعايير الكمية والوصفية التي ترشد مدير الاستثمار في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة التي تساعد على تحقيق أفضل عائد وأقل مخاطرة.

ثانياً: تحليل الاستثمارات

يتم في هذه الخطوة تحليل الاستثمارات المتاحة من الأوراق المالية ويوجد نوعان من التحليل المتعلق بالأسواق الرأس مالية¹:

- النوع الأول: هو التحليل الأساسي وهو تحليل ظروف الاقتصاد الكلي، ومن ثم تحليل ظروف القطاع الذي ينتمي إليه الشركة، ومن ثم تحليل ظروف الشركة نفسها، وذلك بهدف التنبؤ بالأرباح المستقبلية ودرجة المخاطرة المحيطة، ومعدل العائد المطلوب، وذلك من أجل تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية للشركة وبالتالي رصد الفرص الاستثمارية المتاحة.
- النوع الثاني: هو التحليل الفني، وهو فن استخدام بعض الرسوم البيانية والمؤشرات التي يمكن استخدامها لمعرفة وقت اتخاذ قرار الشراء أو البيع، أي بناء على حالة السوق أو نقاط التحول، وذلك باتخاذ قرار الشراء عندما يكون السوق في نقطة التحول من هبوط إلى صعود، واتخاذ قرار

¹عرفة سيد سالم. (2009). إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة 1 المجلد 01. عمان الأردن: دار الراية للنشر والتوزيع ص 62

يبيع عند نقطة التحول من صعود إلى هبوط، وذلك من أجل تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري وبالتالي لصد الفرص الاستثمارية المتاحة.

ثالثا: تكوين محفظة الأوراق المالية

يتم في هذه المرحلة تكوين المحفظة الفعلية وتحديد المزيج الاستثماري من الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة على ضوء نتائج تحليل المعلومات التي تم القيام بها في المرحلة السابقة، ووفق للفرص الاستثمارية المتاحة في السوق المالي، بجانب أهمية القيام بعملية تخصيص الأصول، وتحديد نسبة الأموال المستثمرة في كل نوع من الأصول في سبيل التوصل إلى الأوزان النسبية المثلى التي تحدد أفضل تشكيلة من الأصول على حسب نوعية المحفظة هل هي محفظة دخل أم محفظة نمو أم مختلطة، ويتم ذلك وفقا لتقديرات العائد والمخاطرة والتغاير بين أنواع الأصول مع الأخذ في الحسبان المتابعة المستمرة لمكونات المحفظة، وفقا للتغيرات التي تحدث لها في سوق المال، وتحديد البعد الزمني للاحتفاظ بكل فرقة مالية لاتخاذ قرارات الشراء والبيع المناسبة في الوقت المناسب.¹

حيث في هذه المرحلة يتم تحديد المدخل المتبع في تحليل وتكوين المحفظة، هل هو المدخل المتحفظ الذي يفترض كفاءة السوق، وأن أسعار الأوراق المالية هي الأسعار العادلة لها التي تعكس كافة المعلومات المتاحة عنها، وأنه لا توجد أوراق مالية غير مسعرة تسعيرا عادلا، وأنه لا توجد فرص لتحقيق عوائد غير عادية ومن ثم يتم تكوين المحفظة وعدم إجراء تغييرات فيها لمدة طويلة، أي تطبيق إستراتيجية الشراء والاحتفاظ

رابعا: تقييم ومتابعة المحفظة

يتم في هذه المرحلة التقييم والمتابعة المستمرة في سبيل تقييم أداء المحفظة وقدرتها على تحقيق الأهداف السابق صياغتها في المرحلة الأولى، والقيام باتخاذ قرارات التعديل الملائمة من حيث عمليات الإحلال لبعض الأوراق المالية ببيعها وشراء أخرى أكثر ملائمة للأهداف الاستثمارية المطلوبة، ويجب أن يكون تقييم ومتابعة المحفظة دوري ومستمر، لما يتم تحديده في مرحلة التخطيط السابق الإشارة إليها، وذلك حتى تستمر المحفظة منفقة مع الأهداف التي تكونت من أجل تحقيقها.²

¹ ليلي بن عطية، إدارة المحافظ المالية وفق نموذج ماركوفيتز، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة 2، 2015، ص 118.
² محمد الشريف، إدارة المحافظ الاستثمارية في الأسواق المالية الحديثة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وأسواق مالية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018، ص 112.

ويتطلب تقييم المحفظة الاستثمارية تسجيلاً محاسبياً لكل العمليات التي يقوم بها مدير المحفظة ولعل ما يميز النظام المحاسبي للمحفظة الاستثمارية هو خاصية التدفقات المالية التي يجب تسجيلها والتي تتنوع كالآتي:

- شراء وبيع الأوراق المالية للمحفظة؛
- أتعاب الإدارة ومصروفات المحفظة
- احتساب القيمة الاستردادية للوثائق والقيمة التي يعاد طرحها بها.

فبعد قيام القسم الفني بإتمام كل عملية بيع أو شراء للأوراق المالية أو الاستثمارات يرسل منقذ العملية صورة من العملية إلى قسم الحسابات ليتم قيد الاستثمارات الفعلية طبقاً للقيمة السوقية، ثم يتم احتساب نصيب الفترة من أتعاب الإدارة والمصروفات الأخرى إن وجدت، للوصول إلى قيمة صافية أصول الصندوق ثم يتم قسمتها على عدد الوثائق القائمة لتحديد القيمة الاستردادية لوثيقة الاستثمار الواحدة في آخر يوم عمل في الأسبوع، ويتم تقييم المحفظة طبقاً للإرشادات هيئة سوق الأوراق المالية وذلك على الأقل مرة واحدة أسبوعياً

المطلب الثاني: نموذج التسعير الأصول الرأسمالية

هو النموذج الذي يستخدم لتحليل العلاقة بين المخاطر ومعدل العائد وهو وسيلة تحليلية تستخدم من قبل إدارة المحافظ الاستثمارية، ويعتبر خط الأوراق المالية هو تمثيل بياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقوم على مبدأ العلاقة بين العائد والمخاطر.¹

الفرع الأول: أجزاء نموذج تسعير أصول الرأسمالية

وفقاً لهذا النموذج يتكون من جزئين أساسيين هما:²

- العائد الخالي من المخاطر باعتباره حد أدنى من العائد الذي يمكن تحقيقه دون مخاطر تذكر.
 - علاوة المخاطر باعتبار الاستثمار يحقق عائد أكثر من العائد الخالي من المخاطر وهذه العلاوة تتحقق بسبب قبول المستثمر بان يتحمل المخاطر
- يعكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة بين العائد والمخاطر باستخدام معامل البيتا كمقياس للمخاطر، وهو نموذج تسعير الأصول مجموعة صغيرة من المستثمرين أو المجموعات مختلفة في أوقات مختلفة وان الأسعار تحددها هذه المجموعات أو الفئات والتي استلمت المعلومات أولاً وفي

¹سمير بن يحي، دور إدارة المحافظ الاستثمارية في ترشيد القرارات المالية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2020، ص 95.

²عرفة سيد سالم. (2009). إدارة المخاطر الاستثمارية، المرجع السابق ص 65

حقيقة الأمر فإن هذا النموذج لا يستخدم المخاطر الكلية بل يقتصر على البيتا أي المخاطر المنتظمة كونها تتأثر بالظروف العامة للسوق ولا يمكن لأي شركة أن تتخلص منها مقارنة بالمخاطر غير المنتظمة التي تستطيع المحفظة التخلص منها عند تنويع الأوراق المالية ورفع كفاءة أداء إدارة الشركات.¹

وتهتم نظرية رأس المال أو الأصول الرأسمالية في تحديد الأصول التي تتشكل منها المحفظة الاستثمارية بالاستناد على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة بيتا (B).

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

$$R_i = R_F + B (R_m - R_F)$$

RI = معدل عائد السهم

RF = معدل العائد الخالي من المخاطر

Bi - بيتا السهم درجة حساسية عائد السهم إلى عائد السوق

R = معدل عائد السوق وهو متوسط معدلات أسعار الأسهم في السوق

وان جزء من هذه المعادلة وهو $B (R_m - R_f)$ يربط بين علاوة المخاطر (RP) والبيتا (B) الذي يمثل درجة المخاطر فكلما زادت المخاطر أي البيتا زادت علاوة المخاطر وبالتالي نتوقع الحصول على أعلى عائد مقارنة بالقبول في زيادة المخاطر ، ويلاحظ بان النموذج يعطي المخاطر النظامية أهمية كبيرة في التأثير على عوائد الأوراق المالية ويمهل المخاطر غير النظامية والسبب في ذلك هو أن المخاطر غير النظامية يمكن تخفيضها باستخدام نظرية المحفظة في تنويع الأوراق المالية فيها باعتماد معامل ارتباط سالب بين عوائد الأوراق المالية المختارة للمحفظة والتي تعد أساس لعملية التنويع لغرض فهم النظرية الكاملة الخاصة بالعوائد المتوقعة للأوراق المالية مقارنة بمخاطر الأوراق المالية وتسمى مخاطر الأوراق المالية بيتا المخاطر () Beta Risk تم استخدام نموذج التوازن الذي يسمى بنموذج تسعير الأصول المجموعة من المستثمرين أو مجموعات مختلفة في أوقات مختلفة . والمقصود بالتوازن هو توازن الصوف (MarketEquilibrium) والذي يعني الموازنة بين مخاطر المحفظة والعائد المتوقع² ويقوم مدير المحفظة بتقييم العوائد المتوقعة والمخاطر المقبولة للمحافظ المختلفة، إذ لكل محفظة خط فعال يختلف عن

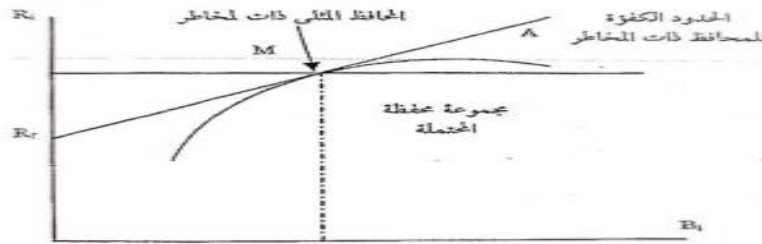
¹ - فاطمة الزهراء بلمقدم، العلاقة بين المخاطر والعائد في الأسواق المالية، مذكرة ماستر، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2022، ص 73.

² عبد القادر السيد متولي. (2010. الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير) ص 43

المحفظة الأخرى بسبب اختلاف التوقعات ولكن عند الاقتراض أو الإقراض بدون مخاطر فانه يحدث تغير رئيسي على الخط الفعال حيث يتحول إلى خط شبه مستقيم وفق معادلة النموذج كما أسلفنا:

$$R_i = R_F + B_i (R_m + R_F)$$

الشكل رقم 02 : رسم توضيحيين الحد الكفاء وخط سوق الأوراق المالية



المصدر:عبدالقادر السيد متولي. (2010. الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير) ص 43

إن إعداد نموذج رياضي لتقييم سعر الأصل أو الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي أمر صعب وذلك لاختلاف العناصر التي تؤثر على السعر ومن هذه العوامل (مقدار العمولة الضريبية، البيع على المكشوف، البيع السريع، المضاربة، المنافسة اختلاف مفهوم العائد (ولذلك يقوم هذا النموذج على فرضيات متعددة تحيد هذه العناصر بهدف تسهيل حساب معدل العائد المطلوب للأوراق المالية في سوق رأس المال وهذه الفرضيات هي ما يلي:¹

- ✓ إن جميع المستثمرين يتمتعون بالكفاءة ويستطيعون تحديد نقاط القطع لتشكيل المحفظة المثلى ولذلك فإن الاختلاف في اختيار المحفظة سوف يعتمد على شخصية كل مستثمر والمخاطر المستعد لقبولها في ضوء منحى السواء
- ✓ إن كلفة تنفيذ صفقات البيع والشراء للأوراق المالية تساوي صفر [تستبعد تأثير العمولة والرسوم التي تفرض على تداول الأوراق المالية].
- ✓ عدم وجود ضرائب (Taxes) على الدخل الناجم عن الاستثمار في الأوراق المالية ومهما كان العائد المتحقق أو مصدره.
- ✓ يستطيع المستثمر الدخول إلى سوق شراء وبيع الأوراق المالية بأي مبلغ ومهما كان حجم رأس المال المستثمر في المحفظة
- ✓ توفر عنصر المنافسة الكاملة في السوق المالي وعدم وجود تأثير لأي مستثمر على الأسعار.

¹أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان. 2004

✓ يستطيع المستثمر الاقتراض أو الإقراض على أساس معدل فائدة مساوي لمعدل العائد الخالي من الخطر (RF).

وعلى أساس هذه الفرضيات تم اعتماد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وفي فوم هذا النموذج يحدد معدل العائد المتوقعة للمحفظة أو للورقة المالية.

أن العائد المتوقع على السهم أقل من عائد محفظة السوق لان بيتا (B) السهم أقل من واحد ولذلك يتم اتخاذ قرار بعدم ضم السهم إلى المحفظة الاستثمارية ويمكن استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في استخراج عائد المحفظة للمقارنة بين المحافظ الاستثمارية المختلفة¹

الفرع الثاني: الملاحظات على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لا يأخذ بنظر الاعتبار مدى تأثير سلوك المستثمر ويرتكز على أن معدل العائد المطلوب في السوق يعتمد على عامل ومؤثر واحد فيه هو البيتأ أي مخاطر السوق بينما أن الواقع يثبت بأن معدل العائد يتأثر بعدد من العوامل الاقتصادية الأخرى ، كما أن الفرضيات التي اعتمدها نموذج (CAPM) قد قللت من قيمته عند التطبيق العملي للنموذج ، وأن الاحتمالات التي تعتمد على الأعداد الكبيرة للمستثمرين الذين يتمتعون بالكفاءة ربما لا تكون صحيحة وأن التوزيع المتكامل قد لا يزيل جميع المخاطر لمحافظهم الاستثمارية ، وهذا سوف يؤدي إلى اختيار أدوات استثمارية لا يمكن قياس مخاطرها وان خط سوق الأوراق المالية لا يمكن أن يوضح كيف أن العائد المطلوب سوف يتحقق ، لهذا السبب ولأسباب أخرى فإن النموذج سوف لا يكون ذو فائدة حقيقية وان خط سوق الأوراق المالية سوف لا ينتج عنه تقدير دقيق للعائد لذلك فإن هذا النموذج يجب أن يختبر بعد أن يستعمل مع أي مزيج حقيقي . بالنسبة إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فان البيتأ سوف تكون العامل المؤثر في اختيار الأسهم ومخاطر الأسهم والتي تعكس الاستثمارات وبصورة واضحة نحن لا يمكن أن نعرف الآن كيف الأسهم المختارة سوف كل ما تعكس يتصل بالسوق المستقبلي².

إن النموذج الذي يجعل مخاطر السوق هي الأساس وفقا لمدى معين للسوق مقارنة بالمخاطر الكلية التي تكون مفيدة بصورة واضحة وطريق لابد منه حول التفكير بمخاطر الأصول بصورة عامة، إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بعد أداة حقيقية أساسية مهمة بالرغم من الملاحظات المذكورة على

¹عبد الرزاق بن دادة، استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقييم الأوراق المالية، مذكرة ماستر، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2021، ص 88.

²حشايشي سليمة، التقييم العادل للأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصاد الدولية والحكومة العالمية، أيام 20_21 أكتوبر 2009 جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلا أنه يمكن أن يعطينا بصورة محكمة الأرقام التي تجعلنا نعرف بدقة كيف قياس أي من المدخلات المستخدمة في النموذج.

المبحث الثالث: الدراسات التجريبية

من خلال هذا المبحث نقوم بعرض مجموعة من الدراسات السابقة العربية والأجنبية والتي رأينا أنه مهمة وذات صلة بهذا الموضوع هذا بهدف تحديد متغيرات الدراسة والأدوات المستعملة لإجراء الجانب التطبيقي.

المطلب الأول: الأدبيات التجريبية

عقب استعراضنا للإطار النظري الخاص بمتغيرات البحث، كان لزاماً علينا تسليط الضوء على أبرز الأدبيات والدراسات السابقة التي تناولت العلاقة الجوهرية بين العائد والمخاطرة. لقد حظي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) باهتمام بحثي واسع النطاق على المستوى العالمي، نظراً لتباين كفاءة الأسواق المالية واختلاف خصائصها، سواء في الأسواق المتقدمة أو الناشئة كالسوق السعودي. ومن هذا المنطلق، تم اختيار مجموعة من الدراسات الأكاديمية والمقالات المنشورة التي ركزت بشكل مباشر على اختبار فاعلية هذا النموذج ضمن بيئة بورصة السعودية، وذلك لارتباطها الوثيق بأهداف دراستنا الحالية.

الفرع الأول: عرض ومناقشة الدراسات السابقة العربية

فيما يلي سوف يتم عرض الدراسات السابقة التي لها صلة بموضوعنا:

1. دراسة (الدكتور مروان جمعة درويش)

"اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية".

عبارة عن بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية وذلك لدراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية وتحديد قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطر، وقد استخدمت الدراسة مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية (سوق القدس) خلال الفترة 17/10/2000 إلى 16/08/2009، وطبقت نموذج عدم ثبات التباين المشروط بالارتباط المتسلسل (GARCI)، حيث بينت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية لكنها ليست ذات دلالة إحصائية، مما يشير إلى ضعف العلاقة بين العائد والمخاطرة.¹

2. دراسة فراس خضير الزبيدي

¹دراسة (الدكتور مروان جمعة درويش)، "اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية". بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الأهلية، 2009.

"تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية".

تهدف هذه الدراسة إلى تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة الكلية للاستثمار بالأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية وتقدير درجة حساسية الاستثمارات ككل (معامل المخاطرة المنتظمة) وتقدير معدل العائد المطلوب على كل سهم من الأسهم المتداولة في السوق ومن ثم تقدير مدى اختلاف أسعار الأسهم السوقية عن الأسهم المطلوبة. ولغرض تحقيق أهداف الدراسة اعتمد الباحثان نظرية اختيار الاستثمار والتي تركز على العائد المتوقع والمخاطرة الكلية وكفاءة الاستثمار وكذلك إلى نظرية تسعير الأموال الرأسمالية التي تربط بين العائد المطلوب على الاستثمار ومخاطرته المنتظمة وبالتالي أثر ذلك على أسعار الأسهم الحقيقية.

وقد تكونت عينه الدراسة من 45 شركة مسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية ويشكل هذا الحجم نسبة 46.875% من حجم السوق وقد توصلت الدراسة إلى جملة نتائج منها وجود تباين شديد في العوائد المحققة على الاستثمارات كذلك فإن العلاقة النظرية بين العائد والمخاطرة غير متوفرة في سوق بغداد للأوراق المالية إضافة لذلك فإن الاستثمارات التي تحقق اقل عائد هي الأقل مخاطرة وإن أكبر هذه الاستثمارات عائداً هي الأكبر مخاطره¹.

3. دراسة: راضية كروش

"مذكرة بعنوان التنوع الدولي كأداة لتدنته المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010 مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2012".

تم التوصل من خلال الدراسة التطبيقية تبين أن المحفظة المالية تتأثر بعوائدها ومخاطرها النظامية للورقة المضافة، فينخفض عائد المحفظة إذا انخفض عائد الورقة المضافة عن عوائد تلك الأوراق المكونة لها و يرتفع عائدها في الحالة المعاكسة، و نفس الشيء بالنسبة للمخاطر و من خلال تشكيل حافظتين منوعتين تنوع دولي الأولى كانت بشراء أسهم المؤسسات دولية مسعرة في بورصة الكويت، والثانية كانت مزيج بين الأسهم المسعرة في بورصة الكويت و الأخرى المسعرة في بورصة السعودية و بعد قياس كل من عوائد و بيتا هذه المحافظ، ومن خلال تشكيل محافظ مالية و باختلاف معاملات

¹ الزبيدي، فراس خضير، "تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية"، بحث منشور في مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، جامعة بابل. 2019

الارتباط تباينت النتائج عدم وجود علاقة بين معامل الارتباط و كل من عائد المحفظة و مخاطرها النظامية.¹

4. دراسة خروبي يوسف

"مذكرة بعنوان تقدير العائد والمخاطر للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2009 مذكرة ماجستير جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2012"

وطبقت الدراسة في بورصة عمان للأوراق المالية وذلك باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، وتحديد قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة المخاطرة، وقد استخدمت الدراسة مؤشر السوق (سعر الإقفال) وكذا اعتمدت على معطيات يومية، وتوصلت الدراسة باستخدام مختلف الاختبارات الخاصة بدالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة مؤشر سوق مسقط والمتمثلة في اختبار (PP(1988) و ADF (1981) والمطبقة على سلسلة أسعار الأسهم المدرجة بسوق خلال الفترة الممتدة ما بين 01/01/2003 - 28/11/2008 إلى أن سلسلة مؤشر السوق بها جذر وحدوي غير مستقر يعني أن الأسعار تحدد عشوائياً، كما أن العوائد عشوائية ذات تذبذب ومنه السوق لا يتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف، كما يمكن تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة.²

5. دراسة: بكاري دلال

"مذكرة بعنوان اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2010 الى 2014، مذكرة ماستر جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2015."

وطبقت الدراسة في بورصة الكويت للأوراق المالية وقد استخدمت الدراسة مؤشر السوق ومجموعة من الأسهم (سعر الإغلاق ولمعالجة الموضوع اعتمدت على معطيات يومية لأسهم 25 شركة مقسمة على خمس قطاعات وقد تم استخدام نموذج MEDAF-GARCH-M حيث بينت نتائج هذه الدراسة على أساس التباين الشرطي إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية مقبولة وبالنسبة للسهمين الأول لشركة المعادن والصناعات التحويلية والثاني لشركة وثائق للتأمين التكافئ، إما عن الأسهم الأخرى

¹أراضية كروش، "التنوع الدولي كأداة لتدنيته المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010 مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2012."

²دراسة خروبي يوسف، "تقدير العائد والمخاطر للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2009 مذكرة لنيل شهادة الماجستير جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012"

يتضح انه ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد ومخاطر للتقلبات الشرطية مما يشير إلى ضعف هذه العلاقة مقارنة بالأسهم الأخرى.¹

الفرع الثاني: مناقشة الدراسات السابقة العربية:

يتضمن هذا الجزء مناقشة الدراسات السابقة، عينة الدراسة، المتغيرات المستخدمة، والنتائج المتوصل إليها:

أولاً: من حيث الهدف:

اشتركت الدراسات السابقة في سعيها لفك الارتباط بين العائد المتوقع والمخاطر المحيطة بالاستثمار، حيث ركزت دراسة (درويش، 2009) و (بكري، 2015) على اختبار مدى قدرة السوق على تعويض المستثمرين بـ "علاوة مخاطرة". بينما ذهبت دراسة (الزبيدي) إلى تقييم حساسية الأسهم (معامل بيتا) ومقارنة الأسعار السوقية بالقيم العادلة. وفي سياق مختلف، ركزت دراسة (كروش، 2012) على دور التنوع الدولي كأداة لتقليل المخاطر النظامية، في حين اهتمت دراسة (يوسف، 2012) بتقدير التوازن سعري للأصول المالية واختبار كفاءة السوق.

ثانياً: من حيث المنهج:

تنوعت الأدوات القياسية المستخدمة لطبيعة لطبيعة البيانات؛ حيث اعتمدت دراسة (درويش، 2009) ودراسة (بكري، 2015) على النماذج الديناميكية المتقدمة مثل نموذج تعميم عدم ثبات التباين المشروط ذاتي الانحدار (GARCH) و (GARCH-M) لمعالجة تقلبات السلاسل الزمنية. أما دراسة (يوسف، 2012) فقد استخدمت اختبارات جذر الوحدة (ADF & PP) لفحص استقرار السلاسل الزمنية، بينما استندت دراسة (الزبيدي) ودراسة (كروش، 2012) إلى النماذج التقليدية لنظرية المحفظة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).

ثالثاً: من حيث عينة وفترة الدراسة:

¹ بكاري دلال، " اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2010 الى 2014، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2015."

شملت الدراسات بيانات استثمارية عربية متنوعة؛ حيث غطت دراسة (درويش، 2009) سوق فلسطين للفترة (2000-2009)، ودراسة (الزبيدي) سوق بغداد لعينة شملت 45 شركة. وفي الخليج العربي، ركزت دراسة (بكري، 2015) على بورصة الكويت (25 شركة)، بينما قارنت دراسة (كروش، 2012) بين سوق الكويت والسعودية لعام 2010. أما دراسة (يوسف، 2012) فقد اتخذت من بورصة عمان ومسقط ميداناً للتطبيق للفترة الممتدة بين 2003 و2009.

رابعاً: من حيث النتائج المتوصل إليها:

تباينت النتائج بين تأكيد ونفي العلاقة الطردية التقليدية؛ ففي حين أكدت دراسة (درويش، 2009) وجود علاقة إيجابية لكنها "غير معنوية" في سوق فلسطين، أظهرت دراسة (الزبيدي) غياب العلاقة النظرية المفترضة في سوق بغداد رغم وجود تباين في العوائد.

ومن جانب آخر، أثبتت دراسة (بكري، 2015) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لبعض الأسهم فقط في بورصة الكويت، بينما خلصت دراسة (يوسف، 2012) إلى أن الأسعار تتبع سلوكاً عشوائياً مما يعكس ضعف كفاءة السوق، مع إمكانية تعويض المستثمرين عن المخاطرة. وفيما يخص التنوع، توصلت دراسة (كروش، 2012) إلى أن العوائد والمخاطر تتأثر بالارتباط بين الأوراق المضافة، لكن النتائج تباينت بشأن أثر معامل الارتباط على مخاطر المحفظة الكلية.

الفرع الثالث: عرض الدراسات السابقة الأجنبية

فيما يلي سوف يتم عرض مختلف الدراسات الأجنبية:

هذه الدراسة على أثر التنوع على المخاطر غير النظامية واهتمت هذه الدراسة فقط بأثر التنوع على المخاطر غير النظامية دون التطرق إلى المخاطر النظامية وهذا ما سنتناوله في دراستنا.

1. دراسة Midaani, M. Ayman Determiyayts: 1991 مقال بعنوان

ofkuwati stock prices An Empirical investigation of Industrial services and Food Company

Share 1991¹

هدفت هذه الدراسة لتحديد العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم وتحت الدراسة في بسوق الكويت للأوراق المالية سنة 1991 وشملت عينة الدراسة 54 شركة حددت من خلال أربعة متغيرات لاختبار أثرها على الأسعار هي معدل العائد للسهم الواحد ومعدل توزيعات الأرباح للسهم الواحد ونسبة المديونية

¹Midaani, M. Ayman Determiyayts, kuwati stock prices An Empirical investigation of Industrial services and Food Company Share 1991

وأخيراً نسبة الموجودات الثابتة إلى مجموع الموجودات وقد خلصت الدراسة بأن هذه العوامل ليس لها تأثير على أسعار أسهم عينة الدراسة مما يعني أن سوق الأوراق المالية الكويتي لا تعكس المعلومات المتاحة وبالتالي فهو ضعيف الكفاءة.

2. دراسة Hebert Corpechot 2009

Les methodes alternatives d'allocation entre matières premieres, université paris 9

.Dauphine 2009

توصلت هذه الدراسة إلى أن التنوع هو ليس بتلك الكفاءة المفترضة لتدفئة المخاطر غير النظامية، اقتصرت هذه الدراسة على طرق التنوع في حافظة الأوراق المالية حيث اعتمدت على التنوع العشوائي في اختيار الأصول المالية المشكلة للمحفظة ركزت الدراسة على أثر التنوع على المخاطر غير النظامية واهتمت هذه الدراسة فقط بأثر التنوع على المخاطر غير النظامية دون التطرق إلى المخاطر النظامية وهذا ما سنتناوله في دراستنا.¹

أولاً: مناقشة الدراسة السابقة:

اتبعت الدراسات الأجنبية مسارات بحثية ركزت في مجملها على العوامل المحددة للأسعار الاستثمارية وكفاءة استراتيجيات التنوع في تقليص المخاطر، ويمكن تفصيل ذلك فيما يلي:

ثانياً: من حيث الهدف:

سعت الدراسات الأجنبية إلى تحليل المتغيرات الجوهرية المؤثرة في القيم السوقية للأوراق المالية؛ حيث ركزت دراسة (Midaani, 1991) على تحديد العوامل المفسرة لأسعار الأسهم في البيئة الخليجية واختبار مدى كفاءة السوق. بينما اتجهت دراسة (Corpechot, 2009) نحو تقييم فعالية الطرق البديلة لتخصيص الأصول، مع التركيز بشكل خاص على دور التنوع في خفض المخاطر غير النظامية (الخاصة) في المحافظ المالية.

ثالثاً: من حيث الأسلوب المعتمد:

اعتمدت الدراسات الأجنبية أساليب تحليلية متباينة؛ فاستخدمت دراسة (Midaani, 1991) التحليل الكمي لاختبار أثر أربعة متغيرات مستقلة (العائد، التوزيعات، المديونية، وهيكل الأصول) على أسعار الأسهم. أما دراسة (Corpechot, 2009) فقد اعتمدت على منهجية التنوع العشوائي في بناء المحافظ الاستثمارية، واختبار كفاءة هذه الطرق في مواجهة التقلبات غير المنتظمة للأصول.

¹ Hebert Corpechot, Les methodes alternatives d'allocation entre matières premieres, université paris 9 .Dauphine 2009

رابعاً: من حيث عينة الدراسة:

تفاوتت العينات محل الدراسة لتشمل فترات زمنية وقطاعات مختلفة؛ حيث شملت عينة دراسة (Midaani, 1991) نحو 54 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال عام 1991، مغطياً قطاعات الصناعة والخدمات والأغذية. وفي المقابل، ركزت دراسة (Corpechot, 2009) على المواد الأولية والأصول المالية المشككة للمحفظة كنموذج تطبيقي لأساليب التخصيص البديلة.

خامساً: من حيث النتائج المتوصل إليها:

خلصت الدراسات إلى نتائج حيوية تعكس طبيعة الأسواق المدروسة؛ حيث أظهرت نتائج دراسة (Midaani, 1991) عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للمتغيرات المالية (كالعائد والتوزيعات) على أسعار الأسهم، مما قاد الباحث لاستنتاج ضعف كفاءة سوق الكويت في تلك الفترة وعدم قدرته على عكس المعلومات المتاحة. ومن جهة أخرى، توصلت دراسة (Corpechot, 2009) إلى أن التنوع العشوائي قد لا يحقق الكفاءة المفترضة في تقليص المخاطر غير النظامية بالمقدر المأمول، مشيرةً إلى محدودية تأثير طرق التنوع التقليدية في بعض الحالات.¹

المطلب الثاني: تمييز دراستنا عن الدراسات السابقة

بعد الاستعراض الشامل للأدبيات السابقة، سواءً كانت عربية أو أجنبية، يمكننا حصر الفوارق الجوهرية التي تميز هذه الدراسة بأنها عن باقي الدراسات، بحيث صبت معظم الدراسات السابقة (مثل دراسة Corpechot, 2009) جل اهتمامها على "المخاطر غير النظامية" وكيفية تقليلها عبر التنوع العشوائي، تأتي دراستنا الحالية لتركز بشكل أعمق على "المخاطر النظامية" (Systematic Risk). فالدراسة لا تكتفي بتحليل تقلبات السهم المنفردة، بل تسعى لفهم مدى حساسية الأوراق المالية لتقلبات السوق ككل، وهو جانب لم ينل حظه الكافي من التفصيل في بعض الدراسات المقارنة.²

كما تستمد هذه الدراسة تميزها من كونها تُطبق في بيئة استثمارية ذات خصوصية (السوق بورصة السعودية)، وفي فترة زمنية حديثة نسبياً. هذا الأمر يسمح بتجاوز النتائج القديمة التي قد لا تعكس الواقع الاقتصادي الراهن، خاصة وأن الأسواق المالية شهدت تحولات هيكلية كبرى بعد الأزمات المالية الأخيرة، مما يجعل من إعادة اختبار الفرضيات التقليدية ضرورة بحثية ملحة.

¹بوعلام فتيحة، قياس المخاطر النظامية وعلاقتها بعوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية، مذكرة ماستر، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2021.

²حسين علي حسين، الاستثمار والأسواق المالية: تحليل المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2019.

خلاصة الفصل:

تأسيساً على ما تقدم، يُستخلص من هذا الفصل أن ثنائية العائد والمخاطرة تشكل المحور الجوهري الذي تتركز حوله كافة القرارات الاستثمارية، حيث لا يمكن فصل الرغبة في تعظيم الأرباح عن ضرورة قياس وتقبل التقلبات المحتملة. وقد كشف الإطار النظري أن النجاح في الأسواق المالية لا يتوقف على تجنب المخاطر بصفة مطلقة، بل في القدرة على التمييز بين المخاطر النظامية التي تفرضها ظروف السوق الكلية ولا يمكن تلاشيها، والمخاطر غير النظامية التي يمكن تحييدها عبر استراتيجيات التنويع العلمي وبناء المحافظ الكفاء. ومن خلال النماذج النظرية المستعرضة، يتضح أن تحديد القيمة العادلة للأصول يتطلب موازنة دقيقة تضمن تعويض المستثمر بـ "علاوة مخاطرة" تتناسب مع درجة حساسية أصوله لتقلبات السوق، وهو ما يضع القاعدة الأساسية التي ستنطلق منها هذه الدراسة في جانبها التطبيقي لاختبار مدى انعكاس هذه الأطروحات النظرية على أرض الواقع في البيئة الاستثمارية محل الدراسة.

الفصل الثاني

دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة
السعودية

تمهيد :

يشهد السوق المالي السعودي تطورًا ملحوظًا خلال السنوات الأخيرة، مدفوعًا بالإصلاحات الاقتصادية والتنظيمية المرتبطة برؤية المملكة العربية السعودية 2030، والتي هدفت إلى تعزيز كفاءة السوق المالية وزيادة مساهمتها في دعم الاقتصاد الوطني. وقد انعكس ذلك في التوسع المستمر لعدد الشركات المدرجة في كلٍ من السوق الرئيسية (تاسي) والسوق الموازية (نمو)، مما أسهم في تنويع الفرص الاستثمارية وزيادة عمق السوق.

ويتناول هذا الفصل تحليل تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2022 إلى 2025، من خلال دراسة معدلات النمو والتغير في هيكل السوق، مع التركيز على الدور المتزايد لسوق "نمو" في استقطاب الشركات الصغيرة والمتوسطة. كما يسعى الفصل إلى إبراز الدلالات الاقتصادية والتنظيمية لهذا النمو، ومدى ارتباطه بتوجهات التنمية الاقتصادية وتعزيز البيئة الاستثمارية في المملكة.

ويعتمد الفصل على البيانات والإحصاءات الرسمية الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية وتداول السعودية، إلى جانب بعض التقارير الاقتصادية المتخصصة، بهدف تقديم قراءة تحليلية شاملة لتطور السوق المالية السعودية خلال هذه الفترة.

المبحث الأول: تعريف بورصة السعودية

تهدف هذه الوثيقة إلى وضع القواعد الأساسية لإنشاء وإدارة مؤشرات الأسهم في تداول.

المطلب الأول: مؤشرات تداول

تقوم شركة السوق المالية السعودية (تداول) بحساب مؤشرات الأسهم العامة (مؤشر السوق الرئيسية ومؤشر السوق الموازية ذو الحد الأعلى ومؤشر السوق الموازية دون الحد الأعلى ومؤشرات القطاعات في السوق الرئيسية)، وتمثل هذه المؤشرات المصدرين المدرجين في تداول. وتحتسب تداول وتنشر مؤشراتها خلال وقت جلسة التداول بناء على الصفقات العادية، ولا يتم اعتبار الصفقات المتفاوض عليها في حساب مؤشرات تداول.

الفرع الأول: مؤشرات السوق الرئيسية

تتمثل مؤشرات السوق الرئيسية في:

أولاً: مؤشر السوق الرئيسية (تاسي): تاسي هو مؤشر رئيسي لجميع الأسهم في السوق الرئيسية، ويضم جميع الأسهم المؤهلة المدرجة في تداول:

مؤشرات القطاعات: يتم إنشاء مؤشرات القطاعات من مؤشر السوق الرئيسية (تاسي). وقد قامت تداول بتطبيق المعيار العالمي لتصنيف القطاعات GICS () في يناير 2017م، وتم بناء عليه إنشاء مؤشرات القطاعات بناء على المستوى الثاني من GICS () بتاريخ أساس 8 يناير 2017م. وتتوفر تفاصيل مؤشرات القطاعات على موقع تداول الإلكتروني.

مؤشرات السوق الموازية (نمو): مؤشر السوق الموازية ذو الحد الأعلى هو المؤشر للسوق الموازية، بالإضافة إلى مؤشر السوق الموازية دون الحد الأعلى. وتتوفر تفاصيل مؤشرات السوق الموازية على موقع تداول الإلكتروني حيث :

يتولى التداول حسابها يوميا وعرضها وتشغيلها مع حفظ سجلات أوزان مكونات المؤشر وإجراء أي تعديلات وفق القواعد والمنهجية المعتمدة ومراجعة المكونات دوريا واستطلاع رأي السوق حول التغيرات والإعلان عنها ونشر بيانات المؤشرات ومنهجيتها .

كما تشرف لجنة مختصة على المؤشرات من خلال اعتماد التوصيات والموافقة على الإجراءات المتعلقة بصيانتها وتجتمع دوريا و يمكنها الاستعانة بخبراء ومديري الأصول لاستطلاع آرائهم بينما تتولى لجنة تشغيل وإدارة المؤشرات متابعة الجوانب التشغيلية للمؤشر.

الفرع الثاني: حساب المؤشر

أولا: مؤشرات الأسهم دون الحد الأعلى

جميع مؤشرات تداول يتم وزنها بالقيمة السوقية للأسهم الحرة ويتم احتسابها على أساس الصفقات العادية. ويتم احتساب القيمة السوقية للأسهم الحرة عن طريق ضرب عدد الأسهم الحرة للمصدر في سعر الإغلاق للمصدر. ويتم احتساب صيغة المؤشرات غير محددة الحد كما يلي:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n p_{i,t} \cdot s_{i,t} \cdot c}{\sum_{i=1}^n p_{i,T-1} \cdot s_{i,T-1} \cdot c \pm Adj} Index_{T-1}$$

ثانيا: المؤشرات ذات الحد الأعلى

مجموع القيم السوقية ذات الحد الأعلى للأسهم الحرة اليوم / مجموع القيم السوقية ذات الحد الأعلى للأسهم الحرة لليوم السابق) × قيمة المؤشر لليوم السابق.

الشكل رقم 03: حساب المؤشر

بحيث	
n	عدد المصدرين في المؤشر
$Index$	المؤشر
$p_{i,t}$	آخر سعر لسهم المصدر i at time t
$S_{i,T}$	عدد الأسهم الحرة
$p_{i,T-1}$	سعر الصفقة العادية للمصدر ليوم التداول السابق
$S_{i,T-1}$	عدد الأسهم الحرة ليوم التداول السابق
c	معامل الحد الأعلى*
Adj	التعديلات لإجراءات المصدر
$Index_{T-1}$	إغلاق المؤشر ليوم التداول السابق

المصدر: من إعداد الطالبة

المطلب الثاني : عدد شركات المدرجة في بورصة السعودية من 2022 إلى غاية 2025
عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول + نمو) من 2022 إلى 2025 كان تقريباً
كالتالي:

الجدول رقم 01: عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول + نمو) من 2022 إلى 2025

السنة	الإجمالي التقريبي	السوق الموازية (نمو)	السوق الرئيسية (تاسي)
2022	269 شركة	46 شركة	223 شركة
2023	310 شركات	79 شركة	231 شركة
2024	353 شركة	106 شركات	247 شركة
2025	أكثر من 353 شركة*	أكثر من 106 شركات*	نحو 247+ شركة*

المصدر: من إعداد الطالبة

نلاحظ من خلال الجدول رقم 01 يمكن القول أن أرقام 2025 تعتمد على آخر البيانات المنشورة حتى بداية 2025، وقد ترتفع مع الإدراجات الجديدة خلال السنة¹. حيث يظهر الجدول نموًا واضحًا و متسارع في عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية بين 2022 و 2025، ويمكن تحليل ذلك من عدة زوايا:

الفترة 2022–2025 تمثل مرحلة توسع قوية في السوق المالية السعودية، وكان المحرك الرئيسي لهذا النمو هو سوق "نمو"، بينما حافظت السوق الرئيسية على نمو مستقر ومدرّوس. هذا يشير إلى تطور هيكل السوق المالية السعودية وتحولها إلى منصة أوسع لتمويل الشركات ودعم النمو الاقتصادي.

المبحث الثاني: تعريف بشركات محل الدراسة

سوف يتم من خلال هذا المبحث بتعريف بشركات محل الدراسة

المطلب الأول: بنك الرياض والبنك الراجحي

الفرع الأول: بنك الرياض

بنك الرياض هو أحد أكبر المؤسسات المالية العريقة في المملكة العربية السعودية والشرق الأوسط، بدأ نشاطه في العام 1957م، ويبلغ رأس المال 40 مليار ريال².

يعود الفضل في نجاحنا وتطور أعمالنا إلى المهنية العالية لموظفينا البالغ عددهم أكثر من 7,000 موظف وموظفة نفخر بهم في تحقيق نسبة مواطنة تصل إلى 96% هي الأعلى ضمن المنشآت المالية العاملة في السوق السعودي.

نقدم في بنك الرياض مجموعة متكاملة من الخدمات والمنتجات المصرفية الإسلامية والتقليدية لعملائنا من الأفراد والشركات والمؤسسات الناشئة، ونحرص في ذلك على توظيف قاعدتنا الرأسمالية القوية وخبراتنا العريقة للقيام بدور متميز في مجال التمويل، وقد برز بنك الرياض كبنك رائد نظم وشارك في العديد من عمليات التمويل المشتركة لمختلف القطاعات العاملة في صناعات النفط والغاز والبتر وكيمائيات وعدد من أبرز مشاريع البنية التحتية في المملكة العربية السعودية.

¹إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات هيئة السوق المالية السعودية (CMA)، وتداول السعودية، وتقارير أرقام الاقتصادية للأعوام 2022–2025.

²تم الولوج للموقع www.riyadbank.com/ar/personal-banking يوم 2026-04-10 على الساعة 19:00 pm

يقدم بنك الرياض لعملائه منتجات وخدمات مصرفية وتمويلية متميزة ومبتكرة من خلال شبكة فروع تضم 332 فرعاً مرخصاً وأكثر من 168,800 من أجهزة نقاط البيع، وأكثر من 1,650 جهاز صراف آلي، بالإضافة إلى قاعدة عملاء كبيرة بين المصارف السعودية.

يتواجد بنك الرياض خارج المملكة تلبية لاحتياجات عملائه من خلال فرع لندن بالمملكة المتحدة ووكالة هيوستن بالولايات المتحدة ومكتب تمثيلي في سنغافورة حيث يتم تقديم خدمات مصرفية ومالية متكاملة مصممة خصيصاً لخدمة مصالح عملائنا وتلبية احتياجاتهم في أماكن تواجدهم.

نواكب في بنك الرياض تطلعات عملائنا بتقديم خدمات إلكترونية متقدمة (انترنت وتطبيقات للأجهزة الذكية للأفراد والشركات) ونحرص على تقديم أحدث التقنيات ليتمكن عملاءنا من تنفيذ عملياتهم المصرفية من أي مكان بسهولة ويسر وأمان.

الفرع الثاني: بنك الراجحي

مصرف الراجحي هو مصرف إسلامي سعودي، تأسس عام 1957. يعد مصرف الراجحي إحدى الشركات المصرفية الكبرى المساهمة إذ يبلغ رأس مالها 40,000,000,000 ريال سعودي ويحكم المصرف في تعاملاته المصرفية والاستثمارية أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية. قام بتأسيسها الأخوة صالح وعبد الله وسليمان ومحمد، أبناء عبد العزيز الراجحي.

يمتلك المصرف أكبر شبكة فروع في المملكة العربية السعودية بعدد يبلغ 510 فرع، وأكثر من 4,603 ماكينة صراف آلي¹.

وبدأ مصرف الراجحي، أحد أكبر المصارف الإسلامية في العالم، نشاطه عام 1957م. ويتمتع مصرف الراجحي بخبرة تمتد لأكثر من 50 عاماً في مجال الأعمال المصرفية والأنشطة التجارية. وتم افتتاح أول فرع لمصرف للرجال في حي الديرة في الرياض عام 1957م، بينما افتتح أول فرع للسيدات عام 1979م في حي الشميسي. وقد شهد العام 1978 م، دمج مختلف المؤسسات التي تحمل اسم الراجحي تحت مظلة واحدة في شركة الراجحي المصرفية للتجارة وفي عام 1988 تم تحويل المصرف إلى شركة مساهمة سعودية عامة. يركز إلى مبادئ المصرفية الإسلامية بشكل أساسي.

في حين تتمثل أغراض المصرف في مزاوله الأعمال المصرفية والاستثمارية بشكل يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويقوم المصرف بمزاوله الأعمال المصرفية والاستثمارية لحسابه أو لحساب الغير (أفراد وشركات) داخل المملكة وخارجها.

¹م الولوج الموقع www.alrajhibank.com.sa يوم 2026-04-10 على الساعة 40: 19 pm

المطلب الثاني: البنك الأهلي السعودي والبنك العربي الوطني

الفرع الأول: البنك الأهلي السعودي

تأسس البنك الأهلي السعودي عام 1953، وهو أول وأكبر بنك في المملكة العربية السعودية بحقوق مساهمين تبلغ 17.1 مليار دولار، بحيث يقدم البنك الأهلي السعودي أحد أكبر البنوك في منطقة الخليج منتجات وخدمات متوافقة مع الشريعة الإسلامية لعملائه الذين يربو عددهم على 7 ملايين من خلال شبكة واسعة تقدر بعدد 431 فرع وأكثر من 9 آلاف موظف، وبحصوله على جائزة "أفضل بنك في المملكة العربية السعودية" في عامي 2015 و2016، وحصوله على جائزة "أفضل بنك إسلامي في المملكة العربية السعودية" من قبل مجلة أخبار التمويل الإسلامي (Islamic Finance News) في عام 2015، فإن البنك الأهلي السعودي يعد دائمًا مؤسسة مالية رائدة. قام البنك الأهلي التجاري في عام 2008 بأول استثمار خارجي له من خلال الاستحواذ على حصة الأغلبية في تركيا فينانس الذي يعد أحد البنوك الإسلامية الرائدة (بدون فوائد) في تركيا. كما في الربع الأول من عام 2017، كان البنك الأهلي السعودي المساهم الرئيسي في تركيا فينانس بحصة تمثل ما نسبته 67% في البنك.

يواصل البنك الأهلي السعودي العمل بكفاءة لتعزيز وتوسيع الخدمات المصرفية الإسلامية في تركيا للحفاظ على ثقته في تركيا كما هو الحال دائمًا¹.

البنك الأهلي السعودي بالأرقام:

- شبكة خدمات واسعة تتكون من 431 فرع
- أكثر من 7 ملايين عميل
- أكثر من 9 آلاف موظف
- عدد 4100 ماكينات صراف آلي
- نسبة 96% من معاملات العملاء تمت من خلال قنوات التوزيع البديلة
- 148 مركز تحويل (كويك باي، تحويل سريع للأموال إلى 198 دولة)

الفرع الثاني: البنك العربي الوطني

¹ م الولوج الموقع www.alahli.com يوم 2026-04-10 على الساعة 19:40 pm

بالإنجليزية Arab National Bank أو اختصار ANB هو شركة مساهمة سعودية، وهو ضمن الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، تأسس عام 1979، ويعمل البنك من خلال (279 فرع منتشر في المملكة العربية السعودية، ولدى البنك فرع دولي في العاصمة البريطانية لندن افتتح في العام 1991).

يقدم البنك جميع الخدمات المصرفية التجارية والإسلامية للأفراد والشركات عبر فروع، إلى جانب خدمات المشورة المالية والاستثمار وإدارة الثروات والصناديق المشتركة والوساطة والتداول والمتاجرة المحلية والعالمية بالأوراق المالية والعملات الأجنبية وخدمات الخزينة والاستثمار، ويبلغ رأس مال البنك ستة مليارات ونصف المليار ريال سعودي¹.

إذ تأسس البنك العربي الوطني (شركة مساهمة سعودية، البنك) بموجب المرسوم الملكي رقم م/38 بتاريخ 18 رجب 1399 هـ (الموافق 13 يونيو 1979 م). وقد بدأ البنك أعماله بتاريخ 2 فبراير 1980 م بعد أن انتقلت إليه عمليات البنك العربي المحدود في المملكة العربية السعودية. يعمل البنك بموجب السجل التجاري رقم 1010027912 بتاريخ 1 ربيع الأول 1400 هـ (الموافق 19 يناير 1980 م) من خلال شبكة فروع وعدها 140 فرعاً (2017: 142 فرعاً) في المملكة العربية السعودية وفرعاً واحداً في المملكة المتحدة. عنوان المركز الرئيسي للبنك هو: البنك العربي الوطني ص ب 56921 الرياض 11564 المملكة العربية السعودية.

المبحث الثالث : عرض وتحليل النتائج

يهدف هذا التحليل إلى دراسة أداء مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق السعودي وهي:

- بنك الرياض
- مصرف الراجحي
- بنك الأهلي
- بنك العربي

وذلك من خلال تحليل العوائد التاريخية خلال الفترة 2022–2025، وقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، إضافةً إلى حساب معامل بيتا والانحراف المعياري والتباين المشترك لتقييم أداء كل سهم مقارنة بعائد السوق.

أولاً: حساب العائد السنوي للأسهم ومتوسط عائد السوق :

¹م الموقع anb.com.sa يوم 2026-04-10 على الساعة 20: 19 pm

1. تم احتساب العائد السنوي لكل سهم باستخدام معادلة العائد الكلي:

$$R_i = \frac{(P1 - P0) + D}{P0}$$

حيث:

- R = العائد السنوي للسهم
- $P1$ = سعر نهاية السنة
- $P0$ = سعر بداية السنة
- D = توزيعات الأرباح النقدية

2. تم حساب متوسط عائد السوق:

$$\bar{R}_m = \frac{\sum_{i=1}^n R_{m_i}}{n}$$

بالاستخدام المعادلة التالية:

الجدول رقم 02: نتائج العوائد السنوية سنة 2022

السهم	العائد
بنك الرياض	0.1974
مصرف الراجحي	-0.4609
بنك الأهلي	-0.2065
بنك العربي	0.4283

المصدر: من إعداد الطالبة

متوسط عائد السوق:

$$R_m = -0.071$$

الجدول رقم 03: نتائج العوائد السنوية سنة 2023

السهم	العائد
بنك الرياض	-0.0786

السهم	العائد
مصرف الراجحي	0.1669
بنك الأهلي	-0.2168
بنك العربي	-0.1888

المصدر: من إعداد الطالبة

متوسط عائد السوق:

$$R_m = 0.142$$

الجدول رقم 04: نتائج العوائد السنوية سنة 2024

السهم	العائد
بنك الرياض	0.0351
مصرف الراجحي	0.1105
بنك الأهلي	-0.1100
بنك العربي	-0.1411

المصدر: من إعداد الطالبة

متوسط عائد السوق:

$$R_m = 0.006$$

الجدول رقم 05: نتائج العوائد السنوية سنة 2025

السهم	العائد
بنك الرياض	-0.0318
مصرف الراجحي	0.0492

السهم	العائد
بنك الأهلي	0.1686
بنك العربي	0.0565

المصدر: من إعداد الطالبة

متوسط عائد السوق:

$$R_m = -0.128$$

من خلال كل من الجداول رقم 02:03:04:05 الخاصة بعوائد السنوية المحسوبة للفترة الممتدة بين عامي 2022 و2025 نلاحظ تذبذب ملحوظ في أداء الأسهم المدروسة، إذ شهد عام 2022 أعلى مستويات التباين؛ حيث حقق بنك العربي أعلى عائد إيجابي بلغ 0.428، في حين سجل مصرف الراجحي أدنى عائد بقيمة سالبة بلغت -0.461، وقد بلغ متوسط عائد السوق -0.071 خلال هذه السنة. وفي عام 2023، انعكست الصورة جزئياً، إذ تحول مصرف الراجحي نحو الإيجابية بعائد 0.167، بينما واصلت بقية الأسهم مساراتها السالبة في ظل متوسط سوقي بلغ 0.142. أما عام 2024، فقد اتسم بانخفاض حدة التذبذب نسبياً مع تسجيل متوسط سوقي شبه محايد عند 0.006، في حين شهد عام 2025 تحسناً نسبياً في أداء مصرف الراجحي وبنك الأهلي وبنك العربي رغم تراجع متوسط السوق إلى -0.128.

ثانياً: التحليل الإحصائي للمخاطر

1. الانحراف المعياري (Standard Deviation)

تم استخدام الانحراف المعياري لقياس درجة تذبذب العوائد حول المتوسط، ويُحسب وفق المعادلة:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n - 1}}$$

الجدول رقم 06: مخاطر الكلية لبنوك عينة الدراسة

السهم	الانحراف المعياري
-------	-------------------

الانحراف المعياري	السهم
0.1206	بنك الرياض
0.2888	مصرف الراجحي
0.1268	بنك الأهلي
0.2806	بنك العربي

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام EXCEL

يتبين من نتائج الانحراف المعياري أن مصرف الراجحي يمثل السهم الأكثر تذبذباً بانحراف معياري بلغ 0.289، يليه بنك العربي بقيمة 0.281، وهو ما يعكس ارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة بهذين السهمين. في المقابل، أبدى كلٌّ من بنك الرياض وبنك الأهلي استقراراً نسبياً أكبر بانحراف معياري بلغ 0.127 و 0.121 على التوالي، مما يجعلهما أكثر ملاءمةً للمستثمرين ذوي الميل المنخفض نحو المخاطرة.

ثالثاً: التباين المشترك (Covariance)

يقيس التباين المشترك العلاقة بين عوائد السهم وعوائد السوق:

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{n - 1}$$

الجدول رقم 07: التباين المشترك

التباين المشترك	السهم
-0.006447	بنك الرياض
0.0122696	مصرف الراجحي
-0.007669	بنك الأهلي

السهم	التباين المشترك
بنك العربي	-0.015947

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام EXCEL

تشير نتائج التباين المشترك إلى طبيعة العلاقة بين عوائد كل سهم وعوائد السوق، إذ يُسجل مصرف الراجحي القيمة الإيجابية الوحيدة البالغة 0.012، مما يدل على تحركه في اتجاه موافق لاتجاه السوق. أما بنوك الرياض والأهلي والعربي فتسجل جميعها قيماً سالبة تتراوح بين -0.006 و-0.016، مما يعني أن عوائدها تتحرك عكسياً بالنسبة لعوائد السوق، وهو ما يمنحها خصائص تحوطية مفيدة في سياق إدارة المحافظ الاستثمارية. وبناءً على النتائج فإن مصرف الراجحي هو الأكثر ارتباطاً بحركة السوق.

رابعاً: معامل بيتا (Beta)

معادلة بيتا

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

حيث:

$$Var(R_m)=0.01024369$$

الجدول رقم 08: النتائج معامل بيتا (Beta)

السهم	بيتا
بنك الرياض	-0.629
مصرف الراجحي	1.198
بنك الأهلي	-0.749

السهم	بيتا
بنك العربي	-1.557

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام EXCEL

يتضح من نتائج معامل بيتا المحسوب على أساس تباين السوق البالغ 0.010 أن مصرف الراجحي يُصنّف سهماً هجوماً بمعامل بيتا يفوق الواحد ($\beta = 1.198$)، مما يعني أنه يتضح في استجابته لتقلبات السوق صعوداً وهبوطاً. في المقابل، تُسجل كل من بنك الرياض وبنك الأهلي وبنك العربي معاملات بيتا سالبة بلغت -0.629 و-0.749 و-1.557 على التوالي، مما يصنّفها ضمن الأسهم الدفاعية ذات الحركة العكسية تجاه السوق، ولا سيما بنك العربي الذي يُبدي أعلى حساسية عكسية.

خامساً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

معادلة CAPM

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

حيث:

- $E(R_i)$ = العائد المطلوب
- R_f = معدل العائد الخالي من المخاطرة = 0.0435
- R_m = عائد السوق
- β_i = معامل بيتا

الجدول رقم 09: النتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

السهم	العائد المتوقع
بنك الرياض	0.0789
مصرف الراجحي	-0.2387
بنك الأهلي	0.0561
بنك العربي	0.1311

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام EXCEL

سادساً: المقارنة بين العائد المتوقع والعائد الفعلي

الجدول رقم 10 : المقارنة بين العائد المتوقع والعائد الفعلي

السهم	العائد المتوقع	العائد الفعلي
بنك الرياض	0.0789	0.0305
مصرف الراجحي	-0.2387	-0.0336
بنك الأهلي	0.0561	-0.0912
بنك العربي	0.1311	0.0139

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام EXCEL

خلصت الدراسة في ختام ملاحظاتها إلى مجموعة من النتائج الدقيقة التي ترسم صورة واضحة عن الخصائص الاستثمارية للأسهم المدروسة. ففيما يخص معيار الاستقرار، جاء بنك الرياض في المرتبة الأولى بوصفه الأكثر أماناً من الناحية الاستثمارية، وذلك استناداً إلى تدني انحرافه المعياري الذي يعني عملياً أن عوائده تسير بخطى أكثر انتظاماً وأقل تقلباً مقارنة بنظرائه. وعلى النقيض من ذلك، يحتل مصرف الراجحي قمة هرم المخاطرة في العينة المدروسة بفعل تجاوز معامل بيتا لديه حاجز الواحد الصحيح، إلا أن هذه المخاطرة لا تخلو من قيمة استثمارية، إذ يبقى هذا السهم الأوثق ارتباطاً بنبض السوق واتجاهاته، مما يجعله وجهة مفضلة لدى المستثمر الباحث عن مكاسب تتناسب مع وتيرة النمو الاقتصادي.

خاتمة الفصل الثاني:

أظهرت الدراسة وجود تباين واضح في مستويات المخاطرة والعائد بين الأسهم محل الدراسة. كما أثبتت النتائج أن معامل بيتا والانحراف المعياري من أهم المؤشرات المستخدمة في تقييم الأداء الاستثماري، بينما تساعد النماذج في تحديد العائد المطلوب وفقاً لمستوى المخاطرة السوقية. وتبرز أهمية هذه النماذج في دعم القرارات الاستثمارية وتحسين كفاءة إدارة المحافظ المالية.

كما أظهرت نتائج الدراسة خلال الفترة 2022\2025 أن مصرف الراجحي سجل أعلى مستوى من المخاطرة الكلية وانحراف المعياري مقارنة بالبنوك الأخرى محل الدراسة هذا ما يعكس استقراراً نسبياً في عوائد أسهمهم مقارنة بمصرف الراجحي. أما بالنسبة لتباين المشترك فقد كان بنك الراجحي البنك الوحيد الذي سجل قيمة موجبة وهو ما يدل على تحرك عوائده في نفس اتجاه السوق في حين سجلت البنوك الأخرى الرياض الأهلي والعربي قيماً سالبة مما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين عوائد هذه الأسهم وعوائد السوق. كما بينت نتائج معامل بيتا أن مصرف الراجحي سجل قمة موجبة وأكبر من الواحد هذا يدل على ارتفاع درجة مخاطرة نظامية وحساسية السهم في المقابل سجل بنك الرياض وبنك الأهلي وبنك العربي قيماً سالبة على التوالي مما يعكس تحرك عوائد أسهمهم في اتجاه معاكس للسوق.

وبناءً على هذه النتائج يعد مصرف الراجحي الأكثر ارتباطاً وتأثراً بحركة السوق في حين أظهرت البنوك الأخرى علاقات عكسية متفاوتة مع تقلبات السوق خلال فترة الدراسة.



الخاتمة العامة

خاتمة

يعتبر التطور الحاصل في الاقتصاد، وزيادة حركة رؤوس الأموال داخل السوق المالية، من العوامل التي أدت لزيادة اهتمام المستثمر بالاستثمار في الأوراق المالية لما تحققه من ثروة في ظل مخاطر مقبولة، وهو الهدف الذي يعمل عليها المستثمر حيث أنه يسعى دائماً الى تجنب المخاطر ولن يرضى بقبول أي مستوى إلا إذا توقع الحصول على عائد كافٍ للتعويض عن هذا الخطر. لذلك قمنا في دراستنا بتسليط الضوء على المخاطر النظامية بصفة خاصة وعوائد الأوراق المالية، كما قمنا بتعريف نموذج تسعير الأصول لرأسمالية و أهم استخداماته باعتباره من أشهر نماذج تحديد العلاقة بين المخاطر النظامية و عوائد الأوراق المالية لنتطرق في الدراسة التطبيقية لاختبار هذا النموذج على سوق السعودي للأوراق المالية، وهو ما يمكننا من استخلاص أهم نتائج الدراسة اختبار فرضياتها وآفاق الدراسة كما يلي:

- تنقسم المخاطر الكلية إلى مخاطر نظامية وهي المخاطر العامة التي تمس كل الشركات والمؤسسات و تقاس عن طريق معامل بيتا والتي تؤثر بشكل مباشر في تحديد عوائد الأوراق المالية داخل السوق المالية السعودية، ومخاطر لا نظامية وهي التي تمس شركة بذاتها أو صناعة عن أخرى.
- يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM النموذج الرائد في عملية تقدير العلاقة بين العائد و المخاطرة حيث اثبت قدرته في تفسير هذه العلاقة باستخدام معامل بيتا .
- تمثل البنوك محل الدراسة {مصرف الراجحي، بنك الرياض، بنك الأهلي السعودي، بنك العربي الوطني} مؤسسات مصرفية رائدة تقدم خدمات مصرفية واستثمارية متنوعة للأفراد و الشركات. حيث تتميز هذه البنوك بامتلاكها شبكات واسعة من الفروع وأجهزة الصراف الآلي داخل المملكة العربية السعودية كما تعد من اكبر البنوك المدرجة في السوق المالية السعودية.
- أظهرت نتائج الدراسة أن لأسهم البنوك السعودية محل الدراسة تبايناً واضحاً بين العوائد المتوقعة (وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية) والعوائد الفعلية المحققة. فقد كشفت النتائج عن تضخم في تقييم سهم بنك الرياض حيث عجز عائده الفعلي 0.0305 عن مضاهاة التوقعات 0.0789 ، وهو ما تكرر مع البنك العربي الوطني الذي عكس عائده الفعلي 0.0139 تفاوتاً مبالغاً فيه من قبل النموذج مقارنة بالتوقعات 0.1311 وفي المقابل، سجل البنك الأهلي

السعودي أداءً مخيباً للأمل بعدما تحول عائده الفعلي إلى السالب -0.0912- متخلفاً عن التوقعات الإيجابية، بينما أبدى مصرف الراجحي مرونة نسبية بتحقيقه عائداً فعلياً -0.0336- أفضل من التوقعات شديدة السلبية التي وضعها النموذج -0.2387- ومن منظور إدارة المخاطر وتحليل الحساسية معامل بيتا انقسمت الأسهم إلى فئتين؛ الأولى هجومية تمثلت في مصرف الراجحي $\beta = 1.198$ ، مما يجعله سريعاً التأثر بتقلبات السوق ومرتفع المخاطر. والثانية دفاعية وتحوطية تمثلت في بنك الرياض $\beta = -0.629$ والبنك الأهلي $\beta = -0.749$ لامتلاكهما حركة عكسية معتدلة تناسب المستثمرين المحافظين، في حين أظهر البنك العربي أعلى حساسية عكسية حادة تجاه السوق $\beta = -1.557$

➤ وتأسيساً على ما تقدم، تخلص الدراسة إلى استنتاج هيكلي مفاده أن معدل العائد الخالي من المخاطر في البيئة الاستثمارية السعودية يفوق في كثير من الأحيان معدلات العائد المتوقعة على الأسهم، وهو أمر جوهري يفسر منطقياً تراجع مستويات الطلب على الأوراق المالية في قطاع التجزئة المصرفي لصالح أدوات استثمارية أخرى أكثر أماناً وجدوى.

اختبار الفرضيات

تمتاز طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة بأنها علاقة طردية في حين زيادة أحد المتغيرات يزداد الآخر وعندما ينخفض معه الآخر هذا ما يؤكد صحة فرضية الأولى

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية قادر على تحديد وتفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة السعودية هذا ما يؤكد صحة الفرضية المطروحة الثانية.



قائمة المصادر والمراجع

الكتب :

- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي. مصر: مؤسسة شباب الجامعة، 1999
- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان. 2004
- أمين أحمد السيد لطفي، اعداد وعرض القوائم المالية في ضوء معايير المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية 2005 .
- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، بدون دار البشارة بدون بلد نشرة الطبعة الأولى، 1999.
- حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة الرابعة، القاهرة، 1992.
- حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة المجلد 01 عمان: دار الوراق للنشر والتوزيع، 2004.
- الربيعي حاكم، المشتقات المالية المجلد 01 عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع. 2011.
- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 1998.
- ظاهر مردان مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الأردن 1997.
- عيد أحمد أبو بكر، وليد إسماعيل السيفو، إدارة الخطر والتأمين. دار اليازوري، عمان صر. 2009.-
- غازي فلاح المؤمني، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- محاضرة الأستاذ عبد الرزاق كبوط، في مقياس النظرية المالية
- محمد صلاح الحناوي، بورصة الأوراق بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية مصر، 2002.
- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، جامعة بغداد، العراق، ص 361.
- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية دار وائل للنشر الأردن، الطبعة الثالثة .
- منير إبراهيم حدي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف الاسكندري، 2003 .
- نوري موسى شقيري. إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية) المجلد 01 عمان، الأردن المسيرة للنشر والتوزيع، 2014.

مذكرات :

- بوبكر نفيسة، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية 2008/2010، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر.

- عدل على الدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في ادارة الأعمال جامعة القاهرة.
- دراسة Hebert Corpechot 2009
Les methodes alternatives d'allocation entre matières premières, université paris 9
Corpechot, H. (2009). *Les méthodes alternatives d'allocation entre* :Dauphine 2009
matières premières. Université Paris-Dauphine (Paris IX), France
مجالات :
- إبراهيم علي عبد هلال القاضي، أثر جاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية، دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية لفترة ،2012، 2014. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، 2016.
- أحمد محمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية المجلد 01. منظمة الادارة العربية. 2019.
- أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الموال المجلد 01. القاهرة. 2008،
- إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات هيئة السوق المالية السعودية (CMA) ، وتداول السعودية، وتقارير أرقام الاقتصادية للأعوام 2022–2025.
- إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات هيئة السوق المالية السعودية (CMA) ، وتداول السعودية، وتقارير أرقام الاقتصادية للأعوام 2022–2025.
- جهاد بوضياف، ودلال بنسمينة، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية. مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، 2020
- حشايشي سليمة، التقييم العادل للأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصاد الدولية والحكومة العالمية، أيام 20_21 أكتوبر 2009 جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر
- حنان العمراوي. مطبوعة الدعن البيداغوجي في مقياس إدارة المحافظ المالية، لطلبة سنة ثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، ،2018-2017. سنة ثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، ،2018-2017.
- خوجة هشام طراد. ، دور المحفظة المالية في إدارة المخاطر بالبنك الخارجي الجزائري BEA. 2021
- خوجة هشام طراد. 31 ديسمبر، 2021. دور المحفظة المالية في إدارة المخاطر بالبنك الخارجي الجزائري BEA وكالة سوق أه ارس. مجلة ارتقاء للبحوث والدراسات الاقتصادية.
- دريد كمال آل الشيب. (2010). غدارة المحافظ الاستثمارية (المجلد 01). عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- عبد القادر السيد متولي. الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير 2010،

- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير (المجلد 01). عمان: دار الفكر. 2010.
- عرفة سيد سالم. إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة 1 المجلد 01. عمان الأردن: دار الراية للنشر والتوزيع. 2009.
- محمد عثمان إسماعيل حميد، أثر التمويل عن طريق الديون على اختلال هيكل التمويل في شركات الأعمال، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، (العدد 31، سنة 1984).
- مين بديار، ولخضر بركيتي. التنوع الأمثل لمحفظه الأوراق المالية باستعمال النموذج ماركيز دراسة حالة بورصة الدار البيضاء. مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، 2018.
- دراسة 1991: Midaani, M. Ayman Determinants of Kuwaiti stock prices An Empirical Investigation of Industrial, Service and Food Company Share 1991. Midaani, M. :*Determinants of Kuwaiti Stock Prices: An Empirical Investigation of Industrial, Service and Food Company Shares. Kuwait*

مواقع إلكترونية :

- anb.com.sa
- www.alahli.com
- www.alrajhibank.com.sa
- www.riyadbank.com/ar/personal-banking

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى دقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) في تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي السعودي، من خلال تطبيقه على أربعة بنوك مدرجة في بورصة السعودية خلال الفترة (2022-2025)، وهي: مصرف الراجحي، بنك الرياض، البنك الأهلي السعودي، والبنك العربي الوطني. كما تسعى الدراسة إلى توضيح آلية استخدام معامل بيتا في قياس المخاطر النظامية، وتحديد العائد المطلوب على الأسهم وفق خصوصية السوق المالي السعودي.

أسفرت الدراسة عن النتائج التالية:

تبين وجود تباين واضح بين العوائد المتوقعة وفق النموذج والعوائد الفعلية المحققة؛ إذ عجز بنك الرياض عن بلوغ التوقعات بفارق ملحوظ، وسجل البنك الأهلي عائداً فعلياً سالباً رغم التوقعات الإيجابية، فيما أبدى مصرف الراجحي مرونةً نسبية مقارنةً بالتوقعات السلبية الحادة للنموذج. وكشف تحليل معامل بيتا أن مصرف الراجحي يُصنّف سلباً هجوماً ($\beta = 1.198$)، في حين جاءت البنوك الثلاثة الأخرى ضمن الأسهم الدفاعية بمعاملات سالبة. وخلصت الدراسة إلى أن معدل العائد الخالي من المخاطر في البيئة الاستثمارية السعودية يتجاوز في أحيان كثيرة العوائد المتوقعة على الأسهم، مما يُرَجِّح توجّه المستثمرين نحو أدوات استثمارية أكثر أماناً وجدوى.

الكلمات المفتاحية: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، العائد، المخاطرة، معامل بيتا، بورصة السعودية، المخاطر النظامية.

Abstract

This study aims to examine the accuracy of the Capital Asset Pricing Model (CAPM) in assessing the risk-return relationship in the Saudi financial market, through an applied analysis of four banks listed on the Saudi Stock Exchange during the period 2022–2025: Al Rajhi Bank, Riyadh Bank, Al Ahli Saudi Bank, and Arab National Bank. The study further seeks to demonstrate the role of the beta coefficient in measuring systematic risk and determining required stock returns within the specific context of the Saudi market.

The study reached the following findings:

A significant divergence was found between CAPM-predicted returns and actual realized returns. Riyadh Bank and Arab National Bank fell considerably short of model expectations, Al Ahli Bank recorded a negative actual return despite positive forecasts, while Al Rajhi Bank demonstrated relative resilience against the model's sharply negative predictions. Beta analysis classified Al Rajhi Bank as an aggressive stock ($\beta = 1.198$), whereas the other three banks exhibited defensive characteristics with negative beta values. The study concludes that the risk-free rate of return in Saudi Arabia frequently exceeds expected equity returns, which may explain a rational investor preference toward safer and more viable alternative investment instruments.

Keywords: Capital Asset Pricing Model (CAPM), Return, Risk, Beta Coefficient, Saudi Stock Exchange, Systematic Risk.