

## أثر العائد والمخاطرة على الإستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012-2016

أدراج برحايلي و زوبير عياش

جامعة العربي بن مهيدي - أج البواقي

ahlem\_eco90@yahoo.fr , zoubeirayache@yahoo.fr

### الملخص:

تعتبر أسواق الأوراق المالية من أبرز القنوات المستخدمة لتجميع المدخرات قصد تلبية متطلبات أصحاب العجز المالي. ويعتمد المستثمرون في استثمارهم داخل هذه البيئة على المبادلة ما بين العائد والمخاطرة، وذلك من خلال تحقيق أعلى عائد ممكن في ظل أقل مستوى ممكن من المخاطرة.

ولقد جاءت هذه الورقة البحثية بهدف إثبات وجود أثر للعائد والمخاطرة على الإستثمار في الأوراق المالية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، حيث تضم عينة الدراسة ثلاثة شركات وذلك خلال الفترة (2012-2016).

**الكلمات المفتاحية:** الإستثمار، الإستثمار المالي، القرار الإستثماري، العائد، المخاطرة، سوق الأسهم السعودي.

### Le Résumé:

Les marchés de valeurs mobilières des plus importants canaux sont utilisés pour recueillir des économies afin de répondre aux exigences des propriétaires de déficit budgétaire. Les investisseurs comptent sur leur investissement dans cet environnement pour échanger le rendement et le risque en obtenant le rendement le plus élevé possible avec un risque minimal.

Cet article est venu afin de prouver l'existence des traces du rendement et du risque sur l'investissement aux titres des trésors des compagnies dimensionnées sur le marché de bourse des valeurs de Saoudi, ou l'échantillon d'étude inclut/comprend trois (03) des entrepris coursus de la période (2012-2016).

**Mots clés :** Investissement, investissement, décision d'investissement, rendement, risque, le marché de bourse des valeurs de Saoudi.

## Effect returning and the risk on the investment in the papers aalmaalytdraast case: The Saudi arrows during the period marketed 2012-2016

### Abstract:

The markets of the transferable securities are regarded as uranous the most important of the channels used to accumulate saving in order to fulfill the requirements DER owners the budget deficit. The investors count on their investments in this environment on the exchange between the output and the risk, by obtaining the best possible output under the low possible level of risk.

This article came in order to prove the existence of traces of output and risk on investment in titles of treasuries of the companies dimensioned on the Saoudi stock exchange market, or the sample of study includes/understands three (03) undertaken one run from the period (2012-2016).

**Key words:** Investment, Financial Investment, Decision of investment, Output, Risk, the Saoudi Stock exchange Market.

### مقدمة:

يعتبر موضوع الاستثمار من المواضيع الهامة التي تحتل مكانا رئيسيا، ولكل استثمار وجهان أحدهما يمثل العائد الذي سوف يحققه، والآخر يمثل المخاطر التي سيتحملها المستثمر، وأن القرار الاستثماري هو اختيار الاستثمار الذي تتلاءم عوائده مع المخاطر، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتقبلها. ومن بين أنواع الاستثمار نجد الاستثمار المالي في أسواق الأوراق المالية، حيث تحظى هذه الأخيرة باهتمام بالغ من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتزيد من معدلات الرفاهية للأفراد، فهي تعتبر وسيط بين أطراف الادخار من أفراد ومؤسسات، وبين المشروعات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال.

وانطلاقاً من أهمية العلاقة بين العائد والمخاطر وأثرها على الإستثمار في الأوراق المالية، وبناء على ما تقدم تتبلور الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة، من خلال التساؤل الجوهرى التالي: ما هو أثر العائد والمخاطرة على الإستثمار في الأوراق المالية؟

وعليه يمكن تجزئة الإشكالية الرئيسية للبحث إلى الأسئلة الفرعية الآتية:

1. ما المقصود بالاستثمار المالي في السوق المالي؟ وعلى أي أساس يقوم المستثمر باتخاذ القرار الاستثماري؟
2. ما المقصود بالعائد والمخاطرة؟ وماهي العلاقة بينهما؟
3. هل يؤثر حجم العائد ودرجة المخاطرة على سلوك المستثمر في السوق المالي؟

**أهمية الدراسة:** تتأتى أهمية الدراسة من أهمية الموضوع ذاته، لكون الأسواق المالية قد أصبحت من أجديات النظم المالية المعاصرة التي لا غنى عنها في كل مسار تنموي، إضافة إلى أهمية العملية الإستثمارية، إذ أن القرار الاستثماري في العادة يقوم على أساس المبادلة ما بين العائد والمخاطرة، فالعائد هو الذي يشجع المستثمرين على شراء الأوراق المالية، بحيث أن الحصول على العائد توازيه إمكانية تحمل خسائر لذلك فان جميع القرارات الاستثمارية تسبقها في العادة دراسات مكثفة بهدف تقليل المخاطر إلى اقل حد ممكن، ومن هنا فان أهمية هذه الدراسة تكمن في أنها تساعد المستثمرين في فهم سلوك أسعار الأوراق المالية للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، والتي تساعدهم في ترشيد القرارات الإستثمارية بشأن البدائل الإستثمارية المعروضة، من خلال إيجاد مؤشرات تساعدهم عند استخدامها على تقدير وتقييم العوائد المتوقع الحصول عليها من كل بديل

وبالوقت نفسه تقدر المخاطر المحيطة بكل بديل استثماري، وبالتالي اختيار الإستثمار الأمثل.

**أهداف الدراسة:** تهدف هذه الدراسة إلى التأكد إحصائياً من إمكانية وجود أثر للعائد والمخاطرة على القرار الإستثماري في الأوراق المالية للمؤسسات المدرجة في السوق المالية، ويمكن تلخيص أهداف الدراسة فيما يلي:

1. التطرق إلى أساسيات الإستثمار المالي من خلا إبراز مقوماته وأساسه.
2. التعرف على أهم القنوات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية
3. التعرف على العائد والمخاطرة وأثارهما على الإستثمار المالي.

**منهج الدراسة:** تعتمد هذه الدراسة سعياً لتحقيق أهدافها على منهجين: المنهج الوصفي والمنهج التحليلي وذلك بالإعتماد على ماكتب في مجال الإستثمار المالي والمخاطر المحيطة به، وتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة في إطار الإستثمار في الأوراق المالية.

أما في الجانب العملي فسوف يتم استخدام دراسة الحالة وذلك لدراسة أثر العائد والمخاطرة على الإستثمار في أوراق الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، مستخدمين الأساليب الإحصائية.

**تقسيمات الدراسة:** بناء على ما سبق وتحقيقاً لأهداف الدراسة قمنا بتقسيم موضوعاتها إلى ثلاث محاور رئيسية على النحو التالي:

المحور الأول: أساسيات في الإستثمار المالي.

المحور الثاني: واقع عائد ومخاطر الورقة المالية.

المحور الثالث: الجانب العملي-الدراسة الميدانية-.

أولاً: أساسيات في الإستثمار المالي.

## 1) مفهوم الإستثمار المالي

يعتبر الإستثمار أحد مكوني الطلب الفعال إلى جانب الإستهلاك، ويعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال.

أما الإستثمار المالي فهو حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع... إلخ، تعطي الحق لحاملها في المطالبة بالأرباح أو الفوائد والحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالإستثمار في الأصول المالية<sup>(1)</sup>. ويهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطر معين، أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب.

يهدف الإستثمار المالي إلى تحقيق جملة من الأهداف للمستثمر أهمها: تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول، حماية الأموال من انخفاض قدرتها الشرائية.

للاستثمار المالي أسس يجب على المستثمر معرفتها قبل الإقبال على أي استثمار مالي هي: العائد أو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر، المخاطرة وهي إحتمال تحقق الخسائر المصاحبة للإستثمار، إضافة إلى التوقيت وهو الفترة التي يحتفظ فيها بالورقة المالية وهذا يعود لأهداف المستثمر، فقد يكون الإحتفاظ ضمن فترة طويلة (التركيز على العائد السنوي) أو الفترة القصيرة (التركيز على الأرباح الرأسمالية).

وتعد استراتيجية الإستثمار الخطوة الأولى عند اتخاذ القرار الاستثماري، وهناك إستراتيجيتان هما:

- إستراتيجية حذرة: تهدف إلى تحقيق الربح ببطء من استثمار عالي المخاطرة.
- إستراتيجية نشطة: تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.
- وهناك عاملان أساسيان في اختيار هاتين الإستراتيجيتين:
- التكلفة: حيث تتحمل الإستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الإستراتيجية الحذرة.
- التنوع: استراتيجية المحفظة النشطة عادة ما تكون أقل تنوعا من المحفظة الحذرة.

## 2) المقومات الأساسية للقرار الإستثماري

يعتبر القرار الاستثماري خطوة أولية لاختيار البدائل الإستثمارية المتاحة بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وبأدنى مخاطرة. ويتوقف القرار الإستثماري الناجح على ثلاثة مقومات أساسية هي:

### 1. تبني إستراتيجية ملائمة للإستثمار

يتبناها المستثمرون وتختلف هذه الاستراتيجية باختلاف أولوياتهم والتي تتأثر بعدة عوامل: الربحية، السيولة والأمان. والربحية تتمثل بمعدل العائد على الإستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، أما السيولة والأمان فيتوقفان على مدى تحمل المستثمر لعنصر المخاطرة.

وينقسم المستثمرون حسب منحنيات تفضيلهم الإستثمارية إلى ثلاثة أنماط

هي:

- **المستثمر المتحفظ:** وهو الذي لا يقبل الدخول في استثمارات ذات مخاطرة عالية، بمعنى أنه يفضل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة، ويرجع هذا التفضيل إلى قيود موضوعية تتعلق بمحدودية الموارد لدى المستثمر.
- **المستثمر المضارب:** على عكس المستثمر المتحفظ، هناك نوع آخر من المستثمرين لا يهابون من المخاطرة، فيفضلون الأصول المالية ذات المخاطرة المرتفعة وذلك قصد الحصول على عوائد مرتفعة. بمعنى أن هذا الصنف من المستثمرين يعطي الأولوية لعنصر العائد مهما كانت المخاطرة المرتبطة بالإستثمار.
- **المستثمر المعتدل (المتوازن):** وهو المستثمر الرشيد الذي يأخذ بالحل الوسط، فيوجه إهتمامه لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، فلا يقبل بالربحية على حساب الأمان ولا العكس، وهكذا يكون قراره الإستثماري في أصول مالية ذات عائد ومخاطرة معقولين.

## 2. الإسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الإستثماري

عند اتخاذ قرار استثماري لا بد من أخذ عاملين بعين الاعتبار<sup>(2)</sup>:  
**العامل الأول:** أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية. ولتحقيق ذلك لا بد من إتخاذ الخطوات التالية:

- ✓ تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- ✓ تجميع المعلومات اللازمة لإتخاذ القرار.
- ✓ تقييم العوائد المتوقعة للفرص الاستثمارية المقترحة.
- ✓ اختيار البديل أو الفرصة الاستثمارية المناسب للأهداف المحددة.

**العامل الثاني:** يجب على متخذ القرار الإستثماري أن يراعي بعض المبادئ عند إتخاذ القرار منها<sup>(3)</sup>:

1. مبدأ تعدد الخيارات الإستثمارية: يستمد هذا المبدأ أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو الشركة تتسم بالندرة بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة في معظم الأحيان، لذلك يفترض بمتخذ القرار الاستثماري اختيار ما يناسبه ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجيته في الإستثمار.

2. مبدأ الخبرة والتأهيل: إن عملية الإختيار بين البدائل المتاحة تتطلب إجراء دراسة معينة تقوم وفق أسس ومناهج علمية دقيقة، وتعتمد على معلومات وافية وسليمة للتمكن من الوصول إلى تحقيق الفعالية والرشادة في اتخاذ القرار.

لذا من أجل الوصول إلى قرار إستثماري سليم، فلا بد من توفر مستوى معين من الدراية والخبرة والتي قد لا تتوفر لدى كل المستثمرين، فقد نجد أن البعض منهم تتوفر لديهم الأموال ويرغبون في استثمارها، ولكن لا يملكون الخبرة والدراية الكافية في اختيار البديل الإستثماري المناسب، وفي المقابل توجد فئة معينة ينصب عملهم على تقديم الإستشارات الإقتصادية للمستثمرين، لذا فعلى المستثمر عديم الخبرة أن يستعين في اتخاذ قراره الإستثماري على هذه الفئة من المستشارين والمحللين المختصين حتى ولو كلفه هذا دفع أتعاب مقابل الخدمات التي يؤديها.

ومن المبادئ الهامة التي يجب على المستثمر أن يلتزم بها عند اتخاذ القرار الاستثماري، أن المعلومات هي العنصر الرئيسي والحاسم في اتخاذ القرار، فالمعلومات هي التي تمكنه من الحكم على جدوى الاستثمار ومدى ملائمته لأهدافه الاستثمارية، والمخاطر التي قد يتعرض لها والعائد الذي



يمكن أن يحصل عليه، والاستفادة من المعلومات كما ذكرنا تتوقف على قدرة المستثمر الفنية على تحليل البيانات وإلا فعليه اللجوء إلى المختصين وذوي الخبرة للإشراد بنصائحهم.

**3. مبدأ الملائمة:** يطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الإستثماري المناسب ثم الأداة الإستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين عدد من البدائل المقترحة أو المتاحة.

**4. مبدأ التنوع "توزيع المخاطر الإستثمارية":** إن الإستثمار عملية مرتبطة بالمستقبل وتتطوي على درجة معينة من المخاطر، وعليه فإن درجة المخاطرة تكون مختلفة ومتفاوتة من إستثمار لآخر، كما أن مسبباتها قد تختلف تبعاً لذلك. لذا يقوم المستثمر بتنوع أدوات استثماره بهدف توزيع المخاطر الاستثمارية وتحقيق أفضل عائد ممكن لهذه الاستثمارات، بحيث يتم الاعتماد على مبدأ الموازنة بين العائد والمخاطر للوصول إلى أفضل مزج للأدوات الاستثمارية بعد دراسة كافة العوامل والمتغيرات الأخرى والاستمرار بمراقبتها سواء كانت تطورات اقتصادية، المناخ الاستثماري، أو معايير الاستثمار المتبعة دولياً.

يشير المثل القائل: "لا تضع كل بيضك في سلة واحدة"، إلى خطورة وضع كل الأموال واستثمارها في نوع واحد من القنوات الاستثمارية المتاحة، ويشجع بالتالي على حماية الاستثمارات من المخاطر المحتملة التي قد تلحق بها عن طريق تنويعها.

### 3) القنوات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية

يقوم أصحاب العجز بإصدار أوراق مالية مختلفة، يبيعونها في السوق المالي من أجل تمويل عجزهم، وتختلف هذه الأوراق من حيث طبيعتها، فيما إذا كانت تمثل ديناً على الطرف المصدر لها (سندات)، أو تمثل حقوق ملكية المؤسسة (أسهم)، هذا بالإضافة إلى أوراق مالية مستحدثة، تعرف بالمشتقات.

#### 1. الأدوات المالية التي تعبر عن الملكية

يعرف السهم على أنه شهادة ملكية أو مشاركة تخول لصاحبه الحصول على جزء من موجودات المؤسسة المالية والحقيقية وفي بعض الأحيان الحق الجزئي في تسيير المؤسسة—أي حسب الحصة التي يمتلكها من الأسهم ونوعها—، وهو لا يحمل مدة استحقاق وإنما يبقى متداولاً في الأسواق إلا في حالة قيام المؤسسة بإعادة شرائه، أو في حالة حل الشركة أو تصفيتها. وللأسهم عدة قيم هي: القيمة الاسمية، قيمة الإصدار، القيم الدفترية والقيمة السوقية. كما تنقسم الأسهم إلى عدة أنواع حسب المعيار المستخدم في التصنيف، فتقسم حسب طبيعة حصة المساهم إلى نقدية وأسهم عينية، وتنقسم حسب ملكيتها وطريقة إصدارها وتداولها إلى أسهم إسمية وأسهم لحاملها، وتنقسم حسب الحقوق التي تفرها للمساهمين إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، إضافة إلى وجود أنواع أخرى مستحدثة من الأسهم.

#### 2. الأدوات المالية التي تعبر عن المديونية

يعرف السند على أنه حق دين (إقرار بدين) لأجل طويل، صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه حق الحصول على فوائد

دورية تسمى كوبونات، وحق استرجاع قيمته عند حلول أجل الإستحقاق، وذلك حسب مخطط إهتلاكه<sup>(4)</sup>.

تتقسم السندات إلى أنواع متعددة، تصنف حسب معايير محددة، إلى درجة أنه لا يمكن حصرها.

### 3. المشتقات المالية

أول ظهور لهذا النوع من العقود كان في أسواق السلع الزراعية، حيث أنه نظرا للطبيعة الموسمية لهذه المنتجات، وضعف الطاقة التخزينية المتاحة، زاد المعروض منها على المطلوب في مواسم الحصاد، وبالتالي تعرضت الأسعار للإنخفاض، مما اضطر المزارعين إلى إبرام عقود مع التجار قبل مواسم الحصاد، تتضمن كافة المعلومات المتعلقة بالصفقة من حيث تاريخ التسليم، مستوى جودة الأصل، السعر ومكان التسليم...، وازداد تطور هذه العقود مع ظهور أسواق متخصصة لها، وانتقل إبرام هذه الصفقات من السلع الزراعية إلى مختلف الأصول المالية كالأسهم والسندات ومعدلات الفائدة إلى غاية مؤشرات البورصات<sup>(5)</sup>.

وتعرف المشتقات المالية بأنها عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات إستثمارية ( أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع...) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات إستثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.

### ثانيا: عائد ومخاطر الورقة المالية

تعتبر المخاطرة أهم الصفات المؤثرة في سوق الأوراق المالية لذا فإن القدرة على فهم وقياس وإدارة خطر الاستثمار أمر جوهري من أجل الاستثمار الفعال في السوق، فالتقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية

يؤدي إلى تقييم عادل لعوائد هذه الأصول وبالتالي الوصول إلى سعرها العادل.

## 1) مفهوم العائد

هو عبارة عن مجموعة المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الإستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة<sup>(6)</sup>.

وعند الحديث عن العائد على الإستثمار لابد من التمييز بين العائد الفعلي والعائد المتوقع وفيما يلي بيان ذلك<sup>(7)</sup>:

**العائد المتوقع (الفعلي):** العائد الفعلي على الإستثمار هو عبارة عن المكاسب أو الخسائر الكلية التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة معينة من الزمن وتتمثل عوائد الإستثمار بقيمة التدفقات النقدية المتأتية خلال فترة اقتنائه ويمكن تحديد عائد الأصل المالي بأنه إجمالي الأرباح أو الخسائر الناتجة عن امتلاك هذا الأصل خلال فترة زمنية محددة وتنتج أرباح أو خسائر الأصل المالي من خلال مصدرين هما:

✓ الأرباح أو الخسائر الرأسمالية وهي تلك الأرباح أو الخسائر الناتجة عن تغير قيمة الأصل المالي.

✓ الأرباح أو الفوائد الموزعة على ذلك الأصل خلال فترة الاحتفاظ به.

**العائد المتوقع:** يعتبر العائد مكونا أساسيا في نظرية المحفظة ونماذج تسعير الأصول، إلا أن العائد المستخدم في هذه النظرية هو العائد المتوقع، ويمكن تعريفه بأنه أقل عائد يقبل به المستثمر ليستثمر في أصل معين وذلك في حالة توازن السوق حيث يتساوى العائد المتوقع مع العائد المطلوب من قبل

المستثمر ويسمى العائد المتوقع بالعائد قبل الحقيقة حيث تكون عناصر معادلة قياس العائد ذات قيم متوقعة وليست قيم متحققة أو فعلية.

العائد على الإستثمار هو عائد متوقع وهو تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة من الإستثمار في حين يعد العائد المتحقق فعلا هو حصيلة الإيرادات الناتجة عن عملية الإستثمار، وبالتالي فإن الإختلاف بين المتوقع والمتحقق يعد مخاطر موضوعية يزداد حجمها ويقل بارتفاع وانخفاض مستوى الإختلاف بين المتحقق والمتوقع<sup>(8)</sup>.

ومن هنا، جاء مفهوم إدارة المخاطر، وهي العلاقة بين العائد المطلوب على الاستثمار وبين المخاطر التي تصاحب هذا الاستثمار، وذلك بقصد توظيف هذه العلاقة بما يؤدي إلى تعظيم قيمة ذلك الاستثمار من وجهة نظر أصحابه ويمكن تعريفها أيضا بأنها إدارة الأحداث التي لا يمكن التنبؤ بها، والتي قد تترتب عليها خسائر محتملة الحدوث على مستوى الاستثمار، إذا لم يتم التعامل معها بشكل مناسب<sup>(9)</sup>.

## 2) مفهوم المخاطرة

يقصد بالمخاطرة احتمالات التعرض للخسارة، أو احتمال عدم تحقق مستوى الربحية المنشود من الاستثمار المالي معبرا عنه باحتمال انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع للأصل المالي<sup>(10)</sup>. وينتج الانحراف في العادة عن حالة عدم التأكد، والتي تمارس قيادا على قدرة التقدم العلمي على تقدير العائد المتوقع بدقة متناهية.

لم يظهر مفهوم الكيفية التي يتم فيها تقدير هذه المخاطر حتى عام 1952م عندما ظهرت نظرية المحفظة لـ Harry Markowitz التي ربطت

بين عوائد ومخاطر الاستثمار المالي وأصبح تقييم جميع الأصول الرأسمالية يعتمد على هذين العنصرين.

عموماً يمكن تصنيف المخاطر المحيطة بالاستثمار المالي إلى نوعين: **المخاطر المنتظمة**: هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الإستثمار وتؤثر على السوق ككل، حيث تتعرض لها جميع الاستثمارات الموجودة في السوق ولا يمكن تجنبها بالتنوع وترتبط بأحداث بشكل منتظم على جميع المؤسسات. وكمثال عليها: التضخم والركود الإقتصادي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، الحروب... الخ.

**المخاطر غير المنتظمة**: هي مخاطر يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وتتعرض لها استثمارات دون أخرى كدخول منتجات جديدة، الإضرابات العمالية، مخاطر الإدارة والتسيير... الخ. وهذا النوع من المخاطر يمكن التخلص منه بالتنوع.

بحيث يمكن قياس المخاطر الكلية المنتظمة وغير المنتظمة عن طريق معاملات إحصائية أشهرها المدى، التباين، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف. بحيث يمثل المدى الفرق بين القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة وكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين كلما كان ذلك دليلاً على زيادة حجم المخاطر التي ينطوي عليها الأصل المالي. أما عن الانحراف المعياري فإنه يأخذ في الحسبان كافة التدفقات النقدية واحتمال حدوثها عكس المدى فهو يقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي، لكن يواجه هذا المقياس مشكلاً يتمثل في عدم إمكانية استخدامه في حالة اختلاف القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للأصول المالية، لذا نلجأ عادة إلى

استخدام معامل الاختلاف الذي يقوم بتنميط المخاطرة نسبة للعائد المتوقع بحيث يكون مقياس مقبول للمقارنة بين الأصول المالية. بالإضافة إلى المقاييس السابقة يوجد معامل بيتا الذي يعتبر المقياس الأنسب لدرجة المخاطرة المنتظمة المعبرة عن مدى حساسية سعر الأصل للتذبذب في مؤشر السوق.

### (3) العلاقة بين العائد والمخاطرة:

في أسواق الأوراق المالية يقابل كل من مفهومي الربح والخسارة بمصطلحين هما العائد والمخاطرة، الأمر الذي يعني أن قيام المستثمرين باستثماراتهم ينطوي عليها عائد متوقع ومخاطرة محتملة، وبعبارة أخرى إن مصطلحي الاستثمار والعائد والمخاطرة متلازمان، فأينما يوجد الاستثمار يوجد العائد والمخاطرة.

يعتبر قانون المنفعة من بين الأساليب التي قدمت تفسير جيد للعلاقة بين العائد والمخاطرة في ظل السلوك المختلف للمستثمرين وكيفية اختيار الأوراق المالية الأفضل وتحديد المحافظ المثلى، كما أن نظرية المحفظة التي تقوم على العلاقة بين العائد والمخاطرة بنيت على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، وبنص هذا الافتراض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يبين ميل وسلوك المستثمر اتجاه عائد الاستثمار والمخاطر المترتبة عليه.

ترتبط نظرية المحفظة مخاطر السوق بالتذبذب في العوائد، ولذلك يطلب المستثمرون عائد أعلى خلال الفترات عالية التذبذب، ويمثل العائد القيمة التي يطمح المستثمر بالحصول عليها مسبقا نظير استثمارهم للأموال، إلا أنه نتيجة للتذبذب في العوائد يبحث المستثمر عن الاستثمار الذي يحقق

له أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول في المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر، وتغير مستوى المخاطر التي تتطوي عليها الاستثمارات يؤدي إلى رفض المستثمرين قبول هذه المخاطر ما لم يترتب على ذلك زيادة ملائمة في معدل العائد المتوقع.

وبناء عليه فإن المبدأ الأساسي لنظرية المحفظة الاستثمارية هو أن العائد والمخاطر بينهما علاقة تبادلية، فبازدياد المخاطرة يزداد العائد المطلوب وبانخفاضها يقل العائد المطلوب<sup>(11)</sup>، ومن جانب آخر توجد علاقة موجبة بين المخاطرة والبعد الزمني للإستثمار، فكلما طالت الفترة الزمنية المتاحة لتحقيق التدفقات النقدية التي يوفرها الإستثمار ازدادت درجة المخاطرة والعكس صحيح.

### ثالثاً: الجانب العملي - دراسة حالة سوق الأسهم السعودي -

يحتل سوق الأسهم السعودي المراكز الريادية من بين الأسواق المالية العربية، سواء كان ذلك من حيث القيمة السوقية وحجم التداول في الشركات المدرجة ضمنها أو عدد الصفقات المنفذة.

### 1) عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية

عملت هيئة السوق المالي على توسيع وزيادة عدد الشركات المدرجة فيه، وذلك لتنميته وتطويره واستقطاب الاستثمارات وتنويع الأدوات الاستثمارية، وهذا ما نلاحظه من خلال الجدول (رقم: 01) أدناه، حيث أن هناك تزايداً في عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي.



**الجدول رقم 01: عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي 2016-2007**

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات	111	127	135	145	150	158	163	169	171	176
نسبة التغير %	-	14.4	6.30	7.41	3.45	5.33	3.16	3.68	1.18	2.92

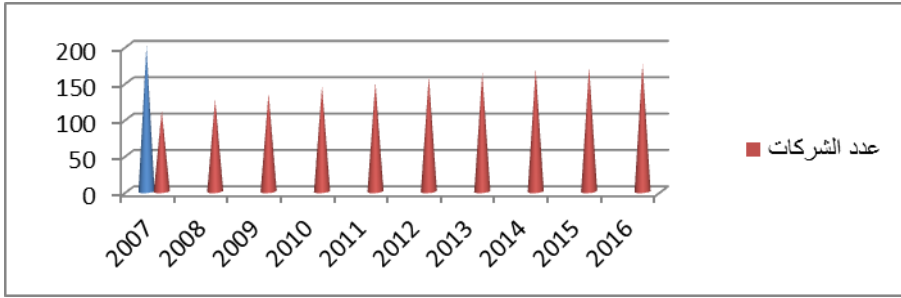
المصدر: - سوق الأسهم السعودي - النشرة الإحصائية الشهرية مارس 2017- السعودية.

- مؤسسة النقد العربي السعودي - التقرير السنوي الحادي والخمسون، ص:

90.

**الشكل رقم 01: عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي**

**2016-2007**



(2) **حجم التداول:** يمكن تبين حجم التداول بعدد وقيمة الأسهم المتداولة بالإضافة إلى عدد الصفقات المنجزة على مستوى السوق على النحو التالي:

**الجدول رقم 02: حجم التداول في سوق الأسهم السعودي 2016-2007**

السنوات	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	نسبة التغير %	قيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال)	نسبة التغير %	عدد الصفقات	نسبة التغير %
2007	57829	-	2 557 713	-	65665500	-
2008	58727	1.55	1 962 946	-23.25	52135929	-20.60
2009	56686	-3.47	1 264 012	-35.61	36458326	-30.07

-46.42	19536143	-39.94	759 184	-41.33	33255	2010
30.77	25546933	44.74	1 098 836	45.98	48545	2011
64.81	42105048	75.58	1 929 318	77.17	86006	2012
-31.20	28967694	-29.01	1 369 666	-39.18	52306	2013
23.45	35761091	56.72	2 146 512	34.05	70118	2014
-14.87	30444203	-22.64	1 660 622	-5.99	65920	2015
-10.41	27273685	-30.33	1 156 986	2.74	67729	2016

المصدر: - سوق الأسهم السعودي (تداول) - النشرة الإحصائية الشهرية مارس 2017-  
السعودية.

- مؤسسة النقد العربي السعودي - التقرير السنوي الحادي والخمسون، ص: 91.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن:

شهدت سنة 2008 انخفاض في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي، حيث وصلت إلى 1 962 946 مليون ريال مقابل 2 557 713 مليون ريال سنة 2007 أي بنسبة انخفاض 23.25%. وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية 2008 حيث كان تأثيرها مستمر إلى غاية 2010، مما أدت إلى انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة إلى نسبة 39.94% وكذلك بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت إلى نسبة 41.33%، بالإضافة إلى انخفاض عدد الصفقات المنفذة إلى 19.53 مليون صفقة أي ما يعادل نسبة 46.42%. لكن شهد سوق الأسهم السعودي انتعاشاً منذ سنة 2011 في عدد الأسهم المتداولة حيث وصلت إلى 48 545 مليون سهم أي ما يعادل 45.98% وبلغت قيمة الأسهم المتداولة 1 098 836 مليون ريال أي ما يعادل 44.74% وكذلك عدد الصفقات فقد ارتفع إلى حدود 30.77%، واستمر هذا الانتعاش إلى سنة 2012، أما فيما يخص سنة 2013 فقد شهد انخفاض في أداء السوق سواء من ناحية قيمة الأسهم

المتداولة وعددها بالإضافة إلى عدد الصفقات المنفذة، ليسترجع السوق عافيته قليلا خلال سنة 2014، لكنها لم تدم طويلا حيث انخفض أداء السوق في سنة 2015 واستمر إلى سنة 2016.

**(3) القيمة السوقية والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي:** شهدت القيمة السوقية والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي عدة تغيرات حسب الفترة الزمنية محل الدراسة.

**الجدول رقم 03: القيمة السوقية للأسهم المتداولة والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007-2016**

السنوات	القيمة السوقية للأسهم (المصدرة (مليار ريال)	نسبة التغير %	المؤشر العام (نقطة)	نسبة التغير %
2007	1 946	-	11 038,66	-
2008	925	-52.49	4 802,99	-56.49
2009	1 196	29.30	6 121,76	27.46
2010	1 325	10.78	6 620,75	8.15
2011	1 271	-4.07	6 417,73	-3.07
2012	1 400	10.15	6 801,22	5.98
2013	1 753	25.21	8 535,60	25.50
2014	1 813	3.42	8 333,30	-2.37
2015	1 579	-12.91	6 911,76	-17.06
2016	1 682	6.52	7 210,43	4.32

المصدر: - سوق الأسهم السعودي - النشرة الإحصائية الشهرية مارس 2017-السعودية.

- مؤسسة النقد العربي السعودي - التقرير السنوي الحادي والخمسون، ص: 90.

من خلال الجدول رقم 03 نلاحظ أن:

القيمة السوقية سنة 2008 قد انخفضت إلى 925 مليار ريال بعدما كانت في حدود 1 946 مليار ريال والسبب هو الأزمة العالمية 2008، أي أن نسبة الإنخفاض بلغت 52.49%، كما شهد المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي انخفاضا بنسبة 56.49%، وخلال سنتي 2009 و 2010 شهد تحسنا سواء من ناحية القيمة السوقية أو قيمة المؤشر، أما في سنة 2011 فقد طرأ على القيمة السوقية إنخفاض وصل إلى 1 271 مليار ريال أي بنسبة انخفاض تقدر بـ: 4.07%، كما شهد مؤشر السوق انخفاضا وصل إلى 6 417.73 نقطة بنسبة انخفاض تقدر بـ: 3.07%. وكان هذا الإنخفاض ناتجا عن انخفاض في بعض مؤشرات القطاعات خاصة قطاع المصارف والخدمات، قطاع الصناعات البتروكيمياوية وقطاع الإتصالات وتقنية المعلومات بالإضافة إلى قطاع المرافق الخدمية والتطوير العقاري. كما شهد سوق الأسهم السعودي سنة 2012 و 2013 انتعاشا من حيث القيمة السوقية بلغ حدود 10.19% و 25.17% على التوالي، أما قيمة المؤشر فهي الأخرى شهدت إرتفاعا خلال سنتي 2012 و 2013 في حدود 5.98% و 25.50% على التوالي. وفيما يخص سنة 2014 و 2015 فقد شهدت السوق انخفاضا من حيث القيمة السوقية وكذلك مؤشر السوق الذي تراجع بنسبة 17.06% سنة 2015 ويرجع سبب الإنخفاض إلى تسجيل 27% من الشركات المدرجة في السوق لخسائر كبيرة، إضافة إلى انخفاض أسعار النفط خلال الربع الرابع من سنة 2014، حيث شهد مؤشر الأسعار حسب القطاعات (الصناعات الكيماوية) انخفاضا وصل إلى 5 857.2 نقطة أي ما يعادل 22.37% في نهاية 2014 بعدما كان يقدر بـ: 7 545.5 نقطة خلال نهاية 2013. وفي سنة 2016 شهدت السوق انتعاشا قليلا من حيث

القيمة السوقية قدرت نسبه بـ: 6.52%، وكذلك بالنسبة لمؤشر السوق الذي ارتفع بنسبة 4.32%.

#### 4) تقييم عينة من أسهم سوق الأسهم السعودي

سوف نتطرق في هذا الجزء إلى تقييم عينة من أسهم سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2012-2016) وذلك لصعوبة الحصول على المعلومات الضرورية، باستخدام الإنحراف المعياري ومعامل بيتا.

#### 1. الإنحراف المعياري والتباين بالنسبة لمؤشر سوق الأسهم السعودي

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016
مؤشر السوق	0.0598	0.2550	-0.0237	-0.1706	0.0432
متوسط عائد السوق	0.03274				
الانحراف المعياري	0.15				
تباين السوق	0.024				

المصدر: من إعداد الباحثين

#### التحليل:

نلاحظ أن سوق الأسهم السعودي استطاع تحقيق نتيجة إيجابية سنة 2012 و 2013، حيث وصل عائد السوق إلى 25.50%، بعد التذبذبات القوية التي حصلت في السوق سنة 2008 (الأزمة المالية العالمية) حيث وصل عائد السوق إلى -56.49%، وكذلك سنة 2011 (أحداث ما يسمى بالربيع العربي وأزمة الديون السيادية في اليونان).

وبعد أن استعاد السوق عافيته خلال سنتي 2012 و 2013 تعرض إلى هزة أخرى سنة 2014 بسبب انخفاض أسعار النفط في الربع الأخير من السنة، حيث وصل عائد السوق إلى -17.06% نهاية سنة 2015 وإلى 4.32% نهاية سنة 2016.

## 2. الإنحراف المعياري والتباين ومعامل بيتا لسهم مصرف الإنماء

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016
متوسط عدد الأسهم	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00
عائد السهم	0.49	0.67	0.84	0.98	1
نسبة التغير%	-	36.73	25.4	16.67	2.04
متوسط عائد السهم	0.80				
الانحراف المعياري	0.22				
التباين	0.047				
معامل بيتا	%0.46				

المصدر: من إعداد الباحثين

### التحليل:

نلاحظ أن أرباح السهم قريبة من المتوسط الحسابي مما يدل على استقرار السهم وقلة مخاطره، وأن معامل بيتا السهم تساوي **0.46%** مما يعني أن عائد السهم أقل حساسية للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق. كما أن متوسط عائد السهم أكبر من متوسط عائد السوق.

## 3. الإنحراف المعياري والتباين ومعامل بيتا لسهم دار الأركان العقارية

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016
متوسط عدد الأسهم	1080.00	1080.00	1080.00	1080.00	1080.00
عائد السهم	0.92	0.63	0.53	0.33	0.23
نسبة التغير%	-	-31.52	-15.87	-37.73	-30.30
متوسط عائد السهم	0.53				
الانحراف المعياري	0.27				
التباين	0.073				
معامل بيتا	%21				

المصدر: من إعداد الباحثين

### التحليل:

نلاحظ أن عائد سهم دار الأركان العقارية غير مستقر تماماً، حيث شهد تراجعاً كبيراً خلال فترة الدراسة وحقق خسائر كبيرة وهذا بسبب تراجع مبيعات العقارات. مما أدى إلى تراجع عدد وقيمة الأسهم المتداولة وكذا صفقات السهم التي كانت سنة 2012 تبلغ 1395.7 ألف صفقة وتراجعت إلى 871.3 ألف صفقة سنة 2015. كما أن أرباح السهم سجلت تراجعاً يقدر بنسبة 37.73 و30.30 سنتي 2015 و2016 على التوالي.

### 4. الانحراف المعياري والتباين ومعامل بيتا لسهم سابك للصناعات الأساسية

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016
متوسط عدد الأسهم	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00
عائد السهم	8.26	8.43	7.78	6.26	5.95
نسبة التغير %	-	2.06	-7.71	-19.53	-4.95
متوسط عائد السهم	7.34				
الانحراف المعياري	1.15				
التباين	1.33				
معامل بيتا	214%				

المصدر: من إعداد الباحثين

### 5. التحليل

نلاحظ أن المتوسط الحسابي للسهم يدل على عدم استقرار أسعاره، إضافة إلى أن معامل بيتا السهم والذي يساوي 2.14 يعني أن عائد السهم حساس بشكل كبير جداً للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق. شهد سهم سابك سنة 2013 نمواً بلغ 2.06% وفي الربع الرابع من سنة 2014 تراجعت أرباح سهم سابك للصناعات الأساسية بسبب تراجع أسعار منتجاتها

البتروكيميائية، حيث تراجعت الأسعار من أكثر من 100 دولار للبرميل إلى نحو 50 دولار للبرميل حتى نهاية 2016. مما أدى إلى انخفاض عدد وقيمة الأسهم المتداولة وكذا عدد الصفقات المنفذة.

## خاتمة

تعتبر الأسواق المالية من أهم القنوات التي تقوم بتجميع المدخرات من أصحاب الفوائض المالية وتوجيهها إلى التوظيف في المشاريع الإستثمارية لدى أصحاب العجز المالي من خلال الأدوات المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية، ...إلخ). ويهدف المستثمر من خلال إختيار أدوات إستثمارية أو أصول مالية معينة إلى تعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطر.

يعتبر سوق الأسهم السعودي من أبرز الأسواق المالية العربية سواء من حيث حجم التداول أو من حيث عدد الشركات المدرجة في السوق أو عدد الصفقات المنفذة وحتى من حيث معدلات العوائد المرتفعة بالتزامن مع تميزها بدرجة مخاطرة عالية. أما فيما يخص أداء سوق الأسهم السعودي فقد تأثر أداؤه نتيجة الأزمة المالية العالمية سنة 2008، ثم شهد تحسنا لم يدم طويلا حيث تأثر بأحداث الربيع العربي وأزمة الديون السيادية في اليونان سنة 2011، ثم تحسن الأداء سنتي 2012 و2013 لكن هذا التحسن تأثر مجددا بانخفاض أسعار البترول في الربع الأخير من سنة 2014، حيث تراجع أداء السوق 17.06% نهاية سنة 2015.

## النتائج والتوصيات:

- تعتبر الأسواق المالية حلقة وصل ما بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي.
- تتوفر السوق المالية على عدة قنوات استثمارية.



- يتأثر أداء السوق والأوراق المتداولة فيه بالتقلبات والتغيرات التي تحصل على مستوى السوق.
- العلاقة بين العائد والمخاطر علاقة تبادلية، فبازدياد المخاطرة يزداد العائد المطلوب وبانخفاضها يقل العائد المطلوب، ومن جانب آخر توجد علاقة موجبة بين المخاطرة والبعد الزمني للإستثمار، فكلما طالت الفترة الزمنية المتاحة لتحقيق التدفقات النقدية التي يوفرها الإستثمار ازدادت درجة المخاطرة والعكس صحيح.
- ضرورة تنويع القطاعات المدرجة في السوق لتقليل مخاطر التغيرات التي قد تطرأ على مستوى السوق.
- زيادة وعي المستثمرين بألية عمل السوق وكيفية توظيف مدخراتهم بما يسهم في تشغيلها سواء أكانت صغيرة، متوسطة أو مكتنزات عقيمة من خلال المزيد من العمل الإعلامي والنشرات الدورية وورشات العمل والندوات وغيرها.

#### الهوامش:

1. عمر عبو؛ الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الإستثمار-دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2015-2016، ص:03.
2. محمد سعيد أبو وطفة؛ دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفاعلية الاستثمارات المالية-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص:41-42.

3. بداح محسن السبيعي؛ العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية-دراسة إختبارية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2012، ص:30.
4. معتوق جمال؛ إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية-دراسة مقارنة بين سوقين ماليين-، مذكرة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة المسيلة، 2015-2016، ص: 106.
5. معتوق جمال، مرجع السابق، ص:111.
6. دريد كمال آل شبيب؛ إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص:61.
7. سليمة حشايشي؛ التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس-سطيف، ص:10-11.
8. بداح محسن السبيعي، مرجع سابق، ص:28.
9. محمد عمر باطويح؛ كتيب جدوى إنشاء إدارة للمخاطر في الشركات الاستثمارية، مكتبة آفاق، الكويت، لا توجد سنة النشر، ص: 13.
10. رفيق مزاهدية؛ الإتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه العلوم في العلوم الإقتصادية- تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2014-2015، ص:37.
11. مروان جمعة درويش؛ اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، المؤتمر العلمي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الزرقاء الأهلية، القدس-فلسطين، 2009، ص:07.
- 12 مؤسسة النقد العربي السعودي - النشرة الإحصائية الشهرية، مارس 2017- السعودية.
13. مؤسسة النقد العربي السعودي - التقرير السنوي الحادي والخمسون.
14. الموقع: [www.argaam.com](http://www.argaam.com) تاريخ التصفح: 2017/05/11، 19:20.