



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المرجع :/2020

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: العلوم الاقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

مذكرة بعنوان:

تكوين محفظة الاستثمار المثلى للأسهم العادية دراسة تحليلية للسوق السعودي للأوراق المالية 2015-2019

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية (ل.م.د)

تخصص " إقتصاد نقدي وبنكي "

تحت إشراف:

د- عبد الباسط عبد الصمد علية

إعداد الطلبة:

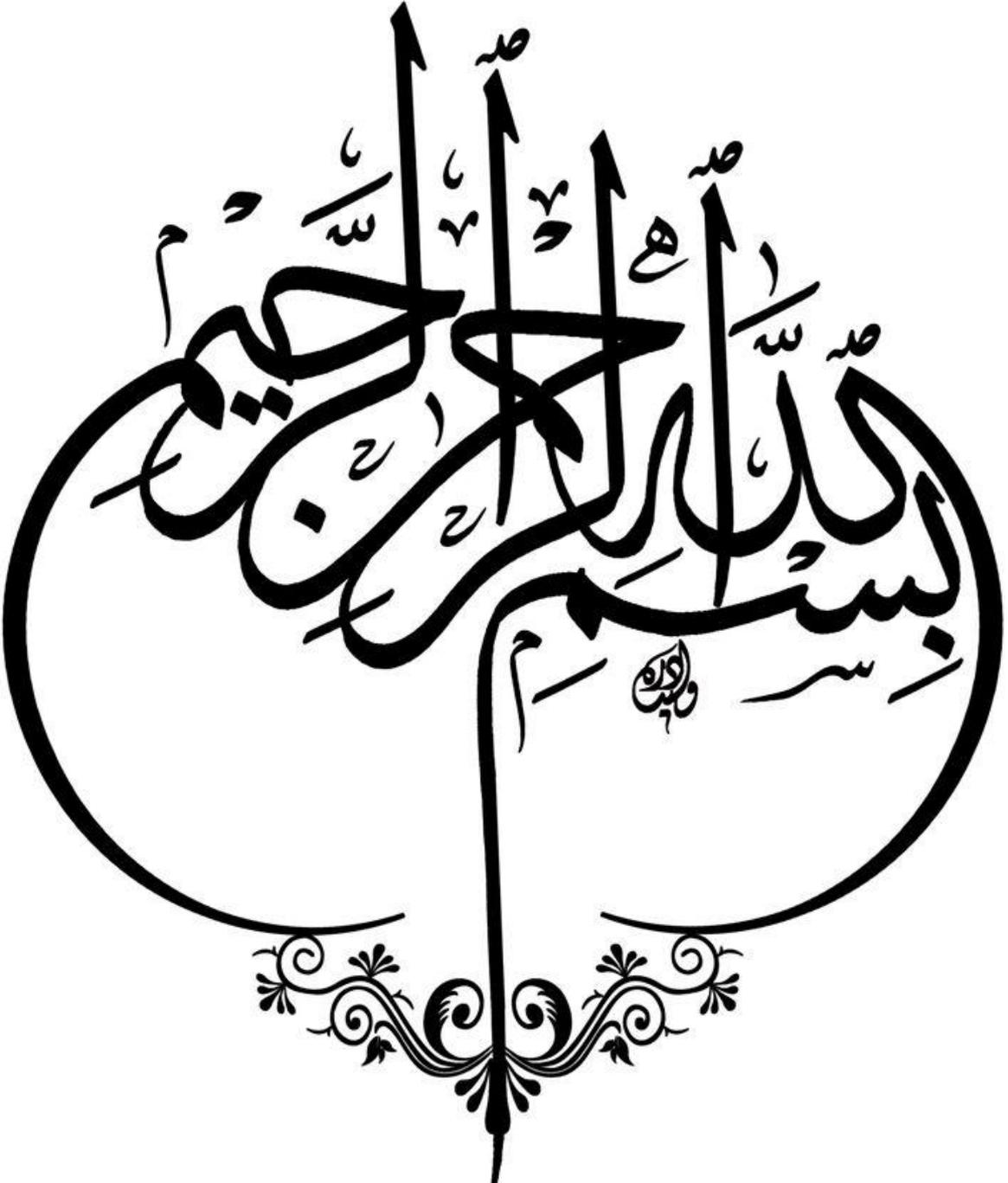
- مطلس وردة

- قادري زينب

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	داودي حمزة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	عبد الباسط عبد الصمد علية
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	لمزاودة رياض

السنة الجامعية 2018/2019



الحمد لله الذي هدانا لهذا و كنا نهدتي لولا أن هدانا الله
اللهم بارك لنا في عملنا هذا و ارزقنا الخير ما حيينا و اجعل خير

عملنا

أواخره و خير عملنا خواتمه، و خير أيامنا يوم نلتقك
اللهم أضيء بالعلم طريقنا و قوي به سواعدنا، و اشدد به

عزائمنا

و لا تؤثر به غيرنا و لا تحرمنا عزيمة السعي إليه و طلبه من

كل مكان

و الزيادة منه في كل أنام فأعطينا منه نورا يقوي به الإيمان .

ربي تقبل منا



شكر وعرفان

الذي لا يطيب الليل إلا بشكرك و لا يطيب النهار إلا بطاعتك.... ولا
يطيب اللحظات إلا بذكرك... ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك... ولا تطيب
الجنة إلا برويتك.

إن الحمد و الشكر لله نعمده ونستعين به، هو الذي وفقنا وأعاننا
على إنجاز هذا العمل الجد متواضع فهو أحق أن يشكر و يحمده،
كما نتقدم بخالص شكرنا و تقديرنا إلى الأستاذ المشرف "عبد
الواسط عبد الصمد علي" الذي قدم لنا المساعدة قدر الإمكان
وعلى توجيهاته القيمة، والذي هو مثال للتواضع و الأطلاق الحميدة.
كما لا ننسى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد على إتمام هذا
العمل ونقول لهم

بارك الله لهم و جعلها في ميزان حسناتهم و جعل الجنة مثوانهم

اهداء

"سبحانك لا اعلم لنا الا ما علمتنا انك انتك العليم الحكيم"

نحمد الله الذي اوصلنا الى هذه المرحلة من الحياة وازعم علينا بعطائه

وكرمه، فاهدي هذا العمل المتواضع الي: من تمنيت لي الخير كله

، واعطت لي الحب و الحنان وسهرت علي الليل معظمه، و تحزن لجزئي

وتفرح لفرحي والدتي الغالية حفضها الله .

الى الشمعة التي احرقت نفسها لتنير شموعنا انا و اخواتي ابي العزيز

اسال الله ان يحفظهما الله ويطيل عمرهما وبركتهما علي و يرزقهما بيتا من

بيوت الجنة ان شاء الله والى من ساندني في الدراسة الجامعية بدعائه و

نصائحه خطيبي العزيز "لقمان" و اللى والديه

الى اخوتي: فؤاد، ناصر، عامر، عبد الغني

الى اخواتي: فهيمة، سميلة، حجلة، بشرى

الى براعم العائلة: رنيم، براء، عمران

الى كل عائلة و الاصدقاء وكل من ذكرهم قلبي ولم يذكرهم قلبي

الى كل من ساندني ولو بابتسامة او كلمة طيبة

الى كل طالب علم و فاعل خير.

إهداء

"سبحانك لا أعلم لنا إلا ما علمتنا انك انتك العليم الحكيم"

نحمد الله الذي اوصلنا الى هذه المرحلة من الحياة وانعم علينا بعطائه

وكرمه، فاهدي هذا العمل المتواضع الي: من تمنيت لي الخير كله

، واعطت لي الحب و الحنان وسهرت علي الليل معظمه، و تحزن لحزني

وتفرح لفرحي والدتي الغالية حفضها الله .

الى الشمعة التي احرقتك نفسها لتنير شموعنا انا و اخواتي ابي العزيز

اسال الله ان يحفظهما الله ويطيل عمرهما وبركتهما علي و يرزقهما بيتا من

بيوت الجنة ان شاء الله والى من ساندني في الدراسة الجامعية بدعائه و

نصائحه زوجي العزيز "عبد الحليم" و والى والديه

الى اخي: وليد

الى اخواتي: زهيرة، وداد، اية

الى براعم العائلة: نهلة، ماريان، أحمد مصطفى وهبة سيرين.

الى كل عائلة و الاصدقاء وكل من ذكرهم قلبي ولم يذكرهم قلبي

الى كل من ساندني ولو بابتسامة او كلمة طيبة

الى كل طالب علم و فاعل خير.



الملخص:

لطالما كانت المحافظ الاستثمارية محور اهتمام العديد من المستثمرين الماليين، و ذلك لما تحتويه من خيارات متنوعة و مناسبة لهم. حيث أصبحت المحافظ الاستثمارية بمثابة الخيار الأمثل لهم لاستثمار أموالهم في أدواتها، حيث يحاولون تنويع عناصرها قدر الإمكان حتى لا يتحملون درجة مخاطرة عالية هذا ما نتجت عنه فكرة المحفظة الاستثمارية المثلّي للأسهم العادية، باعتبار الأسهم العادية إحدى الأدوات التي تخدم هذه الفكرة

فتطرقنا في الجانب النظري للبحث إلى كل ما يتعلق بكل من المحفظة الاستثمارية و المحفظة الاستثمارية المثلّي، و كذلك كل ما يتعلق بالأسهم العادية من الناحية النظرية. و قد استهدف الجانب العملي للبحث تحديد و تبيين كيفية بناء المحفظة الاستثمارية المثلّي للأسهم العادية، و ذلك في سوق الأوراق المالية السعودي، مستخدمينا في ذلك احد النماذج العلمية المستخدمة في تقييم الأسهم العادية و هو نموذج "خصم المقسوم النقدي". و قد غطى البحث مدك زمنية تقدر ب5 سنوات من "2015 إلى 2019" و اختيرت عينة البحث من مجتمعها المتمثل في الشركات الصناعية المساهمة في السوق السعودي للأوراق المالية، إذ تم اختيار 4 شركات و التي تتوافر عنها البيانات الضرورية للبحث. و قد بين البحث إحدى الطرق التي يمكن للمستثمرين الماليين عامة اعتمادها في عملية تكوين محافظهم الاستثمارية للأسهم العادية، بناء على طريقة علمية و تحليلية للبيانات.

الكلمات المفتاحية: المحفظة الاستثمارية، المحفظة الاستثمارية المثلّي، الأسهم العادية، نماذج التقييم.

Summary:

As long as the investment portfolios are the subject of interest of many financial investors, due to the various options it offers. Investment portfolios become their best choice to invest their capital in them and also seek to diversify as much as possible their elements so that they do not hold a high degree of risks, contributing to the concept of an ideal portfolio of common stocks investment. As common stocks, this concept serves as one of the methods. In the theoretical section, we dealt with all aspects of the investment portfolio and optimal investment, as well as common stocks. In addition to the practical research section that aimed at identifying and demonstrating how optimal investment portfolio be made for common stocks, in the Saudi stock market, using one of the scientific methods used in evaluating ordinary shares, which is the model of " Cash Divided Discount." The research covered a period of time estimated at 4 years from 2015 to 2019. The case study was chosen from its community of industrial companies contributing to the Saudi Stock Exchange, as 4 companies were selected for which the necessary data are available for the study. The research showed one of the methods that financial investors can adopt in the process of establishing their investment portfolios for common stocks, based on a scientific and analytical method for data.

key words:Investment Portfolio, Optimum Portfolio, Common Equity, Valuation Models.



فهرس المحتويات

	شكر وعرفان
	إهداء
	ملخص
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول والأشكال
أ - ج	مقدمة
	الفصل الأول: الأدبيات النظرية للمحفظة الاستثمارية و الأسهم العادية
05	تمهيد
06	المبحث الأول: الأدبيات النظرية للمحفظة الاستثمارية
06	المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية والمحفظة الاستثمارية المثلى
06	الفرع الأول: مفهوم المحافظ الاستثمارية
07	الفرع الثاني: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى
07	المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية
08	الفرع الأول: محافظ الدخل أو العائد
08	الفرع الثاني: محافظ الربح أو النمو
09	الفرع الثالث: المحفظة المتنوعة
09	الفرع الرابع: المحفظة المتخصصة
10	الفرع الخامس: المحفظة المتوازنة
10	المطلب الثالث: الهدف من تكوين المحفظة الاستثمارية
10	الفرع الأول: المحافظة على رأس المال الأصلي
11	الفرع الثاني: استقرار تدفق الدخل
11	الفرع الثالث: التنوع
11	الفرع الرابع: قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة أو نقدية
11	الفرع الخامس: النمو
11	الفرع السادس: التحفظ
11	المطلب الرابع: مبادئ و مكونات المحافظ الاستثمارية
12	الفرع الأول: مبادئ تكوين المحفظة الاستثمارية
13	الفرع الثاني: مكونات المحافظ الاستثمارية
13	المطلب الخامس: محددات و ضوابط بناء المحافظ الاستثمارية
13	الفرع الأول: محددات بناء المحافظ الاستثمارية

21	الفرع الثاني: ضوابط تكوين و بناء المحافظ الاستثمارية
22	المبحث الثاني: الأدبيات النظرية للأسهم العادية
22	المطلب الأول: تعريف الأسهم العادية
23	المطلب الثاني: تصنيف الأسهم العادية وقيمتها
23	الفرع الأول: تصنيف الأسهم العادية
25	الفرع الثاني: قيم الأسهم العادية
26	المطلب الثالث: الاتجاهات الحديثة للأسهم العادية وخصائصها
27	الفرع الأول: الاتجاهات الحديثة بخصوص لأسهم العادية
29	الفرع الثاني: خصائص الأسهم العادية
29	المطلب الرابع: العائد والمخاطرة في الأسهم العادية
30	الفرع الأول: عائد السهم العادي
32	الفرع الثاني: مخاطر السهم العادي
33	المطلب الخامس: نماذج تقييم الأسهم العادية
33	الفرع الأول: نموذج التقييم بالاستناد إلى الأرباح
36	الفرع الثاني: نموذج خصم المقسوم النقدي
41	الفرع الثالث: نموذج التقييم بالاستناد على مضاعف الربحية
44	الفرع الرابع: مدخل شائع لاستخدام نموذج النمو المتعدد
46	الفرع الخامس: نموذج التقييم بالاستناد إلى مدخل فرص النمو
49	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
52	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية في سوق المال السعودي
54	تمهيد
55	المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول سوق الاسهم السعودي
55	المطلب الأول: نشأة السوق المالي السعودي
56	المطلب الثاني: سمات سوق المال السعودي
57	المطلب الثالث: المهام الأساسية للسوق المالي السعودي
58	المبحث الثاني: الشركات السعودية عينة الدراسة
58	المطلب الأول: الشركة السعودية للصناعات المتطورة
58	الفرع الأول: نشأة الشركة السعودية للصناعات المتطورة

فهرس المحتويات

58	الفرع الثاني: مهام و أنشطة الشركة السعودية للصناعات المتطورة
58	المطلب الثاني: شركة المملكة القابضة
58	الفرع الأول: نشأة شركة المملكة القابضة
59	الفرع الثاني: المهام و الأنشطة التي تمارسها شركة المملكة القابضة
59	المطلب الثالث: شركة الباحة للاستثمار و التنمية
59	الفرع الأول: نشأة شركة الباحة للاستثمار و التنمية
59	الفرع الثاني: مهام و أنشطة شركة الباحة للاستثمار و التنمية
60	المطلب الرابع: شركة عسير للتجارة و السياحة و الصناعة و الزراعة و العقارات و أعمال المقاولاتية
60	الفرع الأول: نشأة شركة عسير
60	الفرع الثاني: مهام و أنشطة شركة عسير السعودية
61	المبحث الثالث: تكوين محافظ استثمارية للشركات عينة الدراسة وفق نموذج خصم المقسوم النقدي
61	المطلب الأول: مفهوم نموذج خصم المقسوم النقدي
62	المطلب الثاني: معدل أو نسبة المقسوم
62	المطلب الثالث: معدل العائد المطلوب
69	خلاصة الفصل الثاني
71	خاتمة
	قائمة المراجع



**فهرس الجداول
والأشكال**

فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
64	الشركة السعودية للصناعات المتطورة	01
65	شركة عسير للتجارة والسياحة والصناعة	02
66	شركة الباحة للاستثمار والتنمية	03
67	شركة المملكة القابضة	04

فهرس الأشكال:

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
28	المراحل الثلاثة لنموذج النمو المتعدد.	01
45	الإطار الأساسي لتنفيذ خطة المشاركة.	02



مقدمة عامة:

يعد موضوع المحافظ الاستثمارية و المحافظ الاستثمارية المثلى من المواضيع المهمة في الأسواق المالية بالنسبة للمستثمرين الماليين الذين يسعون إلى استثمار أموالهم بطريقة مثلى في الأدوات المالية. في أدوات مالية تتسم بميزتين أساسيتين ألا وهما العائد و المخاطرة، فبحث المستثمرين عن تكوين و بناء محافظ استثمارية مثلى بناء على ما هو معروض في الأسواق المالية من أدوات مالية و نخص بالذكر منها الأسهم العادية. هدفه هو الموازنة بين نسبة العائد المتوقع من الاستثمار و المخاطرة الممكن التعرض إليها، فتكوين أي محفظة استثمارية مثلى يجب أن يراعى فيه الظروف و المتغيرات المتواجدة في السوق المالي المعني، مع إتباع استراتيجيات فعالة للتمكن من حسن تسيير هاته المحفظة و تحقيق ما هو مرجو من الاستثمار فيها و هنا يلجأ المستثمر إلى تنويع أدواتها. و قد سعى المهندسون الماليون دائماً إلى ابتكار نماذج مالية تتماشى مع تطورات و تغيرات الأسواق المالية، و تتماشى أيضاً مع رغبات المستثمرين فيها، و من تلك النماذج ما يعرف بنموذج خصم المقسوم النقدي الذي يبني المستثمر من خلاله محفظته المثلى للأسهم العادية، بناء على معرفة التذبذب الحاصل بين القيمة السوقية للسهم العادي و القيمة الحقيقية قصد اتخاذ القرار الأمثل.

و منه نقوم بطرح الإشكالية التالية:

ما مدى قدرة نموذج خصم المقسوم النقدي في تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية في السوق السعودي للأوراق المالية ؟

وللإحاطة بالموضوع من جميع جوانبه نقوم بطرح مجموعة من الاسئلة الفرعية و المتمثلة في ما يلي:

- ❖ كيف يمكننا تقييم الاسهم العادية من أجل تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى الخاص بها؟
- ❖ كيف يتم تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى؟
- ❖ ما هي الأسهم التي تدخل في تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى وفق نموذج خصم المقسوم النقدي في سوق الأوراق المالية السعودي ؟

فرضيات البحث:

يمكن صياغة فرضيات البحث كالاتي:

- ❖ أمكننا نموذج خصم المقسوم النقدي من التعرف على التذبذب الحاصل بين القيمة الحقيقية و القيمة السوقية لسوق المال السعودي
- ❖ يمكن تقييم الاسهم العادية بناء على كل من قيمتها الحقيقية و قيمة السوقية
- ❖ تدخل الاسهم العادية في تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى في سوق المال السعودي

❖ أهمية البحث:

يمكن تحديدي أهمية البحث في الجوانب الآتية:

- يكتسب البحث أهميته من إحدى حقائق نظرية المحفظة، وهي عدم إمكانية تخفيض المخاطرة النظامية للمحفظة، و التي باتت تشكل اهتمام كل من المنظرين و المهتمين في المجال التطبيقي لا سيما في ظل ارتفاع حالة عدم التأكد و زيادة تقلبات الأوراق المالية.
- جاء البحث لتأطير منهج فكري و تطبيقي يمكن أن يسترشد به المستثمر السعودي و محللو الأوراق المالية لإدارة محافظهم الاستثمارية المتكونة من الأسهم العادية.
 - تتبع أهمية الدراسة من الناحية المعرفية من خلال استخدام نموذج خصم المقسوم النقدي كطريقة لحساب القيمة الحقيقية و القيمة السوقية للسهم العادي و ما يترتب عليها من اختلاف في النتيجة و انعكاس ذلك على اختيار السهم العادي للشركة.
 - و تبرز أهميتها أيضا في اختبار ما مدى قدرة القيمة السوقية و القيمة الحقيقية في مساعدة المستثمر في اختيار السهم العادي الأمثل و ذلك لتطبيقها على عينة الشركات الصناعية المساهمة في السوق المالي السعودي من خلال ما ستسفر عنه من استنتاجات و توصيات تدعم النواحي المعرفية و التطبيقية التي تهتم إدارات الشركات و المستثمرين و المحللين الماليين و الباحثين في هذا المجال.

أهداف البحث:

- يهدف البحث في تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى، من خلال اعتماد المهام التالية:
- بناء المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية لشركات القطاع الصناعي السعودي المدرجة في السوق المالي السعودي.
 - تحليل المحفظة الاستثمارية لشركات القطاع الصناعي السعودي من حيث عائد المحفظة و معدل العائد المطلوب و توزيعات الأرباح.
 - التحليل وفق نموذج خصم المقسوم النقدي من خلال "القيمة الحقيقية و القيمة السوقية للسهم" و تقييم نتائجها.

حدود الدراسة:

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في السوق السعودي للأوراق المالية، أما الحدود الزمانية للدراسة تمتد من سنة 2015 إلى 2019.

منهج الدراسة:

- قصد دراسة هذا الموضوع و للإجابة على الاشكالية المطروحة و اختيار فرضياته و البحث في جوانبه المختلفة و الحصول على نتائج و اعطاء تفسيرات استخدمنا:
- النهج الوصفي التحليلي من خلال دراسة الاطار النظري حول كيفية تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية.

- أما الجانب التطبيقي فاستعملنا نظام SPSS لاستخراج و استخلاص النتائج التي تم بواسطتها تحليل و اختيار أسهم المحافظ.

أسباب اختيار الموضوع:

من بين الاسباب التي دفعتنا لاختيار هذا الموضوع ما يلي:
. أهمية الموضوع و ذلك من خلال معرفة على ماذا يعتمد المستثمر في تكوينه للمحفظة الاستثمارية المثلى.

- معرفة طرق اختيار الاسهم العادية في تكوين محافظها المثلى.
- أهمية استخدام نموذج من نماذج تقييم المحافظ الاستثمارية من قبل المستثمر في بناء محفظته في السوق محل الدراسة.

الصعوبات:

- لا يخلو أي بحث علمي من بعض الصعوبات و العراقيل التي قد تنقص من محتوى الموضوع نوعا ما الا انها لا تنقص من سعينا الى تقديمه في أحسن صورة و التي من بينها:
 - صعوبة التواصل مع المشرف بطريقة مباشرة.
 - صعوبة التنقل الى الجامعة بصفة شخصية و عدم امكانية الذهاب الى المكتبة.
 - الظروف الاستثنائية و الحالة الصحية التي تمر بها البلاد.

أقسام البحث:

قمنا بتقسيم بحثنا هذا حسب الترتيب التالي:

الفصل الأول: الأدبيات النظرية للمحفظة الاستثمارية و الأسهم العادية

حيث تناونا فيه مفهوم كل ما يتعلق بالمحافظ الاستثمارية و المحافظ الاستثمارية المثلى من الناحية النظرية، و ما الهدف من تكوينها و ما يسعى إليه المستثمر من خلال تكوين مثل هذه المحافظ، و أهم المبادئ التي تتبع في عملية البناء. إضافة إلى كل ما يتعلق بالأسهم العادية من الناحية النظرية، المشابهة له. من مفاهيم مختلفة و تصنيفات مرورا بأهم عنصر ألا و هو النماذج المختلفة و هذا قصد الإلمام بكل ما هو نظري في بحثنا. دون أن ننسى أهم الدراسات السابقة التي تطرقت لموضوعنا هذا أو المواضيع.

الفصل الثاني: تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية في سوق المال السعودي

تناولنا في هذا الفصل كل ما يتعلق بالسوق المالي السعودي و هذا كمدخل للفصل، إضافة إلى الشركات عينة الدراسة و مختلف المعطيات المتعلقة بها، مستخدمين نموذج خصم المقسوم النقدي في تحليل و استنتاج أهم ما يجب على المستثمرين الشركات عينة الدراسة" مراعاته في تكوين محافظهم الاستثمارية الكفاء.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية للمحافظة

الاستثمارية و الأسهم

العادية

تمهيد:

شهد الاستثمار في الأسواق المالية تطورا كبيرا و اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين الراغبين في مضاعفة أموالهم ، فلم يقتصر تطور هذه الأسواق على حجمها و عدد المساهمين فيها. بل شمل أهم ما يتداول فيها و هي الأدوات المالية، فبينما كان الاستثمار يقتصر على أنواع معينة من الأوراق المالية أصبحوا يسعون إلى المزج بين أنواع مختلفة و متنوعة منها. و هذا ما أدى إلى ظهور المحافظ الاستثمارية. التي يسعى المستثمر من خلال تكوينها إلى الموازنة بين العائد و المخاطرة و حتى تكون هاته العملية أكثر نجاحا سعوا إلى مثلثة هاته المحافظ، فأصبح هناك ما يعرف بالمحفظة الاستثمارية المثلى. و من الأدوات التي تلقى اقبال من قبل المستثمرين ما يعرف بالأسهم العادية و هذا لأنها تحقق جزءا كبيرا من رغباتهم الاستثمارية، حيث قسمنا هذا الفصل الى ثلاث مباحث :

المبحث الاول : الادبيات النظرية المحفظة الاستثمارية والمحافظ الاستثمارية المثلى،

المبحث الثاني :الادبيات النظرية الاسهم العادية

المبحث الثالث: الدراسات السابقة.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية للمحفظة الاستثمارية

يعتبر الاستثمار من بين أهم الأنشطة التي يسعى من خلالها صاحبها إلى زيادة و مضاعفة أرباحه لكن تختلف أوجه هذا الاستثمار من شخص لآخر كل حسب رغباته، ومن بين أنواعه الاستثمار في الأدوات المالية عن طريق تكوين المحافظ الاستثمارية. والتي سنحاول التطرق الى بعض الجوانب الأساسية فيها من خلال مبحثنا هذا.

المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية والمحفظة الاستثمارية المثلى

نظرا لتعدد و كثرة المفاهيم والتعاريف التي تدور حول ما هي المحافظ الاستثمارية، يمكننا أخذ التعاريف التي رأينا أنها شملت نوعا ما جوانب عديدة. والتي من بينها ما يلي:

الفرع الأول: مفهوم المحافظ الاستثمارية

التعريف الأول:

يمكن تعريف محفظة الاستثمار على أنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع والقبولات والأذونات والأوراق... وحسابات الصرف الأجنبي و أدوات حقيقية: كالعقارات والمعادن النفيسة والمنتجات الفنية... وكل ما لا يوجه للانتفاع الترفيهي أو للاستهلاك المظهري. بل يكرس للأغراض الاستثمارية و تحقيق الأرباح...و ذلك حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة⁽¹⁾.

التعريف الثاني:

كما تعرّف المحفظة الاستثمارية أو المالية بأنها وعاء مالي يتكون من الأصول المالية ممزوجة بكيفية تسمح بتخفيض المخاطرة دون التضحية بالعائد⁽²⁾.

التعريف الثالث:

المحفظة الاستثمارية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول و موجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة⁽³⁾.

التعريف الرابع:

تعرف المحفظة الاستثمارية على أنها تلك المجموعة من الأدوات المالية المختلفة التي يحاول أن يستثمر فيها صاحبها أمواله قصد الحصول على عوائد متنوعة و مخاطرة معقولة قدر الإمكان.

¹ - هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص 222.

² - رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية و التكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية و تأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر - باتنة، 2014-2015، ص 39.

³ - وليد صافي، انس البكري، الأسواق المالية و الدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص 204.

الفرع الثاني: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى

التعريف الأول:

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى على أنها:

المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول و الأدوات الاستثمارية، و بكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد على مستوى مخاطرة مقبولة⁽¹⁾.

التعريف الثاني:

المحفظة الاستثمارية المثلى «هي المحفظة التي تحقق أعلى عائد للمستثمر الرشيد بأقل مخاطرة التي يمكن أن تتعكس على شكل خسائر يتحملها المستثمر نتيجة للتغيرات التي قد تنشأ في أسعار تلك الموجودات»⁽²⁾.

التعريف الثالث:

تعرف المحفظة الاستثمارية المثلى أنها " تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين للعائد المتوقع⁽³⁾."

التعريف الرابع:

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى على أنها تشكيلة متعددة و متنوعة من الأدوات المالية، التي يمزجها المستثمر صاحب المحفظة بطريقة مدروسة لتحقيق أكبر العوائد بأقل الخاطر الممكنة.

المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية

تتنوع المحافظ الاستثمارية في ضوء مكانتها التي تتحدد بعد وضع أهداف المستثمرين، أو إدارة المحفظة و يسعى المستثمر في المحافظ الاستثمارية إلى تحديد الأهداف، لكي تقوم إدارة المحفظة بعكس هذه الأهداف بأدوات استثمارية ملائمة لتحقيق هذه الأهداف بشكل واضح و دقيق و حسب الأولويات التي يطمح إليها المستثمر و عليه لدينا أنواع متعددة من المحافظ الاستثمارية يمكن ذكرها فيما يلي:

¹ - خلفان حمد عيسى ، ادارة الاستثمار و المحافظ المالية ، الطبعة الأولى ، الجنادرية للنشر و التوزيع ،الأردن -عمان ، 2016 ، ص 76 .

² - جليل كاضم مدلول العارضي ، زيد عبد الوهاب جعفر ، ادارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص ، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الادارية ، المجلد 04 ، العدد 27 ، جامعة الكوفة ، 2016 ، ص255

³ - نعمان محصول ، نور الدين محرز ، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة ، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي ، المجلد 15 ، العدد 02 ، الجزائر ، 2018 ، ص60 .

الفرع الأول: محافظ الدخل أو العائد⁽¹⁾

هي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر تحصل على الدخل النقدي من الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر في محفظته لأغراض تحديد العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو الأسهم العادية ذات المخاطر المنخفضة. وعلى هذا فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر و تخفيض المخاطر بقدر الإمكان.

و أكثر أنواع الأسهم العادية التي يحتفظ بها في مثل هذه المحافظ هي أسهم الدخل التي تهدف إلى تحقيق دخل جاري، و في ضوء هذا الهدف فإن إدارة هذه المحافظ تتجه نحو اختيار الشركات الراسخة و تسمى محافظ ذات إيرادات بطيئة و لا تتطلب مثل هذه الأسهم متابعة مستمرة. و تسمى أيضا بصناديق الدخل و هي تناسب المستثمرين الراغبين في عائد من استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة وهي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق دخل جاري من مصادر ذات درجة مخاطرة منخفضة تلائم مع أهداف المستثمر المحافظ. و لذلك تركز في استثماراتها على السندات بمختلف أنواعها و تتجه إدارة هذه المحافظ نحو اختيار سندات الحكومة أو الشركات العريقة و التي لا تتعرض لتقلبات كبيرة.

و هناك مؤشرات تصدرها البيوت المالية و الشركات المتخصصة في السوق تمنح تصنيف للسندات حسب المتانة المالية للجهات المصدرة لها. فالسندات الحكومية تتمتع بعائد ثابت و مضمون لأن الحكومة لا تشهر إفلاسها و يفضلها المستثمر المحافظ. و النوع الآخر من السندات هي سندات التي تصدرها الشركات العريقة و هي أيضا تعد من السندات المضمونة الإيراد لكنها تتمتع بدرجة مخاطر أعلى من سندات الحكومة بسبب احتمالات إشهار إفلاس هذه الشركات و لأنها سندات تصدر بدون ضمانات.

أما النوع الآخر من السندات فهي سندات الشركات متوسطة الحجم و الشركات حديثة التأسيس، و تتمتع هذه السندات بعائد ثابت أيضا و لكن درجة المخاطر عليها أكثر مقارنة بالأنواع الأخرى من السندات و عليه فإن مثل هذه السندات تصدر لقاء تقديم ضمانات من قبل الشركات المصدرة لها. وبالتالي فإن مزيج المحفظة الاستثمارية من هذه السندات يولد إيرادات أعلى تتناسب مع درجة المخاطر.

الفرع الثاني: محافظ الربح أو النمو⁽²⁾

و هي المحافظ التي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق ربح رأسمالي كاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي، وتحقق نمو متواصل في الأرباح الرأسمالية

¹ - دريد كمال آل شبيب ، ادارة المحافظ الاستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، عمان - الأردن ، 2010 ، ص21.

² - دريد كمال آل شبيب ، نفس المرجع السابق ص 22.

للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار، من خلال المضاربات أو الاستثمار في صناديق النمو. التي تهدف إلى تحقيق التحسن في القيمة السوقية للمحفظة. إنَّ شراء الأسهم التي ينتظر لها نمو عالي ضمن محفظة الربح يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الاستثمارية، و أن تتمتع إدارة مثل هذه المحافظ بالنشاط و المتابعة المستمرة، و مراقبة السوق والظروف الاقتصادية. و حركة الأسعار في الأسهم بصورة دقيقة وواضحة، حيث إنَّ مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلم التي يحققها السوق بشكل عام. و لذلك فإنَّ اختيار هذه المحفظة يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

الفرع الثالث: المحفظة المتنوعة⁽¹⁾.

تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل عام على تنويع محتويات المحفظة الخاصة بها لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطي عوائد إيجابية و ذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن الديناميكي حيث يمكن خلال العمليات الجارية أن تعوّض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات، الأرباح التي تتحقق من استثمار أدوات أخرى فيكون التوازن مستمرا و يحافظ المستثمر أو المستثمرون في محافظهم ربحية مقبولة و بوتيرة متنامية قدر المستطاع.

و هنا تجري إدارة المحفظة خلال فترة الاستثمار تغييرات عديدة في الأدوات المعتمدة. وبخلاف ذلك قد تتراكم التقلبات و يتغير الواقع الاستثماري باتجاه الركود و التحول نحو السيولة على حساب الاستثمار. و تقع المحفظة بمحتوياتها في فخ المخاطر المتعددة على حساب العوائد المضمونة. و على أي حال، تهدف المحفظة المتنوعة إلى تحقيق عائد فوق المتوسط السائد في السوق المالية، و لكن دون تجاوز المتوسط العام للمخاطرة السائدة في هذه السوق.

و في هذا الشأن لا بد من بناء استراتيجية لبناء المحفظة المتنوعة و إدارتها تضمن ما يأتي:

- تكامل تشكيلة المحفظة و ذلك باتباع الخطوات الثلاثة الآتية:
- إعداد ملخص لظروف السوق المالية و لأهداف المستثمر و ميوله و تقييمه الذاتي لعلاقة العائد بالمخاطرة و حالته الضريبية و التزاماته المالية الأخرى.
- اختيار أفضل مجموعة من الأدوات حسب الربحية المتوقعة و اتجاهات الأدوات وارتباطاتها ودرجات حساسيتها اتجاه تقلبات السوق.
- مقارنة الاتجاه الفعلي للمحفظة مع التوقعات الأساسية للمدراء.

الفرع الرابع: المحفظة المتخصصة⁽¹⁾.

و هي غالبا حالة نادرة أو مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة أو في عدد من أدوات مؤسسة ما و الذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع أهم مبدأ للمحفظة الاستثمارية و الذي هو التنويع. و تظهر المحفظة المتخصصة لأسباب عديدة أهمها:

¹ - هوشيار معروف ، مرجع سبق ذكره ص ص 228-229-230.

- تفضيل السيولة في ظروف اقتصادية (أوسوقية) معينة على الاستثمار في الأوراق المالية أو الموجودات الاستثمارية الأخرى.
- عدم توافر المعلومات الكافية حول الفرص الاستثمارية المتاحة.
- قلة الإمكانيات المالية المتاحة لدى المستثمر.
- كره المخاطرة و البحث عن الأمان و الشفافية في العمل.
- اعتبار المحفظة مصدراً ثانوياً لمعيشة المستثمر و ثروته بشكل عام من صور هذه المحفظة التي تحمل بعض التنوع: المحفظة النقدية التي تهتم بالعملات الأجنبية.

الفرع الخامس: المحفظة المتوازنة

و هي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها. و هو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل(في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى سيولة)والطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد).وهذا بالتأكيد يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة و بما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة.

المطلب الثالث: الهدف من تكوين المحفظة الاستثمارية

يلجأ المستثمرون إلى تكوين المحفظة الاستثمارية من أجل الحصول على أكبر العوائد الممكنة و بأقل درجات المخاطرة الممكنة، إضافة إلى إمكانية تحويل أصولها إلى سيولة بسرعة و بدون تحمل خسائر. و من هنا يترتب عند القيام بعمل محفظة استثمارية ضرورة العمل على الموازنة بين العوائد و المخاطرة، و يرجع ذلك لكون العمل على الموازنة بين العوائد و المخاطرة يعتبر من أهم التحديات التي تواجه المستثمرين.

الفرع الأول: المحافظة على رأس المال الأصلي

تعتبر المحافظة على رأس المال الأصلي (المحافظة على أصول المحفظة) من أهم الأهداف الذي يسعى إلى تحقيقها صاحب المحفظة الاستثمارية أو القائم بإدارة المحفظة، و من هذا فإن المستثمر قد يتعرض لنوع من الخسارة نتيجة لانخفاض أسعار الأوراق المالية أو يتعرض لدرجة عالية من المخاطرة نتيجة لما تتمتع به الأوراق المالية من درجة مخاطرة عالية، إلا أن ذلك يتطلب ألا يصل إلى رأس المال الأصلي فالمخاطرة إذا يجب أن تتمثل بنسبة معينة من العائد حيث يتطلب أن يكون هناك نوع من التوازن بين العائد و المخاطرة من أجل المحافظة على رأس المال المستثمر في المحفظة.⁽¹⁾

¹ - قاسم نايف علوان ، ادارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق) ، الطبعة الأولى ، دار الثقافة للنشر و التوزيع ، عمان-الأردن ، 2009 ، ص189-190 .

الفرع الثاني: استقرار تدفق الدخل

يعد استقرار تدفق الدخل هدفا أساسيا من أهداف إدارة المحفظة الاستثمارية، فبالإضافة إلى العمل على المحافظة على رأس مال المحفظة يتطلب من مدير المحفظة و خاصة الإدارة، المحافظة على التدفقات النقدية للمحافظ الاستثمارية باعتبار الدخل مصدر مهما للمساهمين في أصول المحفظة.

الفرع الثالث: التنوع

يعتبر تنوع أصول المحفظة من أهم الأعمال التي تهتم بها إدارة المحفظة الاستثمارية. حيث الهدف من عملية التنوع المتوازن هو الحصول على أكبر العوائد و بأقل درجات المخاطرة.

الفرع الرابع: قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة أو نقدية

هذا يتطلب من إدارة المحفظة الاستثمارية إيجاد طريقة يمكن بها تحويل أصولها إلى سيولة أو نقدية بأقصى سرعة ممكنة و بدون أن تتحمل في سبيل ذلك خسائر تؤثر على رأس مال المحفظة⁽¹⁾.

الفرع الخامس: النمو

إذا كان المستثمر يريد شراء أوراق مالية متوسطة الأجل و لم يكن بحاجة إلى السيولة بسرعة، يستطيع استعمال رأس ماله في شراء أوراق مالية ذات أرباح عالية لكن بالمقابل يمكنه تحمل مخاطر عالية. إن الشركات التي تستثمر في هذا النوع من المحافظ تتصف بما يلي:

- استثمارات عالية.
- معدّل نمو المبيعات أعلى بالمقارنة مع القطاع.
- معدّل عالي للمردودية.
- نظام مالي متوازن.
- استهلاكات مرتفعة.
- قدرة هائلة للتمويل الذاتي.

الفرع السادس: التحفظ⁽²⁾

يعني العمل على ضمان قيمة رأس المال في نفس الوقت ضمان دخل معين فيجب أن تكون المحفظة متنوعة. فالاختيار يكون بين انتظام الدخل و نمو الدخل و بالمثل يجب التحكيم بين دخل قصير المدى و دخل طويل المدى.

المطلب الرابع: مبادئ و مكونات المحافظ الاستثمارية

إن تكوين أي محفظة استثمارية سواء كانت مثلى أو لا يتطلب مجموعة من المبادئ و مجموعة من العناصر و المكونات التي لا بد من أن تتوفر، و التي سنتعرف عليها فيما يلي:

¹ - قاسم نايف علوان ، نفس المرجع السابق ص190.

² - سعيدة تلي ، التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة ، 2009 ، ص27 .

الفرع الأول: مبادئ تكوين المحفظة الاستثمارية

هناك عدة مبادئ لا بد للمستثمر صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية. وذلك ليحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة سنذكر بعض منها على سبيل الذكر لا على سبيل الحصر⁽¹⁾:

أولاً: مبدأ القياس الكمي

و يعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية، و بالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، و لقياس العائد و أخطر لا بد من توفر المعلومات الكافية عن العائد و المعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل. و التي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة ككل.

ثانياً: مبدأ الشمول

ويقصد به اشتغال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، من أسهم، سندات، سندات حكومية، أدوات الخزينة...و ذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبياً بأقل مخاطرة ممكنة.

ثالثاً: مبدأ الارتباط

ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية، في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة، فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة.

رابعاً: مبدأ الجودة :

و نقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق و دون خسائر، و تتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق. كما يمكن القول أنّ توافر جودة الورقة المالية يعني توافر و زيادة قابلية السوق، و تحسن فرص ترويجها.

خامساً: مبدأ التنوع

ينعكس مضمون المنفعة الحدية للأموال المستثمرة من خلال ما يعرف بمبدأ التنوع لماركويترز. و ينص هذا المبدأ على أنّ المستثمر يوزع أمواله بين نوع و كم من الأوراق المالية لتخفيض المخاطرة و تعظيم العائد. و يتحقق مثل هذا التخفيض للمخاطرة من خلال تضمين المحفظة أسهم عادية ترتبط عوائدها ارتباطاً غير تام، و كلما انخفض هذا الارتباط كلما تحقق هدف المحفظة في تعظيم العائد لأن

¹ - بوزيد سارة ، ادارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص ادارة مالية ، جامعة منتوري -قسنطينة ، 2006-2007 ص ص14-15 .

الهبوط في سعر ورقة مالية معينة يعوض عن الارتفاع في سعر ورقة أخرى بوصف أنّ أسعار الأسهم أو أي ورقة مالية لا تتحرك باتجاه واحد⁽¹⁾.

الفرع الثاني: مكونات المحافظ الاستثمارية

تتكون المحافظ الاستثمارية من المكونات التالية:⁽²⁾

أولاً: الموجودات المادية:

هي الموجودات الملموسة الحقيقية كالاستثمارات في العقارات و المشاريع الصناعية و الزراعية و المتاجرة بالمعادن النفيسة، و التي تتميز بانخفاض درجة سيولتها و حاجتها إلى خبرات متنوعة لعدم تجانس أنواعها و زيادة تكاليف الاستثمار.

ثانياً: الموجودات المالية

هي عبارة عن الأوراق المالية التي تمنح حاملها شهادة بملكية هذه الأوراق تبين حقوق حاملها هذه الأوراق تبين حقوق حاملها و تخوله المطالبة بكل أو جزء من تلك القيمة، و تتميز بأنها تحقق أرباح عالية و تفاوت الخطورة التي تترتب عليها و تأثرها بالعوامل الخارجية.

المطلب الخامس: محددات و ضوابط بناء المحافظ الاستثمارية

إنّ عملية تكوين المحفظة الاستثمارية ليست عملية عشوائية، بل هي عملية تخضع لمجموعة من المحددات و الضوابط التي ينبغي ان تبنى عليها و المتمثلة في:

الفرع الأول: محددات بناء المحافظ الاستثمارية

إنّ الهدف من الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد و بالمقابل لا يخلو أي استثمار من عنصر المخاطرة، و لتفادي أو تقليل المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع هذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث مكوناتها. فهاته العناصر الثلاثة هي محددات لبناء أي محفظة استثمارية.

أولاً: العائد على الاستثمار

- مفهوم العائد على الاستثمار:

العائد على الاستثمار هو المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار و كذلك يعرف على أنه الزيادة المحققة أو المتوقعة للمبلغ المستثمر.

- أشكال عوائد الاستثمار:

تأخذ عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال مختلفة و هي:

¹ - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره ص 187 .

² - سعد مجيد الجنابي ، أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطرة المالية ، دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية ، مجلة المثنى للعلوم الادارية و الاقتصادية ، جامعة المثنى ، المجلد 9 ، العدد 1 ، 2019 ، ص30.

▪ توزيعات الأرباح:

إذا كانت هذه الاستثمارات تمثل حقوقاً من أموال ملكية مثل الأسهم معامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم ، لذلك فهو من مالكيها و حقوقه من حقوق المساهمين .

▪ الفوائد:

إذا كانت الاستثمارات المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات معامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند ، و قيمة القرض هي قيمة السند فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة (التي أصدرت السند)

▪ الأرباح الرأسمالية:

تسمح هذه الأرباح من اعادة بيع الاستثمارات المالية ، فحامل السهم أو جامل السند إذا استطاع ان يبيعه بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق عن ربح رأسمالي .

- أنواع عوائد الاستثمار:

هناك العديد من المفاهيم المختلفة للعائد السوقي على السهم و هي ⁽¹⁾ :

▪ معدل العائد المطلوب:

هو عبارة عن العائد الـ R_i يطلبه المستثمر و يأمل في تحقيقه حتى يقبل على شراء سهم و يتكون هذا العائد من جزأين هما العائد الخالي من المخاطر بالإضافة إلى بدل المخاطر .

و يمكن التعبير عن العائد المطلوب من خلال المعادلة التالية :

$$R_i = r_{RF} + (r_m + r_{RF})\beta_i \quad (1)$$

R_i : معدل العائد المطلوب على السهم العادي .

r_{RF} : معدل العائد الخالي من الخطر.

r_m : متوسط معدل عائد محفظة السوق .

β_i : معامل بيتا.

$i: (1,2,3,\dots,n)$

▪ معامل العائد الفعلي (الحقيقي):

هو معدل العائد على الأسهم العادية التي تم الحصول عليها من قبل حملة الأسهم في فترة زمنية سابقة ، و قد يكون أكبر أو أقل من العائد المتوقع أو العائد المطلوب .

¹ - توفيق عوض بشير محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على بناء أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ، دراسة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة و التمويل ، الجامعة الإسلامية - غزة ، فلسطين 2015 ص 26.

و يمكن التعبير عن العائد الفعلي أو الحقيقي من خلال المعادلة التالية:

$$R_i = \frac{D_i + P_i - P_0}{P_0} \quad (2)$$

R_i : معدل العائد الحقيقي على السهم .

D_i :مقسوم الأرباح في نهاية المدة .

P_i :سعر السهم في نهاية المدة .

P_0 :سعر السهم في بداية المدة .

▪ **معدل العائد المتوقع:**

العائد المتوقع هو العائد الذي لا يتصف بدرجة العائد الكامل و يعرف أيضا بأنه العائد على الأموال المحفوفة بالمخاطر المتوقع الحصول عليها في المستقبل. و يمكن التعبير عن العائد المتوقع من خلال المعادلة التالية:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n R_i Pr_i \quad (3)$$

$E(R)$: العائد المتوقع

R_i : العائد من الفترة⁽¹⁾

Pr_i : احتمالية حدوث الحدث

n : عدد العائدات الممكنة

إضافة إلى ما تقدم من أنواع العوائد هناك أيضا العوائد يمكن أن تفيد المستثمر و المالك معا و هي :

▪ **العائد على إجمالي الأصول:**

هو نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول (أي مجموع الأصول المتداولة الثابتة) و يمكن استخدام إجمالي الأصول أو متوسط إجمالي الأصول و يقيس قدرة الشركة على استثمار الأصول التي تمتثلها من معدات و مباني و أراضي و مخزون لتوليد أرباح صافية .

و يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية :

$$ROE = \frac{\text{Net in come}}{\text{Total assets}} \quad (4)$$

ROA: معدل العائد على إجمالي الأصول .

Total assets: إجمالي الأصول .

Net in come:صافي الربح .

Sales: المبيعات

¹ - توفيق عوض بشير، نفس المرجع السابق ص26 .

▪ العائد على حقوق الملكية :

هو مقياس يتم من خلاله معرفة قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الثقافية بعد الضريبة ، علما بأن حقوق الملكية تمثل رأس المال المدفوع المكون من أسهم عادية و أسهم ممتازة بالإضافة إلى الاحتياطات المختلفة مثل الاحتياط الإجمالي و الاحتياط الاختياري .
و يمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$ROE = \frac{\text{Net in come}}{\text{common equity}} \quad (5)$$

ROE: معدل العائد على حقوق الملكية.

Common equity: حقوق الملكية.

ثانيا: المخاطرة

▪ مفهوم المخاطرة:

تعني المخاطرة في الاستثمار درجة عدم التأكد أي درجة عدم انتظام ثابتة و منتظمة خلال السنوات القادمة فلا يوجد المخاطرة كما يحدث في السندات حيث أن رأس المال مضمون و الفائدة و هي العائد المحقق الثابت و لا يتغير خلال فترة السند و هذا النوع من الاستثمار لا يوجد فيه مخاطرة و يطلق عليه Risk-free أما إذا نظرنا إلى الاستثمار في الأسهم فإننا نجد أن العوائد غير ثابتة و تحتل الربح أو الخسارة و يتغير من سنة إلى أخرى .

لذا نجد أن هذا النوع من الاستثمار لديه مخاطرة أعلى من الاستثمار في السندات .
لذلك يمكن اعتبار المخاطرة هي درجة عدم التأكد وذبذبة العوائد من حيث الارتفاع و الهبوط و خصوصا إذا كان الهبوط سيصل إلى مرحلة الخسائر أما العائد هو أساس قياس المخاطرة⁽²⁾

▪ أنواع المخاطرة :

يمكن لعائد المحفظة المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية، هذه الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة.

❖ المخاطر المنتظمة (المخاطر غير المصنفة):

و تسمى أحيانا بمخاطر السوق و التي تؤثر على جميع الاستثماران و من الصعوبة تجنبها حتى بالتنوع مثل : التضخم و الحروب و الكساد و ارتفاع الأسعار و معدلات الفائدة⁽³⁾

¹ - توفيق عوض بشير ، مرجع سبق ذكره ص 27 .

² - غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، عمان -الأردن 2007 ص 79.

³ - أسيد سالم عرفة ، إدارة المخاطر الاستثمارية الحديثة ، الطبعة الأولى، دار الرياءة للنشر و التوزيع ، عمان -الأردن 2009 ص 64 .

❖ المخاطر غير المنتظمة:

يطلق عليها تسميات متعددة منها المخاطر التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتنوع ، المخاطر الخاصة ، أو مخاطر الاستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة ، أو قطاع معين.

❖ المخاطر الكلية:

تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية أو في مجال استثمار آخر، كما تعرف بأنها حاصل جمع المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة

▪ قياس خطر المحفظة المالية:

❖ المخاطر المنتظمة:

تقاس المخاطر المنتظمة من خلال الانحراف المعياري، هذا الأخير الذي يقيس لنا مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي أي يقيس مدى تقلب العائد عن الوسط الحسابي لذلك العائد . و يحسب بالعلاقة التالية :

$$\sqrt{\frac{\bar{R}_i}{n-1}} = \sum (R_i - R)^2 \delta (6)$$

حيث أن :

R_i : عائد الورقة المالية .

\bar{R} : الوسط الحسابي للعائد .

N : عدد السنوات التي تتوافر فيها البيانات عن العائد .

كما يوجد مقياس آخر له دلالة هو التباين، و هو عبارة عن مربع الانحراف المعياري ، و يتم حسابه

وفق العلاقة التالية :

$$\text{معامل الاختلاف} = (7) \frac{\text{المعياري الانحراف}}{\text{النقدية للتدفقات المتوقعة القيمة}}$$

❖ المخاطر غير المنتظمة:

يعبر عن الانحراف المعياري للمحفظة المالية برقم مطلق و بما أن الأرقام المطلقة من الصعب تفسيرها، لذلك فقد تم استخدام مقياس بديل للخطر، و هذا المقياس ما يعرف بمعامل بيتا ، و معامل بيتا هو مقياس لدرجة تقلب عائد معين في علاقته بمتوسط عائد السوق أو عائد مجموعة (عينة) من الأسهم الممثلة للسوق ككل ، و مثل هذا السهم يميل عائده إلى الحركة صعودا و نزولا و بشكل يتوافق مع حركة

عائد السوق و يمكن قياس حركة هذا السوق بواسطة بعض المؤشرات كمؤشر الصناعي لعينة من 30 سهم و يتم قياس معامل بيتا لأي ورقة وفق المعادلة التالية : (1)

$$\beta_i = \frac{P_{im} \delta_i \delta_m}{\delta_m^2} = \frac{cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (8)$$

حيث أن :

β_i :معامل بيتا للسهم (i)

P_{im} :معامل الارتباط بين العائد السوقي و عائد السهم

δ_i :الانحراف المعياري للورقة

δ_m :الانحراف المعياري لعائد السوق

δ_m^2 :تباين عائد السوق و يرمز له أيضا بالرمز $var(R_m)$.

ثالثا : التنوع

يعتبر تنوع المحافظ الاستثمارية من أفضل الاستراتيجيات لتقليل نطاق المخاطر المالية المتعلقة بالمحفظة و استثمارها و لهذا يعتبر محددًا أساسيا من محددات الاستثمار في المحافظ الاستثمارية .

▪ مفهوم التنوع:

يقصد بالتنوع قرار المصرف الخاص بتشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة سواء محفظة القروض أو الأوراق المالية). و من شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

دون أن يترتب على ذلك تأثير على حجم ذلك العائد ، هذا و توجد أسس مختلفة للتنوع أو التشكيل من أهمها تنوع جهة الإصدار و تنوع تواريخ الاستحقاق. و المخاطر المنتظمة يتم تخفيضها عن طريق التنوع الدولي ، أي الاستثمار في البورصات الدولية المختلفة (حيث يتم تخفيض الخسارة و الاستفادة من عوائد أعلى في بورصات عالمية : أمريكية ، فرنسية ، دولية).

أما المخاطر غير المنتظمة فيتم تخفيضها عن طريق التنوع القطاعي للمحفظة أي الاستثمار في عدد مختلف من قطاعات الاقتصاد الوطني (2)

▪ أسس التنوع:

هناك عدة أسس للتنوع من أهمها تنوع جهة الإصدار و تنوع تواريخ الاستحقاق:

¹ - بوزيد سارة ، مرجع سبق ذكره ص36-39.

² - بن موسى كمال ، المحفظة الاستثمارية - تكوينها و مخاطرها ، مجلة الباحث ، العدد 03 ، 2004 ، ص 43 .

❖ تنوع جهة الإصدار:

أي عدم الاقتصار على أوراق مالية صادرة عن شركة واحدة و عدم الاقتصار على نوع واحد من الأوراق المالية ، بالإضافة إلى تنوع الدولي ، و في هذا الصدد نميز بين التنوع الساذج و تنوع ماركويتز Markwitz .

❖ التنوع الساذج:

إن التنوع الساذج هو تنوع عشوائي random diversification و بمعنى آخر شراء عدد كبير من الأوراق المالية دون الأخذ بنظر الاعتبار حجم المنشأة ، العوائد المتوقعة expected returns، أو الانحرافات المعيارية للعوائد المحتملة sandard deviation of portential returns⁽¹⁾.

يقوم أسلوب التنوع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مفادها أنه كلما زاد تنوع الأوراق المالية التي تضمها المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها ، إلا أن المغالاة في التنوع يؤدي إلى إحداث آثار عكسية و هذا ما يبينه من أفانز Evans و آرشر Archer ، حيث توصل إلى الآثار التالية:

- صعوبة إدارة المحفظة المالية .
- تحمل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن استثمارات جديدة أكثر ضمانا .
- اتخاذ قرارات غير صائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية .
- ارتفاع متوسط تكاليف الشراء و ذلك لأن زيادة التنوع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع من الأوراق المالية ، مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة .

❖ تنوع ماركويتز:

إذا كان التنوع الساذج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية فإن تنوع ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأوراق المالية . و بالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية تقوم على أساس أن خطر المحفظة المالية لا يتوقف على مخاطر الأوراق المكونة لها فحسب ، و إنما أيضا على الترابط بين عوائد هذه الأوراق⁽²⁾.

▪ تنوع تواريخ الاستحقاق:

إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق و بين القيمة السوقية للأوراق المالية إلى أن تقلب أسعار الفائدة يترتب على تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل ، لذا فصاحب

¹ - خالد وهيب الراوي ،إدارة المخاطر المالية ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان 2009 ص192.

² - بوزيد سارة ص43.

المحفظة تواجهه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هاذين النوعين من السندات و لأجل ذلك نميز بين ثلاث أنواع من أساليب التنويع :

▪ الأسلوب الهجومي:

أي أن قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى سندات طويلة الأجل وفقا للاتجاهات المتوقعة ، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة الأجل ليعيد استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل و إذا تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة و لن ينتظر حتى حلول استحقاقها و العطس صحيح.

▪ تدرج تواريخ الاستحقاق:

أي توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة ، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية.

و بهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية - و هذه الأوراق عبارة عن سندات - لا يستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنويع .

▪ التركيز على الأوراق قصيرة الأجل و طويلة الأجل:

دون الاستثمار في الأوراق المالية متوسطة الأجل ، و هذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة ، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح ، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم لا في السيولة و لا في الأرباح .

▪ علاقة التنويع بالمخاطر الكلية:

لقد سبق تقسيم المخاطر الكلية ، إلى مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة ، و عليه سيتم التعرف على العلاقة الموجودة بين التوزيع و كلا من المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة.

▪ علاقة التنويع بالمخاطر المنتظمة:

بما أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تعيب كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن الجهة المصدرة لها ، لذا فإن من الصعب التخلص منها أو تخفيضها بتنويع مكونات المحفظة تنوعا بسيطا إلا أنه من الممكن التخفيف منها و ذلك عن طريق إتباع أسلوب ماركويتز ، أي بتكوين محفظة أوراق مالية معامل الارتباط بينهما سالب .

▪ علاقة التنويع بالمخاطر غير المنتظمة:

بما أن المخاطر غير المنتظمة تصيب شركة معينة أو قطاع تجنبها عن طريق التنويع و عدم التركيز على إصدارات شركة واحدة أو نوع واحد من الأوراق المالية (1)

¹ - بوزيد سارة ص 44-45.

الفرع الثاني: ضوابط تكوين و بناء المحافظ الاستثمارية

و تتمثل فيما يلي :

▪ ضوابط و قيود زمنية:

أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمارية فيه لأمواله (قصيرا ، طويلا ، متوسطا ، لمدة سنة ، ...).

▪ ضوابط و قيود مالية و رأسمالية:

و هي حجم و نوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة و التي يتم من خلالها شراء و حيازة الأوراق المالية و تكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية .

▪ ضوابط و قيود الحاجة إلى تسهيل المحفظة:

و هو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسهيل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في أجل قصير ، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف .

▪ ضوابط و قيود ضريبية و التزامية:

كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها و من ثم يكون سعر المحفظة على علم بهذا كله و بالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة .

▪ ضوابط و قيود الأخطار و المخاطر:

يقوم مدير الاستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر ة قدرته على قبول و تحمل المخاطر⁽¹⁾

¹ - خلفان حمد عيساوي ، مرجع سبق ذكره ص88-89.

المبحث الثاني: الأدبيات النظرية للأسهم العادية

تعد الاسهم العادية إحدى أهم أدوات تمويل رأس المال في الشركات المساهمة. تبلورت مفاهيمها المعرفية بتطور و نضوج الاسواق المالية. هذا بجانب ان الاسهم العادية من أكثر أدوات شيوعا بين عموم المستثمرين اغض النظر عن امكاناتهم الاستثمارية.

المطلب الأول: تعريف الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية من بين الأساليب الأكثر اتبعا من قبل الشركات و المؤسسات في الحصول على التمويل فهي أسهم تلقى إقبال من قبل المستثمرين الباحثين عن حصص في تلك الشركات .

التعريف الأول:

و تعرف الأسهم العادية أيضا أنها تمثل أموال ملكية، يتمتع حاملها بحقوق و حددتها الأعراف و قانون الشركات ، لكن أفضل وصف للأسهم يأتي من خلال التعرف على حقوق حملتها التي يضمنها لهم قانون الشركات و هي :

- حق الحصول على نصيبه في قيمة موجودات الشركة عند تصنيفها.
- حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها في الأرباح المعتمدة.
- حق الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين في التصويت في القضايا المطروحة على الهيئة.
- حق نقل الملكية عن طريق البيع وامتدادها و توريثها.
- حق الترشح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم و
- حق انتخاب مجلس الإدارة و مساءلتهم⁽¹⁾.

التعريف الثاني:

تعرف الأسهم العادية بأنها عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين ، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في إدارة المنشأة⁽²⁾.

¹ - السيد متولي عبد القادر: الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى ، دار الفكر-عمان 2010 ص147.

² - هشام طلعت عبد الحكيم ، أنور مصطفى ، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) ، دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة الإدارة و الاقتصاد ، العدد 81 ، 2010 ، ص55 .

التعريف الثالث:

هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل أبدية طالما الشركة مستمرة ، تمثل مستند ملكية و هي التي تتساوى في قيمتها و تعطي المساهمين حملة الأسهم العادية حقوقا متساوية (1)

التعريف الرابع:

الاسهم العادية هي تلك الادوات المالية الاكثر جاذبية من قبل المستثمرين فهي عبارة عن ملكية لحصة من راس مال الشركة

المطلب الثاني: تصنيف الأسهم العادية وقيمها

قسمت الأدبيات المالية الأسهم العادية و صنفتها بموجب معايير و مؤشرات عديدة، و تصنف هذه الأسهم تبعا لأدائها و سلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية.

الفرع الأول: تصنيف الأسهم العادية

أولاً: الأسهم المدافعة defensivestocks

الأسهم المدافعة هي الأسهم التي يتوقع بقاء أسعارها مستقرة و مأمونة Safe and stable متزايدة خلال الركود الاقتصادي و تدهور الأعمال، أو خلال التقلبات الحادة لأسواق المال ، بمعنى أنها تبقى غير متأثرة نسبيا بمدة الانكماش في دورات الأعمال ، و لهذا توصف بأنها مقاومة للركود recessionresistant و يعد هذا النوع من الأسهم جذابة للمستثمرين الراغبين في الحصول على عائد مؤكد و آمن .

ثانياً: الأسهم الدورية cyclical stocks

الأسهم التي يرتبط مستوى أرباحها و أسعارها تماما مع الحالة الاقتصادية العامة تدعى بالأسهم الدورية ، أي أنها أسهم تعود لشركات سريعة التأثير بتغير الاقتصاد و أسعارها تتقلب مباشرة و بدرجة أكبر من معظم الأسهم بتحريك الاقتصاد بين الازدهار و التدهور ، و عندما تكون الظروف الاقتصادية تتدنى مبيعات الشركات الدورية بحدة و تتناقص أرباحها كثيرا و بعبارة أخرى فإن هذا النوع من الأسهم ينتفع أكثر خلال الازدهار و يتضرر أكثر خلال الكساد و الركود و لذلك يقترح على المستثمرين في هذه الأسهم شراؤها في مدة الركود الاقتصادي و بيعها خلال الازدهار ، و يشار لهذه الأسهم بالأسهم المجازفة و تتصف بأن عوائدها أكثر تقلبا من كل السوق ، أي أن لها مخاطرة (معامل بيتا) عالية(2).

¹ - سلمان عادل ، دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي - دراسة حالة ماليزيا - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص أسواق مالية و بورصات ، جامعة محمد خيضر - بسكرة ، 2013-2014 ، ص 65 .

² - محمد علي إبراهيم العامري ، إدارة محافظ الاستثمار ، الطبعة الأولى ، دار إثراء للنشر والتوزيع -عمان ، جامعة بغداد -العراق ، 2013 ، ص 364-365.

ثالثا: الأسهم المضاربة **speculativestocks**

تشري الأسهم المضاربة على أمل أن ترتفع أسعارها مستقبلا و بدلا من استناد قرارات المستثمر على البيانات التاريخية الخاصة بالشركة فإن مشتري أسهم المضاربة يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات أو اكتشافات أو وسائل إنتاج سوف يؤثر إيجابا على نمو الشركة و يزيد من سعر السهم ، و تميل قيم هذه الأسهم و مضاعفات أرباحها للتقلب كثيرا عند استلام معلومات جديدة تتعلق بمستقبل الشركة ، و تكون هذه الأسهم (بيتا) دائما أكبر من الواحد و على المستثمرين فيها التهيؤ لاحتمال تحقق الخسائر إذ أنه لا ينتظر تحقق الأرباح على الدوام.

رابعا: الأسهم الناجحة أو الرابحة **Blue chip stocks**

تعود هذه الأسهم لشركات توصف بأنها شركات كبيرة و قديمة و معروفة و تصدر هذه الأسهم عادة لشركات فائدة في ضيافتها ، و كثيرا ما تضع المعايير و المؤشرات التي تقيم فيها الشركات الأخرى و تتسم بكفاءة الإدارة و بتقديم منتجات مختلفة ذات جودة عالية و مميزة ، تمتاز هذه الأسهم بسعرها العالي مقسومها القليل ، و بقدرتها على دفع مقسوم مستقر لسنوات الأداء السيئ و الجيد لمدة طويلة ، و يعد هذا مؤشر مهم على الاستقرار المالي بفضل مجالاتها المؤكدة للأرباح و المقسوم و التوقعات الجيدة لهذا النمو في الأمد الطويل بالإضافة للثقة العالية التي يوليها المستثمرون ، تعد الأسهم الناجحة للاستثمارات جذابة خاصة للمستثمرين الباحثين على عوائد مستقرة و قابلة للتنبؤ كما أنها تبيع بمضاعف الأرباح عالي و لها(بيتا)مقارنة للواحد ، و ينصح المستثمر بالبحث عن الانخفاضات الحادة الكبيرة في أداء السوق المالي لشراء هذه الأسهم لأن أسعارها ترتفع بعد الانخفاض و تستعيد الخسائر في كثير من الحالات (1).

خامسا: أسهم النمو **Growth stocks**

و هي تلك الأسهم التي تنمو مبيعاتها و عاداتها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي و مقارنة مع نسبة النمو المتحققة في القطاع التي تنتسب إليه الشركة و تتميز منتجات هذه الشرطيات بالتطور التكنولوجي و المعرفي و تغييرها حسب الذوق و الحاجة و بنماذج جديدة و متطورة و لذلك نفقتها على البحوث كبيرة لضمان تقديم الجديد من السلع و الاستثمارية للنمو و التطور و الاحتفاظ بنسبتها في السوق، و تتأثر مثل الأسهم بالسوق و عليه تنذب أسعارها بشكل كبير و لذلك يفضلها المستثمر المضارب.

سادسا: أسهم الدخل **Incomes stocks**

وهي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة و بمعدل أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، إن طبيعة هذه الأسهم استثمارية حصول حاملها على الإيرادات الجارية من توزيع

¹ - محمد علي إبراهيم العامري ، نفس المرجع السابق ، ص 365.

الأرباح و بمعدل أثر من متوسط السوق و يفضلها المستثمرين الراغبين في الحصول على الدخل نقدي جاري و المستثمر المحافظ مثلاً فئة المتقاعدين ، صناديق الادخار ، وحدات الضمان ، وحدات التقاعد إذ أن هذه الشرائح من المستثمرين تحتاج إلى سيولة نقدية مستمرة لتحقيق أهدافها⁽¹⁾.

الفرع الثاني: قيم الأسهم العادية

1. القيمة الدفترية:

و هي عبارة عن حصة السهم الواحد من صافي موجودات الوحدة الاقتصادية و ليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم في السوق .

و يتم حساب القيمة الدفترية للسهم الواحد من خلال قسمة حق الملكية على عدد الأسهم و تمثل حق الملكية الفرق بين مطلوبات الوحدة الاقتصادية و موجوداتها المقيمة بالكلفة التاريخية ، لذا فإن مساوى الكلفة التاريخية أنها تنعكس على القيمة الدفترية للسهم و خصوصاً في ظل التغيرات في القوة الشرائية لوحدة النقد .

2. القيمة الحقيقية (الاسمية):

تتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه من هذا السهم ، و يتمثل العائد بالتوزيعات النقدية و الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر⁽²⁾

3. القيمة السوقية marketvalue:

و هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية و الذي يخضع لظروف العرض و الطلب في تلك الأسواق . علماً بأن هذه الظروف كثيراً ما تعكس البيئة الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية المحيطة و خاصة بالنسبة لظروف التبادلين الدولي و الداخلي و انعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية و اختناقات الاقتصاد المحلي فهذا فضلاً عن الواقع الشركة المغنية من حيث مستويات ربحهما و سياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع و تم الدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار و تجاوز الاختناقات و نشر المعلومات. وقد تبين أن القيمة السوقية للأسهم العادية في الولايات المتحدة منذ بداية السبعينات و حتى منتصف التسعينات من القرن العشرين و قد تغيرت من مرة واحدة إلى عشر مرات.⁽³⁾

¹ - دريد كامل آل شيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، الطبعة الأولى ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2009 ، ص248-249.

² - كزار سليم عبد الزهرة ، حسين كاظم عوجه ، ص194.

³ - كزار سليم عبد الزهرة، حسين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة لسوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد 29، جامعة الكوفة ، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، السنة 9، ص192.

4. القيمة الطبيعية value:

و هي قيمة اقتصادية أساسية للأسهم الصادرة عن شركة ما و التي تعكس بشكل كفو و عقلاني كافة المعلومات المتوفرة للجمهور ، ة تعد هذه القيمة مؤشرا مقارنا بالتحديد حركة العملات . فإذا كان السعر السوقي للسهم العادي اكبر من القيمة الطبيعية فإن السهم العني قد قدر أكثر من قيمته الحقيقية و بالتالي فإنه يباع أو لا يشتري هذا السهم ، و لتحديد القيمة الطبيعية لسهم يستمر في الاحتفاظ به لمدة عشرين سنة و قد تم احتساب هذه القيمة في السنة التاسعة عشر (Un₁₉).

$$Un_{19} = \frac{DU_{20} + U_{20}}{(1 + ER)} \quad (9)$$

DU_{20} : العائد السنوي من الحصة الموزعة لكل سهم في السنة العشرين .
 U_{20} : قيمة السهم في سنة العشرين
 ER : المعدل المطلوب لعائد السهم
 و عند احتساب القيمة الطبيعية في السنة الثامنة عشر :

$$Un_{18} = \frac{DU_{19}}{(1+ER)} + \frac{DU_{20}+U_{20}}{(1+ER)} \quad (10)$$

وهذا الاحتساب في بداية الحصول على السهم:⁽¹⁾

$$Un_0 = \frac{DU_1}{(1+ER)} + \frac{DU_2+U_2}{1+(ER)^2} + \dots + \frac{DU_{19}}{1+(ER)^{19}} + \frac{DU_{20}}{1+(ER)^{20}} \quad (11)$$

المطلب الثالث: الاتجاهات الحديثة للأسهم العادية وخصائصها

رغم وجود مجموعة من الاتجاهات التقليدية للأسهم العادية، إلا أن التطور المستمر للسوق المالي أوجب على المهندسين الماليين إضافة توجهات جديدة للأسهم العادية تتماشى مع كل من السوق و رغبات المستثمرين و المساهمين.

¹ - منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق المال ، الطبعة الأولى ، مركز دالتا للطباعة ، الإسكندرية ، 2012، ص 17-18.

الفرع الأول: الاتجاهات الحديثة بخصوص لأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبقت الإشارة إليها ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا جديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية و الأسهم العادية المضمونة القيمة.

أولا: الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

الأصل أن يكون المنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأقسام العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل. غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على الأسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية فإلى جانب الأسهم للشركة ككل ، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة (إيا) ECLASS و ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها الأرباح التي يحققها قسم الإنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية ، و مجموعة أخرى أطلق عليها الفئة (آتش) Hclass و ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم الإنتاج أجزاء الطائرات Chen Kenzinger و على الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين .

ثانيا : الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

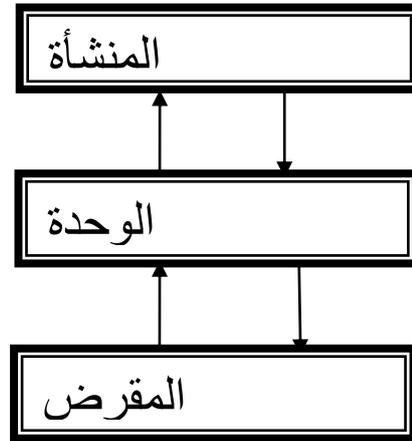
الأصل ان التوزيعات التي تحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعد من المصروفات التي ينبغي خصمها قبل الضريبة . و في الثمانينات صدر تسريح ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة (ESOP (employee stock ownership plan) بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة .

ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تسنح قرضا لصندوق العاملين ، المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي عليها تحصل . و قد يكون من الملائم في هذا الصدد الكشف التام عن كيفية تمويل شراء تلك الأسهم لعله يفيد عند التفكير في خطة لمشاركة العالمين في ملكية الشركات القطاع العام في دول العالم العربي . وفق للخطة المشار

إليها تقوم وحدة تنظيمية مختصة نيابة عن العاملين بالحصول على قرض طويل الأجل بهدف استخدام حصيلته لتمويل شراء جزء من الأسهم العادية أو حصة في رأس المال الشركة التي يعملون فيها Leverged ESP Agreement و يتم خدمة القرض سداد قيمة القرض ذاته إضافة إلى الفوائد من التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة . كما قد يتم خدمته من مساهمة مالية إضافية تقدمها المنشأة المعينة و تخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة، و ذلك في حدود 65% من إجمالي مرتبات العاملين و من العوامل المساعدة لنجاح خطة المشاركة . إن الخصم الضريبي الذي يستفيد منه القرض ، و يجعله في موقف يسمح له بالتخفيض الى حوالي 4%، و هو ما يعني بالتبعية بتخفيض

تكلفة تمويل شراء الأسهم بل قد تذهب في هذا الشأن الى حد تقديم بعض الأصول لقيمة القرض المستخدم لتمويل خطة المشاركة و بالطبع يتوقع أن يتزايد حصاص المنشأة إذا كانت ارباحها تقع في شريحة تخضع لمعدل ضريبة مرتفع و يلخص - الشكل 1 - المشاركة المشار إليها. (1)

الشكل 01: الإطار الأساسي لتنفيذ خطة المشاركة.



المصدر: منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية و صناديق الاستثمار ، الطبعة الأولى ،توزيع دار المعرفة الجامعية ،الإسكندرية ، 2016 ص12.

ثالثا: الأسهم العادية المضمونة:

أي تعطي الحق لحاملها في العودة على الشركة المصدرة بالتعويض فيما لو تعرض سعر بيع أسهمها في السوق إلى انخفاض خلال فترة محددة. و لكون عائد السهم العادية يتحدد بقرارات توزيعات الأرباح السنوية على السهم يكون إذن عبارة عن حاصل قسمة الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء مضاف إليه نصيب السهم السنوي من توزيع الأرباح على سعر الشراء الذي بموجبه تم الحصول على السهم .

أما التقلبات السوقية التي يتعرض لها سعر السهم في سوق الأوراق المالية فهي تأتي إما من المتغيرات في النشاط الاقتصادي المحيط أو التغيرات التي تأتي في داخل الشركة نفسها حيث يطلق على الأولى مخاطر منتظمة أو المخاطر السوقية أي أنها خارج نطاق رقابة إدارة الشركة و خارجها أيضا دائرة سيطرت المتعاملين في الأوراق المالية و يطلق على الثانية نخاطر غير منتظمة أو مخاطر غير سوقية أي تحت رقابة الشركة و ضمن نطاق سيطرة المتعاملين في سوق الأوراق المالية و بالتالي تكون المخاطرة الأولى مقبولة من وجهة نظر المستثمر فهي غير مقبولة لكونها المالية متداولة في السوق و غير خاضعة لسيطرة المستثمر و يمكن تجنبها (2)

¹ - منير إبراهيم هندي ،أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية و صناديق الاستثمار ، الطبعة الأولى ،توزيع دار المعرفة الجامعية ،الإسكندرية ، 2016 ص ص 11-12.

² - فيصل محمود الشاورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر -عمان ، 2008 ،ص ص 82-83.

الفرع الثاني: خصائص الأسهم العادية

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى و من أهم الخصائص ما يلي:

أولاً: القابلية للتداول :

توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق رأس المال يجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة و الإبلاغ بها. وخاصة التداول وإن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة.

لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً، أو بعد توزيع نسبة مئوية من أرباحها على المساهمين

ثانياً: الأسهم متساوية القيمة

يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية تكون أسهمها متساوية القيمة، لا يجوز إصدار الأسهم العادية من نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط سندات مختلفة القيمة الاسمية في أن واحد مثل سند قيمته الاسمية 100 دينار... الخ ، بينما لا يجوز ذلك في السهم هذا مع مراعاة أنه يجوز للشركة من البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة ، إصدار هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية (1) .

ثالثاً: المسؤولية المحددة للمساهم

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وهذه تختلف عن حال الشريك في شركات الأشخاص عموماً حيث تكون غير محدودة (2)

المطلب الرابع: العائد والمخاطرة في الأسهم العادية

إن الأسهم العادية باعتبارها من بين أحد أهم الأدوات المالية التي تجذب أكبر عدد من المستثمرين الطامحين في مضاعفة أرباحهم عن طريق الاستثمار فيها لتحقيق عوائد مرضية متى سمحت الفرصة بذلك إلا أنها لا تخلو بدورها من المخاطرة فهاتان العنصران لا بد أن يتماشيا معها .

¹ - زياد رمضان ، مروان شموط ، الأسواق المالية ، الطبعة الثالثة، جامعة القدس المفتوحة، 2008، ص97.

² - محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقي) ، الطبعة السادسة ، دار وائل للنشر و التوزيع -عمان ، 2006 ، ص96 .

الفرع الأول: عائد السهم العادي

يوصف عائد السهم العادي بأنه مؤشر أساسي للاستثمار بأسهم الشركات فهو مقياس مناسب للمفاضلة بين الأسهم. و يعرف بأنه المكافئة التي يعمل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار و المخاطر المحتملة من توظيف الأموال في الأسهم العادية. معبرا عن هذه المكافئة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة. كما يعرف بأنه التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر خلال فترة زمنية معينة. و شكل العائد إما يكون بصيغة مقسوم الأرباح النقدي يخضع لسياسة التوزيع المعتمدة من قبل الشركة المصدرة أو عوائد رأسمالية قد يحصل عليها المساهم من فروقات الأسعار المؤقتة في البورصة و يتميز الكتاب و الباحثين في حقل المالية و الاستثمار العائد إلى فترة الاحتفاظ العائد المتوقع و العائد المطلوب و فيما يأتي توضيح مفاهيمها :

أولاً: عائد فترة الاحتفاظ

هو ذلك العائد المتوقع فعلا ويعكس النسبة المئوية للتغير أي ثروة المساهمين إذا ما تتم بيع السهم في نهاية فترة الاحتفاظ، لذلك هو قياس لنجاح المستثمر في زيادة أو انخفاض قيمة الاستثمار الرأسمالية بالإضافة إلى المتوقع الحصول عليه وبحسب وفق الآتي:

$$HPR = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0} (12)$$

إذ أن P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع) ، P_0 : سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء) ، D مقسوم الأرباح للسهم الواحد .

فلو اشترى أحد المستثمرين على مقسوم الأرباح سهم بسعر 10 دينار ز في نهاية السنة تم بيعه بسعر 12 دينار وحصل المستثمر على مقسوم الأرباح 0.5 دينار للسهم الواحد فما هو عائد فترة الانخفاض؟⁽¹⁾

$$HPR = \frac{12 - 10 + 0,5}{10} = 25\%$$

ذ

و يتضح من المثال أن عائد فترة الاحتفاظ يتكون من جزئين الأول الأرباح الرأسمالية المتحققة من فرق السعر و هو بنسبة $[20 \div (10 - 12) \div 10]$ ونواتج عن مقسوم الأرباح و بنسبة $[5\% \div 0.5 \div 10]$ في كثير من الأحيان يبقى المستثمر ماسكا للسهم لفترة أطول و في هذه الحالة يحسب بمعدل العائد لفترة الاحتفاظ وفق الصيغة التالية :

¹ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية ، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، الطبعة الأولى ، دار اليازوري العملية للنشر و التوزيع ، الأردن ، عمان ، 2010 ، ص 163 .

$$HPR = \frac{D + \frac{P_1 - P_0}{N}}{\frac{P_1 + P_0}{2}} \quad (13)$$

إذ أن N تمثل فترة الاحتفاظ أما المقام يمثل متوسط سعر السهم خلال فترة الاحتفاظ. افرض في المثال السابق أن المستثمر باع السهم بعد مرور 3 سنوات فما نوع فترة الاحتفاظ؟

$$\frac{0,5 + \frac{12-10}{3}}{\frac{12+3}{2}} = 17\%$$

ثانيا: العائد المتوقع

يقصد به بالمتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفق الاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها، الاستثمارات ذات المخاطرة، و نحسب الصيغة الآتية :

$$E(R) = \sum_{k=0}^r RPr \dots (14)$$

إذ أن R معدل العائد وفقا للظرف الاقتصادي، P_r احتمال تحقق العائد أي أن متخذ القرار يبتعد نظرية الاحتمالات في تحديد العائد من السهم . و بموجبها يعتمد المستثمر أو مدير الاستثمارات توزيعات احتمالية تتطور دالة الوصف العائد الممكن تحقيقها طبقا لدرجة احتمال حدوثها. و على فرض أن هذه التوزيعات طبيعية فإن المستثمر يحدد احتمالات تحقق العائد في ضوء الحالة الاقتصادية العامة سواء لإنعاش أو الركود أو الحالة الاقتصادية الطبيعية. فعلى سبيل المثال أفرض البيانات الآتية عن الفرص الاستثمارية A , B .المطلوب تحديد معدل العائد المتوقع في ضوء احتمالات تحقق العائد للحالات الاقتصادية :

State of economy	Probability	Return A	Return B
Boom	0,5	60%	10%
Recession	0,5	-10%	20%

$$E(R_a) = (0,5 * 60\%) + (0,5 * (-10\%)) = 25\%$$

$$E(R_b) = (0,5 * 10\%) + (0,5 * 20\%) = 15\%$$

ثالثا: معدل العائد المطلوب

هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرين علة الأصول ذات المخاطرة و يعكس هذا المعدل المبادلة بين العائد و المخاطرة نموذج تمثيلا للمبادلة بين العائد و المخاطرة و قياس معدل العائد

المطلوب و ليكون نموذج مرجعي لتقييم الاستثمارات، و يحتل مكانة متميزة بين عموم المستثمرين في سوق الأوراق المالية . و يحسب النموذج علة وفق الصيغة التي تم عرضها.

إن المستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه و العائد المطلوب و يحكم على جاذبية السهم العادي للاستثمار، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب يكون سهم جذاب ، و العكس أيضا صحيح ، فعلى سبيل المثال إذا علمت أن بيتا سهم الشركة الاسمنت 1.5 و معدل العائد الخالي من المخاطرة 6% و معدل العائد لمحفظة سوق الأوراق المالية 10% فما هو معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر ؟ (1)

$$K = 6\% + 1,5(10\% - 6\%) = 12\%$$

الفرع الثاني: مخاطر السهم العادي

يرتبط عنصر العائد و المخاطر في علاقة طردية و بناء عليه يقوم كل مستثمر باختيار الاستثمار الذي يلاءم مستوى مخاطرها و عوائده مع التوقعات، فبعض المستثمرين لا يمانعون أن يستثمر أموالهم في مشاريع مخاطرها عالية و عوائدها مجزية و ملائمة و لكن البعض الآخر قد يفصل المشاريع ذات العوائد المتدنية طالما أن مخاطرها متدنية و ملائمة لعوائدها و هذا ما يعرف مصطلح المبادلة بين المخاطر و العوائد .

أولاً: تعريف المخاطرة

تنشأ المخاطرة عن ظاهرة حالة عدم التأكد المحيطة بالاحتمالات تحقق أو عدم التحقق العائد المتوقع في الاستثمار. و من الضروري أن نميز بين الخطر و حالة عدم التأكد، فالخطر يتضمن حالات احتمال وقوع حوادث يمكن تقديرها مسبقا ، أما في حالة عدم التأكد فلا نعرف هذه الاحتمالات . و تعرف المخاطرة بأنها الاحتمالات تحقق الخسائر كما يمكن تعريفها بأنها تعني احتمال أو إمكانية عدم تحقق العائد و ربما احتمال وقوع الخسائر الرأسمالية و عن المبادئ المعروفة في الاستثمار أن المخاطرة تكون مرافقة العائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة.

ثانياً: أنواع المخاطرة

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى نوعين من المخاطر و هي:

أ. المخاطر المنتظمة:

يطلق على المخاطر المنتظمة تسميات عديدة. مخاطر السوق والمخاطر غير القابلة للتنويع، و المخاطر التي لا يمكن تجنبها و المخاطر العامة، و ترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالة الكساد أو الظروف التضخم أو معدلات أسهم الفائدة أو

¹ - نعمان محصول، نور الدين محرز مرجع سبق ذكره ، ص55.

الانقلابات السياسية ، و من ثم فإن تأثيرها يشمل كافة عوائد و الأرباح الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال و لا توجد وسيلة لحماية المخاطر الناجمة من الظروف السابقة ، و لكن يجب على المستثمر أن يعرف مدى تأثير الأوراق المالية التي يملكها هذا النوع من المخاطر .

ب. المخاطر غير المنتظمة: يطلق على المخاطر غير المنتظمة تسميات متعددة، منها المخاطر التي يمكن تجنبها، و المخاطر القابلة للتوزيع و المخاطر الخاصة، و هي تلك التي تختص بها ورقة مالية معينة ، أو تلك الجزء من المخاطر التي تنفرد بها المنشأة أو صناعة ما . فالتغيرات مثل إضرابات العمال و الأخطاء الإدارية و الحملات الإعلانية و تغيير أوراق المستهلكين تسبب قابلية عوائد منشأة ما للتباين ، و يكون هذا التباين غير المنتظم مستقلا من العوامل المؤثرة على الصناعات و نظام السوق الكلي للأوراق المالية و نظرا لأن المخاطر غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت فإن يمكن للمستثمر التخلص من هذه المخاطر بتوزيع الأوراق المالية الخاصة به . و يتم قياس الخطر عادة إما بقياس التشتت و أهمها الانحراف المعياري و معامل الاختلاف، إما بقياس آخر يسمى معامل بيتا.⁽¹⁾

المطلب الخامس: نماذج تقييم الأسهم العادية

هناك العديد من النماذج لتقييم الأسهم العادية التي تعتمد على أسلوب القيمة الحالية في التقييم و تشتمل هذه النماذج:

- التقييم المستند إلى الأرباح
- نموذج خصم المقسوم النقدي
- نموذج مضاعف الربحية
- مدخل شائع الاستخدام، نموذج (النمو المتعدد)
- نموذج التقييم بالاستناد إلى مدخل فرص النمو .

الفرع الأول: نموذج التقييم بالاستناد إلى الأرباح

يبدو أن هناك جدل مستمر في الأوساط الاستثمارية يتعلق بعلاقة مقسوم الأرباح أزداد الأرباح كمصدر أساسي لقيمة السهم العادي ، حيث أنه من الواضح أن الأرباح تكون ذات أهمية لحاملي السهم لأن الأرباح هي من أساس التدفق اللازم لدفع مقسوم أرباح السهم ، و لكن مقسوم الأرباح أيضا ذو أهمية لأنه هو ما يستلمه حاملو الأسهم ، و في الواقع يبدو أنه إذا قامت الإدارة بزيادة نسبة الأرباح السهم الواحد المدفوعة بشكل مقسوم أرباح الأسهم فستجعل الإدارة حاملي الأسهم أثر ثروة مما يشير ذلك إلى أن القرار المتعلق بمقسوم أرباح السهم ، أي تحديد مقدار مقسوم أرباح الأسهم التي تدفعها الإدارة ، هو قرار مهم جدا و في نهاية الأمر تم حل هذا الجدل في عام 1961 عندما نشر مود مكليناني و ميلر بحثا

¹ - نعمان محصول، نور الدين محرز نفس المرجع السابق ، ص56.

أصيلا أن المصدر الأساسي لقيمة الحصة في السهم العادي هو الأرباح و ليس مقسوم الأرباح السهم ، بمعنى أن الرأي الإداري المتعلق بمقسوم أرباح السهم التي اشرنا إليه أعلاه هو عديم الأهمية نسبيا لأنه لا يوجد تأثير لقيمة تلك الاستثمارات في الشركة.(1)

الأرباح:

هناك أمرا صعبا ألا و هو صعوبة تفسير و مقارنة ما نعنيه بأرباح السهم الواحد فتعني أرباح السهم الواحد أشياء مختلفة لشركات مختلفة، و هي قد تعني الكثير للشركة ، تمثل سحلا أو حسابا يعكس سلسلة من الخيارات قد تزيد أو تنقص لطرق حسابات مالية فمثلا اتبع طريقة اندثار معينة لأغراض الضريبية تؤثر مباشرة على احتساب و لكنها في نفس الوقت لا تؤثر على قيمة وفق النقد و ذلك لكون هذه تعتمد الكلف غير النقدية .

أنواع الأرباح:

يمكن تصنيف الأرباح إلى ثلاث مجموعات الأولى تشتمل الأرباح المحاسبية و الأرباح الاقتصادية والثانية تشتمل الأرباح الدائمة و الأرباح المؤقتة بينما الثالثة فتشتمل الأرباح السنوية و الأرباح الفصلية.

1. الأرباح المحاسبية و الأرباح الاقتصادية:

يضع المحاسبين في المعتاد و على أساس فصلي أو سنوي مجموعة بيانات مالية للشركة تنتهي برقم متعلق بأرباح المحاسبة و تسمى بالأرباح المحاسبة للشركة أو ما في الدخل، و هذه الأرباح تمثل الفرق بين الإيرادات و التكاليف ، و هذا الفرق للأرباح الكلية للسهم العادي يقسم عدد الحصص الأسهم المستحقة الدفع لغرض حساب ربحية السهم الواحد . ويمكن كذلك تقسيمه على القيمة الدفترية للسهم الواحد بغرض حساب العائد على السهم العادي و المعادلة التالية تعبر عن الأرباح المحاسبية للشركة.

$$B_t = B_{t-1} + E_t^a - D_t \quad (15)$$

حيث أن B_t تمثل القيمة الدفترية للأسهم العادية في نهاية الفترة و E_t^a تمثل الأرباح المحاسبية للفترة t ، و D_t يرمز إلى مقسوم الأرباح خلال الفترة و لذلك يمكن حساب الربح المحاسبي كالاتي :

$$E_t^a = B_t - B_{t-1} + D_t \quad (16)$$

أما من وجهة النظر الأخرى و هي وجهة نظر مود كلياني ميلر يرى بأن الربح المحاسبي لا يتركز على التدفقات النقدية عند تحقيقها و عادة لا يملك مدراء التصور الصحيح عندا يركز على التعريف

¹ - محمد علي إبراهيم العامري ،مرجع سبق ذكره ، ص368.

بمحاسبي للربحية أو ربحية السهم الواحد، أن هدف الشركة هو ليس تعظيم ربحية السهم الواحد و إنما تعظيم ثروة حملة الأسهم التي تمثل سعر السهم الواحد الذي يساوي التدفقات النقدية المخصومة للشركة ، و بحسب الربح المحاسبي وفق وجهة النظر هذه وفق المعادلة :

$$A_t = R_t + (W \& S)_t - Z_t \quad (17)$$

يتبين أن التعريف المحاسبي للربح A_t لا يقوم بطرح الاستثمار الإجمالي من إيرادات باعتباره مصاريف ، و إنما بدلا من ذلك يقوم برسملة القيمة الدفترية مثل الإيرادات و $(W \& S)$ الأجر و الرواتب في المعادلة . بينما يقصد بالربح الاقتصادي من وجهة نظر مود كلياني و ميلر على أنه التدفقات النقدية ، ذلك فغن الأرباح المناسبة لاتخاذ القرار هي التدفقات النقدية المخصومة المتحققة لحملة الأسهم أي بمعنى آخر هي مقسوم الأرباح كما في المعادلة الآتية افترض أن الشركة لا تقوم بإصدار أسهم جديدة :

$$D_t = R_t + (W \& S)_t - I_t \quad (18)$$

حيث أن :

D_t : تمثل الربح الاقتصادي

R_t : مصادر الأموال المتمثلة بالعوائد

I_t : الاستثمار الجديد

أي أن مقسوم الأرباح يمثل التدفقات النقدية المتبقية تعد دفع تكاليف التشكيلة و الاستثمار التي يتم طرحها من الإيرادات . و يمكن تعريف الأرباح الاقتصادية أيضا بأنها المقدار أو المبلغ الذي سوف يتحقق من المعادلة أدناه إذا كان التغيير في القيمة الدفترية للشركة متساويا للتغيير في القيمة الاقتصادية للشركة كما يلي: (1)

$$E_t^e = V_t - V_{t-1} + D_t \quad (19)$$

حيث E_t^e يعبر عن الأرباح الاقتصادية $(V_t - V_{t-1})$

يمثل التغيير في القيمة السوقية للسهم العادي للشركة على افتراض عدم حصول تغيير في القيمة السوقية للأوراق المالية الأخرى للشركة D_t تمثل مقسوم الأرباح.

2. المكونات الدائمة و المؤقتة للأرباح:

تعكس عملية تحليل الأسهم العادية بشكل فردي تباينا كبيرا في نسب السعر، الأرباح و على مر الزمن. و أحد التغييرات ممكنة لذلك يشير إلى إمكانية اعتبار الأرباح المسجلة أن لها مكونين إثنين يكون الأول هو

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 370.

الدائم و الذي يمكن تكراره بالمستقبل في حين أن المكون الثاني هو المكون المؤقت و الذي سوف لا يكرر على الأرجح .

3. الأرباح السنوية و الأرباح الفصلية:

تسير ر المحاسبة السنوية وفق ما يسمى في علم الاحصاء بنموذج المسار العشوائي أي أن الأرباح السنوية بخصوص السنة القادمة يمكن اعتبارها مساويا للأرباح السنوية المختلفة في السنة الماضية مضافا لها طرف خطأ عشوائي من خلال المعادلة التالية:
حيث أن:

$$E_t = E_{t-1} + \epsilon_t (20)$$

E_t : الأرباح السنوية القادمة

E_{t-1} : الأرباح المتحققة في السنة الماضية

ϵ_t : هو طرف الخطأ العشوائي

موجب هذا النموذج يكون الأرباح السنة اللاحقة مجرد أرباح للسنة الماضية. هناك نموذج آخر بخصوص الأرباح و هي الطريقة التي تعتبر التغيير الحاصل الأرباح ذات توزيع مستقل و متماثل كما يلي:

$$E_t - E_{t-1} = \epsilon_t (21)$$

الفرع الثاني: نموذج خصم المقسوم النقدي

يعد هذا النموذج من أكثر أنواع النماذج المستخدمة، فهي النموذج الأساسي لتقييم الأسهم العادية أي يعتبر من التوزيعات فقط هي التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام التقييم ، و لكن الصعوبة تكمن هنا في تقدير تلك التوزيعات تطلب هذا النموذج أن يقوم المحلل المالي بتقدير توزيعات الأرباح الأسهم المتوقع أن تستمر التوزيعات خلالها ن و تحسب القيمة الحقيقية للسهم وفق هذا النموذج حسب المعادلة:⁽¹⁾

$$P_0 = \frac{D_i}{(K-g)} (22)$$

حيث أن:

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم .

D_i : توزيعات الأرباح .

K : معدل العائد المطلوب على الاستثمار بالسهم .

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 371.

g:معدل نمو توزيعات الأرباح .

▪ صيغة نموذج تقييم الأرباح:

يقوك هذا النموذج بتقييم السهم من خلال مدخل ربحية السهم و ليس توزيعات، طالما أن الأرباح هي من حق حملة الأسهم فإن التقييم السليم لا بد أن يكون على أساسها و ليس على أساس التوزيعات و هذا ما ذهب اليه مود كلياني و ميلر 1961 . كما أن أي الأرباح يتم احتجازها تمثل في واقع استثمار اضافيا من قبل جملة الأسهم و هذا ما يجب تقييمه و بالتالي فإن القيمة الحقيقية للسهم العادي يتوقع أن تساوي القيمة الحالية للربحية المستقبلية للسهم المطروح منها القيمة الحالية لنصيب سهم من الاستثمارات المستقبلية و التي هي الأرباح المحتجزة و التي توضحه المعادلة (23) لنموذج تقييم ربحية السهم :

$$g = \frac{E_0 - I_0}{(1+K)} + \frac{E_1 - I_1}{(1+K)^2} + \dots + \frac{E_\infty - I_\infty}{(1+K)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - I_t}{(1+K)^t} \quad (23)$$

يضير هذا النموذج على أن تقييم السهم باستخدام نموذج الربحية يتوقف على كل من ربحية السهم المتوقعة في المستقبل و قيمة الاستثمار المتوقعة و المتمثلة في الأرباح المحتجزة و التي يتولد عنها نمو في الربحية السهم و ليس التوزيعات، فإن ذلك يعني احتساب تأثير مزدوج للتوزيعات و هما تأثير مباشر بقيمة التوزيعات المستقبلية و تأثير غير مباشرة بقيمة الأرباح محتجزة التي ستكون جزء من التوزيعات المستقبلية وفق المعادلة (24):

$$K = \frac{DPS}{P_0} + g \quad (24)$$

حيث أن:

P_0 : سعر السهم في بداية المدة

g : معدل نمو التوزيعات

D : مقسوم الأرباح السهم الواحد⁽¹⁾

يلاحظ أن DPS و P_0 يمكن الحصول عليها بسهولة من خلال المعلومات المعلن عنها ، أما g يتم حسابها حسب المعادلة (24)

معدل نمو التوزيعات: معدل الاحتفاظ لا معدل الأرباح المحتجزة.

تحديد K يعتمد بشكل كبير علة الدقة في حساب f ، يرى البعض الباحثين بأن تم حساب K لكل الصناعة و بالتالي يكون معدل خصم يتجزأ هذا النموذج في حساب القيمة الحقيقية للسهم في حالات ثلاث اعتمادا على النمو للتوزيعات المستقبلية . إذ أن هناك ثلاث حالات للنمو هي حالة النمو الصغرى the zerogrowth model و النمو الثابت constant growth model و حالة النمو

¹ - محمد علي إبراهيم العامري ، المرجع السابق، ص 372-373.

المتعدد multiple growth model.

1. نموذج النمو الصغرى:

تقوم الصيغة الأولى لنموذج DDM على أساس أن التوزيعات السهم العادية تكون ثابتة و لا ينمو أن الشركة تحقق نفس الأرباح كل سنة و تقوم بتوزيعات بيع هذه ر دون استثمار أي تنشأ منها . وفقا لهذا النموذج فإن القيمة الحقيقية للسهم تحسب وفق المعادلة (25) :

$$V = \frac{D_0}{K} \quad (25)$$

تكن من المآخذ على هذا النموذج تتمثل في الافتراضات التي قام عليها في أن الشركة تحقق أرباح ثابتة في كل سنة من السنوات عمرها و للأبد ، صحيح فالشركات الناجحة تنمو أرباحها بمرور الزمن بسبب اتساع مالها و ازدهارها .

2. نموذج النمو الثابت:

الصيغة الثابتة لنموذج و الذي يفترض أن نمو التوزيعات من فترة إلى أخرى تنمو بنفس المعدل ، لذلك سمي نموذج النمو الثابت و بالتالي فغن التوزيعات التي تم دفعها في السنة السابقة D_0 ، يتوقع أن تنمو بمعدل g التوزيعات المتوقعة خلال السنة التالية ستكون D_1 متساوية مع D_0 ، و بالتالي يكون نمو التوزيعات :

$$D_t = D_{t-1}(1+g) \\ = D_0(1+g)^t$$

وفقا لهذا النموذج فغن القيمة المتبقية للسهم تحسب وفقا للمعادلة (26):⁽¹⁾

$$V = \frac{D_1}{K - g} \quad (26)$$

حيث أن :

D_1 : نصيب السهم من التوزيعات المتوقعة (المستقبلية)

تعد هذه الصيغة من نموذج صالحة فقط عندما يكون أقل من ، فإذا كانت التوزيعات متوقعة أن تنمو إلى الأبد بمعدل أسرع من فإن قيمة السهم سوف تكون غير متناهية .

3. نموذج النمو المتعدد:

توزيعات العديد من الشركات يتقلب معدلات نموها و قليلا ما تجد شروطا تكون توزيعاتها تتم بنمو الثابت ، و هنا فإن التركيز علة الوقت المستقبل بعد توقع نمو التوزيعات عند معدل ثابت g ، و على

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص374-375.

الرغم من أن المستثمر سوف يكون مهتما بالتنبؤ بالتوزيعات فإن هذه التوزيعات تمتلك نمطا محددًا لذلك الوقت و بعد أن يفترض أنها تمتلك نمطا ثابتا من النمو المتواصل و أن هذا النمط تحت T فإن التوزيعات و هي :

$$D_{t+1} = D_t(1+g)$$

$$D_{t+2} = D_{t+1}(1+g) = D_t(1+g)^2$$

$$D_{t+3} = D_{t+2}(1+g) = D_t(1+g)^3$$

عند تحديد قيمة السهم بحسب هذا النموذج يجب تحديد معدل تحقق توزيعات و هذا قد يحصل من خلال تقسيم التوزيعات إلى جزأين و إيجاد للقيمة المالية لكل جزء و إضافة القيمتين الحاليتين معا كما يلي :

الجزء الأول : و يتضمن إيجاد القيمة الحالية لجميع التوزيعات المتوقعة من ضمنها T و الإشارة إلى هذه القيمة بـ V_{T-} كما في المعادلة (26) :

$$V_{T-} = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+K)^t} \quad (26)$$

حيث أن :

V_{T-} : قيمة الفترة الأولى للنمو .

الجزء الثاني : و يتضمن إيجاد القيمة المالية لجميع التوزيعات التي تم التنبؤ بها في ، و T للإشارة إلى هذه القيمة بـ V_{T+} كما في المعادلة (27):⁽¹⁾

$$V_{T+} = \frac{D_{t+1}}{(K-g)(1+K)^t} \quad (27)$$

حيث أن V : قيمة الفترة الثانية للنمو .

إيجاد القيمة الحالية لجميع التوزيعات و من ضمنها T و القيمة المالية لجميع التوزيعات T، نقوم بالإيجاد قيمة السهم وفق نموذج النمو متعدد بجمع هاتين القيمتين حسب المعادلة (28):

$$V = V_{T-} + V_{T+} \quad (28)$$

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{D_{t+1}}{(K-g)(1+K)^t} \quad (29)$$

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 375.

على الرغم من نموذج DDM يركز على التوزيعات إلا أن ذلك لا يعني أنه عامل الأرباح المحتجزة و ما يتولد عنها من أرباح رأسمالية مستقبلية ، بل إن نماذج الربحية تنتمي في نهاية الأمر إلى صورة نموذج DDM

مثال (1-11) :

عام عن نموذج خصم المقسوم DDM، المعلومات المالية الآتية تخص أسهم شركة زيد العامري .

- بلغ صافي دخلها للسنة المالية 2000000 دينار.
- عدد أسهمها المتداولة 1000000 سهم.
- توزع الشركة مقسوم أرباح النقدي بنسبة 50%.
- معدل العائد المطلوب للشركة 20% .

المطلوب :

استخدام نموذج الخصم المقسوم DDM لحساب القيمة الحقيقية لسهم الشركة في ضوء الحالات التالية :

- حالة النمو الصغرى لا ينمو في المقسوم .
- حالة النمو المتعدد يتوقع أن ينمو مقسوم أرباح الشركة بمعدل نمو فوق الطبيعي للسنتين القادمتين و يعود ينمو بمعدل نمو طبيعي 5% على مدى مستقبل المتطور . علما أن معال الفائدة للقيمة المالية لمعدل العائد مطلوب 20% هو السنة 1 = 0.833 و السنة 2 = 0.694 .

الحل :

- حالة النمو الصغرى لا ينمو في المقسوم :

• جهة السهم الواحد EPS = 2000000 \ 1000000 = 2 دينار

• مقسوم أرباح السهم الواحد DPS = 2 * 0.5 = 1 دينار

$$U=P= D_0 / K = 1 / 0.20 = 5$$

القيمة الحقيقية للسهم $5U=P$ دنانير.⁽¹⁾

- حالة النمو الثابت في المقسوم بمعدل 10% :

$$1 \times 0.10 = 0.10$$

$$= 1 + 0.10 = 1.10 = 1.1$$

$$U= P = D_1 / (K-g) \quad 1.1 / (0.20 - 0.1) = 11$$

القيمة الحقيقية للسهم $11U=P$ دينار .

- حالة النمو المتعدد :

$$1 - 1(1 + 0.20)^1 = 1.2 \times 0.833 = 0.9996 .$$

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 376.

$$2-1(1+0.20)^2=1.44 \times 0.964= 0.9993.$$

$$U_t=0.9996+ 0.9993 = 1.998 .$$

$$U_{t+}=0.9993 \times (1+0.05) \div (0.20-0.05)= 1.049265 \div 0.1 \\ = 6.995 .$$

$$U=P=U_{t+}+U_{t-}=1.998+6.995 \approx 9$$

القيمة الحقيقية للسهم $U=P$ 9 دنانير .

الفرع الثالث: نموذج التقييم بالاستناد على مضاعف الربحية

رغم من منطقتيه نماذج خصم المقسوم DDM ، إلا أن بعض المحللين يفضل استخدام طريقة أخرى لتقييم الأسهم العادية ، إذ يجري أولاً تقدير أرباح السهم EPS ثم يجري بعدها تقدير نسبة (P/E) لذلك السهم ، و بالتالي يكن التوصل إلى السعر المستقبلي (P_1) للسهم عبر ضرب بالأرباح المقدرة أو المتوقعة بنسبة (P/E) . هناك نوعين من نسبة (P/E) هما النسبة الفعلية $(P/E)_{actuel}$ التي تعتمد في حسابها على الأرباح الفعلية المحققة خلال فترة معينة أو النسبة الطبيعية (الاعتيادية) و التي يجري تقديرها بافتراض أرباح تقديرية عن الاضطرابات الاقتصادية التي قد تحدث في الأسواق .

غرض تقييم سهم عادي يجري مقارنة النسبة الطبيعية مع النسبة الفعلية (P/E) الخاصة لذلك السهم . و لكن ينبغي أولاً إدراك العلاقة بين المقسوم الأرباح غير المتغير الوسيط نسبة الدفع و رمزها (P) الخاص بكل شركة التالي :

$$D_t=P_t E_t \quad (30)$$

: المقسوم

:نسبة الدفع

: الأرباح

t: المدة الزمنية

نلاحظ أن التنبؤ بالأرباح يكون سابقاً لتحديد نسبة الدفع ، و بالتالي تحديد نسبة المقسوم . لغرض الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم فإن المعادلة تصبح :

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{P_t E_t}{(1+K)^t} \quad (31)$$

حيث جرى التعويض محل D_t ب $P_t E_t$

: حيث أن

V: قيمة السهم المتبقية

K: معدل العائد المطلوب

تخدم نموذج نسبة مضاعف الأرباح لحساب القيمة الحقيقية للسهم و يتضح ذلك من خلال وجود عدد من المستثمرين يكون تركيزهم على الأرباح المحتجزة لسهم واحد، حيث تضرب في سنة مضاعف الأرباح P/E الطبيعية للوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم ، ثم نقارنها بالقيمة السوقية لتحديد ما إذا كان السهم أم منخفضا ، أو تساوي القيمتين ليكون التسعير صحيحا أو تكون صيغة نموذج الأرباح كالاتي :

$$P_0 = EPS \times P/E \quad (32)$$

حيث أن :

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم

EPS: ربحية السهم الواحد

P/E: نسبة مضاعف الأرباح الطبيعية

ستطلب استخدام نموذج مضاعف الأرباح تحديد نسبة سعر السهم إلى ربحيته الطبيعية للمنشأة ، بالاستناد إلى متوسط نسبة P/E للصناعة على أنها نسبة طبيعية .

قاعدة القرار :

▪ حالة النسبة الطبيعية أكبر من النسبة الفعلية

$$P/E_0 > V/E_0$$

▪ في حالة يفضل عدم شراء السهم أو بيعه لأن تسعيره مبالغ فيه.(1)

1. نموذج النمو الصغري:

يفترض هذا النموذج دفع الأرباح بنسبة 60% مقسوم ، لأن احتجاز الأرباح يستلزم توليد عوائد جديدة من الاستثمارات و بالتالي رفع ر السهم في المستقبل ، و هذا غير مناف لفكرة النموذج التي تقتضي توزيعات الأرباح خلال الزمن أي أن :

$$P_t = 100\% = 1.$$

$$E_0 = E_1 = E_2$$

و نظرا لكون الأرباح مساوية للمقسوم تصبح معادلة هذا النموذج كالاتي:

$$V = \frac{E_0}{K} \quad (33)$$

$$\frac{V}{E_0} = \frac{1}{K} \quad (34)$$

و هذه هي النسبة الطبيعية الخاصة بتقييم الأسهم

¹ - محمد علي إبراهيم العامري ، المرجع السابق، ص 378.

مثال (11-2) :

افترض أن شركة ما كانت تطبق سياسة النمو الصغري يدفع 8 دينار كمقسوم للسهم الواحد ، و يباع ،
سهمها في السوق مبلغ 65 دينار و إن معدل العائد المطلوب هو 10% .
و بما أن الشركة تتبع سياسة النمو الصغري فإن تلك يعني أن نسبة الدفع هي 100 % ، و أن الأرباح
ستساوي المقسوم ، أي تبلغ 8 دينار .
و عليه فإن :

$$\text{النسبة الطبيعية} = (V/E) = 0.111 = 10 \text{ مرة} .$$

$$\text{النسبة الفعلية} = (P/E) = 8 \setminus 65 = 0.123 \text{ مرة} .$$

و لأن النسبة الطبيعية أكبر من النسبة الفعلية ، يفضل شراء السهم هذه الشركة لأن تسعيرته خاصة و
سرعان ما تتعدل .

نموذج النمو الثابت:

يفترض هذا النموذج أن معدل النمو في الأرباح سيكون ثابتا خلال الزمن أي أن الأرباح ستتمو خلال
الزمن و لكن بمعدل ثابت ، و هذا يتضمن ثبوت نسبة الدفع P عموما فإن r تخصم بمعدل نموها و
يمكن تقديرها لأي فترة كما يأتي .

و عليه فإن معدل حساب القيمة الحقيقية للسهم ستصبح كالاتي:⁽¹⁾

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\rho E_0 (1 + ge)^t}{(1 + K)^t} = \rho E_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 + ge)^t}{(1 + K)^t} \quad (35)$$

و باستخدام متواليات رياضية و على افتراض ثبات E_0 و P و يمكن تبسيط المعادلة لتكون كالاتي :

$$V = \frac{\rho E_0 (1 + g^2)}{k - g^2} \quad (36)$$

و بالتالي فإن النسبة الطبيعية للسهم في ظل النمو الثابت هي :

$$\frac{V}{E_0} = \rho \left[\frac{(1 + g^2)}{k - g^2} \right] \quad (37)$$

¹ - محمد علي إبراهيم العامري ، المرجع السابق، ص 380.

مثال (11-3):

افتراض أن الشركة ما دفعت 1.8 دينار كمقسوم للسهم الواحد في السنة السابقة ، و تتوقع له الشركة أن ينمو المقسوم بمقدار 5% إلى الأبد . و إن معدل العائد المطلوب منها هو 11% و سعر سهمها حاليا هو 40 دينار .

بافتراض أن E_0 كانت 2.7 دينار فإن نسبة الدفع P ستكون كآتي :

نسبة الدفع $P =$ و عليه فإن النسبة الطبيعية و الفعلية تحسب كآتي :

$$\text{النسبة الطبيعية} (U/E_0) = (0.666711.67) / (0.05 + 1) = (0.05 - 0.11)$$

$$\text{النسبة الفعلية} (P / E_0) = 2.7 / 40 = 0.0675$$

و لأن النسبة الطبيعية أقل من النسبة الفعلية فإن تسعيرة السهم لهذه الشركة مبالغ فيها و لا يفضل شراؤه و في حالة حيازته يفضل بيعه فوراً .

الفرع الرابع: مدخل شائع لاستخدام نموذج النمو المتعدد

إن نموذج تقييم مقسوم الأرباح الذي يطلق عليه و على نمو شائع اسم نموذج كورد نلنه طرح من قبل Myran.J.Gardan يفترض بأن القيمة الحقيقية لأغلب الأسهم العادية بالإمكان تحديدها بخصم جميع توزيعات الأرباح النقدية على ندى دورة حياة الشركة و ربما أيضا بتباين ظروف الأعمال و تتغير توزيعات مرحلة النقدية من دورة حياة لأنها لم تحقق أرباح إلا أن و حيثما تحقق ربحا فغن مقسوم الأرباح يبدأ بالتزايد في نضوج الشركة و على نحو متشابهة ، فإن الكثير من الشركات ذات الطابع الدوري في أعمالها ، مثل منتجي الحديد ، يزداد و على نحو متطور مقسوم أرباحها النقدي حينما تكون الأعمال جيدة في مراحل الازدهار و الاستيراد من دورة الأعمال ، و تتحدر توزيعات الأرباح من المتوقع أن يتباين أيضا على مر الزمن .⁽¹⁾

و هناك العديد من الطرق التي استخدمت بمقتضاها نماذج DDM من قبل الأوساط الاستثمارية و إحدى هذه الطرق الشائعة هي التي تستند لنموذج النمو المتعدد و غلى الرأي القائل بأن الشركات تتطور عبر 3 مراحل خلال حياتها و هي:

أ. مرحلة النمو:

نمو متسارع بالمبيعات ، هوامش ربحية عالية النمو عبر عادي في EPS معدل عائد الفرص الاستثمارية الجديدة عالي لذلك P منخفضة ، بسبب خصائصها تجتذب المزيد من المنافسين مما يؤدي إلى انخفاض تدريجي في نسبة النمو .

¹ - محمد علي إبراهيم العامري ، المرجع السابق، ص 381.

ب. المرحلة الانتقالية و خصائصها:

تقليص نسبة نمو الشركة بسبب التشبع بالمنتوج . تقليص هامش الربح . تقليص عدد الفرص الاستثمارية الجديدة لذلك تبدأ الشركة بتوزيع الأرباح بنسب أعلى (P أكبر) .

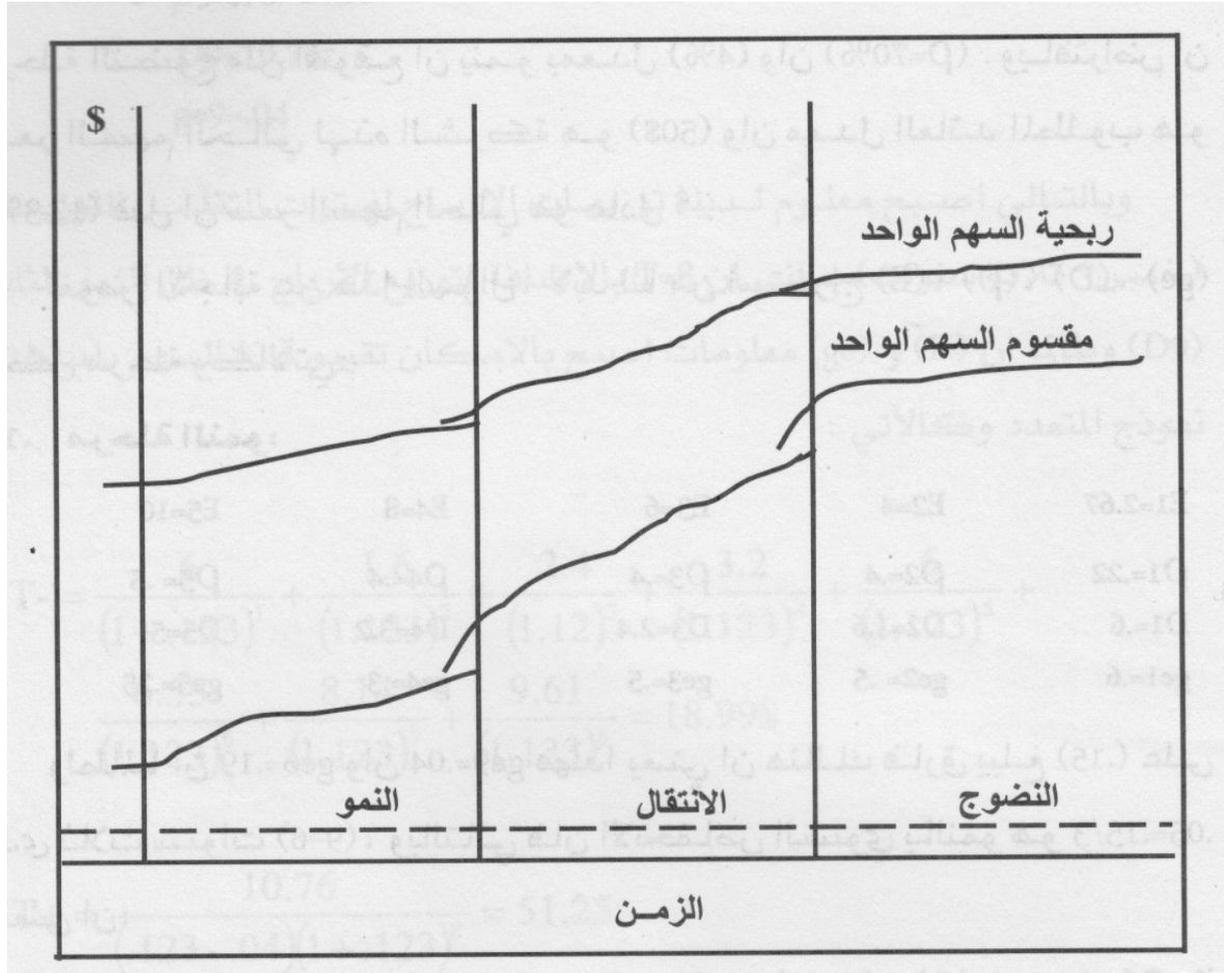
ج. مرحلة النضوج (الاستقرار و خصائصها):

ROE الفرص الاستثمارية الجديدة منخفض و عدد الفرص قليل . الاستقرار في (g, P, ROE) و يبين الشكل (1-11) هذه المراحل الثلاثة .

و عند تطبيق (نموذج النمو المتعدد) يجب على محلل الورقة المالية تقدير :

- الأرباح و التوزيعات لمرحلة النمو و طول الفترة .
- (P) و (ge) للمرحلة الانتقالية و طول الفترة و كذلك
- (P) و (ge) لمرحلة النضوج .

الشكل 02: المراحل الثلاثة لنموذج النمو المتعدد.



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 383.

الفرع الخامس: نموذج التقييم بالاستناد إلى مدخل فرص النمو

يقوم نموذج مقسوم الأرباح المخصص DDM لتقييم الأسهم العادية على مجموعة افتراضات منها: نمو المقسوم بمعدل ثابت يستمر إلى ملاحظة معدل العائد المطلوب أمبر من نمو المقسوم . و هذه الافتراضات لا تتلاءم و طبيعة بعض الأسهم و على وجه الخصوص أسهم النمو ، و هي أسهم لشركات لها فرص و قدرات للحصول على معدلات عائد أعلى من معدل العائد المطلوب . و باستغلال هذه الفرص الاستثمارية فإن هذه الشركات تحتجز كل أو معظم أرباحها و تعيد استثمارها ، و هذا يعني أن مقسوم الأرباح و تعيد استثمارها ، و هذا يعني أن مقسوم الأرباح (و الذي يعد بموجب DDM المحدد الأهم لقيمة الأسهم ، لا يمثل الأساس في تحديد قيمة سهم النمو) كما أن افتراض ثبات معدل النمو يعد افتراضا لا يتفق مع خصائص أسهم النمو التي تحقق معدلات نمو عالية و غير اعتيادية لمدة محددة و مؤقتة أي أن يتعذر استمرار النمو العالي لفترة نهائية. و لكل ما تقدم تبرز الحاجة لنماذج تقييم خاصة بأسهم النمو، و تستوعب خصائصها ، و تسمح بعدد محدد للنمو غير العادي و بمستويات مختلفة النمو ، و سيتم التركيز فقط على مدخل فرص النمو . لا يختلف نموذج PUGO عن النماذج السابقة إلا في محاولة قياس مكون بشكل مختلف و مبسط، و تتحدد القيمة الحقيقية للسهم لا سيما سهم النمو بأنها ناتج مكونين و تحسب كالتالي :

$$V = V_1 + V_2(38)$$

$$V = EPS_1 / r + PVGO(39)$$

حيث أن:

r: معدل الخصم K

V: القيمة الحقيقية للسهم

V_1 : القيمة الحالية لمجرى الأرباح الثابتة في ظل سياسة النمو و هي القيمة الحالية للأرباح من الموجودات القائمة و تحسب كالتالي :

$$V_1 = EPS_1 / r(40)$$

حيث أن:

EPS_1 : أرباح السهم الواحد المتوقع

K: معدل الخصم (1)

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 386-387

V_2 : صافي القيمة الحالية لفرص النمو و هي القيمة المضافة التي تتحقق إذا احتجزت الشركة الأرباح لتمويل الاستثمارات الجديدة التي لها صافي قيمة حالية موجب أي هي الأرباح حالي تحقق مستقبلا من استغلال فرص النمو و تحسب كالآتي:

$$PVGO = \frac{NPV}{r-g} = V_2(41)$$

حيث إن:

NPV_1 : صافي القيمة الحالية للاستثمارات في أول مدة ، و تحسب كما يلي :

$$NPV_1 = -X + \frac{S}{r}(42)$$

X : المبلغ المعاد استثماره من الأرباح المحتجزة

S : الأموال المتحققة من اعادة الاستثمار لمبلغ استثماره مضروبا في معدل العائد على حق الملكية

g : معدل نمو الأرباح

و تكون $PUGO$ موجبة فقط إذا أعادت الشركة الاستثمار في فرص تحقق عوائد أفضل من تلك التي تحقق عبر عمليات الاعتيادية للشركة، أي في مشاريع ذات صافي القيمة الحالية موجب .

مثال (11-5):

حساب القيمة الحالية لفرص النمو $PVGO$

تتميز شركة الأجيال بنمو جيد، و أن معدل الخصم لها (5) يساوي 15% و من المتوقع أن تدفع هذه الشركة مقسوم أرباح قدره 5 \$ في السنة الأولى مع معدل زيادة فيها بنسبة 10 % سنويا . و عليه يمكننا استغلال العلاقة البسيطة لحساب القيمة الحقيقية لسهم الشركة و هي:

$$V_0 = \frac{DIV}{r-g} = \frac{5}{0.15-0.10} = 100\$ \quad (43)$$

لنفترض أن ربحية السهم الواحد هي 8.33 \$ و عليه ستكون نسبة مدفوع مقسوم الأرباح تساوي:

$$5.33/5 = 0.6.$$

و بعبارة أخرى أن الشركة ستحتجز من الأرباح ما قيمته 40% و إذا افترضنا أيضا أن نسبة العائد على حق الملكية تساوي 25 %، عليه فإن قيمة معدل النمو تساوي :

$$\text{Growth Rate } = g = b \times \text{ROE} = 0.4 \times 0.25 = 0.10 \$$$

و بالتالي فإن القيمة المخصصة للأرباح للسهم الواحد في حالة اتباع سياسة عدم النمو ستكون¹:

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 388 .

$$\frac{EPSI}{r} = \frac{8.33}{0.15} = 55.56\$ \quad (44)$$

و لكننا نعلم أن قيمة سهم شركة الأجيال هي 100 \$. فالفرق يجب أن يكون المبلغ الذي يدفعه المستثمرون لفرض النمو (و هذا الفرق هو \$44,44 = 100-56,55)
وتحتجز هذه الشركة ما نسبته 40 % من الأرباح لشراء موجودات جديدة ففي السنة الأولى تستثمر هذه الشركة 3.33 \$ و بمعدل ثابت 25% على حق الملكية و عليه فإن النقد المتولد في هذا الاستثمار يساوي $0.25 * 3.33 = 0.83\$$ per year

و بدأ من السنة و بالتالي فإن صافي القيمة الحالية للاستثمار للسنة الأولى سيكون :

$$NPV_1 = 3.33 + 0.83/0.15 = 2.22\$$$

و كل شيء سيكون نفي في هذه السنة الثانية ما عدا أن الشركة ستستثمر 67,3 % و أن الزيادة قدرها 10 % من السنة الأولى (علما أن $g=0.10$) و بالتالي فإن في $t=2$ فإن الاستثمار سيتم بصافي قيمة الحالية.

$$NPV_2 = 3.33 * 1.10 + 0.83 * (1.10/0.15) = 2.44\$$$

و عليه فإن المنافع المتحققة للمالكين يمكن أن تمثل مجموع كل من :
أ. مستوى تدفع الأرباح ، و التي يمكن أن تدفع كل شكل مقسوم أرباح نقدي إذا لم تنمو الشركة .
ب. مجموعة من البطاقات tickets واحد لكل سنة من المستقبل و تمثل فرصة للقيام باستثمارات لها صافي قيمة الحالية موجودة . كما نعلم أن المكون الأول (جزء من قيمة السهم هي

present value of label stream of earnings = $EPSI/r$

$$= 8.33/0.15 = 55.56\$$$

و البطاقة الأولى تعادل 22,2 \$ من السنة $t=1$ و البطاقة الثانية تعادل في السنة $t=2$ و البطاقة الثالثة تعادل في السنة $t=3$. و هذه تمثل القيم النقدية للبطاقات . و يمكن تقييم هذه النفقات النقدية المستقبلية التي تنمو بنسبة 10 % سنويا من خلال:

Present value of growth opportunities = $PUGO = 2.22 / 0.15 = 44.44 \$$.

والآن صبحت كل الأمور واضحة وهي تتوسع بنسبة 10 % كل سنة (1)

$$V = EPS_1 / r + PVGO = 55.56 + 44.44 = 100\$$$

¹ - محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 389-390.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات السابقة التي تطرقت لموضوع تكوين المحفظة الاستثمارية في الاسهم العادية و تناولته من زاوية مختلفة و قد تنوعت هذه الدراسات بين العربية و الاجنبية .وسوف تستعرض هذه الدراسة جملة من الدراسات التي تم من خلالها الاشارة الى ابرز ملامحها. مع تقديم تعليقات عليها تتضمن جوانب الاتفاق و الاختلاف و بيان الفجوة العلمية التي تعالجها الدراسة الحالية. ويود الباحث ان نشير الى ان الدراسات التي سوف يتم استعراضها جاءت في فترة الزمنية بين وشملة جملة من الاقطار و البلدان مما يشير الى تنوعها الزمني و الجغرافي وهذا وقد تصنف هذه الدراسات حسب المتغيرات الرئيسية للدراسة و حسب كونها دراسات عربية او الاجنبية الى ستة تصنيفات هي:

- **الدراسة العربية التي ناولتمحور1:** العلاقة بين العائد والمخاطرة و أثرها في القيمة السوقية للأسهم و الدراسات الاجنبية التي تناولت محور 1 Risk return and volume in an emrging:theBilbao stock exchange .
- **الدراسات العربية التي تناولت المحور 2:** تقييم الاسهم العادية و تشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام نموذج التأكد المعامل و الدراسات الاجنبية التي تناولت محور 2.
- **الدراسات العربية التي تناولت محور 3:** اثر تنوع محفظة القروض في عائد و مخاطرة المحفظة و الدراسات الأجنبية التي تناولتمحور3: FinancialRisk aversion and householdasset diversification .

وفيما يلي نقدم عرضا لهذه الدراسات ثم نبين جوانب الاتفاق و الاختلاف بينها ثم نوضح الفجوة العلمية من خلال التعرف على اختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، و اخيرا جوانب الاستفادة من الدراسات السابقة في الدراسة الحالية .

اولا: استعراض الدراسات السابقة الدراسات العربية التي تناولت محور 1 العلاقة بين العائد والمخاطرة و أثرها على القيمة السوقية

- **دراسة فراس خضير الزبيدي سنة 2014:** بعنوان العلاقة بين العائد و المخاطرة في القيمة السوقية للسهم ل"دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" و التي تهدف الى بحث طبيعة العلاقة بين العائد و المخاطرة و أثرها على الشركات المصارف في سوق العراق للفترة من 2006 الى 2010 و ذلك كمشاهدة لمعرفة مدى تأثير العائد و المخاطرة على قيمة السهم و استخدمت معامل الارتباط و التحليل الانحدار البسيط و المتعدد وذلك لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة و التابعة وكان ابرز نتائجها ان هناك علاقة ارتباط طردي بين العائد على السهم و المخاطر لا نظامية على لبسهم و ان هناك ارتباط بين العائد على السهم و القيمة السوقية .

▪ **الدراسة الاجنبية التي ناولت المحور1:-(Risk-return Salman2002 (volume Relationship in an emerging stock market)**

هدفت هذه الدراسة الى التوصل الى دليل حول العلاقة بين العائد والمخاطر وحجم التداول في سوق اسطنبول للأوراق المالية خلال الفترة من 1992/1/2 ولغاية 1998/5/29, وقد توصلت الدراسة الى ان هناك علاقة ايجابية بين العائد والمخاطرة كذلك فان التغير في حجم التداول يؤثر تأثير ايجابي على العوائد

ثانيا: **الدراسة العربية التي ناولت محور 2:تقييم الاسهم العادية و تشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام نموذج التأكد المعادل :**

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان "تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام نموذج التأكد المعادل" دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية " تناولت هذه الدراسة اشكالية تتمثل في وجود تقلبات كبيرة و مستمرة في الاسعار الاسهم المتداولة في سوق العراق، و التي تهدف من خلالها الباحث الى تمكين المستثمر في الاسهم العادية من بناء محفظة الاستثمارية البسيطة و الكفوة و ذلك باطار منهجي و علمي سليم, و يستند على اسس نظرية المحفظة في الاستفادة من اقصى مزايا التنوع في تعظيم العوائد و تخفيض المخاطر الاستثمارية, و تمثل مجتمع دراسته في سوق العراق للأوراق المالية. حيث اخذ عينة لخمسة عشر شركة, و تسعة منها مصرفية و شركتان للاستثمار, وشركتان للتأمين و شركتان صناعيتان. ومن اهم النتائج التي توصل اليها هي فاعلية وكفاءة "نموذج التأكد المعادل في تميز اسهم الشركات عينة البحث ومن ثم ترشيح الانسب منها لتشكيل المحفظة الاستثمارية البسيطة الكفوة.

▪ **دراسة "سعيد جنابي" سنة 2018:**والتي تهدف الى معرفة اثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية وتمثلت عينتها في الشركات الصناعية العراقية ' من خلال اعتماد على تقارير الاستثمارات المالية للسنوات المالية 2011-2015 ومن ابرز النتائج المتوصل اليها تنوع محافظها الاستثمارية و تقليل المخاطر المالية التي تواجهها وذلك لان تنوع المحفظة الاستثمارية يؤدي بدوره الى تنوع العوائد المالية والتي تغطي الخسائر المتحققة.

▪ **دراسة تجنب المخاطر المالية وتنوع الموجودات المنزلية Risk aversion and household asset diversification**

هدفت الدراسة الى معرفة العلاقة بين المخاطر المالية المعلنة للقطاع الخاص بالمستثمرين ومدى رغبتهم بالاحتفاظ بتنوع الاوراق المالية بمحافظهم الاستثمارية, و اعتمدت الدراسة على بيانات اجراء مسح للحالة المعيشية للأسر وفق اسلوب الفريق والتي توفر مقياسا موثوقا للموقف الفردي الاجتماعي الاقتصادي الالمانى (soap)والتي توفر مقياسا موثوقا للموقف الفردي تجاه المخاطر المالية. وبينت ابرز نتائج الدراسة الى ان المستثمرين يميلون الى تحمل المخاطر العالية التي تصاحب الاوراق المالية ذات

العوائد المالية الضخمة على خلاف الاسر فهي في العادة تعتمد على الاوراق المالية القليلة العوائد او الثابتة نسبيا وهي اكثر امنا من حيث المخاطر وما تسمى بالأوراق الخالية من المخاطرة. ومن ناحية الاستفادة من الجهود المعرفية من الدراسات السابقة في تدعيم الدراسة الحالية ,ان الدراسات السابقة اسهمت في تدعيم الجانب النظري للدراسة الحالية فضلا عن بناء منهجية الدراسة و مقاييسها ,اذ ان اغلب هذه الجهود المعرفية تعرض مراجعة فكرية و فلسفية لأفكار و اراء هؤلاء الباحثين للمتغيرات التي تناولتها وقدمت مقاييس معتمدة و الاستفادة من هذه المقاييس و المؤشرات المالية والاحصائية المستعملة في الحصول على البيانات التي تتسق مع الدراسة الحالية ,وبيان العلاقة بين متغيرات الدراسة.

خلاصة الفصل الأول:

تعتبر المحفظة الاستثمارية من أهم الأدوات التي ظهرت حديثاً، و هي مجموعة من الأصول تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة و الذي يسعى دائماً إلى اختيار تشكيلة أفضل بحيث تحقق أكبر عائد على مستوى مقبول من المخاطرة. وهذا ما ينص عليه مبدأ تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى فهي تمزج تشكيلة من الأدوات المالية المتنوعة تكون مثالية قدر الإمكان بالنسبة للمستثمر. يشمل مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى تحقيق أعلى العوائد بأقل الخاطر قصد تحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة إن الأسهم العادية بمثابة أداة ملكية في رأس ما الشركة و التي تعطي لصاحبها ميزات مختلفة و التي من بينها المشاركة في عملية الإدارة.

الفصل الثاني:

تكوين المحفظة الاستثمارية

المتلى للأسهم العادية في

سوق المال السعودي

تمهيد:

إن الاستثمار في أي سوق مالي لا يكون بطريقة عشوائية وإنما بإتباع مؤشرات و معطيات و نماذج يتم من خلالها التوصل إلى الخيار الاستثماري المناسب. فأدوات الاستثمار المالية في أسواق الأوراق المالية ما زالت تعتبر من أكثر التقنيات تعقيدا و غموضا و ذلك لأنها جمعت بين عدد كبير من العلوم و التقنيات من رياضيات و احصاء و إعلام آلي...، و تعتبر الاساليب المستعملة لتقييم الأسهم من أشهرها حيث اهتم جزء منها بتحديد قيمة الاسهم العادلة او الحقيقة بالاعتماد على العوائد التي تحققها و المخاطرة التي تتعرض اليها سواء كانت منتظمة او غير منتظمة و التي من بين نموذج خصم المقسوم النقدي، الذي يمكن الاعتماد عليه في معرفة كيفية بناء و تكوين محفظة استثمارية مثلى.

حيث قمنا بتقسيم هذا الفصل الى ثلاث مباحث وهي كالتالي:

المبحث الاول الذي تناولنا الادبيات النظرية حول السوق السعودي

المبحث الثاني الذي تناولنا فيه شركات السعودية عينة الدراسة

المبحث الثالث تناولنا فيه تكوين المحافظ الاستثمارية لشركات عينة الدراسة وفق النموذج خصم المقسوم النقدي.

المبحث الاول: الادبيات النظرية حول سوق الاسهم السعودي

لقد اصبحت اسواق الاسهم تحظى باهتمام كبير في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الاسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها الى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني و تزيد من معدلات رفاهية الافراد. الا المراقب الاداء سوق الاسهم السعودي يلاحظ ان هناك تغيرات واسعة تحدث بشكل متسارع من ان لآخر ومن هنا فانه من الهمية التطرق الى واقع نشوء وتطور السوق السعودي واهميته و سماته.

المطلب الاول: نشأة السوق المالي السعودي

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في اوسط الثلاثينات عندما تم تأسيس اول شركة مساهمة في المملكة السعودية وهي الشركة العربية للسيارات ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة. وقد ادى النمو الاقتصادي السريع في السبعينات الى تأسيس عدد ضخم من الشركات و البنوك المساهمة. وقد تم طرح كم هائل من الاسهم على الجمهور في هذه الفترة .

وبقي السوق المالي السعودي "غير منظم" حتى اوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة للنظر في ايجاد سوق منظم للتداول و ايجاد الانظمة اللازمة لذلك. وفي عام 1984 تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزارة التجارية و مؤسسة النقد بهدف تنظيم وتطوير السوق. وقد عهدوا الى مؤسسة النقد ,بعد ذلك بمهمة التنظيم اليومي للسوق.

وقد تم حصر الوساطة في التداول للاسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الاطار التنظيمي للتداول و في عام 1984 تم تأسيس شركة السعودية لتسجيل الاسهم عن طريق البنوك التجارية. وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات للمساهمة ,و تقوم بتسوية وتفاصيل جميع عمليات الاسهم وقد ادخل نظام التسوية الالية والتفاصيل في عام 1989. وتم تطوير النظام الالي لمعلومات الاسهم ,وتشغيله من قبل المؤسسة في عام 1990. بينما تم اعتماد تشغيل نظام التداول ابتداء من اكتوبر 2001 م وهو النظام الجديد لتداول الاوراق المالية والتفاصيل و التسوية.

وفي تاريخ 1424/06/2 هـ، الموافق 2003/07/31 م، تأسست هيئة السوق المالية بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30). وتمثل الجهاز الحكومي المسؤول عن ادارة و تنظيم السوق المالي السعودي ,وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. تتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية و المالية و الادارية ,و تهدف الهيئة لتنظيم و تطوير السوق المالية في المملكة ,ولها وضع و فرض اللوائح و القواعد الهادفة الى حماية المستثمرين ,و ضمان العدالة و الكفاءة في سوق الاوراق المالية.⁽¹⁾

¹ - <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar> On the date: 05/08/2020

المطلب الثاني: سمات سوق المال السعودي⁽¹⁾

- ان السوق المالي السعودي هو الاكبر في المنطقة، ولديه امكانية للنمو و التطور. فعلى الرغم من ان عدد المنشأة المدرجة ضمن قائمة السوق قليلة بالنسبة للأسواق الاخرى الا ان القيمة السوقية الاجمالية و معدل رسملة السوق بلغت تشكل ما يناهز القيمة السوقية لباقي الاسواق العربية مجتمعة.
- في سوق الاسهم السعودي لا يتم التداول الاعلى اسهم المنشأة السعودية والتي يمكن تصنيفها الى قطاعات رئيسية هي: قطاع المصارف، قطاع الاسمنت، قطاع الصناعة، قطاع الخدمات، قطاع الكهرباء، قطاع الزراعة، قطاع الاتصالات و قطاع التامين.
- الاستثمار الاجنبي في السوق المالي السعودي مصرح به للأشخاص الطبيعيين و الاعتباريين من دول مجلس لدول الخليج العربية بالإضافة الى المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، فيما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشر في الاسهم المنشأة المدرجة في قائمة السوق السعودي، مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائما عن صناديق الاستثمار المشتركة .
- هناك جزء معتبرة من اسهم المنشأة المدرجة في السوق مملوكا للحكومة السعودية كما ان قسما من كبار المستثمرين يميل الى الاحتفاظ بالأسهم لفترات طويلة تضعف من السيولة السوق احيانا وتقلل من حصة الاسهم المتداولة للشركات المدرجة .
- هناك عدد من العوامل التي يمكن ان تسهم في اعطاء السوق عمقا اكبر وتنوعا في فرص الاستثمار منها:
 - امكانية توجيه الحكومة خصخصة جزء من المشاريع المملوكة من قبلها عن طريق خلق شركات استراتيجية او بيع جزء من المساهمات الى جمهور المتعاملين بالسوق، وهو الامر الذي بدا العمل به.
 - ان الفرصة اصبحت اكثر ملائمة لتحويل عدد من المشاريع التي تزاول اعمالها شركات افراد او شركات خاصة للتحويل الى شركات مساهمة عامة عن طريق التنازل عن جزء من مساهمة املاك للأفراد او شركاء جدد وادراج هذه الشركات في السوق المالي
 - اضافة الى ذلك فان الفرصة اصبحت مواتية لان ترى مشاريع النور من خلال انشاء شركات جديدة في قطاعات مازلت واعدة مثل قطاعات البنوك و التامين و الصناعة.

¹ - <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>; Op cit; On the date: 05/08/2020

المطلب الثالث: المهام الأساسية للسوق المالي السعودي (1)

- تنظيم السوق المالي وتطوره, وتنمية وتطوير اساليب الجهات العاملة في تداول الاوراق المالية.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة او غير السليمة او التي تنطوي على الاحتيال, بتدليس, غش او تلاعب.
- العمل على تحقيق العدالة و المصداقية و الشفافية في معاملات الاوراق المالية.
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الاوراق المالية.
- تنظيم و اصدار الاوامر المالية و مراقبة التعامل بها.
- تنظيم ومراقبة اعمال و النشاطات الاطراف الخاضعة الاشراف هيئة السوق المالية.
- تنظيم و مراقبة الافصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية و الجهات المصدرة لها.

¹ - عبو هدى، عبو ربيعة، سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، revue des recherches en sciences financières et comptables، العدد 04، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2017، ص ص 123-124.

المبحث الثاني: الشركات السعودية عينة الدراسة

يتضمن هذا المبحث مجتمع البحث أو عينته، و المتمثلة في أربعة شركات تعمل في نفس القطاع و هو القطاع الصناعي. و الدرجة بدورها في السوق السعودي للأوراق المالية، و ما يبرر اختيارنا لهاته الشركات هو توفر المعلومات عنها خلال المدة الزمنية التي تناولها بحثنا، و فيما يلي بعض المعلومات المتعلقة بالشركات عينة البحث:

المطلب الأول : الشركة السعودية للصناعات المتطورة

سنتناول في هذا المطلب نشأة الشركة السعودية للصناعات المتطورة و أهم المهام و الأنشطة التي تمارسها.

الفرع الأول: نشأة الشركة السعودية للصناعات المتطورة

الشركة السعودية للصناعات المتطورة هي شركة مساهمة سعودية تأسست سنة 1445هـ الموافق ل2019م وفقا لأحكام نظام الشركات و لوائحه، حيث قدر رأس مالها بما قيمته خمسمائة مليون ريالاً سعودياً، يقع مقرها الرئيسي في مدينة الرياض، و يجوز لها إنشاء فروع و مكاتب. تقدر مدة الشركة أو عمرها القانوني ب99سنة ميلادية، تبدأ من تاريخ قيدها في السجل التجاري.

الفرع الثاني: مهام و أنشطة الشركة السعودية للصناعات المتطورة

تمارس هاته الشركة مجموعة من المهام و الأنشطة المتنوعة و التي تخدم أهدافها التوسعية و المتمثلة في:

- الاستثمار في قطاع الصناعات البتروكيمياوية و قطاع الصناعات و قطاع الخدمات و الاستثمارات المالية.
- الاستثمار في قطاع التعليم و الصحة و الصناعات الغذائية.
- بيع و شراء الأوراق المالية.
- تملك العقارات و إنشاء المباني و المستودعات اللازمة.

المطلب الثاني: شركة المملكة القابضة

تعتبر شركة المملكة القابضة من الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالي السعودي لما له من أهمية فيه

الفرع الأول: نشأة شركة المملكة القابضة

شركة المملكة القابضة هي شركة مساهمة مدرجة في السوق السعودية للأوراق المالية تأسست سنة 1438هـ الموافق ل2017م، برأس مال قدره سبعة و ثلاثين مليار و ثمانية و خمسين مليون و ثمانمائة و ثلاثة و عشرون ألف ريال سعودي. وفقاً لأحكام السجل التجاري و لوائحه يقع مقرها الرئيسي في مدينة الرياض بالمملكة العربية السعودية، يبلغ عمرها القانوني 99سنة ميلادية يبدأ من تاريخ صدور

الفصل الثاني:تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية في سوق المال السعودي

القانون الوزاري بإعلان تحولها. و يجوز لمجلس الإدارة أن ينشأ فروع أو مكاتب أو وكالات داخل المملكة و خارجها.(1)

الفرع الثاني: المهام و الأنشطة التي تمارسها شركة المملكة القابضة

تمارس هاته الشركة مجموعة من المهام و الأنشطة المتنوعة و التي تخدم أهدافها التوسعية والتمثلة في:

- إدارة الشركات التابعة لها أو المشاركة في إدارة الشركات الأخرى التي تساهم فيها و توفير الدعم اللازم لها.

- استثمار أموالها في الأسهم و غيرها من الأوراق المالية.
- امتلاك العقارات و المنقولات اللازمة لمباشرة أعمالها.
- امتلاك حقوق الملكية الصناعية من براءات الاختراع و العلامات التجارية و الصناعية و حقوق الامتياز و غيرها من الحقوق المعنوية و استغلالها و تأجيرها للشركات التابعة لها و لغيرها.

المطلب الثالث: شركة الباحة للاستثمار و التنمية

تعتبر شركة الباحة للاستثمار و التنمية من الشركات المساهمة المدرجة في السوق المايبى السعودي لما لها من اهمية

الفرع الأول: نشأة شركة الباحة للاستثمار و التنمية

شركة الباحة للاستثمار و التنمية هي شركة مساهمة سعودية مدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية، و هذا وفقا لأحكام نظام الشركات و لوائحه. برأس مال قدره مائة و سبعون مليون ريال سعودي، يبلغ العمر القانوني للشركة ب99 سنة ميلادية و يجوز لمجلس الإدارة أن ينشأ فروع ووكالات داخل أو خارج المملكة. يقع مقرها الرئيسي في مدينة الباحة.

الفرع الثاني: مهام و أنشطة شركة الباحة للاستثمار و التنمية

تمارس هاته الشركة مجموعة من المهام و الأنشطة المتنوعة و التي تخدم أهدافها التوسعية والتمثلة في:

- إقامة و إدارة و تشغيل و صيانة الأسواق المركزية و المجمعات التجارية و السكنية و الشقق المفروشة و المطاعم و الفنادق و محطات الوقود و المقاهي و البوفيهات و المخازن و الحلويات و غيرها.
- تملك و استصلاح الأراضي الزراعية لاستغلالها في إقامة مشاريع الإنتاج الزراعي و الحيواني
- إقامة المشروعات الصناعية المختلفة

¹ - <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar> On the date: 07/08/2020

²- Op cit; On the date: 07/08/2020.

- إقامة المنشآت و المشروعات الترفيهية و السياحية و استثمارها و ادارتها و تشغيلها و صيانتها
المطلب الرابع: شركة عسير للتجارة و السياحة و الصناعة و الزراعة و العقارات و أعمال
المقاولاتية

تعتبر شركة عسير من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي لما لها من اهمية فيه

الفرع الأول: نشأة شركة عسير

شركة عسير هي شركة مساهمة سعودية مدرجة في السوق المالي السعودي، تأسست بناء على أحكام نظام الشركات و لوائحه في تاريخ 1441هـ الموافق ل2019م. حيث قدر رأس مالها بمليار و مائتان و ثلاث و ستون مليوناً و ثمان مائة و ثمانية و ثمانون ألفاً و ثمانمائة و تسعون ريال، بعمر قانوني قدر ب99 سنة ميلادية يقع مقرها الرئيسي في مدينة أبها السعودية و يجوز لمجلس الإدارة فتح فروع داخل أو خارج المملكة.

الفرع الثاني: مهام و أنشطة شركة عسير السعودية

تمارس هاته الشركة مجموعة من المهام و الأنشطة المتنوعة و التي تخدم أهدافها التوسعية و المتمثلة في: (1)

- مزاولة كافة أوجه النشاط التجاري بما في ذلك أعمال الاستيراد و التصدير و أعمال التوكيلات التجارية.
- إقامة استثمار و استغلال كافة أنواع المنشآت و المشروعات السياحية بما في ذلك تقديم الخدمات السياحية بأنواعها المختلفة في منطقة عسير و المناطق الأخرى التي تباشر الشركة نشاطها فيها.
- إقامة المشروعات الصناعية المختلفة و التي تحتاجها المنطقة و تساهم في تنميتها اقتصادياً و تطويرها اجتماعياً.

¹ - <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar> On the date: 07/08/2020.

المبحث الثالث: تكوين محافظ استثمارية للشركات عينة الدراسة وفق نموذج

خصم المقسوم النقدي

سنتناول في هذا المبحث طريقة تكوين محافظ الاستثمار المثلى للأسهم العادية للشركات عينة الدراسة و المدرجة بدورها في سوق المال السعودي وفق نموذج خصم المقسوم النقدي، و الذي سنبرز من خلاله التذبذب الحاصل بين القيمة السوقية للأسهم العادية و القيمة الحقيقية لها لاتخاذ القرار الاستثماري الأمثل فيها.

المطلب الاول: مفهوم نموذج خصم المقسوم النقدي

يعد نموذج خصم المقسوم النقدي طريقة لتقييم التدفقات النقدية "مقسوم الأرباح" السنوية المتولدة عن السهم، والتي تنمو بمعدل ثابت للفترة المستقبلية. مؤثرة بذلك على القيمة الحقيقية للسهم العادي، و يمكن التعبير عن هذا النموذج بالصيغة التالية:

$$P_0 = \frac{D_i}{K - g} \quad (45)$$

P_0 = القيمة الحقيقية للسهم.

D_i = توزيعات الأرباح.

K = معدل العائد المطلوب على استثمار الأسهم.

ووفقا لنموذج خصم المقسوم النقدي فإنه إذا قيم سهم معين فان سعره يمثل القيمة الحقيقية "للسهم السعر العادي" من وجهة نظر المستثمر للسهم الذي يملكه، فإذا كان السعر المتداول للسهم المعني "أي القيمة السوقية له" أكبر من سعره الحقيقي "العادل" هذا يعني أن السهم مقيم بأعلى من قيمته الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للبيع.

إن إقدام المستثمر على بيع السهم لأنه قيم بأعلى من قيمته الحقيقية يجعل جانب العرض يتفوق على جانب الطلب الذي سيؤدي إلى انخفاض سعر السهم حتى يصل إلى القيمة الحقيقية "العادلة" إن تقييم الأسهم و اكتشاف الخلل في تسعيرها و من ثم القيام ببيعها و بشرائها حسب واقع الحال يسهم في تعزيز كفاءة الأسواق المالية و تصويب الخلل الموجود في تسعير الورقة المالية.

أما إذا كان السعر السائد في السوق "القيمة السوقية للسهم" أقل من قيمته الحقيقية "السعر العادل للسهم" فهذا يعني بأن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء.⁽¹⁾

¹ - هشام طلعت عبدالحكيم، انوار مصطفى، مرجع سابق ص 60

الفصل الثاني:تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية في سوق المال السعودي

إن إقدام المستثمر على شراء السهم لأنه مقيم بأقل من قيمته الحقيقية "العادلة" يجعل جانب الطلب متفوق على جانب العرض، و من ثم سيستجيب السوق لقوى العرض و الطلب و سيرتفع سعر السهم حتى يصل إلى قيمته الحقيقية "العادلة"

المطلب الثاني: معدل أو نسبة المقسوم: حسب معدل أو نسبة المقسوم بقسمة مقسوم الأرباح المدفوع لحملة الأسهم السنة الأخيرة على القيمة السوقية للسهم في نهاية الشهر الأخير، و يظهر معدل أو نسبة المقسوم كنسبة مئوية سنوية وفق المعادلة التالية:

$$\text{نسبة المقسوم} = \frac{\text{مقسوم الأرباح للأسهم}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

يعد معدل المقسوم من المقاييس التقريبية لمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين، حيث يمكن قياس معدل العائد المطلوب بقسمة الأرباح على القيمة السوقية للسهم مضافا إليه معدل النمو في المقسوم وفق الصيغة التالية:

$$RRR = \frac{D}{P} + g$$

RRR = معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم.

D = مقسوم الأرباح للسهم.

g = معدل النمو في المقسوم.

P = السعر السوقي للسهم

المطلب الثالث: معدل العائد المطلوب

يعد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم أدنى عائد يعوض به المستثمر مقابل تحمله الخطر، و يعتمد هذا المعدل على درجة المخاطرة التي تصاحب هذا العائد. و المخاطرة هنا هي المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، لذلك يتركز اهتمام المالىين على هذه المخاطرة و كلما ازدادت المخاطرة النظامية يزداد معها معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة.

و يمثل العائد المطلوب على السهم العادي دالة للمستوى العام لمعدلات العائد للاستثمارات الخالية من المخاطرة، و كذلك للمخاطرة النظامية لذلك السهم و يعني هذا أن معدل العائد المطلوب يتكون من جزأين هما معدل العائد الخالي من المخاطرة و علاوة المخاطرة.

يستخدم نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية لحساب معدل العائد المطلوب على لاستثمار في الاسهم العادية. و يحسب معدل العائد المطلوب وفق نموذج تسعير الموجودات الرأس مالية بالصيغة التالية:⁽¹⁾

¹ - هشام طلعت عبدالحكيم، انوار مصطفى، مرجع سابق ص ص 60 - 61

$${}^1RRR = R_f(R_m - R_f)B_j$$

RRR = معدل العائد المطلوب.

R_f = معدل العائد الخالي من المخاطرة.

R_m = معدل العائد على محفظة السوق.

$(R_m - R_f)$ = علاوة مخاطرة السوق.

B_j = معامل بيتا للسهم (وهو مقياس للمخاطرة النظامية للسهم).

يعتبر معامل بيتا المتغير الأساس لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية و يعرف بأنه "مقياس للمخاطرة النظامية، و مؤشر لمدى استجابة عائد سهم معين للتغيرات الحاصلة في عائد محفظة السوق. و يتم قياس معامل بيتا لأي ورقة مالية وفق المعادلة التالية:

$$B_j = \frac{P_{im}\sigma_i\sigma_m}{\sigma_m^2}$$

P_{im} = الارتباط بين العائد على محفظة السوق والعائد على السهم.

σ_i = الانحراف المعياري لعائد السهم.

σ_m = الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

σ_m^2 = تباين عائد محفظة السوق.

1. المرتفعة:

- و هي الأسهم التي لها معاملات بيتا أكبر من الواحد ($Beta > 1$) و هذا يعني أن مخاطرتها أعلى من معدل مخاطرة محفظة السوق، كما أن أداء هذه الأسهم يكون بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش.

2. المعتدلة:

و هي الأسهم التي لها معاملات بيتا مساوية للواحد ($Beta = 1$)، وهذا يعني أن معدل عوائد الأسهم ومخاطرها تتحرك بشكل متجانس و متطابق تماما مع معدل ومخاطرة محفظة السوق.

3. المنخفضة:

و هي الأسهم التي لها معاملات بيتا أقل من الواحد ($Beta < 1$)، و هذا يعني بأن مخاطرتها أقل من مخاطرة محفظة السوق، كما أن أداء الأسهم لا يكون بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش، و بالعكس فانه لا يهبط كثيرا عندما يكون السوق في حالة هبوط كبير أو ما يعرف بسوق الدب.⁽²⁾

² - هشام طلعت عبدالحكيم، انوار مصطفى، مرجع سابق ص 62.

الجدول رقم 01: نتائج تقييم أسهم الشركة السعودية للصناعات المتطورة باستخدام نموذج مقسوم الأرباح

السنوات	توزيعات الأرباح	معدل العائد المطلوب على السهم	القيمة الاسمية للسهم	القيمة الحقيقية للسهم	القيمة السوقية للسهم	تقييم النتائج لأسهم عينة البحث	تقييم السهم
2015	0.43	0.032	10	10.032	13.62	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2016	0.43	0.036	10	10.036	12.05	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2017	0.5	0.036	10	10.036	13.76	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2018	0.25	0.019	10	10.019	12.94	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2019	0.25	0.018	10	10.018	13.67	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
المتوسط	0.372	0.028	10	10.0282	13.208		
معامل بيتا					0.023 -		

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على بيانات الشركة المتاحة على الرابط التالي:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>

- يتضح من خلال تحليل نتائج الجدول بان القيمة الحقيقية لاسهم شركة السعودية لصناعات المتطورة لسنة 2015 قد بلغت 10,032 وهي ادنى من القيمة السوقية للسهم و البالغة 13,62 وهذا يعني ان السهم مقيم بأعلى مما يجب.

- اما في سنة 2016 قد بلغت القيمة الحقيقية 10,036 وهي ادنى من قيمة السوقية للسهم و البالغة 12,05 وهذا يدل على ان السهم مقيم بأعلى مما يجب. وبالنسبة لسنوات على التوالي 2017, 2018, 2019 قد بلغت القيمة الحقيقية 10.036, 10.019, 10.018 وهي ادنى من

الفصل الثاني:تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية في سوق المال السعودي

القيم السوقية لسنوات على التوالي 13.67, 12.94, 13.67 وهذا يدل على ان السهم مقيم بأعلى مما يجب.

الجدول 02: نتائج تقييم اسهم شركة عسير للتجارة و السياحة والصناعة بالاستخدام نموذج خصم المقسوم النقدي

السنوات	توزيعات الارباح	معدل العائد المطلوب على السهم	القيمة الاسمية للسهم	القيمة الحقيقية للسهم	القيمة السوقية للسهم	تقييم النتائج لأسهم عينة البحث	تقييم السهم
2015	0.98	0.042	10	10.042	23.45	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2016	0.99	0.055	10	10.055	17.95	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2017	1	0.077	10	10.077	12.94	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2018	0.12	0.013	10	10.013	9.21	$P_0 < P_1$	أقل مما يجب
2019	0.11	0.012	10	10.012	9.08	$P_0 < P_1$	أقل مما يجب
المتوسط	0.64	0.040	10	10.0398	14.526		
معامل بيتا					-1.244		

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على بيانات الشركة المتاحة على الرابط التالي:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>

ويتضح من خلال اسهم شركة عسير للتجارة و السياحة و الصناعة قد بلغت قيمتهم الحقيقية في سنوات 2015,2016,2017 قد بلغت قيمتهم الحقيقية على التوالي 10.042, 10.055, 10.077 وهم ادنى من القيم السوقية التي بلغت على التوالي 23.45, 17.95, 12.94 وهذا يدل على ان الاسهم مقيمة بأعلى مما يجب.

اما سنتين 2018 و 2019 قد بلغت قيمتهما الحقيقية على التوالي 10.013, 10.012 وهي اعلى من القيمة السوقية و البالغة على التوالي 9.21, 9.08 وهذا يدل على ان السهم مقيم باقل مما يجب.

الفصل الثاني:تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية في سوق المال السعودي

الجدول رقم 03: نتائج تقييم أسهم الشركة الباحة للاستثمار والتنمية باستخدام نموذج المقسوم النقدي

السنوات	توزيعات الأرباح	معدل العائد المطلوب على السهم	القيمة الاسمية للسهم	القيمة الحقيقية للسهم	القيمة السوقية للسهم	تقييم النتائج لأسهم عينة البحث	تقييم السهم
2015	0	0.000	10	10	22.5	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2016	0	0.000	10	10	22.5	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2017	0	0.000	10	10	23.76	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2018	0	0.000	10	10	23.68	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2019	0	0.000	10	10	17.22	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
المتوسط	0	0.000	10	10	21.932		
معامل بيتا					-0.355		

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على بيانات الشركة المتاحة على الرابط التالي:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>

ومن خلال اسهم شركة الباحة للاستثمار والتنمية للسنوات 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 بالنسبة لقيمتهم الحقيقية فهي متشابهة النتائج فكانت على التوالي 10, 10, 10, 10, 10 وهي اقل من قيمتهم السوقية البالغة على التوالي 22.5, 22.5, 23.76, 23.68, 17.22. اسهم الشركة من 2015 الى 2019 قد قيمت بأعلى مما يجب.

الفصل الثاني:تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى لأسهم العادية في سوق المال السعودي

الجدول رقم 04: تقييم نتائج أسهم الشركة المملوكة القابضة باستخدام نموذج خصم المقسوم النقدي

السنوات	توزيعات الارباح	معدل العائد المطلوب على السهم	القيمة الاسمية للسهم	القيمة الحقيقية للسهم	القيمة السوقية للسهم	تقييم النتائج لأسهم عينة البحث	تقييم السهم
2015	0.7	0.044	10	10.044	15.8	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2016	0.7	0.058	10	10.058	12.01	$P_0 > P_1$	أعلى مما يجب
2017	0.7	0.078	10	10.078	8.94	$P_0 < P_1$	أقل مما يجب
2018	0.7	0.090	10	10.09	7.8	$P_0 < P_1$	أقل مما يجب
2019	0.7	0.093	10	10.093	7.55	$P_0 < P_1$	أقل مما يجب
المتوسط	0.7	0.073	10	10.0726	10.42		
معامل بيتا					-0.707		

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على بيانات الشركة المتاحة على الرابط التالي:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>

من خلال اسهم شركة الباحة للاستثمار والتنمية للسنوات 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 بالنسبة لقيمتهم الحقيقية فهي متشابهة النتائج فكانت على التوالي 10, 10, 10, 10, 10 وهي اقل من قيمتهم السوقية البالغة على التوالي 22.5, 22.5, 23.76, 23.68, 17.22 اي ان اسهم الشركة من 2015 الى 2019 قد قيمت بأعلى مما ي

- من خلال المعطيات المتواجدة في الجداول تبين أن معامل بيتا لجميع الشركات عينة الدراسة أقل من اسهم شركة الباحة للاستثمار والتنمية للسنوات 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, بالنسبة لقيمتهم الحقيقية فهي متشابهة النتائج فكانت على التوالي 10, 10, 10, 10, 10, وهي اقل من قيمتهم السوقية البالغة على التوالي 22.5, 22.5, 23.76, 23.68, 17.22, اي ان اسهم الشركة من 2015 الى 2019 قد قيمت بأعلى مما يجب.

الواحد وهي كالتالي:

الفصل الثاني:تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم العادية في سوق المال السعودي

بالنسبة للشركة السعودية للصناعات المتطورة -0.023 اقل من 1، بالنسبة لشركة عسير للتجارة و السياحة و الصناعة -1.244 اقل من 1، و شركة الباحة للاستثمار و التنمية -0.355 اقل من 1، و شركة المملكة القابضة -0.707 اقل من 1

و هنا يتضح أن أسهم محافظ هذه الشركات تتميز بمخاطرة اقل من مخاطرة محافظ السوق، و هذا يعني أنها تسيير عكس اتجاه السوق.

من خلال عينات الدراسة استنتجنا ما يلي:

❖ أثبتت نتائج البحث صحة الفرضية المتعلقة بوجود علاقة تناسب طردي بين القيم السوقية و القيم

الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث

❖ أثبتت نتائج التي توصل اليها البحث حول قياس القيمة الحقيقية للسهم بان هذه القيمة كانت

مبتعدة عن القيمة السوقية للسهم وهذا يؤثر حالة سلبية في السوق الامر الذي انعكس في ابتعاد القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية للاسهم .

❖ بالنسبة للمستوى الفردي للشركات وجد بان البعض من الشركات كشركة الصناعات المتطورة عدم

تطابق القيمة الحقيقية فيها مع القيمة السوقية الا انها كانت متقاربة نوعا ما بما يدل بان تقييمها افضل من باقي الشركات.

❖ نلاحظ بان معاملات بيتا جميع اسهم الشركات كانت اقل من 1، وهذا يدل بانها تصنف ضمن الاسهم المنخفضة.

❖ كانت معدلات النمو سلبية لجميع اسهم الشركات، وهذا يؤثر حالة سلبية في هذه الشركات.

خلاصة الفصل الثاني:

- إن الاستثمار في الشركات عينة الدراسة لا يكون مباشرة و إنما يخضع لعملية دراسة و تحليل في أسهمها من قبل المستثمرين، قبل الشروع في عملية الاستثمار في محافظها.
- كما تناولنا أحد النماذج العلمية المستخدمة في تقييم الاسهم العادية و هو نموذج خصم المقسوم النقدي، و الذي تم بواسطته إعطاء قيم تمكّن المستثمر من اختيار أسهمه العادية الامثل لتكوين محفظته الاستثمارية المثلى.

الخاتمة

الخاتمة:

يعد موضوع المحفظة الاستثمارية من الموضوعات المهمة في الإدارة المالية لأن هدف أي مستثمر هو تكوين محفظة استثمارية كفاء، بالشكل الذي يقلل من المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر فيما لو كان الاستثمار موجهاً إلى ورقة مالية معينة. و لكي يتمكن المستثمر من تكوينها فهذا يتطلب إمكانيات و خبرة في هذا المجال و دراسات علمية من أجل تكوينها.

و كذلك تحديد المخاطر المتوقعة التي يتعرض لها الاستثمار و ما هي المتغيرات و الظروف التي تواجهه عند تكوين هذه المحفظة، و ما هي الإجراءات التي يتخذها عند اختيار استثمار معين. و قد تم التوصل من خلال بحثنا هذا إلى جملة من النتائج و هي:

- بناء و تكوين أي محفظة استثمارية يمثل مجموعة من القواعد و المبادئ و المحددات.
- تتلخص أهداف المحفظة الاستثمارية في تحقيق أقصى عائد ممكن، تنمية المحفظة، استمرار تدفق الدخل، و التنويع.
- اختيار الأسهم العادية لتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى هو الآخر يخضع لتقييم معين قصد الاختيار الأمثل.
- يعتبر نموذج خصم المقسوم النقدي أحد النماذج ذات النتائج المرضية و المساعدة في عملية الاختيار للأدوات المالية لتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى و التي من بينها الأسهم العادية.
- إنّ اختيار الأسهم العادية وفق قيمها الدفترية و السوقية بالمقارنة بينهما قبل اتخاذ القرار في الاستثمار أمر ضروري.

التوصيات:

- على المستثمر إتباع السياسة المتوازنة لأنها تمزج بين أدوات المحافظ الاستثمارية و المخاطرة و تسعى إلى تحقيق الربح.
- يوصى باعتماد المستثمر على مبدأ التنويع كأمر أساسي في محفظته الاستثمارية قصد تخفيض نسبة المخاطرة من جهة و تنويع العوائد من جهة أخرى.
- ضرورة اختيار نموذج معين في تقييم العينة محل الاستثمار.
- يوصي البحث بإجراء دراسات أخرى و على عينات بحثية أوسع و ذلك للتأكد من مدى إمكانية الاعتماد على النماذج كطريقة للتمييز و اختيار الأنسب منها لتشكيل محفظة المستثمر المثلى.
- يوصي البحث باستخدام نموذج خصم المقسوم النقدي لأغراض تقييم الاستثمار في الأسهم العادية.

الآفاق المستقبلية:

- العمل على تطوير السوق المالي السعودي بصفة دائمة و مستمرة للتماشي مع التطورات المالية الحاصلة .

- التوسع في سوق الأسهم بالأخص العادية منها
- زيادة التنوع في الأوراق المالية في السوق المالي السعودي
- إدخال نماذج جديدة وسهلة لتمكين المستثمر البسيط من فهم طريقة تكوين محفظته الاستثمارية المثلى
- العمل على وضع نظام جديد ومبتكر لزيادة درجة التناسق العلمي بين الي بين الإدارة المالية للسوق المالي السعودي وإدارة المحافظ ، قصد توفير المعلومات بمصداقية وشفافية أكثر حتى لا يقع العميل صاحب المحفظة في ملاحظات مع إدارة المحفظة .

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب

- 01-أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية ، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، الطبعة الأولى ، دار اليازوري العملية للنشر و التوزيع ، الأردن ، عمان ، 2010 .
- 02-خالد وهيب الراوي ، إدارة المخاطر المالية ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى عمان 2009.
- 03-خلفان حمد عيسى ، إدارة الاستثمار و المحافظ المالية ، الطبعة الأولى ، الجنادرية للنشر و التوزيع ،الأردن -عمان ، 2016.
- 04-دريد كامل آل شيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري ،الطبعة الأولى ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2009 ، ص248-249.
- 05-دريد كمال آل شيب ، ادارة المحافظ الاستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، عمان - الأردن ، 2010 ، ص21.
- 06- زياد رمضان ، مروان شموط ، الأسواق المالية ، الطبعة الثالثة ، جامعة القدس المفتوحة.
- 07-سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية الحديثة، الطبعة الأولى، دار الرياءة للنشر و التوزيع ، عمان -الأردن 2009.
- 08-السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر- عمان 2010.
- 09-غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، عمان - الأردن 2007.
- 10-فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر -عمان، 2008.
- 11-قاسم نايف علوان ، ادارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق) ،الطبعة الأولى ، دار الثقافة للنشر و التوزيع ، عمان-الأردن ، 2009.
- 12-محمد علي إبراهيم العامري ، إدارة محافظ الاستثمار ، الطبعة الأولى ، دار إثراء للنشر والتوزيع -عمان ، جامعة بغداد -العراق ، 2013 .
- 13- محمد مطر ، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقي) ،الطبعة السادسة ، دار وائل للنشر و التوزيع -عمان ، 2006.
- 14-منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية و صناديق الاستثمار ، الطبعة الأولى ،توزيع دار المعرفة الجامعية ،الإسكندرية ، 2016.

قائمة المراجع

- 15- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، الطبعة الأولى، مركز دالتا للطباعة، الإسكندرية ، 2012.
- 16- هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان - الأردن ، 2009 ، ص 222.
- 17- وليد صافي ، انس البكري ، الأسواق المالية و الدولية ، الطبعة الأولى ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان ، 2009.

ثانياً: المذكرات

- 18- بوزيد سارة ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص ادارة مالية ، جامعة منتوري-قسنطينة ، 2006-2007.
- 19- توفيق عوض بشير محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على بناء أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية - غزة، فلسطين 2015.
- 20- رفيق مزاهدية ، الاتجاهات العشوائية و التكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية و تأثيرها على فرص التنويع الاستثماري ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي ، جامعة الحاج لخضر - باتنة ، 2014-2015 .
- 21- سعيدة تلي ، التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرياح - ورقلة ، 2009.
- 22- سلمان عادل ، دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي - دراسة حالة ماليزيا - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص أسواق مالية و بورصات ، جامعة محمد خيضر - بسكرة ، 2013 - 2014 .

- 23- عبو هدى، عبو ربيعة، سياسات و استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية، بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية Revue des recherches en sciencefinancieres et comtables، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2017.

ثالثاً: المقالات

- 24- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها و مخاطرها، مجلة الباحث، العدد 03، 2004.

- 25- جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الوهاب جعفر ، ادارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص ، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الادارية ، المجلد 04 ، العدد 27 ، جامعة الكوفة ، 2016.
- 26- سعد مجيد الجنابي، أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطرة المالية ، دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية ، مجلة المثنى للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، جامعة المثنى ، المجلد 9 ، العدد 1 ، 2019.
- 27- كرار سليم عبد الزهرة، حسنين كاظم عوجة، حسنين راغب طلب، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة لسوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد 29، جامعة الكوفة ، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، السنة 9.
- 28- نعمان محصول ، نور الدين محرز ، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة ، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي ، المجلد 15 ، العدد 02 ، الجزائر، 2018.
- 29- هشام طلعت عبد الحكيم ، أنور مصطفى ، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) ، دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة الإدارة و الاقتصاد ، العدد 81 ، 2010 .