وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الشريف مساعدية

سوق أهراس

Université Mohamed Chérif Messadia
Souk Ahras
Mohamed Chérif Messadia University
SoukAhras

كلية: العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم التسيير ل م د

السنة الجامعية: 2023/2022

مذكـــــــرة

ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر

تقدير علاوة المخاطرة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق الأوراق المالية

-دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية-

الشعبـة

علوم التسيير

التّخصص

مالية المؤسسة

من إعداد

شيبوني صالح

شلغاف ليلى

لجنة المناقشة

الرئيس	الرتبة العلمية أستاذ محاضر- -	الجامعة محمد الشريف مساعدية
المشرف **بن سليم محسن**	الرتبة العلمية أستاذ محاضر — ب-	الجامعة محمد الشريف مساعدية
الممتحن	الرتبة العلمية أستاذ مساعد — -	الجامعة محمد الشريف مساعدية

رقم :...../2023

بسم الله الرحمن الرحيم

الإهداء

أهدي ثمرة سنين هذا الجهد والعمل

الذي أفنيت من أجله ربيع عمري وأجمل سنين حياتي فقط،

من أجل التعلم والتعليم والعطاء فما أفقر الحياة من دون علم

المعرفة وما أجمل الحياة التي يسطع فيها نور العلم فيشرقها من

جديد.

فأهدي هذا العمل المتواضع إلى:

إلى الوالدين الكريمين

إلى إخوتي وأخواتي

إلى كل الأهل والأقرباء

إلى كل الزملاء والأصدقاء

شكر و تقدير

"رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و على والدي.."

الآية 19 من سورة النمل

بعد الحمد و الشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي

لإتمام هذا العمل.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر

والتقدير لأستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور : بن سليم محسن لقبوله الإشراف على

هذا البحث

وما تقدم به من نصح وتوجيه وإرشاد طيلة

فترة البحث.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجة المناقشة على

قبولهم مناقشة هذا العمل و تقديم التوصيات اللازمة

و كل لأساتذتنا الأعزاء الذين رافقونا خلال مشوارنا الدراسي

في جامعة محمد الشريف مساعدية

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في انجاز هذا البحث

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إختبار العلاقة بين العائد والمخاطر , ولتحديد إذا كان هناك أثر للمخاطر النظامية على الأوراق المالية لعينة من الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية, وقد إعتمدت الدراسة في ذلك على تقدير وإختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إستنادا على البيانات التاريخية لعينة مختارة المتكونة من 10 شركات مختلفة القطاع, وكذلك الإعتماد على مؤشر السوق للفترة ما بعد covid19 إبتداء من جانفي 2022 إلى ماي 2023, لتحديد إذا كان هنالك أثر لأزمة المالية العالمية على سوق أبوظبي للأوراق المالية ,وكذلك مدى قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطر مقابل إستثمارهم فيه، حيث تم قياس العلاقة من خلال معامل بيتا و نموذج الإنحدار الخطي .

ومن بين ما توصلت إليه الدراسة أن هناك علاقة إيجابية ما بين العوائد والمخاطر في بعض من الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية ، فإرتفاع وإنخفاض مؤشر سوق أبوظبي المالي مرتبط بإرتفاع وإنخفاض التذبذب بالعوائد، أي أن زيادة المخاطر تقود إلى زيادة في مقدار علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون لتعويضهم عن مقدار المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها وهذا يتفق مع نماذج تسعير الأصول الرأسمالية .

الكلمات المفتاحية: العائد، المخاطرة، سوق أبوظبي، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .

Summary

This study aims to test the relationship between return and risk, and to determine if there is an effect of systemic risk on the securities of a sample of companies listed on the Abu Dhabi Stock Exchange. 10 companies of different sectors, as well as relying on the market index for the post-covid19 period, starting from January 2022 to May 2023, to determine if there is an impact of the global financial crisis on the Abu Dhabi Stock Exchange, as well as the market's ability to compensate investors with a risk premium for their investment in it, as The relationship was measured by the beta coefficient and linear regression model.

Among the findings of the study is that there is a positive relationship between returns and risks in some of the companies listed on the Abu Dhabi Stock Exchange. Investors to compensate them for the amount of additional risk they are exposed to and this is consistent with capital asset pricing models.

Keywords: **return, risk, Abu Dhabi market, capital asset pricing model**.

الفهـرس

فهـرس المحتويات:

العنـــــــــــوان	الصفحة
الإهداء	
الشكر	
الملخص	
فهرس المحتويات	أ–ج
قائمة الجداول	د
قائمة الأشكال	هـ
قائمة المختصرات	و
قائمة الملاحق	ز
مقدمة عامة	2
الفصل الأول: إطار نظري لمفهوم سوق أوراق المالية و عائد الورقة المالية والمخاطرة	
التمهيد	9
المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول سوق الأوراق المالية	10
المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ووظائفه	10
المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية	12
المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في أسواق مالية	14
المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول عائد الورقة المالية	20
المطلب الأول: مفهوم العائد	20

المطلب الثاني: أنواع العائد وطرق قياسه	21
المطلب الثالث : العلاقة بين العائد و المخاطرة	24
المبحث الثالث: مفاهيم أساسية حول المخاطر	25
المطلب الأول: مفهوم المخاطرة	25
المطلب الثاني: أنواع المخاطرة و مسبباتها	26
المطلب الثالث: طرق تقدير المخاطرة	30
المطلب الرابع : علاوة المخاطرة و تقديرها	33
خلاصة الفصل	35
الفصل الثاني: أهم نماذج ونظريات تقييم الأصول المالية	
التمهيد	38
المبحث الأول : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM	39
المطلب الأول : مفهوم و نشأة نموذج CAPM	39
المطلب الثاني: إفتراضات نموذج CAPM و إستخداماته	40
المطلب الثالث: الصيغة الرياضية لCAPMو تطوره	43
المبحث الثاني: نظرية تسعير بالمراجحة APT	47
المطلب الأول: مفهوم نظرية التسعير بالمراجحة APT	47
المطلب الثاني:إفتراضات والصيغة الرياضية للنموذج APT	48
المطلب الثالث : الانتقادات الموجهة لنظرية لتسعير بالمراجحةAPT	50
المبحث الثالث: نموذج French & Fama و نظرية المالية السلوكية	52

المطلب الاول : مفهوم نموذج French & Fama	52
المطلب الثاني : نماذج French & Fama وانتقاداته	52
المطلب الثالث : نظرية المالية السلوكية	55
خلاصة الفصل	58
الفصل الثالث: دراسة حالة للمؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية	
التمهيد	60
المبحث الأول : نبذة عن سوق ابوظبي للأوراق المالية .	61
المطلب الأول : الاطار التنظيمي لسوق ابوظبي للأوراق المالية	61
المطلب الثاني :شروط الادراج في سوق ابوظبي للأوراق المالية.	63
المطلب الثالث: نظام العمل في سوق ابوظبي للأوراق المالية.	66
المبحث الثاني : عرض وتحليل نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة	67
المطلب الأول: عرض معطيات الدراسة	67
المطلب الثاني : التحليل الإحصائي للمعطيات	75
المطلب الثالث : تحليل مخاطر الاستثمار وتقدير علاوة المخاطرة لعينة البحث	82
خلاصة الفصل	86
الخاتمة العامة	88
قائمة المراجع	92
الملاحق	

قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
1	جلسات التداول في سوق أبوظبي للأوراق المالية	66
2	نتائج العائد السوقي لسوق أبوظبي والعائد السوقي للأسهم الشركات عينة البحث المتداولة في السوق	74
3	يبين تحليل أنوفا (ANOVA) لمعطيات العينة	76
4	معاملات النموذج	79
5	قياس مخاطر الإستثمار للشركات	82
6	تقدير علاوة المخاطرة و تحديد العائد المطلوب السنوي	84

قائمة الأشكال:

رقم الشكل	عنـــــــــوان الشكـــــــــل	رقم الصفحة
1	العلاقة بين العائد والمخاطرة للمستثمر يتحمل المخاطرة مقابل العائد	24
2	يوضح أنواع المخاطرة و مصدرها	29
3	خط سوق رأس المال CML	45
4	خط سوق الأوراق الماليةSML	46
5	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لبنك الشارقة	68
6	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لبنك أبوظبي التجاري	68
7	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة العالمية القابضة العقارات	69
8	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أبوظبي للموانئ	69
9	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة إسمنت الخليج	70
10	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة مجموعة ستودال للإتصالات المحدودة أبو ظبي	70
11	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة الجرافات البحرية الوطنية	71
12	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أبوظبي الوطنية للتكافل	71
13	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة الواحة كابيتال	72
14	تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة طيران أبوظبي	72
15	تطورات القيمة السوقية لسوق أبوظبي	73

قائـمة المختصرات

الرمز	المصطلح باللغة الأجنبية	المصطلح باللغة العربية
CAPM	the Capital Asset Pricing Model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
APT	the arbitrage pricing	نظرية تسعير بالمراجحة
CML	Line Market Capital	خط سوق رأس المال
SML	Line Market Security	خط سوق الأوراق المالية

قائمة الملاحق

الرقم	الملحق
1	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لبنك الشارقة
2	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لبنك أبوظبي التجاري
3	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة العالمية القابضة العقارات
4	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أبوظبي للموانئ
5	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة إسمنت الخليج
6	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة مجموعة ستودال
7	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة الجرافات البحرية الوطنية
8	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أبوظبي الوطنية للتكافل
9	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة الواحة كابيتال
10	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة طيران ابوظبي
11	منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية لسوق أبوظبي
12	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات بنك الشارقة
13	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات بنك أبوظبي التجاري
14	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات المتداولة لشركة العالمية القابضة العقارات
15	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة أبوظبي للموانئ

16	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة إسمنت الخليج
17	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة مجموعة ستودال
18	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات شركة الجرافات البحرية الوطنية
19	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات شركة أبوظبي الوطنية للتكافل
20	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة الواحة كابيتال
21	تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة طيران أبوظبي

المقدمـــة العامـــة

مقدمة :

تعد الأسواق المالية من أهم الركائز الاقتصادية في بلدان العالم، حيث يعتبر الإستثمار المالي عملية قائمة بذاتها لها أهدافها ووسائلها،كما تتطلب إستخدام إستراتيجيات وقدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية ,كما أصبح الإستثمار في الأواق المالية من المواضيع التي تحتل مكانة مهمة وأساسية في أولويات الدراسات الاقتصادية، المالية، المصرفية، الإدارية وغيرها من التخصصات, نظرا لما له من أهمية كبيرة بسبب التطورات التي شهدها من عدة نواحي، فقد ظهرت بعض الدراسات المهتمة بكيفية التعامل مع المخاطر عند إختيار الإستثمارات المناسبة ,كما يجد المستثمرون أنفسهم في تردد كبير في إختيار مجال الإستثمار الذي يوظفون فيه أموالهم , وكذا إختيار الأداة المثلى من الإستثمار التي تسمح لهم بتحقيق أكبر عائد ضمن مستوى معين من المخاطرة .

يتزايد إهتمام المستثمرين ورجال الأعمال بتحقيق العائد العالي وبأدنى مخاطرة, وفي ضوء ذلك تواجههم صعوبات في عملية الإختيار الصائب و الكفؤ لقرارات الاستثمار ,التي تتطلب عائدا عاليا ومخاطرة متدنية ,لذا يستدعي الأمر الأخذ بالحسبان لكافة الدراسات والتحليلات المعتمدة على المعايير العلمية.

يعد الاهتمام بالعائد والمخاطرة في الأسواق المالية من طرف متخذي القرار أدى إلي بروز العديد من النظريات التي درست العلاقة بين العائد والمخاطرة، وفق أساليب علمية منها نموذج تسعير الأصول الرأسماليةCAPM , نظرية تسعير بالمراجحة APT, نموذج French & Fama و نظرية المالية السلوكية .

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM من أهم النماذج التي تدرس لنا علاقة العائد مرتبط بمخطرته النظامية المحددة بمعامل بيتا β ,الذي يعتبر من أهم عناصر هذا النموذج الذي يعطي مقارنة بين عوائد الأصل المالي وعائد السوق، ويحدد نوع العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية.

ولعل من أهم العناصر التي سوف يتم التركيز عليها في إثبات وجود مثل هذه العلاقات ونوعها التي تتمثل في تأثير القيمة السوقية لشركات المدرجة في سوق المالي لأبوظبي بمؤشر السوق ككل.

❖ **إشكالية الدراسة :**

إنطلاقا من أهمية العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها علي الإستثمار في الأوراق المالية، يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية :

- **ما مدى تأثير المخاطرة النظامية على عائد الأوراق المالية لشركات المدرجة في سوق المالي لأبوظبي ؟**

هذا السؤال الرئيسي يقودنا إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية :

1. ما المقصود بعائد الأوراق المالية وطرق قياسه؟
2. في ما تتمثل المخاطرة التي تتعرض لها الأوراق المالية وما هي طرق قياسها ؟
3. هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد الأوراق المالية و المخاطر النظامية لكل الشركات المدرجة بسوق المالي لأبوظبي ؟
4. بماذا تتميز علاقة بين عائد الأوراق المالية ومخاطرتها في سوق المالي لأبوظبي ؟

❖ **الفرضيات :**

وللإجابة على هذه الأسئلة، وضعت جملة من الفرضيات التي تعتبر كإجابة مبدئية على مختلف الأسئلة المطروحة:

- يعبر العائد عن المعدل الذي يتحصل عليه المستثمر نظير تحمله للمخاطر المختلفة، و يقاس هذا المعدل من خلال معدلات العائد من أهمها معدل العائد الفعلي أو المتحقق , معدل العائد المطلوب , معدل العائد المتوقع .
- تتمثل المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية في مخاطر غير نظامية و مخاطر نظامية, تقاس عبر عدة أساليب رياضية أبرزها معامل بيتا β.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد الأوراق المالية و المخاطر النظامية لكل الشركات المدرجة في سوق المالي أبوظبي.
- تتميز طبيعة العلاقة بأنها علاقة طردية قوية .

❖ **أهمية الدراسة :**

1. يعد من المواضيع الحديثة المتزايد الإهتمام من طرف الباحثين.
2. الأهمية البالغة لهذا الموضوع بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية.
3. الرغبة والميول الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع لإرتباطه بمجال تخصصي.

❖ **أهداف الدراسة :**

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في تتطرق إلى موضوع من المواضيع الحديثة التي يتزايد الإهتمام بها في الوقت الحاضر، وذلك من خلال إظهار أسس تقييم الاستثمارات المالية، مع ذكر أهم النماذج الخاصة بذلك، وكذا محاولة شرح هذه المفاهيم والنماذج الحديثة مع خصوصية الأسواق المالية .

❖ أسباب اختيار الموضوع :

يعود اختيار الموضوع إلى عدة أسباب من بينها:

أسباب شخصية :

- الرغبة والميول الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع لإرتباطه بمجال تخصص المدروس.

أسباب الموضوعية :

- موضوع الدراسة ينسب إلى تخصص مالية المؤسسة و هو ما يجعل تخصيصه بالدراسة أمرا مستحسنا من الناحية و الموضوعية.
- الرغبة في التعرف على الموضوع وتوسع في مفاهيمه المتعلقة به من الناحية النظرية.
- إختيارنا لهذا الموضوع يعود أساسا إلى حداثته وندرة الدراسات فيه خصوصا ما تعلق منه للأسواق المالية.

❖ **حدود الدراسة :**

- **الحدود المكانية :** تم إجراء هذه الدراسة على مجموعة من الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية.

- **الحدود الزمانية :** إمتدت هذه الدراسة بعد جائحة كورونا COVD19 من بداية سنة 2022 إلى 15 ماي سنة 2023 .

❖ **منهج الدراسة :**

بغرض الوصول إلى نتائج صحيحة و للإجابة عن الإشكالية الرئيسية المطروحة وإختبار فرضيات الدراسة تم الإعتماد على المنهج الوصفي و التحليلي ، الذي يجمع بين الدراسات النظرية والدراسات التطبيقية، حيث طبق المنهج الوصفي على الفصل الأول من الدراسة الذي يتمثل في الإطار النظري لمفهوم سوق أوراق المالية و المخاطرة والعائد، أما في الجانب التطبيقي فقد تم الإعتماد على منهج دراسة الحالة بهدف إسقاط الجانب النظري على ميدان الدراسة و المتمثل في مجموعة من الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأسواق المالية.

❖ **صعوبات الدراسة**

- صعوبة حساب معامل β الذي يقيس المخاطر النظامية لعدم توفر كافة المعلومات حول وضع السوق.
- صعوبة إيجاد المؤشرات المالية و أسعار.
- ضيق الوقت المخصص لإنجاز المذكرة.

❖ **هيكل الدراسة :**

قسمت الدراسة إلى فصلين نظريين و فصل ثالث تطبيقي كمايلي :

الفصل الأول: إطار نظري لمفهوم سوق أوراق المالية و عائد الورقة المالية و مخاطرة

قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث الأول حول أدبيات نظرية حول سوق الأوراق المالية و المبحث الثاني حول مفاهيم أساسية حول عائد الورقة المالية و المبحث الأخير حول مفاهيم أساسية حول المخاطر.

الفصل الثاني: أهم نماذج ونظريات تقييم الأصول المالية

قسم هذا الفصل إلي ثلاث مباحث الأول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM و المبحث الثاني نظرية تسعير بالمراجحة APT والمبحث الأخير نموذج French & Fama و نظرية المالية السلوكية.

الفصل الثالث : دراسة حالة لعينة من الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية.

❖ الدراسات السابقة

1) **دراسة روس (Ross , 1976)**: عملت هذه الدراسة على قيام نظرية تسعير بالمراجحة لتسعير الأصول الرأسمالية على مناقشة رياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية في حالة المراجحة، حيث قامت باقتراح النموذج الرياضي للمراجحة كبديل لتباين متوسط مستخدم فيCAPM ، حيث خلص من هذه الدراسة أنه يوجد علاقة خطية تربط بين العائد والمخاطرة وتتضمن عدة متغيرات بغض النظر عن محفظة السوق الكفؤة، وأخرج نموذج لقياس العائد والمخاطرة حيت تصبح العلاقة العائد المتوقع حساسية لعدة عوامل أو مصادر للخطر.

2) **دراسة عبد اللطيف مصيطفى، عبد الله عنيشل، 2017 (العالقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب)**، هذه الدراسة عبارة عن مقال مقدم في مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية عدد ،03/2017 يهدف الباحثان من خلال هذا المقال إلى دراسة طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في الواقع العملي ومدى قدرة نموذج CAPM وخاصة الجانب المتعلق ببيتا من تفسير العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية، حيث شملت الدراسة 21 شركة مدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب خلال الفترة الممتدة ما بين 02/01/2015 إلى ،31/12/2016 خلصت الدراسة إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية أسهم الشركات وهذا الأخير يعطي مدى تذبذب العائد للأصل المالي مقارنة مع عائد السوق، حيث بينت هذه الدراسة بأن عوائد الأسهم تتأثر بعامل السوق وهذا يعكس وجود عالقة طردية ايجابية بين العائد والمخاطرة النظامية.

3) **دراسة الخريف (2015)**: **بعنوان "سوق السهم السعودية هل هناك علاوات كبيرة؟"** وهي عبارة عن ورقة عمل مقدمة لمؤسسة النقد العربي السعودي، هذه الدراسة هي عبارة على اختبار لنموذج French & Famaخماسي العوامل على سوق الأسهم السعودية، حيث اختبر إمكانية وجود علاوات كبيرة للعوائد مرتبطة بمتغيرات نموذج French & Fama وهي : التذبذب، الحجم، التضخم، القيمة، عائد توزيع الأرباح. والنتائج المتوصل إليها تؤكد وجود علاوات كبيرة في سوق الأسهم السعودية لجميع العوامل قيد البحث خلال الفترة من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2004.

4) دراسة (Bepari & Mollik 2005) بعنوان

"Risk-Return Trade-off in Emerging Markets "

"المبادلة بين العائد والمخاطرة في الأسواق الناشئة"

هدفت هذه الدراس إلى قياس علاقة العائد والمخاطرة في بورصة (دكا) للأوراق المالية , وتفيد الدراس بوجود علاقة إيجابية ذات دلال إحصائية بين العائد والمخاطرة سواء على المستوى الفردي أو على مستوى المحفظة, مما يؤكد التنبؤات النظرية والنتائج التجريبية حول هذه المسألة في الأسواق المتقدمة. وعلى الرغم من مخاطر المحفظة وعائدها ترتبط ارتباطا إيجابيا بشكل عام ا فقد تم الكشف عن بعض التناقضات في سياق المخاطر النسبية للمحافظ ذات المخاطرة العالية , مما يشير إلى وجود بعض الشذوذ أو سوء التسعير في الأصول عالية المخاطرة , وتترتب على هذه النتائج آثار هامة على قرارات الاستثمار في إدارة السلامة و الامان ,حيث يمكن للمستثمرين أن يخلقوا استراتيجيات استثمار مربحة باستخدام المعلومات الخطئة.

الفصل الأول

إطار نظري لمفهوم سوق أوراق المالية وعائد الورقة المالية والمخاطرة

التمهيد:

إن الهدف الرئيسي من إستثمار في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية هو تحقيق العوائد حيث ينبغي على مستثمرون قيام بدراسة جيدة للأسواق المالية و تباع إستراتيجية محددة، وأن تكون مقروئة بعناية من ناحية مدى قدرة مستثمرون في تعامل مع المخاطر وضرورة أخذ عوامل السوق بعين الإعتبار في إختيار هذه الإستراتيجية ويعد موضوع العائد و المخاطرة أحد أهم عناصر تقييم الأصول المالية وما يترتب على زيادة العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمرون من مخاطر عالية ، لذا يسعى المستثمرون إلى تحقيق المبادلة بين المخاطرة والعائد ، بما يؤدي إلى تعظيم العائد وتدنية المخاطر.

وهذا ما يبحث فيه هذا الفصل وفق المباحث التالية:

المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول المخاطر

المبحث الثالث: مفاهيم أساسية حول عائد الورقة المالية

المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالي

يعد سوق الأوراق المالية أو ما يسمى بالبورصة أكبر سوق يقوم بتنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية ويكون ذلك عن طريق تداول الأسهم والسندات، كما تدخل الكثير من الشركات العالمية في مجال البورصة لاستثمار رأس مالها من أجل تحقيق أرباحها وفيما يلي سنتعرف على سوق الأوراق المالية وأهميتها و أهم الأدوات المالية المتداولة فيه بالتفصيل.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ووظائفه

أولا : مفهوم سوق الأوراق المالية

أعطيت لها عدة تعاريف أهمها:

سوق الأوراق المالية هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظمة فتتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب.[1]

كما تعرف أسواق الأوراق المالية المكان الأساسي للتجميع بين المشترين والبائعين للأوراق المالية فهي : "الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عمليه تبادل الاصول المالية".[2]

هو عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بين البائع و المشتري، تتضمن قنوات رئيسية التي يناسب المال فيها من أفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع إلى أفراد والمؤسسات والقطاعات آخرين ، مما يساعد في تعبئه المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الى الاقتصاد القومي .[3]

[1] ضياء مجيد موسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص:357.

[2] محمد الحناوى وآخرون، لاستثمار في الاوراق المالية و ادارة و المخاطر ، دار الفتح للتجليد الفني ، الإسكندرية ،مصر، 2007، ص15.

[3] د. عصام حسين ،اسواق الاوراق المالية(البورصة)، دار اسامة للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008،ص18.

ويمكن تعريفه على أنه" المكان المخصص المنظم أو الآلية الإلكترونية او التقنية المعتمدة التي يتم عبرها جمع بين البائعين والمشترين والأوراق المالية ولإكمال عمليات تداول فيما بينهم بشفافية تامة ووفقا لضوابط ونظم محددة بالقانون"[1].

وعلى الرغم من تعدد التعاريف إلا أننا يمكن تعريف سوق لأوراق المالية على أنها المكان الذي يجمع بين البائعين للأوراق المالية و مشتريها ، حيث يقوم فيها المستثمرون من بيع و شراء مجموعة من السندات و الأسهم إما عن طريق السماسرة أو الشركات خاصة في هذا المجال.

ثانيا : وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية :

- **أداة تمويل الاقتصاد:** تقوم السوق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية عن برامجهم الاستثمارية والاستهلاكية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية.

تسهل السوق المالية نمو المؤسسات عن طريق استثماراتها وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية، وبهذا فالسوق المالية تعتبر همزة وصل مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس الأموال.[2]

- **أداة لتوفير فرص استثماريه متنوع:** تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في الاصل في السوق الاوراق المالية ويكون ذلك من خلال كثره وتنوع هذه الاوراق وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الاوراق التي يتم التعامل بها مما يمكن ان المستثمر من مقارنه ودراسة مدار اقبال على

[1] د. ازهري الطيب الفكي احمد، اسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2017، ص19.

[2] A.Choinel ET G.Rouyer ، Les marches financières: structure et acteurs، Panque édition، 7eme edition، paris، 1999، P:35

انواع مختلفة من هذه الاوراق وبالتالي يعتبر مرشدا عن اختيار عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها.[1]

- **أداة لتقويم الشركات والمشروعات** :حيث تساهم الأسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات و المشروعات ،ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل ،فإنخفاض أسعار الأسهم بالنسبة للشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي ، وهوما قد يؤدي إلى إجراء بعض تعديلات في قيادتها أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها .[2]

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

يتعلق الإستثمار في السوق الأوراق المالية بتوظيف الأموال في شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات وتنقسم بدورها إلى سوقين احداهما تختص بإصدار الأوراق المالية وتسمى سوق الإصدار(السوق الأولية) واخرى تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى سوق التداول (السوق الثانوية).

1- سوق الإصدار أو السوق الأولية PRIMARY MARKET :

هي سوق يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي تم إصدارها لأول مرة، وتختص بطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية، وتتضمن مجموعة مؤسسات متخصصة في إصدار الأوراق المالية التي تقدم النصح والمشورة للشركات فيما يتعلق بأنسب الأوراق المالية، وأنسب سعر، وأنسب كمية .[3]

ومنه نستنتج بعض الخصائص المتعلقة بسوق الاولية :

عملية الإصدار غير متكررة، لأن الاكتتاب في رأس مال الشركة يتم مرة واحدة.

- تنشئها مؤسسات مالية مختصة كوسيط مالي يعرض فيه للجمهور أوراق مالية جديدة.
- اسواق تتجمع فيها المدخرات لتحويلها الى استثمارات جديده لم تكن موجوده من قبل.
- تسوق فيها الادوات المالية لأول مرة سواء للتمويل مشروعات جديدة او التوسع لزيادة رأس مالها.

[1] منير ابراهيم هندي ورسمية زكي قرياقص، الاسواق والمؤسسات المالية، مكتبه الاشعاع، مصر ،1997، ص 45.

[2] محمد عبد الله شاهين، الاسواق المالية العربية . تكامل . تحديات . فرص النمو، دار الجامعة الجديدة، إسكندرية، مصر، 2016، ص 40 .

[3] ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، ص07.

2- سوق التداول أو السوق الثانوية SECONDARY MARKET :

يقصد بالسوق يقصد التداول هو السوق الذي تتداول فيها الاوراق المالية بعد اصدارها اي بعد توزيعها بواسطه البنوك الاستثمار ويمكن التمييز فيها هذا السوق بين الاسواق منظمة او غير منظمة.[1]

هو السوق الذي يوفر منصة للمستثمرين للتداول في الأوراق المالية المصدرة في البداية، هذا يعني أن الأوراق المالية، مثل الأسهم و والسندات والعقود الآجلة والخيارات وما إلى ذلك هي في أصل صادرة عن الشركات والحكومة المركزية وحكومة الولاية والهيئات العامة ، في السوق الأولية للجمهور ، من خلال الاكتتاب العام (العرض العام الأولي). بعد ذلك ، يتم إدراج السهم وتداوله في السوق الثانوية بين المستثمرين.[2]

تتخذ السوق الثانوية أي التداول شكلين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة:[3]

12 الأسواق المنظمة:

وتمثل البورصات التي تتميز بوجود مكان معين يلتقي فيه المتعاملون بالبيع او الشراء ويحكم التعامل فيها قوانين واجراءات رسمية ويشرف على عملها هيئات مختصر، وتتداول فيها عاده الاوراق المالية المسجلة فيها ومستوفيه لمتطلباتها والتي تتحدد اسعارها من خلال العرض والطلب .

ومن امثلتها بورصة لندن بورصة طوكيو وبورصة نيويورك وبورصة المصرية..... إلخ.

2-2- السوق غير المنظمة:

وهي أسواق عرفيه وليس لها نظم و قوانين رسمية كالأسواق المنظمة، وتتداول فيها عادة الاوراق المالية غير مسجله بالأسواق المنظم اي البورصة ويقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء منتشرين في انحاء مختلفة ويعتبرون السماسرة ويتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الاوراق المالية يكمن هذا التبادل من خلال شبكات الاتصالات ويتم تحديد اسعار التعامل فيها بالتفاوض بين الوسطاء وفقا لظروف العرض والطلب.

وهذا من الجدير بالذكر ان السوق الغير منظمة تتضمن الاسواق الفرعية منها:[4]

- **السوق الثالث** :هي القطاع من السوق الغير المنظم ويتكون من السماسرة من غير أعضاء الاسواق المنظمة وان كان لهم الحق في التعامل في الاوراق المالية المقيدة في تلك الاسواق، حيث أن السماسرة

[1] منير ابراهيم الهندي ،الاوراق المالية والاسواق الرأس المال، منشاة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر،1993 ،ص 94 .

[2] andian Punithavathy، Vikas، Security Analysis and Portfolio Management، 2nd Edition،2001، P07

[3] محمد عبد الله شهين ،الأسواق المالية العربية . تكامل . تحديات . فرص النمو، مرجع سيق ذكره ، ص 17. 18 .

[4] د. عصام حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص21.

يكون على استعداد لشراء وبيع الاوراق المالية باي كمية ، اما جمهور العملاء في هذا السوق فهم مؤسسه الاستثمارية كبرى مثل صناديق المعاشات والاصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

- **السوق الرابعة:** ويقصد بها الشركات الكبيرة والافراد الذين يتعاملون مباشره فيما بينهم في شراء وبيع الاوراق المالية في الطلبيات الكبيرة من خلال وسيط، والتي يكون الهدف منها كاستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها لسماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة إلكترونية و تليفونية ، ففي ظل هذا السوق الرابع يتم ابرام صفقات بسرعة وبتكلفة اقل.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في أسواق مالية

الأوراق المالية هي أدوات الاستثمار المالي وتعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، حيث تتنوع الأوراق المالية المتداولة في أسواق مالية كالآتي:

أولا: الأسهم

1-1- تعريف الأسهم

للأسهم عدة تعاريف يمكن إدراجها كما يلي:

عرف بأنه عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي الأصول لشركة مساهمة أو توصية بالأسهم، وحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم[1].

يعتبر السهم جزء من رأس المال الشركة المساهمة حيث يقسم راس المال الشركة عند تأسيسها الى اجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهما ،ويمثل هذا السهم صك يثبت ملكيه المساهم له، فالسهم اذا هو حق الشريك في الشركة، وهو ايضا الصك المثبت لهذا الحق، ولهذا السهم قيمة اسمية او قيمة اصدار وقيمة دفترية وقيمة حقيقية وقيمه سوقية وقية التصفية[2].

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية وتعتبر كأداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأسمالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، كما تسمح هذه الورقة بالحصول على امتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين.

[1] محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000،ص 08.

[2] مبارك بن سليمان آل فواز، الاسواق المالية من منظور الاسلامي ،مطابع جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الاولى، السعودية، 2010 ،ص 11 .

1-2- أنواع الأسهم

تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها أو من حيث الحصة التي يدفعها المساهم، وعليه يمكن تصنيف الأسهم إلى ما يلي:

1-2-1 أسهم من حيث الشكل:

تتناول ثلاث انواع هي:[1]

الأسهم الإسمية : وهي الاسهم التي تحمل اسم ملكها وذلك بان يدون فيها البيانات المقيدة على شهادة السهم وتشتمل علي (الاسم، اللقب ، الصناعة، الوطن، جنسية المساهم.....ألخ).

الاسهم لحاملها : وهي الاسهم التي لا يذكر فيها اسم ملكها وانما يذكر فيها ما يشير الى انها لحاملها، ويتم التنازل عن هذا النوع من الاسهم بتسليمه إلي شخص آخر حيث لا تلتزم الشركة بدفع حقوق السهم للحائز لها.

الأسهم لأمر: وهي اسهم التي يذكر فيها اسم ملكها ويشترط فيها ان تكون كامله الوفاء اي دفعت كل قيمتها الاسمية، اذ أن الشركة لا تستطيع ان تتابع تداول السهم ،ولا تستطيع ان تتعرف على المساهم الجديد.

1-2-2 أسهم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم:

الأسهم النقدية: هي أسهم تمثل حصص نقدية في رأس مال الشركة، يدفع المكتتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.

الأسهم العينية: هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.

أسهم أو حصص التأسيس: هي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدموه من جهد وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة، هي أسهم قد تكون اسمية أو لحاملها تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية أي لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية.[2]

[1] محمد عبد الله شهين ،مرجع سبق ذكره ،ص 57.

[2] طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 22.

1-2-3 أسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها :

تنقسم الأسهم من حسب الحقوق التي يتمتع بها صحابها كمايلي:

- **الأسهم العادية :**

يمثل السهم العادي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية حيث تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم ، اما القيمة الدفترية التي لا تتضمن إسهم ممتاز ولكنها تتضمن احتياطات والأرباح المحتجزة مقسومه على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقي هي القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالي، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية و القيمة الدفترية.[1]

- **الأسهم الممتازة:**

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه شأن السهم العادي، و يكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح ، وفي الحصول على نصيبهم من الممتلكات الشركة عند التصفية قبل حمله الاسهم العادية ،ومن أهم أنواعها :

- الأسهم الممتازة المجمعة او متراكمة الأرباح.
- الأسهم الممتازة المشاركة في الارباح.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلي اسهم عادية.[2]

1-3 خصائص الأسهم:[3]

- تساوي الأسهم في قيمتها الإسمية فلا توجد لبعض الأسهم قيمه أعلى من بعضها الأخر ويترتب على هذا أن جميع الأسهم متساوي في الإتزامات والحقوق أو التحمل ديون واقعة على الشركة .
- عدم قبول السهم للتجزئة ويجوز ان يشترك في السهم واحد اكثر من شخص يمثلهم امام الشركة شخص واحد.
- قابله للتداول والتصرف فيها بالبيع والشراء والرهن وغيرها.
- الأسهم لها قيمه الاسمية محدده ولا يصدر السهم بقمه منها.

[1] منير ابراهيم الهندي ، مرجع سبق ذكره ،ص07.

[2] مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص13.

[3] د. اركان عبد اللطيف ،د. ايمان عبدالله جاسم، الأوراق المالية (الأسهم والسندات)،مجلة العلوم الإسلامية، العدد الثاني والعشرون، 2014، ص8.

- تحديد مسؤولية المساهمة لماك السهم بقيمه السهم فقط.

ثانيا : السندات

2-1 تعريف السندات

للسندات عدة تعاريف منها:

"السند هو أداة دين يباع من قبل الشركات أو الحكومات بغرض الحصول على الأموال ويكون مالك السند (المستثمر) هو الدائن للشركة وليس مالك في الشركة كما هو الحال في الأسهم"[1].

السندات هي عبارة عن" صك مديونية على الجهة التي اصدرته، قابل لتداول يحصل حامله على سعر فائدة ثابته خلال مدة استحقاقها على أن يسترد قيمة السند عند ميعاد استحقاقه."[2]

من خلال التعاريف السابقة يمكن الاستنتاج أن السندات هي عبارة عن أوراق دين تصدر عن الحكومات السندات الحكومية والسيادية وعن الشركات سندات (الشركات للمستثمرين) بهدف جمع راس المال.

2-2 أنواع السندات

تقسم السندات وفقا لعدة معايير أهمها:[3]

2-2-1 حسب الجهة المصدرة

يمكن تصنيف السندات وفق الجهة المصدرة إلى:

السندات العامة: هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.

السندات الخاصة: تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.

2-2-2 حسب ما تمتع به من ضمان

يكمن تصفيتها حسب هذا المعيار إلى:

[1] د. إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، أبوظبي ،2010، ص46

[2] د. محمد غياث شيخة، الاستثمار. المبادئ. الادوات . المخاطر والتقييم ، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع ،دمشق نسوري 2021 ، ص44.

[3] د. علاء ابراهيم، أذون وسندات الخزانة العامة: دراسة مقارنة ، دار الفكر والقانون النشر والتوزيع ، المنصورة ، مصر، 2016، ص30-40.

السندات المضمونة: هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز المنشأة المصدرة لها عن الوفاء بأصل الدين أو فائدته.

السندات غير المضمونة: هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين (مركزها المالي).

2-2-3 حسب العائد

يمكن هنا التمييز بين:

السندات ذات العائد الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.

سندات ذات العائد المتغير: هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتغير حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعا لمؤشرات اقتصادية معينة.

2-2-4 حسب ما تتمتع به من حقوق وامتيازات

حسب هذا المعيار يمكن تصنيف السندات إلى:

السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يحدد عند الإصدار.

السندات غير القابلة للتحويل: هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل، وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل.

2-2-5 حسب أجلها

يمكن التمييز في هذا الصدد بين:

السندات الدائمة: هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية للسند بل يبيعه في السوق المالية.

سندات ذات تاريخ استحقاق محدد: هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

2-2-6 حسب طريقة تداولها وتملكها

حسب هذا التصنيف تقسم السندات إلى:

سندات إسمية: هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كل من الدين الأصلي والفائدة، أو قد تكون مسجلة تسجيل جزئي أي تسجيل القيمة الاسمية فقط، أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تنزع منه بمجرد استحقاقه لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.

سندات لحاملها: هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها وتحصل فوائدها من خلال سندات وتحصل مباشرة من الجهة المختصة بمجرد استحقاقها.

2-2-7 سندات ذات شرط الإستدعاء

يعطي هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء وإستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الإستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الإسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الإستدعاء بعلاوة الإستدعاء.

2-3 خصائص السندات :[1]

للسندات خصائص تتميز بها كالاتي:

- السندات هي قرض جماعي فالشركة تتعاقد مع مجموع من المقترضين فتصدر بمقدار المبلغ الاجمالي للقرض عددا من السندات متساوية القيمة.

[1] د. احمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات واحكامها في الفقه الاسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الرياض، السعودية، ص92.

- السندات صك قابل للتداول فان كان اسميا فتداوله بطريقه القيد في السجلات الشركة وان كان لحامله فبطريق التسليم .
- لا يشتركوا حامل السند في جمعيات العامة للمساهمين ولا يكون لقراراتها اي تأثير في شأن حامل السند.
- قرض السند طويل الاجل تتراوح مدته غالبا بين 10 الى 30 سنة .
- يمثل السند دينا علي الشركة .

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول عائد الورقة المالية

يرتبط مفهوم العائد بمفهوم الاستثمار، فالاستثمار يعبر عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ أكبر مستقبلا أو يطلق عليها بالعوائد، ومن هذا يتحدد لنا مفهوم العوائد.

المطلب الأول: مفهوم العائد

اختلف الباحثون والمهتمون بالفكر المالي في تحديد مفهوم العائد، حيث يعرف على أنه :

التعريف الأول:

"التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه غالبا بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة". [1]

التعريف الثاني :

هو مجموعة من الإيرادات الناجمة عن الاستثمار خلال مدة معينة ، ويمثل العائد مقدار الأموال المضافة إلى أرس المال الأساسي والذي يؤدي إلى تعظيم ثروة المستثمر والعائد دالة لمستوى المخاطرة المصاحبة للاستثمار.[2]

[1] د. بن ابراهيم الغاي ، د. بن ضيف محمد عدنان ، الأسواق المالية الدولية– تقييم الأسهم والسندات، دار عيل بن زيد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى ، بسكرة، الجزائر، 2019 ، ص 104.

[2] Majid Jawdat Jasim ، Impact The Total Risk In Return On Assets And Return On Equity Application Study In Sample Of Private Al-Iraqi Banks ، Iraqi Journal for Economic Sciences، année 17 ، numéro 62 ،2019 ،P44 .

التعريف الثالث :

" إجمالي الربح أو الخسارة على استثمار خلال فترة زمنية معينة؛ محسوبًا بقسمة التوزيعات النقدية للأصل خلال الفترة ، بالإضافة إلى قيمة التغيير على قيمة الاستثمار في بداية الفترة. ".[1]

التعريف الرابع :

"يعرف العائد على أنه المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا العائد معنى يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته".[2]

ويمكن استخلاص مفهوم العائد على انه هو المقابل الذي يطمح المستثمر إلى الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يسعى دائما إلي استثمار امواله بهدف الحصول على العائد وتعظيم ثروته.

المطلب الثاني: انواع العائد وطرق قياسه

تأخذ عوائد الاوراق المالية ثلاث اشكال مهمه هي :[3]

- **توزيعات الارباح dividends** :اذا كانت هذه الموجودات تمثل حقوقا في الاموال الملكية مثل الاسهم.
- **الفوائد Interest** : اذا كانت الموجودات المالية تمثل الاموال اقتراض مثل سندات.
- **الأرباح الرأسمالية Capital gain**: وتنتج عن اعادة بيع الموجودات المالية.

هناك العديد من الأنواع لعائد ندرج منها:

1. العائد الفعلي أو العائد التاريخي : realized rate of return

هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا من إقتنائه أو بيعه استثمار معين ، وبذلك قد تكون عوائد إيراديه أو عوائد رأسمالية أو مزيجا منها ، وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي ، ويتطلب الأمر لحساب العائد المتولد من الاستثمار هو معرفة التغيير في السعر حيث يعبر العائد الفعلي على الفرق بين سعر

[1] Lawrence J. Gitman، Chad J. Zutter ، Principles of Managerial Finance ، British Library Cataloguing-in-Publication Data ،14th Edition ، British ،2015، P363 .

[2] د. سحنون محمود ، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة ، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية ، العدد13 – جوان2009 ،المجلد ب ،ص 120.

[3] محفوظ بوصيري، فريده سلماني، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الاصول الرأسمالية ، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، مجلد ،12 العدد 2 ، 2014 ، ص 62.

الشراء وسعر البيع، والتدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة، فلو أخدنا على سبيل المثال الأسهم العادية فيجب معرفة التغيير في السعر بين لحظتين زمنيتين، وكذلك التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة[1].

ومنه يمكن حسابه بالعلاقة التالية :[2]

$$RJ = \frac{CT+PT-(PT-1)}{PT-1}$$

حيث أن:

RJ: العائد المتحقق

CT : التدفق النقدي المتحقق من الاستثمار

PT: السعر الحالي للسهم

$PT-1$: السعر السابق للسهم

2. معدل العائد المتوقع: Return of Rate Realized

ويتمثل في القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها من خلال الاستثمار في الورقة المالية، أي سعر الورقة المالية المستقبلي وتوزيعات الأرباح المحتملة، ولحساب هذا العائد معيار التوقع الرياضي من خلال جمع حاصل ضرب كل عائد في احتمال حدوثه، ويعطى بالعالقة التالية:[3]

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^{n} R_i P_{Ri}$$

حيث أن:

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع للاستثمار

n :عدد القيم المتوقعة للعائد.

R_i : العائد المتوقع للورقة المالية.

P_{Ri}: احتمال الحصول على العائد للورقة المالية .

[1] د. نور الدين محرز ، د. نعمان محصول ، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة ، مجلة دراسات _العدد الاقتصادي ، المجلد: 15 ، العدد: 02 ، جامعة الأغواط ،الجزائر ، جوان 2018 ، ص 54.

[2] د أثيرعباس عبادي ، وباحث أحمد عباس فاضل ، تحليل العائد والمخاطر لأسهم المحفظة الاستثمارية لعينة المصارفة التجارية العراقية الخاصة للمدة 2015-2019 ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، السنة 19 ، عدد 71 ، سنة2021 ، ص 230.

[3] أ.د.مصيطفى عبد اللطيف ، د.عنيشل عبد الله ، قياس العائد والمخاطرة باستخدام نموذج التسعير بالمراجحة لبورصة الكويت ، مجلة إضافات اقتصادية ، جامعة غرداية ، المجلد:3 ، العدد:02 ، الجزائر ،مارس 2019 ، ص188.

3. معدل العائد المطلوب:required rate of return

هو المعدل الذي يطلبه المستثمر على إستثماره تعويضا عن عملية تأجيل الإستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، وهو تعويض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود.

أو هو أيضا العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلائم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل، وهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن تأجيل عملية الاستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطرة هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، وبذلك فإن العائد المطلوب هو عبارة عن معدل الخالي من المخاطرة مضافا إليه علاوة المخاطرة[1].

ويمكن توضيح ذلك من خلال العالقة التالية :[2]

$$R_r = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

حيث أن:

R_r :العائد المطلب .

R_f : العائد الخالي من المخاطرة .

β_i : معامل بيتا.

R_m : عائد السوق.

[1] د.مصيطفى عبد اللطيف ، د.عنيشل عبد الله ، مرجع سبق ذكره ،ص188.

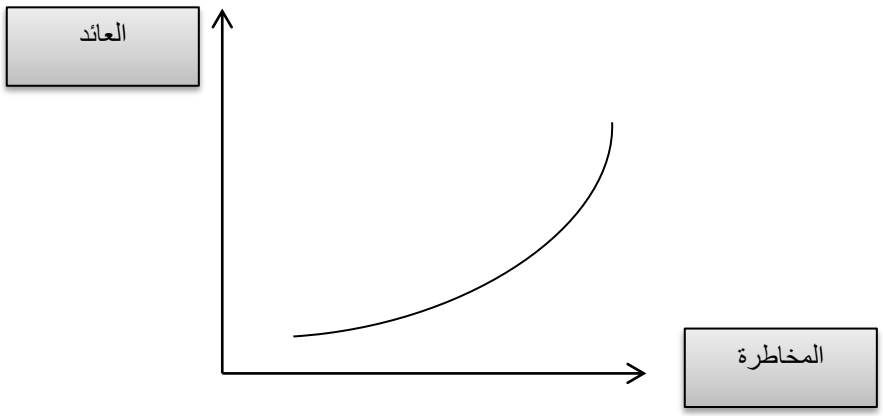
[2] أ.د. حسن كريم الذبحاوي ، الباحث علي اموري فرج ، دور السيولة المصرفية في العائد والمخاطرة – دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية العراق ، مجلة الغاري لكلية الادارة والاقتصاد المجلد:18، رقم2 ، سنة 2022 ، ص 1063.

المطلب الثالث : العلاقة بين العائد و المخاطرة

تعد العلاقة بين العائد والمخاطرة من أهم الأمور التي تواجه متخذ قرار الاستثمار مستثمر كان أو مدير استثمار، ففي إطار بحثه عن البديل الاستثماري الأمثل من الضروري أن يقوم المستثمر بدراسة العائد على كل استثمار في ظل مراعات درجة خطر له ، في النهاية فإنه سيختار تلك الاستثمارات التي تحقق أعلى مستوى من العوائد عند مستوى الخطر الذي يقبل به.

ومن المعروف أنه توجد علاقة طردية بين العائد والخطر، فكلما زاد مقدار العائد المحتمل زاد مقدار المخاطر، ومع ذلك فان الاستثمار في الاوراق المالية ذات العائد الأعلى والتي تنطوي بالطبع على قدر اكبر من الخطورة يمكن ان يؤدي الى خساره اذا لم تسر الامور كلها وفقا لما هو مخطط لها[1].

شكل رقم (1) :العلاقة بين العائد والمخاطرة للمستثمر يتحمل المخاطرة مقابل العائد



المصدر: أ.د محمد فرح عبد الحليم ،الأسواق المالية و البورصات ،دار النشر صنعاء، اليمن ،سنة 2013 ، ص194.

هذا المنحنى يوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة التي تعتبر علاقه وثيقة وان كل زيادة في العائد تقود الى زيادة في المخاطرة.

[1] د. بن ابراهيم الغاي ، د. بن ضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص114.

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول المخاطر

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموما إلى نوع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقا لنوع الاستثمار و زمنه ، ويشكل الأداة الاستثمارية وقناعة المستثمر. فتحمل هذه المخاطر ناجمة عن الرغبة في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية ومن هذا يتحدد لنا مفهوم المخاطرة.

المطلب الأول: مفهوم المخاطرة

توجد تعريفات متعددة تعكس وجهات نظر الباحثين حول هذا المفهوم، فقد تم تعريف المخاطرة بأنها:

التعريف الأول:

" هو احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع او هو درجة التغير في العائد مقارنة بالمردودية المتوقعة الحصول عليه نتيجة لتأثير عناصر متعددة تساهم في الابتعاد عن تحقيق قيمة التدفقات ، وتكون العلاقة بين العائد و الخطر علاقة طردية فكلما كان التغير في اكبر كان الخطر أعلى ."[1]

التعريف الثاني:

" المخاطرة هي ظاهرة أو حالة معنوية تلازم الشخص عند اتخاذ قراراته، وما يترتب عليها من ظهور حالات عدم التأكد من نتائج تلك القرارات التي يتخذها هذا الشخص بالنسبة لموضوع معين".[2]

التعريف الثالث:

المخاطرة هي عدم التأكد من وقوع خسارة معينة، ويقوم هذا التعريف على مصطلح "عدم التأكد" الذي يخضع للقياس بشكل كمي في كثير من الأحيان بطريقة موضوعية بل يتوقف على التقدير الشخصي للنتائج الناشئ عن موقف معين.[3]

التعريف الرابع:

المخاطر هي تباين في سعر واحد أو أكثر، أو سعر الصرف، أو المؤشر، أو التقلب، أو الارتباط، أو فواتير السوق الأخرى، بين الخسائر في المركز أو المحفظة.[4]

---

[1] دريد كمال أل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، دار الميسر للنشر والتوزيع ، عمان ، 2006 ، ص 142

[2] Roncalli T.، la Gestion des Risques Financiers، Economica، France ، Paris، 2009، p 25.

[3] أسامة عزمي سلام ، شقيري نوري موسى ، إدارة الخطر والتأمين ، دار الحامد، عمان، 2007 ،ص 20 .

[4] Roland portait ،patrice poncet ،finance de marche instruments de base ، produits dérives portefeuilles et risque ، campus dalloz ،paris ،france 2008، p901.

التعريف الخامس :

كما يمكن تعريف المخاطرة بأنها :

تعني احتمال عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع الخسارة الرأسمالية، و أن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة.

والمخاطرة تعني أيضا تذبذب العائد في قيمته أو نسبته إلى قيمة رأس المال المستثمر هذا التذبذب يشكل عنصر المخاطرة.[1]

التعريف السادس:

تعريف المخاطر في قاموس أكسفورد الإنجليزي هو كما يلي: "فرصة أو احتمال لخطر أو خسارة أو إصابة أو عواقب سلبية أخرى" . في هذا السياق ، تستخدم المخاطر للدلالة على النتائج السلبية الخطر هو مزيج من احتمال وقوع حدث ونتائجه. يمكن أن تتراوح العواقب من الإيجابية إلى السلبية.[2]

وعلى الرغم من تعدد التعاريف إلا أننا يمكن تعريف المخاطرة هي شعور بعدم تحقيق الهدف، وإن معظم المستثمرين يفضلون عدم تحمل أية مخاطرة إلا أنهم في نفس الوقت مستعدون لقبول مخاطر أعلى مقابل توقعهم الحصول على عوائد أعلى.

المطلب الثاني: أنواع المخاطرة و مسبباتها

يتعرض المستثمر في الأسهم إلي جملة من المخاطر منها مخاطر نظامية والتي لا يمكن تجنبها ومخاطر غير نظامية والتي يمكن تجنبها أو التقليل منها، إضافة إلي مخاطر الأعمال والمخاطر المالية، ومخاطر أخرى مرتبطة بالسوق ومخاطر مرتبطة بالعمل.

وفيما يلي، سيتم توضيح المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الأسهم بشكل عام.

1. المخاطر المنتظمة systematic risks :

هي تلك المخاطر التي تتعلق بالنظام نفسه، و بالتالي فإن تأثرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأسهم التي تتداول في البورصة. والمخاطر النظامية تحدث بالعادة عند وقوع حادث كبيرة تتأثر معه السوق بأكملها، ومثال ذلك حدوث

[1] د. سحنون محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 123.

[2] Paul Hopkin، Fundamentals of Risk Management Understanding، evaluating and implementing effective risk management ، Kogan Page Limited 4th edition،london (uk) 2017 ،pp15-16.

حرب أو تغَير في النظام السياسي أو تفشي بعض الأحداث الداخلية غير المواتية فعند وقوع أي من هذه الأحداث العامة الشاملة فانه لا توجد وسيلة حماية المخاطر الناجمة عنها .

وتمثل نسبة المخاطرة التي تعود إلى حركة السوق ككل إلى المخاطرة الكلية، أو في ذلك الجزء من القابلية الكلية لتباين العائد الذي تسببه عوامل تؤثر بشكل متزامن على كافة أسعار الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها في السوق، وتعتبر التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وتؤثر على أسواق الأوراق المالية مصادر للمخاطرة المنتظمة.[1]

ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.

- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.

- لا يمكن تجنبها بالتنويع.

2. المخاطر غير المنتظمة unsystematic risk:

يقصد بالمخاطر غير المنتظمة أو المخاطر الخاصة بأنها حالات اللاتأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بمؤسسة معينة أو قطاع معين، حيث إنها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي. وعادة ما تسمى هذا النوع من المخاطر بالمخاطر الاستثنائية أو المخاطر التي يمكن تجنبها.

ويرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة من عوامل خاصة مثل حدوث اضطرب عالية في المؤسسة أو قطاع الخاص معين ، والأخطار الادارية وظهور اختراعات جديدة وغيرها.

وتتميز المخاطر غير المنتظمة بالخصائص الموالية : [2]

-تنشأ بفعل عوامل تخص المؤسسة ذاتها.

-تؤثر فقط على المؤسسة المعنية .

[1] أ.د.مصيطفى عبد اللطيف ، د.عنيشل عبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص189

[2] أ. محمد براق ، أ.الجودي صاطوري ، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ، مجلة دراسات الاقتصادية ، العدد الثامن ، الجزائر، 2018 ، ص ص 30-31

-يمكن تجنبها بالتنويع .

- مقياسها المطلي الانحراف المعياري والتباين أو معامل الاختلاف.

3. المخاطر الكلية : total risk

هي تلك المخاطر التي يتحملها المستثمر مهما كان نوعها سواء منتظمة أو غير منتظمة أو كليهما معا هذه المخاطر تكون متعددة المصادر ومن بينها[1] :

أ – مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة:

وهي مخاطر ناتجة عن حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة في السوق خلال فترة الاستثمار، وهي التقلبات الناجمة عن عوائد الأوراق المالية نتيجة التغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة ، حيث أن الارتفاع أو الانخفاض في القيمة السوقية للورقة المالية له تأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر.

ب – مخاطر إنخفاض القوة الشرائية:

وهي احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة الارتفاع معدلات التضخم، أي عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الاستثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، وبعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر ويكون هذا النوع من المخاطر كبيرا في حالة الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل الاستثمار في السندات والأسهم الممتازة – ويطلق عليها الاستثمارات العاجزة عن مقاومة التضخم، وواضح أن الأسهم العادية لا تعاني بنفس الحدة من مخاطر القوة الشرائية مقارنة بالاستثمارات ذات العائد الثابت، إلا أنها لا تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوة الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فهي تقاوم جزئيا معدلات التضخم .

ج – مخاطر السوق:

إن أسعار الأوراق المالية في السوق دائما في حالة صعود وهبوط، فلا تستقر على مستوى واحد، حيث تتأثر بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية للدولة أو دول أخر ترتبط بتلك الدولة، كما تتأثر بالعوامل النفسية للمستثمرين مثل الولاء لأسهم أو سندات معينة، أو حالات الذعر في السوق والاستماع للإشاعات والمعلومات غير المؤكدة.

[1] د. سحنون محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 124-125.

وتؤثر مخاطر السوق بشكل أساس في الأسهم العادية، أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة و تأثرا بهذه التقلبات.

د – مخاطر الإدارة:

هي تلك المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة شركات محددة، مما يؤدي إلى وقوعها في أخطاء إدارية تنجم عنها خسائر في تلك الشركات دون غيرها، وتحدث هذه الأخطاء هبوطا في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي وانتعاش السوق المالية، وعليه فإن كفاءة الإدارة واستعدادها الدائم لمواجهة كافة الاحتمالات والتدخل في الوقت المناسب لمواجهة المشاكل، سيكون عاملا مهما في تحقيق عائد أفضل خاصة لحملة الأسهم العادية[1] .

الشكل رقم (2): يوضح أنواع المخاطرة و مصدرها

المصدر: من إعداد الباحثين

[1] د. سحنون محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 125.

مسببات المخاطرة المالية :

يمكن إيجاز اهم العوامل التي أدت الى زيادة المخاطرة المالية منها :[1]

- تقلبات أسعار الفائدة و الصرف.
- السياسة النقدية والادوات المستعملة لإدارة الكتلة النقدية .
- التضخم وما ينتج عنه من ارتفاع في المستوى العام للأسعار وبالتالي انخفاض القدرة الشرائية الوطنية.
- عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي .
- الانتشار المفرط للمشتقات المالية بكل أنواعها ، خاصة في حالة استخدامها نت قبل المضاربين الساعين لتحقيق أرباح سريعة دون التحوط.
- المنافسة الشديدة وما ينتج عنها من انخفاض الأرباح.

المطلب الثالث: طرق تقدير المخاطرة:

وكما هو معلوم فإن قياس المخاطر لورقة مالية موجودة داخل المحفظة تختلف عن مخاطر المحفظة ككل، غير أن هذا لا يمنع مدير المحفظة من قياس مخاطر الاستثمار الفردي لمكونات المحفظة، وهذا لمساعدته في اتخاذ القرار الخاص بتشكيل المحفظة و قياس الخطر الإجمالي للمحفظة . وتوجد عدة مقاييس لقياس الخطر ومن أهم هذه المقاييس التباين و الانحراف المعياري δ ، ومعامل β و معامل الاختلاف CV .

أ- التبايـن :

هو مقياس لتقلب أو تشتت العائدات ، يتم تعريفه على أنه توقع مربع الإنحرافات التي يقدمها المتغير فيما يتعلق بتوقعاته، والتي يشير التباين الأعلى إلى عوائد أقل توقعا وبالتالي إستثمارا أكثر خطورة، يتم إعطاء التباين في عوائد الأصول من خلال المعادلة التالية للمعادلة التالية[2] :

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{t=1}^{T}(R_t - \bar{R})^2}{T-1}$$

حيث أن:

R_t: هو العائد للفترة T

[1] د.محمد عادل نانو ، إدارة المخاطرة المالية والمصرفية بين النظرية والتطبيق ، دار سورية الفتاة ، الطبعة العربية الاولى ،حلب ، سورية ، ص18

[2] Michael G. McMillan، Jerald E. Pinto، Wendy L. Pirie، Gerhard Van de Venter، INVESTMENTS Principles of Portfolio and Equity Analysis، Published by John Wiley & Sons، Inc.، Hoboken، New Jersey Published simultaneously ، Canada ، l'année 2011،P189.

T : هو العدد الإجمالي للفترات.

$\bar{R}$:هو متوسط عوائد

ب- الإنحراف المعياري σ في قياس الخطر:

الإنحراف المعياري لعوائد الأصل هو الجذر التربيعي لتباين العوائد، حيث يقيس مدى انحراف القيم التي يحققها العائد عن وسطها الحسابي أي يقيس انحراف تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، ويحسب بالعلاقة التالية:[1]

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^{T}(R_t - \bar{R})^2}{T-1}}$$

جـ- معامـل بيتا β :

إن معامل β من أهم المقاييس المستخدمة في قياس المخاطر المنتظمة و خاصة قياس حساسية عائد الورقة المالية نتيجة لتغير عائد محفظة الأوراق المالية و يكون معامل β أكبر من الواحد أو أقل من الواحد أو يساويه ، ويحسب بالعالقة التالية :[2]

$$\beta_i = \frac{cov\left(Ri، Rm\right)}{\delta^2{}_m}$$

حيث أن:

β_i *:* معامل β للسهم.

Rm *:* معدل عائد المحفظة للسوق.

Ri : معدل عائد السهم.

$cov\left(Ri، Rm\right)$: هو التباين المشترك لعائد السهم i مع عائد محفظة السوق m.

$\delta^2{}_m$: تباين معدل عائد المحفظة .

[1] Michael G. McMillan، Jerald E. Pinto، Wendy L. Pirie، Gerhard Van de Venter، INVESTMENTS Principles of Portfolio and Equity Analysis،2015، P189.

[2] F. Fama and Kenneth R. French، The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence، Journal of Economic Perspectives—Volume 18، Number 3—Summer 2004—P28.

تتم تفسير قيمة معامل البيتا β لأي أصل مالي على النحو التالي :

إذا كان $\boldsymbol{\beta_i = 1}$:

يدل ذلك على أن مخاطر الأصل النظامية عادية لأنها تعادل مخاطر السوق، أي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق توقع أن يكون لها نفس الأثر على عوائد الأصل.

إذا كان $\boldsymbol{\beta_i > 1}$:

يدل ذلك على أن مخاطر الأصل النظامية أكبر من مخاطر السوق، أي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق يتوقع أن يكون لها أثر أكبر وفي نفس الاتجاه على عائد الأصل المالي.

إذا كان $\boldsymbol{\beta_i < 1}$:

يدل ذلك على أن مخاطر الأصل النظامية أقل من مخاطر السوق، أي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق يتوقع أن يكون لها أثر أقل وفي نفس الاتجاه على عائد الأصل المالي.

د- معامل الاختلاف :

بسبب كون الإنحراف المعياري مقياس الخطر فيتم استخدامه كأداة لقياس الخطر المطلق عندما تكون المشاريع ذات تدفقان نقدية متساوية، أما عندما يكون هناك اختلاف في العوائد للبدائل المعروضة فيتم استخدام معامل التغير[1] CV ، في حين انه اذا اردنا حساب المخاطر بالنسبة لكل وحده من الوحدات العائد في هذا الصدد يكون معامل الاختلاف هو المقياس المناسب حيث يعطى بالعلاقة التالية:[2].

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)}$$

حيث أن :

CV : معامل الاختلاف

σ : الإنحراف المعياري

$E(R)$: العائد المتوقع

[1] دريد كمال أل شبيب ،مرجع سبق ذكره ص151.

[2] سليمة حشايشي ،تقدير مخاطر الاستثمار في الاصول المالية دراسة قياسيه على سوق الاسهم السعودي، مجله الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي- 34 ،جامعه زيان عاشور بالجلفة، ص 404.

المطلب الرابع : علاوة المخاطرة و تقديرها

1. مفهوم علاوة المخاطرة: (risk premium)

"وهو مقدار ما يدفعه المقترض تعويضا عن المخاطر التي يمكن تتحقق على الإستثمار"[1].

وهي أيضا نسبة العائد الذي يطلبه المستثمر مقابل الإستثمار في أصل مالي كتعويض عن تحمله للمخاطر المرتبطة به، ويكون هذا بالإضافة إلى العائد الخالي من المخاطرة الذي يجب على عائد أي إستثمار به مخاطرة تخطيه.

إذ تتكون عوائد الأوراق المالية من جزئيين هما العائد الخالي من المخاطرة RF والثاني ما يطلبه المستثمر مقابل تحمله المخاطر، وهو الفرق بين العائد الكلي والعائد المتبقي بعد استبعاد العائد الخالي من المخاطرة، أي بمعنى كل ما يطلبه المستثمر فوق حد العائد الخالي من المخاطرة هو للتعويض عن المخاطر النظامية للورقة المالية لذلك سمي بعلاوة المخاطرة[2] .

2. تقدير علاوة المخاطرة :

تحسب علاوة مخاطر السوق من خلال طرح عائد السوق لأسهم R_m من العائد الخالي من المخاطر R_f حيث تعطي بالعلاقة التالية :

$$R_p = R_m - R_f$$

حيث أن :

R_p :علاوة مخاطر السوق

R_m : عائد السوق

R_f : العائد الخالي من المخاطر

فكلما إنخفضت الأسهم إرتفع عائد أرباحها وبالتالي ترتفع علاوة مخاطرة السوق، وهذا يعني ان الإستثمار في السوق يعطي للمستثمر عائد أعلى مقارنة بنسبة المخاطرة التي يتحملها عند الإستثمار فيه و تتكون علاوة مخاطرة السوق من جزئيين هما:

[1] دريد كمال أل شبيب ،مرجع سبق ذكره، ص139.

[2] .د. سالم صلال الحسناوي، الباحثة زينب خليل جدوع، أثر علاوة مخاطرة السوق على عائد المحفظة الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية–دراسة تطبيقية، مجلة مركز دراسات الكوفة العدد 65 ،الجزء الاول، مجلد 1 عدد 65، العراق ،سنة 2022، ص 51.

- **معدل العائد الخالي من المخاطرة :(Return Free Risk)**

يقصد به معدل العائد على الورق المالية ذات دخل ثابت تصديرها جهة الحكومية ، وهي عادة الأوراق المالية قصيرة الأمد الصادرة من الخزينة العامة وأية أوراق مالية حكومية أخرى والفائدة عليها تمثل عائدا عديم المخاطرة مثل معدل العائد على الاذون الخازنة، معدل السندات الحكومية ،ويتمييز العائد الخالي من المخاطرة بالضمان والامان لأنه مضمون من قبل الحكومة المصدر لهذه الورقة .

يقاس معادله على الاصل الخالي من المخاطرة بالعائد على اذون الخزانة [1].

- **معدل عائد السوق : (Return Market)**

هو العائد على محفظة السوق ، اذ ان محفظة السوق هي كل الأوراق المالية المتداولة فيه ، لذلك هي مفهوم نظري يقوم على أساس ان كل الأوراق المالية يفترض ان تكون في محفظة واحدة وتكون حصة كل ورقة فيها بمقدار يتناسب مع قيمتها السوقية[2].

و من أهم مناهج أساسية لتقدير علاوة المخاطر[3]:

قد قام French&Fama بوضع مناهج لتقدير علاوة المخاطر في المستقبل من بينها :

- إستقراء علاوة المخاطرة من العوائد الفائضة التاريخية.
- إستطلاعات رأي الخبراء المهنيين والأكاديميين.
- النماذج النظرية (الاستهلاك CAPM) التي تشير إلى ما يجب أن تستند إليه علاوة المخاطرة على إفتراضات معقولة حول تجنب المخاطرة.
- طرق تحلل العائد حيث يتم إستخدام توقعات عائد السندات وعائد المخزون.
- الطرق الضمنية حيث يتم إستنتاج العائد المتوقع على الأسهم أولا من معادلة القيمة السوقية لمؤشرات سوق الأوراق المالية والقيمة الجوهرية المقدرة من نموذج التقييم ، ثم خصم علاوة المخاطرة المتبقية من الفرق بين العائد المتوقع على الأسهم والسندات.

[1] د. سالم صلاح الحسناوي ،اساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة للنشر و التوزيع،2014، ص208.

[2] أ.د. سالم صلال الحسناوي، الباحثة زينب خليل جدوع، مرجع سبق ذكره ص52

[3] Mathieu Rochon، Stéphanie Desrosiers et Jean-François L'Her، Révision à la baisse de la prime sur les actions au Canada، Volume 80، numéro 1، mars 2004، P138.

خلاصة الفصل الأول :

يعتبر العائد الهدف الرئيسي من الإستثمار، وهو الكسب الصافي الذي يحققه المستثمر نتيجة لإستثمار أمواله خلال مدة معينة ، قد يكون عائدا جاريا أو عائدا رأسماليا، تأخذ عوائد الإستثمار ثلاثة أشكال مهمة وهي توزيعات الأرباح، الفوائد، والأرباح الرأسمالية ومن أنواع عوائد الإستثمار، العائد الفعلي، يحققه المستثمر فعلا نتيجة لإمتلاكه أو بيعه للورقة المالية، العائد المتوقع والعائد المطلوب الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلائم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها إستثماره ،و يمكن التعبير عنه إما في صورة رقم أو نسبة عشرية أو كسرية ، قد يواجه المستثمر تقلبات في قيمة العوائد أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر، وتلك تمثل مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية وهي من المبادئ المعروفة في الإستثمار بحيث تكون مرافقة للعائد ، تنقسم المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة تقع على السوق بشكل عام حيث لا يمكن السيطرة عليها بينما مخاطر غير منتظمة التي تصيب قطاع معين أو شركة معين التي يمكن التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات، تتأثر المخاطر المنتظمة بالعديد من العوامل منها: أسعار الفائدة، عامل التضخم، عوامل السوق، تغير المناخ العام بينما تتأثر المخاطر غير المنتظمة بالظروف الصناعية، سوء الادارة .

الفصل الثاني

أهم نماذج ونظريات

تقييم الأصول المالية

تمهيد:

لكل إستثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي يرغب تحقيقها من هذا الإستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الإستثمار، ومن القرارات المهمة و العقلانية التي يتخذها المستثمر في هذا المجال هو إختيار الإستثمار الذي يلائم عوائده مع مخاطره هذا هو المبدأ العام، إلا أن الإستثمار في الأوراق المالية يقوم على الرغبة في الحصول على أعلى عائد عند أقل مستوى من المخاطرة، وللتقليل من هذه المخاطر يجب على المستثمر بناء محفظة مالية مناسبة وذلك حسب النظرية الحديثة لإدارة المحافظ المالية من خلال تنويع الأصول المالية بهدف تجنب المخاطر غير النظامية والتقليل من المخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها بواسطة التنويع ،ولهذا تم إختيار نماذج لتقييم الأصول المالية ،وهذا ما يبحث فيه هذا الفصل وفق المباحث التالية:

المبحث الأول : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

المبحث الثاني: نظرية تسعير بالمراجحة APT

المبحث الثالث: نموذج Fama&French و نظرية المالية السلوكية

المبحث الأول : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعتبر نموذج تسعير الاصول الرأسمالية من أهم النماذج المالية التي حظيت بالكثير من الدراسات الميدانية على يد الكثير من المفكرين الماليين بإعتباره نقطة تحول مهمه في بناء النظرية المالية الحديثة.

المطلب الأول : مفهوم والنشأة نموذج CAPM

1. نشأة نموذج CAPM:

ظهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بعد الإسهامات الكبيرة لنظرية المحفظة، وقد كان ماركويتز 1952 Markowitz أول من ناقش مفهوم المخاطر وإرتباطها بتقلبات العائد، وإقترح نتيجة لهذه العلاقة الوسيلة لقياس المخاطر تمثلت بالإنحراف المعياري. وبعدها نادى في عام 1959 بضرورة ربط المخاطر بالعائد بحيث يتم إختيار الإستثمارات ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي عوائدها، [1] ثم طورت الفكرة من طرف شارب 1963 في دراسة لتقييم الإستثمار في الموجودات المالية، و لينتر 1965 و موسين 1966 و حمادة 1972 ليصبحوا بذلك أول من يقدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .[2]

2. مفهوم نموذج CAPM:

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM النظرية الأساسية التي تربط المخاطر والعائد لجميع الأصول حيث أنه يربط المخاطر غير القابلة للتنوع بالعائدات المتوقعة.[3]

يعرف هذا النموذج بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة ولقد جمع هذا النموذج بين المخاطر النظامية ومعدل العائد المطلوب في آن واحد، وبذلك أصبح تقييم الإستثمارات أكثر موضوعية بإعتمادها على الأساس الكمي للمخاطر بدلا من التقديرات الشخصية للمستثمرين حيث يقوم النموذج على أساس أن هناك علاقة بين عائد الأصل الإستثماري وعائد السوق، ويستند مفهوم نموذج CAPM على الافتراض القائل بأن العائد المطلوب على أي أصل استثماري يساوي العائد الخالي من المخاطر زائدا علاوة المخاطر ، أي كمية المخاطرة الموجودة في

[1] قاسم نايف علوان، ابراهيم الزعلوك، أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيرالعدد 05 جامعة التحدي،سرت –ليبيا، سنة 2005ص7.

[2] بدروني عيسى، شريط حسين الأمين، دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر "سهم أن سي أ رويبة كنموذج"، مجلة العلوك الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية جامعة محمد بوضياف، العدد: 2017/18، – المسيلة –الجزائر،ص55.

[3] Lawrence J. Gitman Chad J. Zutterop cit P329-330.

أي إستثمار يجب ان تنعكس على العائد المطلوب، فإذا زادت المخاطر يجب أن يكون معدل العائد مرتفعا والعكس صحيح.[1]

المطلب الثاني: إفتراضات نموذج CAPM وإستخداماته

على غرار جميع النماذج الأخرى ، يتجاهل CAPM العديد من تعقيدات والصعوبات التي تواجه الأسواق المالية من خلال وضع إفتراضات مبسطة تسمح لنا هذه الإفتراضات بإكتساب رؤية شاملة حول كيفية تسعير الأصول دون تعقيد، حيث أن توجد بعض هذه الإفتراضات مقيدة في حين أن البعض الآخر حميدة، والإفتراضات الأخرى تؤثر فقط على مجموعة معينة من الأصول أو تؤثر بشكل هامشي على العلاقات المفترضة.

أولا : إفتراضات نموذج CAPM :

ومن أهم هذه إفتراضيات CAPM مايلي :[2]

- **المستثمرون هم أفراد عقلانيون يكرهون المخاطرة ويعظمون المنفعة :**

إن عدم تفادي المخاطرة يعني أن المستثمرين يتوقعون أن يتم تعويضهم عن قبولهم للمخاطرة، لاحظ أن الإفتراض لا يتطلب من المستثمرين أن يكون لديهم نفس الدرجة من الهروب من المخاطرة، لا يتطلب تعظيم المنفعة يعني أن المستثمرين يريدون عوائد أعلى وليس عوائد أقل وأن المستثمرين يريدون دائمًا المزيد من الثروة (أي المستثمرين غير راضين أبدا)، يُفهم المستثمرون على أنهم عقلانيون من حيث أنهم يقومون بتقييم وتحليل المعلومات المتاحة بشكل صحيح للتوصل إلى قرارات عقلانية، على الرغم من أن المستثمرين العقلانيين قد يستخدمون نفس المعلومات للوصول إلى تقديرات مختلفة للمخاطر المتوقعة والعوائد المتوقعة ، التجانس بين المستثمرين يتطلب أن يكون المستثمرون .

- **عدم وجود تكاليف معاملات ولا ضرائب:**

لا يوجد في الأسواق الخالية من الاحتكاك تكاليف المعاملات أو الضرائب أو أي تكاليف أو قيود على البيع على المكشوف، كما نفترض أن الإقتراض والإقراض بمعدلات خالية من المخاطر أمر ممكن ، فتكاليف

[1] قاسم نايف علوان، ابراهيم الزعلوك ، مرجع سبق ذكره ، ص97.

[2] Michael G. McMillan Jerald E. Pinto Wendy L. Pirie op cit P 267-268

المعاملات للعديد من المؤسسات الكبيرة لا تكاد تذكر والعديد من المؤسسات لا تدفع الضرائب حتى وجود تكاليف معاملات غير صفرية أو ضرائب أو عدم القدرة على الاقتراض بسعر خال من المخاطر لا يؤثر جوهريا على الإستنتاجات العامة ومع ذلك ، يمكن أن تؤدي تكاليف البيع على المكشوف أو القيود المفروضة على البيع على المكشوف إلى تحيز تصاعدي في أسعار الأصول مما قد يعرض النتائج المهمة لـ CAPM للخطر.

- **خطة المستثمرين لنفس فترة تملك واحدة:**

CAPM هو نموذج ذو فترة واحدة ، ويتم اتخاذ جميع قرارات المستثمرين على أساس تلك الفترة الواحدة يتم تطبيق إفتراض فترة واحدة بإرتياح لأن العمل مع النماذج متعددة الفترات أكثر صعوبة، ومع ذلك لا يسمح نموذج الفترة الواحدة بالتعلم ويمكن أن تستمر القرارات السيئة ،بالإضافة إلى ذلك قد يتطلب تعظيم المنفعة في نهاية أفق متعدد الفترات إتخاذ قرارات في فترات معينة قد تبدو دون المستوى الأمثل عند فحصها من منظور فترة واحدة ،ومع ذلك فإن فترة الإحتفاظ الفردية لا تحد بشدة من قابلية تطبيق CAPM على الإعدادات متعددة الفترات.

- **لدى المستثمرين توقعات أو معتقدات متجانسة:**

يعني هذا الإفتراض أن جميع المستثمرين يحللون الأوراق المالية بنفس الطريقة بإستخدام نفس التوزيعات الإحتمالية ونفس المدخلات للتدفقات النقدية المستقبلية، بالإضافة إلى ذلك نظرا لكونهم أفراد عقلانيين سيصل المستثمرون إلى نفس التقييمات لأن تقييماتهم لجميع الأصول متطابقة ، فإنهم سيولدون نفس المحفظة المحفوفة بالمخاطر المثلى والتي نسميها محفظة السوق ، ويمكن تخفيف إفتراض المعتقدات المتجانسة طالما أن الاختلافات في التوقعات لا تولد محافظا مخاطرة مختلفة بشكل كبير.

- **جميع الاستثمارات قابلة للقسمة بلا حدود:**

يشير هذا الافتراض إلى أنه يمكن للفرد الاستثمار بقدر ضئيل أو بقدر ما يرغب في الأصل مما يسمح هذا الافتراض للنموذج بالاعتماد على الوظائف المستمرة بدلاً من وظائف الإنتقال المنفصلة يتم وضع الإفتراض للراحة فقط وله تأثير غير منطقي على إستنتاجات النموذج.

- المستثمرون هم من يأخذون الأسعار:

يفترض CAPM أن هناك العديد من المستثمرين وأنه لا يوجد مستثمر كبير بما يكفي للتأثير على الأسعار وبالتالي فإن المستثمرين هم من يأخذون الأسعار ، ونفترض أن أسعار الأوراق المالية لا تتأثر بتداولات المستثمرين

هذا الإفتراض صحيح بشكل عام لأنه على الرغم من أن المستثمرين قد يكونون قادرين على التأثير على أسعار الأسهم الصغيرة ، فإن هذه الأسهم ليست كبيرة بما يكفي للتأثير على النتائج الأولية لـ CAPM.

- **هناك عامل خطر واحد فقط مشترك في محفظة السوق :**

عامل الخطر هذا هو مخاطر السوق المنتظمة التي تؤدي إلى تقلبات غير قابلة للتنويع، من المفترض على المستثمرون أن يمتلكو محافظا متنوعة ، حيث أن السوق لا يكافئ المستثمرين على تحمل مخاطر متنوعة

نتيجة لذلك ، ينص CAPM على أنه إذا كانت النسخة التجريبية للأمان معروفة ، فمن الممكن حساب العائد المتوقع المقابل.[1]

ثانيا : استخدامات[2] CAPM:

- تحديد معدل العائد المطلوب للإستثمار في الأوراق المالية أو أصول المالية .
- تحديد معدل العائد المطلوب على أي محفظة إستثمارية.
- معرفة إذا كان السوق متوازن أم لا ، فإذا كان معدل العائد المطلوب مساوي للمعدل العائد المتوقع فذلك يعبر أن سوق تتسم بالتوازي أما في حالة وجود إختلاف بين العائدين فإن في ذلك إشاره إلى أن السوق تعاني من عدم التوازن.
- يقارن المستثمرون بين المعدل العائد المطلوب من وجهة نظره بين معدل العائد متوقع في السوق في ظل الظروف الاقتصادية، ويتخذ المستثمر قراره بتوجه نحو الاستثمار اذا كان معاد العائد المطلوب مساويا او اقل من معدل العائد المتوقع، اما اذا كان معادل العائد مطلوب اكبر من معادل المتوقع في السوق فان المستثمر يمتنع عن هذا الاستثمار لأنه يدرك ان معدل المطلوب ليس من المؤكد حدوثه في ظل ظروف السوق مستقبلا.
- تعتبر المخاطرة السوق هي المقياس الملائم لمخاطرة اي ورقة مالية، وذلك لان مخاطر الخاصة يمكن التخلص منها بالتنويع اي بشراء الاوراق المالية متنوعة، فكلما زاد عدد اوراق المالية داخل المحفظة انخفضت المخاطرة الكلية للمحفظة الى ان تقتصر على المخاطرة العامة فقط التي تقاس بمتوسط التباين فاذا ضمت المحفظة على عدد كبير من اوراق المالية تجعلها تمثل مؤشر السوق.

[1] Lisa Ensz, Joep Knijn, Greg Pope, and Aaron Smith, Understanding Risk and Return, the CAPM, and the Fama-French Three-Factor Model, Tuck School of Business at Dartmouth,P4.

[2] د. سالم صلاح الحسناوي ، مرجع سبق ، ذكره ، ص218.

- يقدم CAPM تنبؤات قوية وجذابة حول المخاطر والعلاقة بين المخاطر والعائد و تقييم الأداء ، وتحليل تقديرات العائد البديل[1].

المطلب الثالث: الصيغة الرياضية ل CAPM و انتقاداته :

تهتم نظرية الأصول الرأسمالية في تحديد الأصول التي تتشكل منها المحفظة الإستثمارية بالإستناد على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة.

ومنه فإن معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM هي:[2]

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

حيث أن:

$E(R_i)$:معدل العائد المطلوب للأصل.

R_f :معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β_i :معامل بيتا لأصل.

$E(R_m)$:معدل العائد المتوقع للسوق المالية ككل.

$E(R_m) - R_f$: علاوة المخاطرة.

يتضح من الصياغ الرياضية لنموذج CAPM أن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر على الأوراق المالية ذات المخاطرة، حيث يكون العائد الخالي من المخاطرة هو العائد ظروف التأكد التام وعلاوة المخاطر الأورق المالية السوقية $E(R_m) - R_f$ وهي تمثل سعر المخاطرة التي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي لقبول الإستثمار وعليه فان مستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه و العائد المطلوب ويحكم على الجاذبية الورقة المالية لإستثمار بحيث يكون العائد متوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب والعكس ايضا صحيح.[3]

[1] Michael G. McMillan Jerald E. Pinto Wendy L. Pirie op citP272.

[2] Eugene F. Fama and Kenneth R. French The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence Journal of Economic Perspectives—Volume 18 Number 3—Summer 2004 P29.

[3] د.تكواشت رانية ، نموذج تسعير الاصول الرأسمالية ، مجله الاقتصاد المالي والاعمال، المجلد 4 ، العدد رقم 1 ، شهر ابريل سنه 2020 ، ص 175.

تم تطوير نوعين من العلاقات في إطار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهما :

أ- خط سوق رأس المال[1] CML Line Market Capital :

يصف CML نموذجا لبناء المحفظة ويفترض أن هناك محفظة سوق واحد M وأن المستثمرين قادرون على الإقراض والإقتراض بسعر خال من المخاطرة وبالتالي قادرون على إنشاء محافظ فعالة في أي وقت على خط طول CML ، يمكن للمستثمرين الذين يكرهون المخاطرة تقليل المخاطر والعائد عن طريق تقسيم الإستثمار بين محفظة السوق والأصول الخالية من المخاطر.

يمكن لأولئك الذين يتمتعون بقدرة أعلى على تحمل المخاطر زيادة المخاطر والعائد باستخدام الأموال المقترضة بسعر خال من المخاطرة لزيادة إستثماراتهم في محفظة السوق، أيا كانت الإستراتيجية التي يتم تبنيها فإن المكافأة لكل وحدة من المخاطر تكون ثابتة .

وتعطى معادلة خط سوق رأس المال بالشكل التالي :

$$CML = R_p = R_f + \frac{R_m - R_f}{\sigma_m}\sigma_p$$

حيث أن:

Rp :هو العائد على محفظة فعالة.

Rf :هو السعر الخالي من المخاطر.

Rm :هو العائد على محفظة السوق.

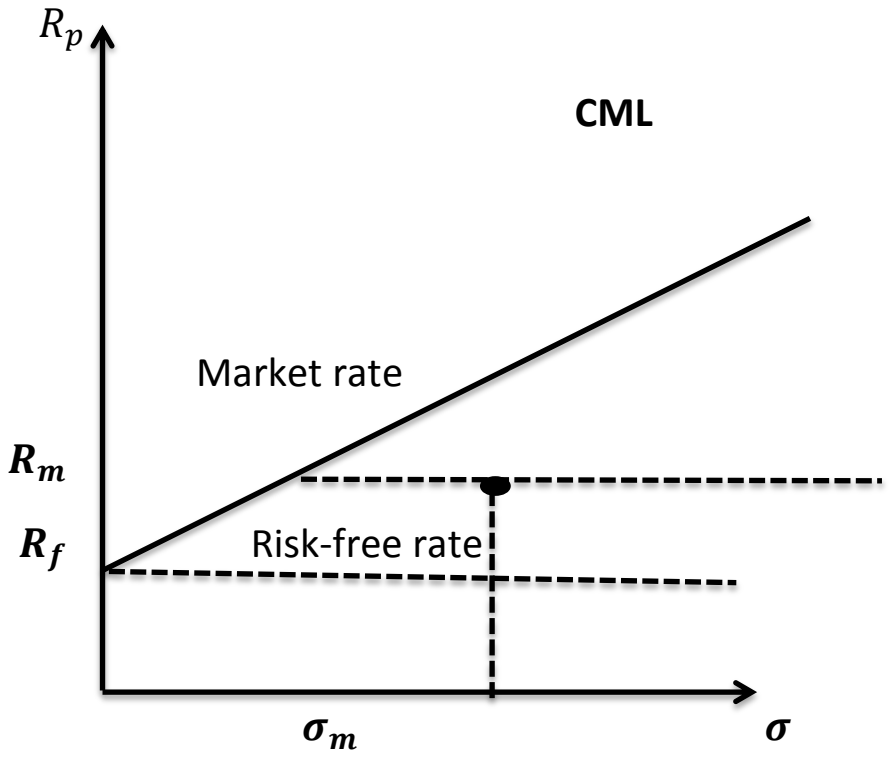
σ_m :هو الانحراف المعياري للعوائد على محفظة السوق

σ_p :هو الانحراف المعياري للعوائد على المحفظة الفعالة

[1] Chris Deeley A simple derivation of the Capital Asset Pricing Model from the Capital Market Line Lecturer in Accounting & Finance at Charles Sturt University Wagga Wagga NSW Australia August 2012 3 p.

وفقا لهذه العلاقة ، يمكننا رسمها على النحو التالي:

الشكل رقم (3): خط سوق رأس المال CML



المصدر:Chris Deeley، A simple derivation of the Capital Asset Pricing Model، from the Capital Market Line P3.

ب– خط سوق الأوراق المالية[1] : SML Line Market Security

في سوق الأوراق المالية ، ينظر معظم المستثمرين الى مكافآتهم من إستثمار الأسهم ، يُطلق على المكافأة أيضا إسم علاوة المخاطرة وفقا لمبدأ CAPM ، يتم التعبير عن علاوة مخاطر $\mathbf{E(R_m) - R_f}$، ويمكن إظهارها كدالة خطية بين المخاطر السوقية والعائد المتوقع في السوق المالي.

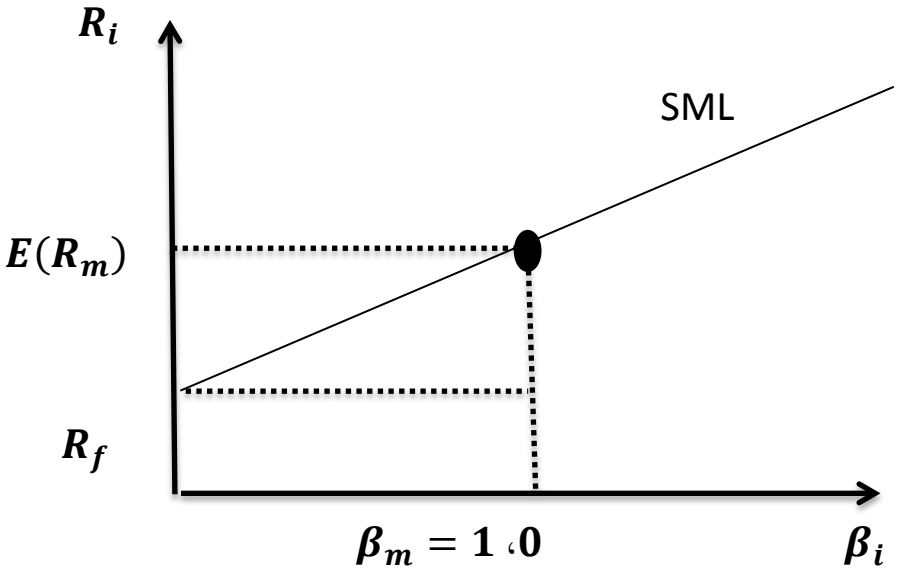
وفقًا لهذه العلاقة ، يمكننا رسمها على النحو التالي[2]:

$$SML = \frac{cov\left(R_j، R_m\right)}{var(R_m)} = \frac{\sigma_{jm}}{\sigma^2}$$

[1] Lina Zhang & Qian Li Anders. Isaksson Comparing CAPM and APT in the Chinese Stock Market Umeå School of Business Spring semester 2012 p24

[2] Prof. Dr. Bashar Ahmed AL. Iraqi Zahraa Abdel-Jabbar Majid The Capital Asset Pricing Model (CAPM) Theoretical Frameworks and Empirical Evidence Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences (31/12/2022); Vol. 18 No. 60 Part (1) p462.

الشكل رقم (4): خط سوق الأوراق المالية SML



المصدر : Comparing CAPM and APT ،Anders. Isaksson ، Lina Zhang & Qian Li p24،in the Chinese Stock Market

رغم من إفتراضات التي جاء بها CAPM إلا أنه وجهت له عددت إنتقادات منها :[1]

- إعتماده على نظريه السوق الكفء والتي تبقى نظرية.
- فرضية إستقرار معامل بيتا فهو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية كما يهدف إلى تحديد العائد كدالة من المخاطرة النظامية وبالتالي يتوجب حساب بيتا التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن .
- يقضي تحت نظرية المحفظة إلى أن التنويع يقلل من مخاطرة غير نظامية.
- الإعتماد على البيانات التاريخية.
- صعوبة تطبيق هذا النموذج خاصة في تحديد معدلات الخالية من المخاطرة والذي يبقى نظري.
- إعتماد على عامل واحد من لتفسير معدل العائد.
- يدرس CAPM أفقا زمنيا لفترة واحدة والذي عادة ما يكون عام واحد لكن بالنسبة للإستثمار طويل الأجل ، فمن غير المناسب إتخاذ قرارات الإستثمار من قبل مديري الشركات.[2]

[1] د.مصيطفي عبد اللطيف، خروبي يوسف، تقدير العائد والمخاطرة باستخدام نموذج التوازن اصول المالية، مجلة رؤيه الاقتصادية، العدد الخامس، ديسمبر 2013 ، ص 133.

[2] Lina Zhang & Qian Li opcit p25

المبحث الثاني: نظرية تسعير المراجحة APT

نتيجة لإنتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ظهرت عدة نظريات ونماذج توسيعية لنموذج CAPM من بينها نموذج APT وهذا ما يبحث فيه هذا المبحث .

المطلب الأول :مفهوم نظرية التسعير بالمراجحة APT

تقوم نظرية تسعير المراجحة على أساس إدخال تأثير العوامل الاقتصادية الخارجية والعوامل الداخلية الخاصة بكل شركة على معدل العائد على الأوراق المالية، وهذا ما سوف نستعرضه من خلال هذا المطلب.

قبل التطرق إلى التعريف بالنموذج وجب إيضاح معنى المراجحة.

أ–تعريف المراجحة:

يقصد بالمراجحة سوء التسعير الأمني للأوراق المالية الغير مسعره بشكل صحيح، أي التي تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية أو تكون قيمتها السوقية أعلى من قيمتها الحقيقية والعمل على شراء الأوراق الأولى وبيع الأوراق الثانية بنفس الوقت لتحقيق أرباح مضمونة وخالية من المخاطر.[1]

ب–تعريف نموذج التسعير بالمراجحة APT :

تعتبر نظرية التسعير بالمراجحة هي نظرية بديلة لتسعير الأصول الرأسمالية CAPM قدمها ROSS سنة 1976، ويتمثل الافتراض الأساسي لنظرية التسعير بالمراجحة في أن عائد الورقة المالية يتحدد من العوامل أو المتغيرات الإقتصادية، وليس بمتغير واحد كما يفترض نموذج CAPM[2] .

تؤكد APT أن مخاطر الأصول (متوسط عائدها طويل الأجل) ترتبط ارتباطا مباشرا بحساسيتها للتغيرات غير المتوقعة في العديد من المتغيرات الإقتصادية وتشمل هذه المتغيرات التضخم غير المتوقع ، والتغيرات في المستوى المتوقع للإنتاج الصناعي ، والتحولات المتوقعة في أقساط المخاطر ، والإنحدار غير المتوقع لهيكل المدى لأسعار الفائدة إلى ذلك ، تفترض APT أن معدل العائد على أي ورقة مالية هو دالة خطية لعوامل .[3]

---

[1] Bodie Zvi. Kane Alex. & Marcus Allan J. Essentials of Investments 10th edition McGraw-Hill/ Irwin New York 2014 P324.

[2] د. محمد صلاح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دار الجامعية للنشر، الإسكندرية ، مصر، سنه 2005 ، ص321.

[3] STEPHEN L. KIURI NJUKIA THE RISK PREMIUM IN LIVE CATTLE FUTURES Submitted to the Graduate Faculty of Texas Tech University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of MASTER OF SCIENCE 1994 P30.

المطلب الثاني: افتراضات و الصيغة الرياضية للنموذج نظرية التسعير بالمراجحة APT

أولا: إفتراضات نموذج APT :

يقوم نموذج التسعير بالمراجحة للأصول على عدة فرضيات تتشابه في جزء كبير منها مع نظرية المحفظة ونظرية تسعير الأصول الرأسمالية CAPM التي طورها ROSS (1976 ، 1977) في منتصف السبعينيات ولديها ثلاثة الإفتراضات أساسية هي :[1]

- أسواق رأس المال تنافسية تماما.
- يفضل المستثمرون دائما ثروة أكبر على ثروة أقل بشكل مؤكد.
- يمكن التعبير عن العملية العشوائية التي تولد عوائد الأصول كدالة خطية لa .
- مجموعة من عوامل الخطر (أو المؤشرات) ، وجميع المخاطر غير المنهجية متنوعة.

من رغم من هذه إلا أن بعض الكتاب يضفون مجموعة أخرى من الفروض تتمثل في الآتي[2]:

- يوجد عدد كافي من الأوراق المالية في المحفظة لتكوين محافظ و تحديد المخاطر الخاصة بكل ورقة التي تختلف عن مصادر خطر الأوراق الأخرى.
- السوق المالي الكفء سوق يضمن عدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية من خلال عمليات المراجحة.
- لا توجد تكاليف بخصوص الضرائب والمعاملات ولا توجد قيود للبيع على المكشوف.

فهذه النظريةً تقوم على عدم وجود فرص للمراجحة No-Arbitrage Equation على الرغم إسمها ربما يدل على عكس ذلك فالاسم هنا يدل على طريقة الاستنتاج وليس على آليةَ التطبيق.

كما أن APT استبعدت أحد أهم المفاهيم التي كانت موجودة في CAPM وهو إفتراض أن محفظة السوق تتضمن جميع الأوراق المالية الخطرة وهي كفؤة، حيث أن APT لا ترى دورا خاصا لمحفظة السوق.

[1] Frank K. Reilly and Keith C. Brown Investment Analysis & Portfolio Management Tenth Edition South-Western Cengage Learning 2009-2010 P242.
[2] Bodie Zvi. Kane Alex. & Marcus Allan J. Essentials of Investments OP-CIT P324.

ثانيا: الصيغة الرياضية للنموذج نظرية التسعير بالمراجحة APT

كما سبق القول فإن هذه النظرية(APT) تقوم على أكثر من عامل يؤثر على عائد الورقة المالية المعنية، تعتبر كل هذه العوامل من المخاطر المنتظمة من هذا المنطلق يمكن التعبير عن العائد المتحقق وفقا لهذه النظرية بالصيغة الرياضية التالية:[1]

a) الصيغة الرياضية للنموذج لعامل واحد:

$$R_i = E(R_i) + \beta_i F + e_i \ldots\ldots\ldots\ldots 1$$

حيث أن

R_i : معدل العائد المتحقق على السهم i.

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع على السهم i .

β_i : حساسية السهم لمجموع عوامل السوق i .

e_i : تأثير الأحداث الخاصة على العوائد المتوقعة للسهم i.

b) الصيغة الرياضية للنموذج متعدد العوامل:

$$R_i = E(R_i) + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + e_i \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots 2$$

ومنه من 1و2:

$$E(r_i) = r_f + B_1\left[E(r_1) - r_f\right] + B_2\left[E(r_2) - r_f\right]$$
$$= r_f + \beta_1 E(R_1) + \beta_2 E(R_2)$$

حيث أن :

$E(R_2)$ و $E(R_1)$:علاوة المخاطرة للنموذج متعدد العوامل (لعاملين).

[1] Bodie Zvi. Kane Alex. & Marcus Allan J. Essentials of Investments OP-CIT P343

المطلب الثالث : الانتقادات الموجهة لنظرية لتسعير بالمراجحة APT

1. اختبار راينغانوم 1981: Reinganum[1]

أشار إلى أن نموذج APT الذي سيحل محل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتصحيح ثغاراته، وأهمها مشكلة الحالات الشاذة، وهنا تساءل الباحث عن مدى جدوى الإنتقال إلى نظرية معقدة وهي نظرية التسعير بالمراجحة بدلا من نموذج سهل و بسيط وهو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM إذا لم تكن هذه النظرية الجديدة قادرة على حل مشكلات النموذج القديم.

انتقادات Dhrymes، Friend، Gultekin، 1985 :[2]

انتقد هؤلاء الباحثون نظرية التسعير بالمراجحة في ورقة بحثية نشرت في مجلة Finance of Janrnal بعنوان "المعاينة النقدية للدليل التجريبي لنظرية تسعير المراجحة" وذلك في شكل عدة تحفظات وتساؤلات أهمها:

- تظهر في نتائج الاختبار العديد من معاملات β التي لا تساوي الصفر، بمعنى أنه يمكن اعتبارها عوامل مسعرة ولكن ليس لها معنوية إحصائية، وبالتالي يجب دراسة العوامل بحسب تأثيرها وليس بحسب عددها.
- كيف يمكن تحديد عدد العوامل في التحليل العاملي؟ فقد أظهرت دراستهم أنه إذا ما تم تجزئة البيانات إلى محافظ مثلما فعل ROSS وROLL 1980 ،ظهر عدد محدود من العوامل المسعرة، ولكن عند إدخال جميع البيانات ز اد عدد العوامل بشكل واضح.
- القدرة الاستكشافية للنظرية تتفوق على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ولكنها تبقى بدرجة متوسطة .

وأكد الباحثون أن النظرية عامة جدا ومن الصعب اعتماد نتائجها التطبيقي، .في الأخير نقول أن الاختبارات المقدمة هي فقط عينة عن أهم اختبارات النظرية باعتبارها نظرية اختبرت في عدة مناطق في العالم وعلى عدة فترات زمنية، وجل هذه الاختبارات أعطت نتائج متفاوتة حول العوامل المحددة لعوائد المحافظ المختلفة، وبالتالي يبقى عدد العوامل المسعرة غير المعروف ودرجة معنويتها الإحصائية هو الانتقاد المهم والملازم للنظرية حتى وقتنا الحالي.

[1] عمار زودة، وآخرون، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات وأبحاث في الطاقات المتجددة، المجلد 07 ، العدد 2 ، سنة 2020 ص144.

[2] أيمن الشهاب، اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة بالتطبيق سوق عمان للأوراق المالية، مذكرة دكتوراه ، جامعة حلب، سوريا، 2015 ، ص124-123.

2. انتقاد تشينغ (Cheng 1995) :

إستنتج تشينغّ أن مصدر الخطر يكون له معنوية إحصائية ضمن نموذجا الانحدار الثاني في إختبارAPT علما أنه لا تكون له معنوية إحصائية في التأثير على عوائد الأسهم في حالة الانحدار الخطي الأول المرحلة الأولى من إختبارAPT ،وتجدر الإشارة إلى أن الباحث لم يواجه هذه المشكلة لا في الدارسة التطبيقية الخاصة بسوق عمان المالي ولا في الدراسة الإستكشافية لسوق دمشق للأوراق المالية.

3. اختبار Ross& Roll 1980:[1]

حيث فحص Ross نظريته لأول مرة في دراسة مشتركة مع Roll سنة 1980 باستخدام التحليل العاملي وتوصل إلى أنه هناك ثالث عوامل رئيسية تؤثر تأثيرا مباشرا على عوائد الأسهم وأسعارها:

- مؤشر الإنتاج الصناعي.
- معدل التضخم.
- الفرق بين معدلات الفائدة طويلة وقصيرة الأجل.

رغم من هذه إنتقادات من طرف الباحثين إلا أن توجد عدت إنتقادات أخرى نذكر منها :[2]

- أنه يفترض عدم وجود قيود على البيع على المكشوف.
- تجاهل APT أهمية ودور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات الأسهم حيث أن نظرية التسعير بالمراجحة ترى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عائدات الأسهم .
- لم تحدد APT عدد العوامل التي يجب أن يحتوى عليها النموذج مما دفع بالمؤيدين لهذا الأخير على إعتماد ما عرف بتحليل العوامل التي لم يحددها صاحب النظرية للوصول إلى العوامل الاقتصادية المحددة للمخاطر.

[1] أيمن الشهاب مرجع سبق ذكره ص124. 125.

[2] عمار زودة، عبد الغاني بن علي، أمال بوسمينة، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة المجلد: 07 ،العدد: 02 السنة 2020 ،114.

المبحث الثالث: نموذج Fama&French و نظرية المالية السلوكية

قاما Fama&French بتطوير النماذج المعدلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM أشهرها على الإطلاق النموذج ثلاثي العوامل قدمه سنة 1992 والنموذج خماسي العوامل تم تقديمه مؤخرا.

المطلب الأول : مفهوم نموذج Fama&French

أجرى الباحثان المشهورأن Fama&French بحثا مكثفا في هذا المجال ووجدوا أن العوامل التي تصف "القيمة" و "الحجم" هي أهم العوامل ، خارج مخاطر السوق ، لشرح العوائد المحققة للأسهم المتداولة علنا. لتمثيل هذه المخاطر ، قاموا ببناء عاملين: SMB لمعالجة مخاطر الحجم و HML لمعالجة مخاطر القيمة، نشر Fama&French لأول مرة النتائج التي توصلوا إليها حول هذه العوامل في عام 1992 وإستمروا في تحسين عملهم منذ ذلك الحين.[1]

المطلب الثاني : نماذج Fama&French وانتقاداته

أولا : نموذج Fama&French ثلاثي العوامل

قام Fama&French (1993) بتطوير نموذج ثلاثي العوامل للحصول على متوسط السلسلة الزمنية للعائدات الشهرية وإستخدام متغيرين خارجيين لفحص المخزونات المقومة بأقل من قيمتها أي المبالغة في قيمتها نحو نموذج ثلاثي العوامل ،حيث أكد نموذج الإنحدار المتسلسل الزمني الذي يتم فيه تراجع العائد الزائد المحقق على المحفظة الخطرة (RPf) مقابل العائد الزائد المحقق على مؤشر سوق الأوراق المالية.

نموذج ثلاثة عوامل Fama&French هو نموذج مستخدم على نطاق واسع للتنبؤ بالأصول في إدارة المحافظ، يشرح أكثر من 90٪ من العائد من الأسواق بحيث يستخدمه المستثمرون ومديرون المحافظ في الغالب للتنبؤ بالعوائد على استثماراتهم.[2]

[1] Lisa Ensz Joep Knijn op-cit p8.

[2] Hayat Khan Itbar Khan and others Capital asset pricing model (CAPM) verses Fama and French three-factor model: An empirical comparison in Pakistani equity market International Journal of Advanced Scientific Research Volume 1Issue 9 December 2016 p18.

من خلال هذه الدراسة التي قدماها أن عوائد المحفظة الإستثمارية تكون مرتبطة بثلاثة عوامل أساسية وهي:[1]

- **العامل الأول**: يتمثل في حساسية عائد المحفظة لعوائد السوق وهي β المحفظة كما جاء في نموذج Sharpe (1964).
- **العامل الثاني**: هو عامل الحجم فإذا كانت الشركات الصغيرة أكثر مخاطرة من الشركات الكبيرة فيتوقع أن تكون للشركات الصغيرة عوائد أكبر، وبالتالي فان المحافظ التي تضم أسهم شركات صغيرة تكون أكبر عائد؛
- **العامل الثالث**: هو عامل القيمة متمثلا في القيمة الدفترية لحقوق الملكية مقسوما على القيمة السوقية لحقوق الملكية، فإذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية يكون السهم جذابا بالنسبة للمستثمرين باعتباره مؤشرا على وضعية جيدة للمؤسسة مستقبلا والعكس إذا كانت القيمة الدفترية أكبر من القيمة السوقية.

وعليه فان نموذج Fama&French ثلاثي العوامل يعبر عنه بالصيغة الرياضية التالية:

$$E(R_i) - R_f = \beta_i\left[E\left(R_m - R_f\right)\right] + S_i E(SMB) + h_i E(HML)$$

حيث أن:

$E(R_i) - R_f$: تمثل علاوة مخاطر المحفظة.

$E\left(R_m - R_f\right)$: تمثل علاوة السوق المخاطرة.

β_i : حساسية السهم لمخاطرة السوق.

SMB : الفرق بين العائد على محفظة من الأسهم عالية القيمة الدفترية في السوق والعائد على محفظة من الأسهم منخفضة السعر في السوق.

HML : تمثل الفرق بين عوائد المحافظ التي لديها قيمة دفترية إلى قيمة سوقية مرتفعة وعوائد المحافظ التي لديها قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة على أساس أنه كلما كانت النسبة أعلى كانت المخاطرة أعلى وبالتالي عائد مطلوب مرتفع.

[1]EUGENE F. FAMA and KENNETH R. FRENCH "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies" The Journal of Finance Vol 04 N° 1 March 1996 P 55-56.

S_i : حساسية المحفظة بالنسبة للحجم.

h_i : حساسية المحفظة بالنسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية.

على الرغم من الدارسات و التعديلات التي قام بها Fama&French إلا أنه واجها انتقادات منها :[1]

- عامل الأثر اللحظي والذي يمكن تفسيره بأن الأسهم التي يكون أدائها السوقي جيدا لفترة 03 وحتى 12 شهرا الأخيرة تبدوا بأنها ستستمر لهذا الأداء والعكس، إن هذا الأثر ينعكس من استخدام مؤشر القيمة الدفترية إلى القيمية السوقية M/B .
- إن المحافظ الإستثمارية المشكلة على أساس مؤشرات الأسعار مثل مؤشر القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لا تعكس حقيقة أن الأسهم التي لديها تدفقات نقدية متوقعة أعلى يجب أن يكون لديها معدل عائد أعلى، ومنه فإن استخدام الأسعار أمر غير عقلاني بسبب أنها لا تعكس العوائد المتوقعة للأسهم.
- كذلك فإن من أهم الإنتقادات التي تم توجيهها إلى نموذج Fama&French الثلاثي العوامل هو ربط العوائد المتوقعة العالية لأسهم الشركات بربحيها المنخفضة، حيث وجد Fama&French في دراستهم التطبيقية بأن الشركات التي لها عامل (القيمة الدفترية / القيمة السوقية) المنخفض ذات عوائد مرتفعة، وتلك الشركات التي لها عامل (القيمة الدفترية / القيمة السوقية) المرتفع ذات ربحية منخفضة، وعللا ذلك بأن تلك الفروق بين متوسط العوائد لتلك الأسهم ترتبط بعامل التوقيت لعامل المخاطرة المرتبط بأداء عوائد هذه الأسهم، بينما أظهر التحليل المباشر للربحية بأن علاوة القيمة وبشكل قاطع لا يمكن أن تقودها الأسهم غير الرابحة في أي حال من الأحوال.

ثانيا : نموذج Fama&French خماسي العوامل[2]

نظرا للانتقادات الموجهة لنموذجFama&French ثلاثي العوامل من قبل العديد من الباحثين الذين أجمعوا أن النموذج ثلاثي العوامل غير كامل إلا أن قام Fama&French بإنشاء عوامل الربحية والاستثمار لأنواع RMW و CMA ، يمكن تفسير RMW و CMA بمتوسطات عوامل الربحية .

[1] باء غازى عرنوق، "أثر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا 2015 ص 83.82.

[2] Fama E. French K." A Five Factor Asset Pricing Model" Journal of Financial Economics Vol 116 N° 02 2015 P 05-10.

والاستثمار للأسهم الصغيرة والكبيرة بحيث تصاغ معاداة النموذج الخماسي بشكل التالي:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{i+}\beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + S_i SMB_t + h_i HML_t + r_i RMW + C_I CMA + e_{it}$$

حيث أن:

العامل الرابع يمثل عامل الربحية RMW* أي الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات الربحية القوية والضعيفة.

أما العامل الخامس فيمثل عامل الاستثمارCMA** اي الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات القيمة السوقية العالية والمنخفضة.

خلصت دراسة French & Fama إلى النتائج التالية[1] :

- أن النموذج ذو العوامل الخمسة لديه قدرة تفسيرية بين 71 % إلى 94 % لتباين أسعار الأسهم الحقيقية عن النموذج المختبر.
- ان عامل القيمة HML هو من أهم العوامل حيث أنه ينعكس على عوائد الأسهم المتوقعة خاصة في حالة كان ذو قيمة عالية.
- أن محافظ الأسهم ذات عامل الحجم SMB صغير، مع تعرض سلبي لعوامل للاستثمار CMA وعامل الربحية RMW هي المحافظ ذات مشاكل التسعير الأعلى.
- إن التعرض السلبي لعامل الاستثمار CMA كان يترافق دائما مع حقيقة أن الشركات المدرجة في هذه المحافظ تستثمر بصورة عالية، ولكن التعرض السلبي لعامل الربحية في نموذج التقسيم الأول لا يترافق دوما مع ربحية منخفضة.

المطلب الثالث : نظرية المالية السلوكية

هدفت عددت نظريات التمويل التقليدية على افتراض أساسي هو أن قرارات المستثمرين تتسم بالرشد والعقلانية حيث تهدف إلى تعظيم منفعتهم، وبالتالي جاءت هذه النظريات من أجل تقدير قيمة الأصول المالية المستثمر فيها ومن ثم اتخاذ قرارات ببيعها أو شراءها اعتمادا على قيمها المقدرة بناء على المعلومات المتاحة، ولكن في الواقع لهذه النظريات ظهر هناك بعض الظواهر الشاذة و الغير معتادة ناتجة عن قرارات غير محكمة و غير دقيقة، وسعى بعض العلماء لإيجاد تفسير منطقي لهذه الظواهر الشاذة.

[1] بهاء غازى عرنوق، مرجع سابق، ص87-88.

بما أن القرار الاستثماري ناتج عن سلوك الانسان اعتمد عليه الباحثون في تفسيرهم لهذه الظواهر الشاذة و الغير معتادة ،وقرار بذاته هو مدخل السلوك والإدراك النفسي.

1. مفهوم المالية السلوكية:

المالية السلوكية علم معاصر يقترح منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات ويسعى إلى تفسير حالات الشذوذ في نظرية الكفاءة والتشوهات الملاحظة في أسواق المال بالاعتماد على الجمع بين المالية وعلم النفس بالأخذ بعين الاعتبار البعد الإنساني لعلم الاقتصاد. فهي نموذج علمي يقوم على نقد نظرية الكفاءة بالاستناد إلى الواقع، ثم اللجوء إلى علم النفس لتفسير الانحرافات الملاحظة في أسواق رأس المال[1].

إن الاستثمار لا يمثل عملية ناتجة عن قرار يتسم بالعقلانية التامة، تستند على تحليل الأمور الأساسية فقط، كالمعدلات، الأرباح، أو تطورات السوق، لهذا فالمحللون الماليون يقرون بوجود عوامل غير عقلانية تؤثر على العملية الاستثمارية، مثل الإفراط في الثقة، المحاكاة و التقليد، التصورات الخاطئة،

وغيرها من العوامل الأخرى غير العقلانية، مما يؤثر في النهاية على تشكل الأسعار في السوق المالي لأجل ذلك ظهرت المالية السلوكية لدراسة عدم الرشاد في عملية اتخاذ قرار الاستثمار.[2]

2. الإفتراضات الأساسية لنظرية المالية السلوكية:

تقوم نظرية المالية السلوكية على فرضيتين أساسيان تتمثلان في :

- **فرضية عدم تمتع المستثمرين بالعقلانية:**

تقف نظرية المالية السلوكية على أن القرارات التي يتبناها المستثمرين لا تتسم بالرشادة والعقلانية، وإنما تحكمها العديد من العوامل العاطفية التي تؤثر عليهم، هذه العوامل تؤدي بالمستثمر إلى تحصيل المعلومات واستقبال الإشارات بطريقة خاطئة، تقود إلى سوء تقييم للأصول المالية المتداولة ، وفي حالة قيام العديد من المستثمرين بهذه التصرفات غير العقلانية سوف يؤدي بالأسعار في السوق المالي إلى الابتعاد عن قيمتها الحقيقية بشكل كبير[3].

[1] بن عيسى إلهام وآخرون، أثر سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية اختبار نموذج العوامل الستة لبعض البورصات العربية، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،المجلد12 ،العدد2 ،2019 ،ص178.

[2] De Brouwer La Finance Comportementale Ou La Psychologie De L'investisseur Finances vecteur septembre2001 P 14

[3] Alboy M. Chareaux G." La Finance Comportementale ou L'émergence d'un Nouveau Paradigme Dominant" Revue Française de Gestion Paris n0 157 2005 p 141.

- **محدودية التحكيم:**

تنص النظرية المالية التقليدية على أن المستثمرين العقلانيين يصححون دائما حالات التسعير الخاطئ للأوراق المالية الناجم عن سلوك المستثمرين غير العقلانيين والتي تتسم بالعشوائية، وبالتالي فإن آلية المراجحة تلعب دورا هاما في إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي غير أن النظرية المالية السلوكية ترى بأن سلوك جميع المستثمرين غير عقلاني، ويتجلى ذلك في النزاعات أو التحيزات السلوكية التي تنتاب المستثمرين عند إتخاذ القرارات مما يؤدي إلى صعوبة إرجاع السعر إلى قيمته الحقيقية، وبالتالي عدم فعالية المراجحة في التسعير العادل.[1]

[1] صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، "الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، العدد 2 ،جوان 2017 ،ص 2322.

خلاصة الفصل

يتم الاستثمار في الأسواق المالية من خلال بيع وشراء الأوراق المالية المختلة في سوق المال، حيث ظهرت نظريات عديدة هدفت إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار وتخفيض المخاطر إلى مستويات مقبول لذلك تناولنا في هذا الفصل اهم نماذج المتعلقة بالعائد والمخاطرة من بينها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM الذي يعتبر من أبرز نماذج قياس مخاطرة، و من أهم ما تم استخلاص أن حسب هذا النموذج يجب التركيز على المخاطر النظامية باعتبار أن المخاطر غير النظامية يمكن التقليل منها عن طريق التنويع، كما تكمن أهميتها في حساب معدلات العوائد المطلوبة على الاستثمارات المختلفة، أو في إدارة أداء المحافظ الاستثمارية.

ولقد تطورت هذه النماذج عبر الزمن محاولة في كل مرة تحسين قدرتها على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، فبعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ومختلف التعديلات عليه، ظهرت نظرية التسعير بالمراجحة، ثم نماذج Fama&French متعددة العوامل، إلى غاية نظرية المالية السلوكية التي باتت الاتجاه الحديث في تقييم الاستثمارات المالية، و أصبحت النماذج السابقة ورغم حداثتها تسمى بالنماذج التقليدية، ومن خلال عرض هذه النماذج المختلفة توصلنا الى نتائج التالية:

- يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أهم نموذج جاء في النظرية المالية الحديثة، لكن الفرضيات التي قام عليها قللت من قيمته عند التطبيق العملي له
- إن كل النماذج التي ظهرت بعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لم تتمكن من تفسير التغيرات في قيم الاستثمارات المالية بشكل دقيق نظرا لعدم واقعية الافتراضات التي قامت عليها والتي يمكن اعتبارها كمحددات للنموذج .
- إن الأسواق المالية هي مكان غير مثالي، ولا يمكن التنبؤ بتصرفات المتعاملين فيه، نظرا لوجود العديد من الحالات الشاذة لذا ظهرت نماذج أكثر تعقيدا تمزج بين المالية وعلم النفس السلوكي، تعرف بنماذج المالية السلوكية .

الفصل الثالث

دراسة حالة المؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية

التمهيد :

يقصد الإنتقال من الجانب النظري إلى الجانب التطبيقي و إسقاط القواعد والأسس النظرية على الواقع من خلال دراسة القوائم و المؤشرات المالية للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في السوق المالي، سنتطرق في هذا الفصل إلى دراسة حالة أهم الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، بعدما تطرقنا في الفصل الأول إلى أدبيات أساسية حول سوق أوراق المالية ثم التعرف على العوائد والمخاطرة وطرق قياسهما، أما الفصل الثاني تطرقنا إلى أهم النظريات و النماذج المتعلقة بالأوراق المالية .

سنحاول في هذا الفصل إسقاط هذا الجانب على الواقع التطبيقي لعينة من الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال فترة الممتدة بعد جائحة كورونا من السنة 2021 الى غاية نهاية سنة 2022 لمعرفة اثر المخاطرة على العائد في تحديد علاوة المخاطرة على الاسهم العادية .

وقد تم التطرق في هذا الفصل الى :

المبحث الأول: تقديم سوق أبوظبي للأوراق المالية .

المبحث الثاني : عرض وتحليل نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة .

المبحث الأول : نبذة عن سوق أبوظبي للأوراق المالية .

المطلب الأول : الإطار التنظيمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية

نتطرق في هذا المطلب لأهم المبادئ التنظيمية التي يقوم عليها سوق أبوظبي للأوراق المالية، بداية من نشأته ،مرورا بالهيكل التنظيمي ، مهامه و أهدافه .

1. نشأة سوق أبوظبي للأوراق المالية :

تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، و بموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الإعتبارية و الإستقلال المالي و الإداري و بالصلاحيات الرقابية و التنفيذية اللازمة لممارسة مهامه ، وقد تم إفتتاح السوق بتاريخ 2000/15/11[1] ، وفي 17مارس تم تحويل سوق أبوظبي للأوراق المالية من مؤسسة إلى شركة مساهمة عامة إستنادا للقانون (8) من عام 2020 .

سوق أبوظبي للأوراق المالية تابع " للقابضة (ADQ) " ، إحدى أكبر الشركات القابضة على مستوى المنطقة و التي تمتلك محفظة واسعة من الشركات الكبرى العاملة في القطاعات الرئيسية ضمن إقتصاد إمارة أبوظبي المتنوع .

وعلاوة على ذلك ، يملك سوق أبوظبي للأوراق المالية السلطة لإنشاء المراكز و الفروع خارج إمارة أبوظبي، ولقد قام السوق حتى الآن في مدن العين ،الفجيرة، رأس الخيمة و الشارقة و مدينة زايد .

وهو سوق لتداول الاوراق المالية .بما في ذلك الاسهم الصادرة عن شركات المساهمة العامة و السندات الصادرة عن الحكومات او الشركات و الصناديق المتداولة في البورصة و في أي ادوات مالية اخرى معتمدة من هيئة الاوراق المالية و السلع الامارتية[2] .

2. الهيكل التنظيمي لسوق ابوظبي للأوراق المالية :

يتألف مجلس ادارة سوق ابوظبي للأوراق المالية بسبعة اعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم اميري، وتكون عضوية المجلس لمدة 3 سنوات ، وقد تم تشكيل اول مجلس ادارة للسوق بموجب المرسوم الاميري رقم (8) لسنة 2000.

[1] نبذة عن سوق أبوظبي المالي , متاح علي الرابط التالي : معلومات عن بورصة وسوق ابوظبي المالي FXNewsToday.ae - تم التصفح بتاريخ 2023/05/22, علي الساعة 13:33.

[2] الموقع الرسمي لسوق أبوظبي للأوراق مالية , متاح علي الرابط النالي : https://www.adx.ae/Arabic/Pages/Markets/default.aspx تم التصفح بتاريخ 2023/05/22, علي الساعة 14:00.

يسعى سوق ابوظبي للأوراق المالية لتحقيق مجموعة من الاهداف الاستراتيجية التي تجعله عاملا مهما لنهوض بالاقتصاد الوطني و تحقيق التنمية الاقتصادية من جهة و مواجهة التحديات التي تفرضها التغيرات السريعة التي يشهدها العالم من جهة اخرى . وفي هذا الاطار ، ومن اجل تحقيق الاهداف المسطرة فانه يصبح من الضروري وضع هيكل تنظيمي كفئ قادر على تنفيذ الاستراتيجيات المتبعة و تطبيق الخطط الموضوعة و يتكون الهيكل التنظيمي لسوق ابوظبي للأوراق المالية مما يلي:

- **مجلس الادارة:** يتكون هذا المجلس من سبعة اعضاء يتم تعيينهم لمدة ثلاثة سنوات ،و يؤدي نت الصلاحيات و المسؤوليات تشمل التخطيط، التنظيم ،الاشراف و الرقابة و تتمثل اهم هذه الصلاحيات فيما يلي :
  - ✓ رسم السياسات و الاستراتيجيات العامة للسوق ووضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول.
  - ✓ تحديد الاجراءات و النظم الخاصة بإصدار الاوراق المالية
  - ✓ اعداد القوانين و الانظمة ذات العلاقة بالسوق و اهدافهم
- **الرئيس التنفيذي** : يعينه مجلس الادارة و يختص بتنفيذ السياسات التي يرسمها هذا الاخير كما يتولى ادارة و متابعة الاعمال اليومية للبورصة .
- **لجنة التدقيق و المخاطر:** تعد لجان التدقيق و المخاطر من أهم اللجان التي تساعد مجلس الإدارة في القيام بمهامه الإشرافية و الرقابية من خلال تقديمها للتقارير و التوصيات حول نتائج العمليات التشغيلية.
- **اللجنة التنفيذية:** يتم تعيينها من قبل مجلس الإدارة الذي يحدد طريقة عملها ،إختصاصاتها و عدد و القوائم المالية و أنظمة الرقابة الداخلية ، وهي تقوم بمساعدة الرئيس التنفيذي على تطبيق السياسات و الإستراتيجيات المرسومة و تحقيق أهداف السوق .[1]

3. مهام سوق أبوظبي للأوراق المالية و أهدافه:

أولا : مهامه

يهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لإستثمار المدخرات و الأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الإقتصاد الوطني و يكفل سلامة المعاملات و دقتها و يضمن تفاعل قوي العرض و الطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين و

[1] نبذة عن سوق أبوظبي المالي , متاح علي الرابط التالي: https://www.adx.ae/Arabic/Pages/Markets/default.aspx

ترسيخ أسس التعامل السليم و العادل و أحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات و الإجراءات ,و من أهم المهام الرئيسة التي يسعى سوق أبوظبي للأوراق المالية القيام بها كما يلي :

- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات و الأموال في الأوراق المالية لصالح الإقتصاد الوطني .
- ضمان سلامة و دقة المعاملات و ضمان التفاعل بين العرض و الطلب لأجل تحديد الأسعار.
- حماية المستثمرين من خلال تعيين مبادئ تعامل عادلة و مناسبة بين المستثمرين.
- فرض ضوابط رقابية صارمة على معاملات الأوراق المالية لأجل ضمان صحة و سلامة لإجراءات .
- زيادة الوعي بالإستثمار من إجراء الدراسات لأجل ضمان إستثمار المدخرات في قطاعات مثمرة .
- ضمان الإستقرار المالي و الإقتصادي و تطوير طرق تجارية لعزيز السيولة والإستقرار أسعار الأوراق المالية المطروحة في السوق

ثانيا : أهدافه

تتمثل أهداف التي يرمي إليها قيام سوق أبوظبي للأوراق المالية ما يلي :

- تحسين نوعية الإستثمار و زيادة الوعي الإستثماري و الاقبال على المؤسسات ذات الأداء الجيد.
- تعريف الجمهور بالأسهم المتداولة.
- توفير المناخ الملائم لاستثمار المدخرات في الأوراق المالية و السلع بما يخدم مصلحة الإقتصاد الوطني و يحقق سلامة التعامل و يحمي المستثمرين .
- تنظيم و تطوير و مراقبة أسواق المال و السلع, حماية حملة الأوراق المالية و المستثمرين و الجمهور بما يكفل سلامة المعاملات و دقتها.
- حماية حملة الأوراق المالية و المستثمرين و الجمهور بما يكفل سلامة المعاملات و دقتها .[1]

المطلب الثاني :شروط الإدراج في سوق أبوظبي للأوراق المالية.

تكون شروط إدراج الأوراق المالية لمؤسسات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة للتداول في السوق وفق التصنيف التالي، على أن يقرن إسم المؤسسة المدرجة بفئة تصنيفها في كافة الأحوال:

[1] نبذة عن سوق أبوظبي المالي , متاح علي الرابط التالي: https://www.adx.ae/English/Pages/default.asp

الفئة الأولى: ويشترط لتصنيف المؤسسة من هذه الفئة كما يلي:

- ان تكون المؤسسة مسجلة لدى هيئة الاوراق المالية و السلع
- تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الاسهم التي تصدرها المؤسسة متساوية.
- ان يكون قد مضى على تأسيس المؤسسة مدة لا تقل عن عامين، وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين و مخول بتدقيق حسابات مؤسسات المساهمة.
- الا يقل راس مال المؤسسة المدفوع عن خمس وعشرين مليون درهم،او 35 من راس المال المكتتب فيه ايهما اعلى.
- الا تقل حقوق المساهمين في المؤسسة عند تقديم طلب الادراج عن راس المال المدفوع.
- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للمؤسسة مرة واحدة على الأقل في السنة.

الفئة الثانية: وتصنف المؤسسة لهذه الفئة، في الحالات التالية:

تصنف المؤسسة من هذه الفئة عندها لا يتوافر فيها شروط أو أكثر من الشروط المقررة في الفئة الأولى، أو من الشروط الأخرى التي يقررها المجلس من حين آخر.

يتم نقل المؤسسات من الفئة الثانية عندما تتوافر لدى المؤسسة المنقولة شروط ادراج الفئة المنقولة إليها ، كما يتم نقل المؤسسات من الفئة الثانية عند الإخلال بشروط إدراج فئتها الحالية و توافر شروط إدراج الفئة المنقولة إليها.

وللمجلس حق نقل اية مؤسسة من الفئة الأولى الى الثانية في حال إمتناع المؤسسة عن التقيد بأحكام الإفصاح والشفافية المعمول بها.

ثانيا : شروط الإدراج لمؤسسة أجنبية :

يتوجب على المؤسسة المساهمة العامة الأجنبية الراغبة في إدراج أسهمها لأغراض التداول في دولة الإمارات العربية المتحدة ،للحصول على ترخيص هيئة الأوراق المالية و السلع بدولة الإمارات، ومن ثم إختيار أحد الأسواق المالية المرخصة في الدولة و التقدم بطلب الإدراج لديه, ويتم قبول إدراج المؤسسات الأجنبية إذا إستجابت للشروط الموالية :

- تقديم طلب من المؤسسة طالبة الادراج، موقع من طرف شخص أو جهة مخولة رسميا بالتوقيع نيابة عن المؤسسة.
- أن تكون المؤسسة المصدرة للأوراق مستوفية لجميع الأحكام الواردة في قانون بلد تأسيسها.
- أن تكون المؤسسة مدرجة في سوق البلد الام، وان تخضع تلكه السوق لأشراف جهة و هيئة تمارس اختصاصات شبيهة باختصاصات هيئة الاوراق المالية و السلع في الدولة.
- ان يكون قد مضى على تأسيس المؤسسة (كمؤسسة مساهمة عامة) مدة لا تقل عن سنتين ماليتين، وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات معتمد.
- ألا يقل راس مال المؤسسة عما يعادل(40) مليون درهم إماراتي ، والا يقل عدد المساهمين المسجلين فيها عن (100 مساهم).
- أن يزيد صافي موجودات المؤسسة بما لا يقل عن من رأسمالها المدفوع ، أو أن تكون قد حققت ارباحها صافية قابلة للتوزيع على المساهمين لا يقل متوسطها عن من رأس المال المدفوع ، وذلك خلال السنتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج.
- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للمؤسسة مرة واحدة على الأقل في السنة.
- ألا توجد للمؤسسة أو لدى الدولة التي تتبعها بجنسيها اية قيود مطلقة بشان حظر انتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين من غير مواطنيها و بيان القيود المحددة ان وجدت.
- أن تقدم المؤسسة ما يثبت نشر ميزانيتها و نتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية الصادرة في البنك الام قبل السماح بتداول اسهمها في السوق.
- أن تعين المؤسسة ممثلا لها في دولة الإمارات العربية المتحدة ، يقوم بمهام تسجيل الأسهم و توزيع الأرباح و تلقي و إصدار التقارير و الوثائق ذات الصلة بعمل المؤسسة ، و يجوز أن تكون الممثل سوق الأوراق المالية المرخص في الدولة أو احد البنوك العاملة في الدولة و المرخصة من قبل المصرف المركزي أو أحدى الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية .[1]

[1] نبذة عن سوق أبوظبي المالي , إجراءات إدراج أسهم شركات المساهمة العامة المحلية, متاح علي الرابط التالي:
https://www.adx.ae/Arabic/Pages/Markets/default.aspx تم التصفح بتاريخ 2023/05/23, علي الساعة 10:24.

المطلب الثالث: نظام العمل في سوق ابوظبي للأوراق المالية.

1. التداول في سوق ابوظبي للأوراق المالية :

يمكن سوق ابوظبي للأوراق المالية ADEX المستثمرين من الإطلاع على حساباتهم و بياناتهم المالية من خلال الموقع الإلكتروني لسوق ابوظبي ، و الذي يمكنهم من ربط حساباتهم في الموقع مع محافظهم الخاصة في السوق الذي يتيح الفرص لإستثمار الأموال في الأوراق المالية كالأسهم و السندات والتي تفرض على معاملاتها ضوابط رقابية صارمة لضمان سلامة وصحة الاجراءات و تكون أوقات عمل السوق من الساعة 00: 7 صباحا حتى الساعة 00 :16 عصرا من الأحد الى الخميس، كما و يوجد في سوق أبوظبي للأوراق المالية عدة أنواع من العقود المستقبلية للأسهم و التي تكتسب قيمتها من السهم الأساسي وهو عبارة عن عقد مبرم بين طرفين من المستثمرين لبيع أو شراء الأسهم بسعر متفق عليه مستقبلا بالإضافة للعقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم و الذي يوافق بموجبه الطرفين من المستثمرين على شراء أو بيع مؤشر أسهم في تاريخ مستقبلي ومن مزاياه التحوط و التداول .

جلسة التداول مقسمة لثالث مراحل لإدخال أوامر البيع والشراء وهي موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم (1) : جلسات التداول في سوق أبوظبي للأوراق المالية

تقسيم الجلسات	وقت البدء	وقت الانتهاء
جلسة ما قبل الإفتتاح	**9:30**	**10:00**
جلسة التداول	**10:00**	**14:45**
جلسة ما قبل الإغلاق	**14:45**	**14:55**

المصدر : من إعداد **الباحثين** بناء على الموقع الرسمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية

2. الاستثمار في سوق الاوراق المالية :

يمكن للمستثمرين الإماراتيين وغير الإماراتيين من الجنسيات المؤهلة الإستثمار في الأوراق المالية من خلال أي من الوسطاء في ناسداك دبي ,ومن هؤلاء الوسطاء مينا كورب و المجموعة المالية هيرميس الإمارات ومن مخاطر الإستثمار في الاوراق المالية قد يؤدي إلى خسارة بالنسبة للمستثمرين المبتدئين الذين لا يمتلكون خبرة الكافية لذا يوصى بطلب المشورة من أهل الاختصاص, وتكون أوقات التداول في السوق من الساعة 10:00 الى حين الساعة 14:00 من الأحد إلى الخميس، ومؤشر سوق أبوظبي العام ADI والذي يعمل كمقياس

لأداء السوق, هو مؤشر يحدده سوق أبوظبي للأوراق المالية ويشمل مجيع الشركات الأولية المدرجة في قائمة السوق الأقدم سوق أبوظبي للأوراق المالية بتخفيض حصته من عمولات التداول في السوق بنسبة تبدأ من 50% إلى 90%, وذلك اعتبارا من 1 تموز 2019 , ليكون بذلك الأقل تكلفة مع باقي أسواق الشرق الوسطة و شمال قارة إفريقيا بهدف خفض التكلفة على المستثمرين وزيادة النشاط الاستثماري وتعظيم تدفق السيولة في السوق.[1]

المبحث الثاني : عرض وتحليل نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة .

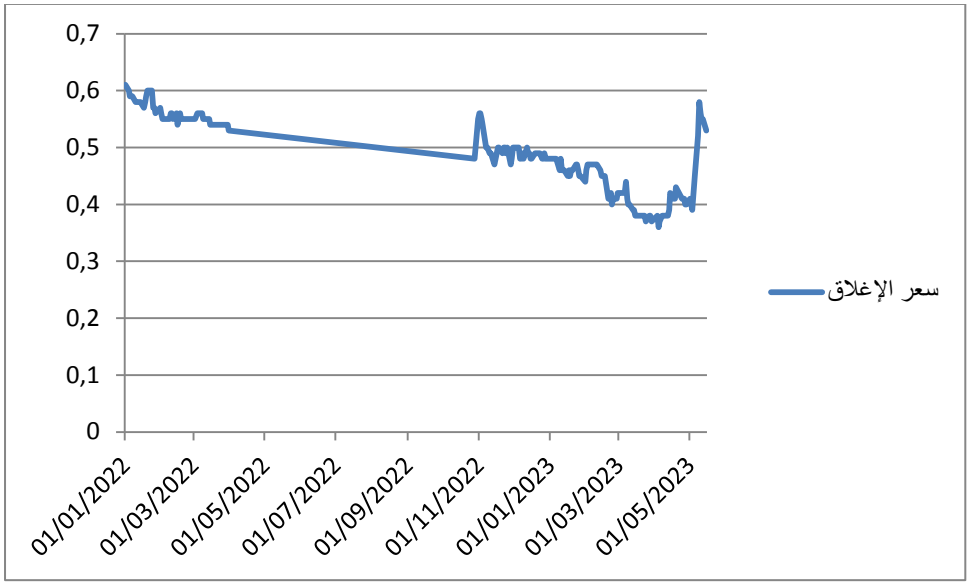
يعالج هذا المبحث نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة في المؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي المالي، من خلال عرض عينة الدراسة مع تحديد حدودها الزمانية والمكانية، ختاما بتحليل المعطيات الإحصائية المتوصل إليها لمعرفة مدى جدوى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في تحليل هذه العلاقة .

المطلب الأول: عرض معطيات الدراسة

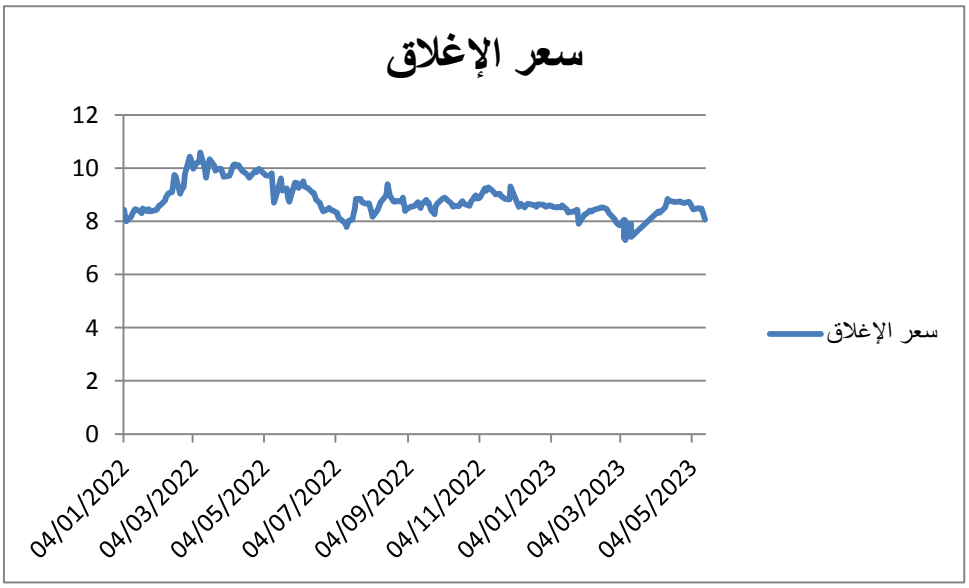
تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التأكد من مدى صحة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة، من خلال إستعمال معطيات اليومية لمدة ما بعد COVID 19 الصادرة عن بورصة أبوظبي إبتداء من جانفي 2022 إلى غاية 15 ماي 2023 (تاريخ بداية الدراسة التطبيقية)، وتخص هذه المعطيات القيمة السوقية للعينة المدروسة.

[1] ن الموقع الرسمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية، متاح على الرابط التالي :
https://www.adx.ae/arabic/pages/marketparticipants/investors/investor-services.aspax) تم التصفح بتاريخ 2023/05/23, علي الساعة 11:30.

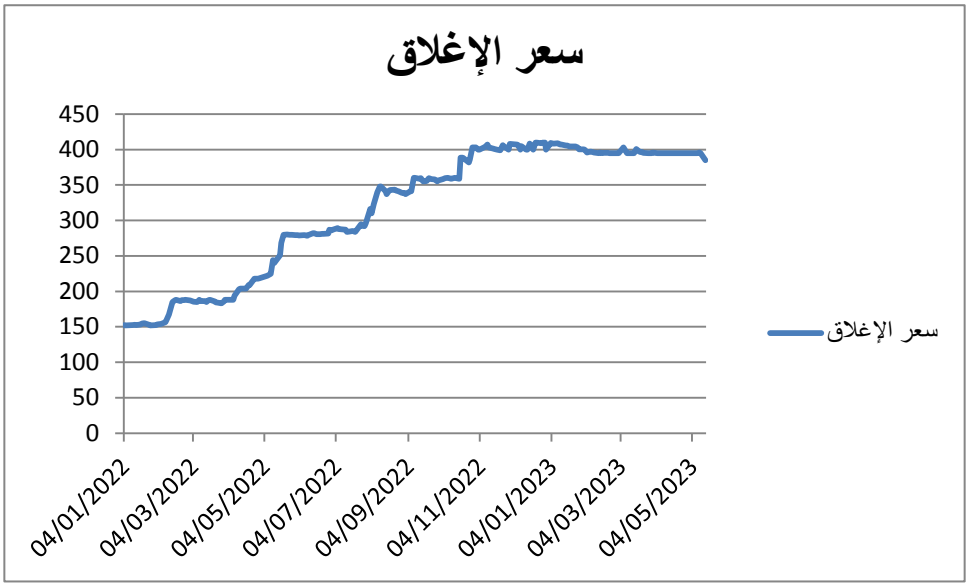
الشكل رقم (05): تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لبنك الشارقة ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023



الشكل رقم (06): تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لبنك ابو ظبي التجاري ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023



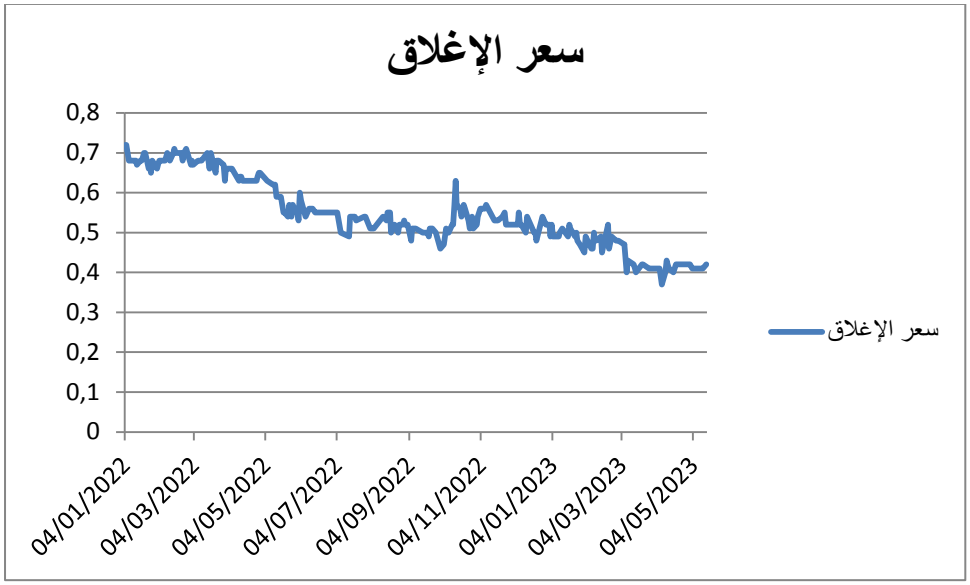
الشكل رقم(07): تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة العالمية القابضة العقارات ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023



الشكل رقم (08): تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أبوظبي للموانئ ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023

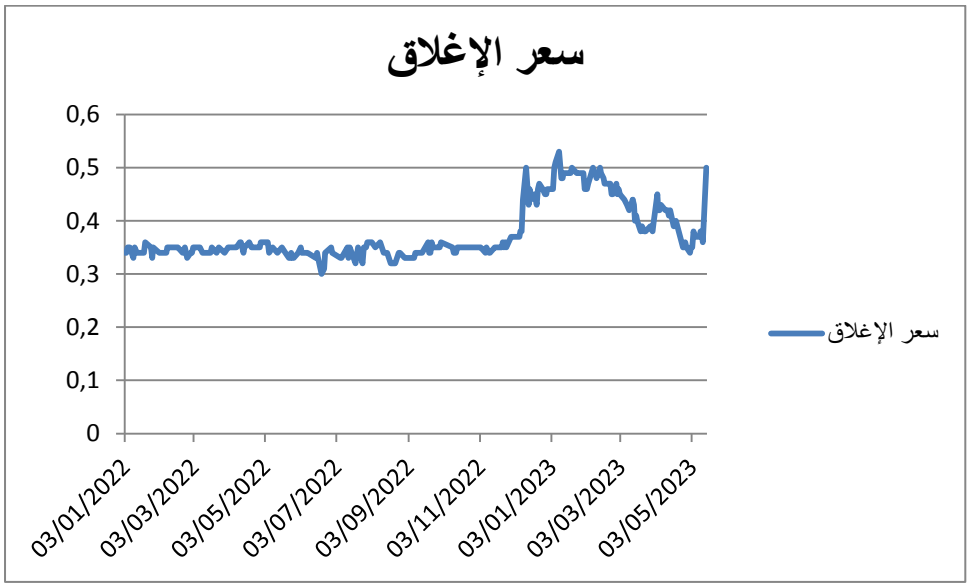
الشكل رقم (09): تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة إسمنت الخليج

ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023



الشكل رقم (10): تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة مجموعة ستودال للاتصالات المحدودة ابو ظبي

ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023



الشكل رقم (11): تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة الجرافات البحرية الوطنية

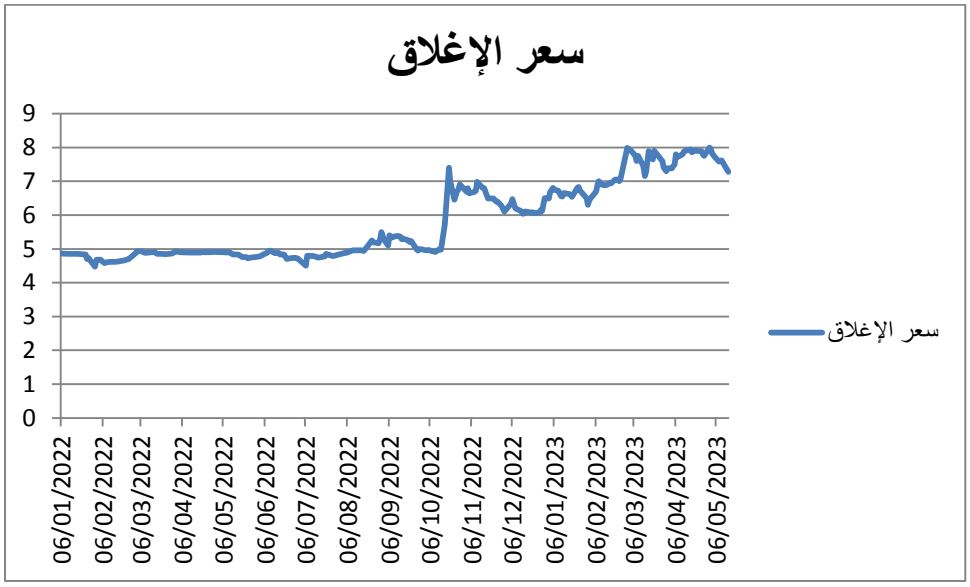
ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023

الشكل رقم (12): تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أبوظبي الوطنية للتكافل

ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023

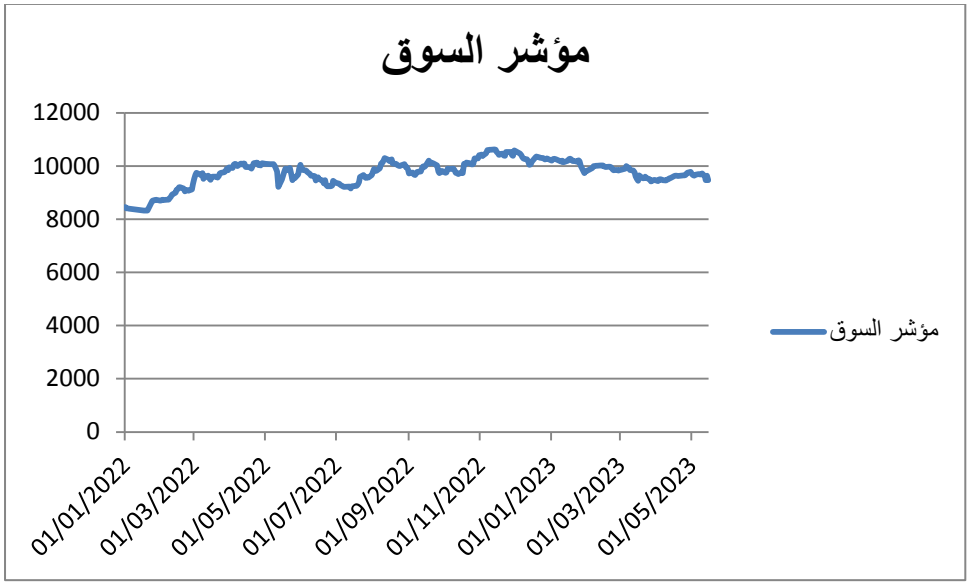
الشكل رقم(13): تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة الواحة كابيتال ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023

الشكل رقم (14) : تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة طيران ابوظبي ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023



الشكل رقم (15): تطورات القيمة السوقية لسوق أبوظبي

ابتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023



المصدر: من إعداد الباحثين إعتمادا على بيانات سوق أبوظبي لأوراق المالية.

التعليق :

تظهر المنحنيات أعلاه أن تطورات القيمة السوقية لكل من سوق أبوظبي والأسهم المتداولة لمجموعة من الشركات (عينة الدراسة) ,لها تقريبا نفس الإتجاه ابتداء من جانفي 2022 إلى ماي 2023 ,أي تبين المنحنيات أعلاه تطور تصاعدي متذبذب لقيمة السوقية لسوق أبوظبي ماعد شركة واحة كابيتال تكون في حالة تنازل ببطيء .

إنطلاقا من هذه المعطيات، يتم حساب معدلات العائد الخاص بسوق أبوظبي Rm,و عائد أسهم كل من الشركات المدرجة في سوق أبوظبي Ri (العينات المدروسة). تبعا للعلاقة التالية :

$$RI = CT + \frac{PT-(PT-1)}{PT-1}$$

حيث أن:

Ri : العائد المتحقق

CT : التدفق النقدي المتحقق من الاستثمار

PT : السعر الحالي للسهم

$PT-1$: السعر السابق للسهم

الجدول رقم (02): نتائج العائد السوقي لسوق أبوظبي والعائد السوقي للأسهم الشركات عينة البحث المتداولة في السوق

أبوظبي طوان شركة عائد	كابيتال الواحة شركة عائد	التكافل شركة عائد	الوطنية البحرية الجوافات شر	سنودال شركة العائد	الخليج إسمنت شركة عائد	العامية القابضة شركة عائد	للموانئ أبوظبي شركة عائد	التجاري أبوظبي بنك عائد	الشارقة بنك عائد	السوق مؤشر عائد
0.002053388	-0.00591716	-0.079279279	0.028358209	0	0	0.001315789	-0.041666667	0	-0.016393443	-0.006482314
-0.004098361	-0.005952381	0.076320939	-0.021770682	0.026627219	0	-0.00065703	-0.011594203	0.019851117	-0.016666667	-0.00035792
-0.002057613	0	0	-0.026706231	0.005763689	-0.012517385	0	-0.029325513	-0.006082725	0	-0.001410781
0	-0.011976048	-0.090909091	-0.004573171	-0.005730659	-0.046478873	0	0.018126888	0	-0.016949153	-0.001828506
0.004123711	-0.006060606	0	0.027314112	-0.043227666	0.007385524	0.00591716	-0.002967359	0	0	-0.003041955
-0.004106776	-0.012195122	0	-0.017725258	-0.002932551	0.039156627	-0.005228758	0.00297619	0.012239902	0	-0.00254968
0	-0.00617284	0	0.003007519	-0.002898551	-0.007352941	0	-0.005934718	0.007255139	0	0.004639558
0	-0.01242236	0.002	0.00149925	0	0.007407407	0.004599212	0	0.014405762	0	0.006577195
-0.004123711	0.006289308	0.097804391	-0.010479042	0.040697674	-0.014705882	-0.003270111	-0.005970149	0.001183432	-0.017241379	-0.000119861
0.002070393	-0.0125	0.054545455	-0.024205749	-0.044692737	0.014925373	0.00328084	-0.009009009	-0.011820331	0.01754386	-0.001445629
-0.002066116	0.006329114	0.120689655	0.015503876	0.002923977	0.001470588	0.001308044	-0.021212121	0	0.017241379	0.007835288
-0.026915114	0.012578616	0.092307692	-0.004580153	0.040816327	0.013215859	0.011757022	0.012383901	-0.007177033	0.016949153	0.015776364
0.008510638	0.00621118	0.014084507	-0.003067485	-0.025210084	0.011594203	0.000645578	0	0.021686747	0	0.007975237
-0.008438819	0.012345679	-0.083333333	-0.001538462	-0.045977011	0.004297994	0	0.003058104	-0.004716981	0	0.002804783
0	-0.030487805	-0.1	0	0.039156627	-0.051798561	-0.005806452	0.006097561	-0.010663507	-0.05	-0.000518037
-0.006382979	0.025157233	-0.090909091	0.001540832	0	0.016691958	-0.007138222	0.033333333	0.013173653	0	0.001428499
0.002141328	-0.012269939	-0.1	0.033846154	-0.028985507	-0.035820896	-0.006535948	-0.002932551	0.008274232	-0.01754386	0.000500352
-0.002136752	-0.01242236	0.148148148	-0.001488095	0.029850746	0.052631579	0	-0.018757327	-0.017857143	0.017857143	0.001789354
-0.004282655	0.012578616	0.14874552	-0.026825633	-0.014492754	0.013235294	0.001315789	-0.008823529	0.017921147	-0.01754386	0.003698263
0.006451613	-0.01242236	-0.098283931	-0.015313936	0	-0.04934688	0.00065703	0.002967359	-0.01056338	-0.017857143	-0.007057847
-0.021367521	-0.006289308	-0.098615917	0.00311042	0.029411765	0.022900763	0.006565988	0	0.007117438	0	0.001496968
0.004366812	0	0.149712092	0.010852713	0.005714286	0.007462687	0.000652316	0.00887574	0.011778563	0	0.002023565
0	0.006329114	0.148580968	-0.004601227	0	0.007407407	0.002607562	0.002932551	0.001164144	0	-0.000791077
0.004347826	0	0	0.001540832	0.008522727	-0.001470588	0	-0.01754386	0.006976744	0	0.00056141
0	-0.001453488	-0.001538462	0.007692308	-0.04057971	0.027982327	0.00130039	0.00297619	0.013856813	0.018181818	0.000168329
0	-0.012345679	0.001455604	-0.003081664	-0.005633803	-0.004297994	0.014935065	0.002967359	0.01594533	0	0.005179526
0.002164502	0.00625	-0.098837209	0.004636785	-0.033994334	0	0.017274472	0.00295858	0.012331839	-0.017857143	0.007086859
0	-0.00621118	-0.1	0	0.011730205	-0.015827338	0.031446541	0	0.003222259	0.018181818	0.009629207
0	0	-0.098566308	0.007692308	-0.04057971	0.023391813	0.021341463	-0.005899705	0.004415011	-0.035714286	0.008004938
0.004319654	0	0.123260437	-0.004580153	0.003021148	0.007142857	0.103880597	0	0.023076923	0.018518519	0.011945391
0.002150538	0.01875	-0.026548673	0.001533742	0.021084337	-0.007092199	0.003244997	-0.005934718	0.04726101	0.018181818	0.003211091
0.017167382	0	0.036363636	-0.004594181	0.005899705	-0.007142857	0.008086253	0	-0.006153846	-0.017857143	0.007337568
-0.014767932	0	-0.1	-0.010769231	0.026392962	0	0.005347594	-0.005970149	-0.019607843	0	0.000577035
0.006423983	0	-0.099415205	-0.00311042	-0.002857143	-0.008633094	-0.000531915	0	-0.048421053	0	-0.005670365
0.036170213	-0.006134969	-0.0995671	-0.001560062	-0.048710602	0.015965167	-0.007450772	0	0.014380531	0	-0.012069498
0.012320329	-0.00617284	0.149038462	0.01875	0.060240964	0.02	0.006970509	0.003003003	-0.005452563	0	0.006418045
-0.004056795	-0.006134969	0.106694561	-0.003067485	-0.005681818	-0.005602241	-0.001597444	-0.008982036	0.018640351	0	-0.000283427
0.00407332	-0.02484472	-0.015122873	-0.030769231	-0.011428571	-0.042253521	0.000533333	-0.009063444	0.053821313	0	-0.003088916
-0.006085193	0.01910828	-0.076775432	0.020634921	-0.053672316	-0.014705882	0.002132196	0.027439024	0.04494382	0	0.005610565
-0.004081633	0	0.14968815	0.00311042	0.011940299	0.007462687	0.00106383	0.029673591	0.020527859	0	0.021520168
0.00204918	-0.00625	-0.036166365	-0.001550388	0.032448378	-0.01037037	-0.004782147	0.04610951	-0.007662835	0.018181818	0.021662339
0.00408998	0	0.106941839	-0.00310559	-0.028571429	0.02994012	-0.003203417	0.066115702	-0.012548263	0	0.01667738
-0.00203666	0.012578616	-0.1	-0.001557632	0.020588235	-0.014534884	0.001606856	-0.018087855	-0.024437928	0	0.006744786
0	0.01863354	0.054613936	-0.001560062	-0.014409222	0	-0.00855615	-0.005263158	0.023046092	-0.017857143	-0.006444092
0.002040816	-0.012195122	0.15	-0.0046875	-0.00877193	0.002949853	-0.002157497	-0.013227513	0.008814887	0	-0.001066867
0	0.00617284	-0.052795031	-0.003139717	0.020648968	0.029411765	0	0.048257373	-0.006796117	0	0.006210564
-0.012219959	-0.006134969	-0.049180328	0.036220472	-0.031791908	-0.002857143	0.015675676	0.074168798	0.035190616	0	-0.021532423
0	0.00617284	0	0.012158055	0.029850746	-0.054441261	-0.007450772	0.05	-0.017941454	-0.018181818	0.00873068
0	-0.006134969	-0.006153138	0.012012012	-0.023188406	0.053030303	0.005898123	-0.011337868	-0.038461538	0	0.003100184
-0.002061856	0	-0.098360656	0.017804154	-0.048920863	0.026706231	-0.006929638	-0.036	0	0	-0.009652686
0	-0.012345679	-0.06779661	-0.001426534	0.008695652	0.041474654	0.016747704	0.0155902	0.030456853	0	-0.006519153
0.004132231	-0.00625	0	0.004285714	0.005747126	0.002949853	-0.003188098	0.019736842	0.018719212	0	0.001816315
0.002057613	0.018867925	0	-0.00284495	0.022857143	0.002941176	0.003198294	-0.006451613	-0.012572534	0	-0.000182135
0	0.00617284	0	0.005706134	-0.022346369	-0.017595308	-0.009032944	0.002164502	-0.011753183	0	-0.004536502
0.012320329	-0.018404908	-0.069090909	-0.00141844	0	-0.055223881	-0.004289544	-0.012958963	-0.018830525	0	0.007199669
-0.006085193	0.00625	0.149147727	-0.028571429	0.04107425	-0.002857143	-0.007000539	0.148796499	-0.003030303	0	0.009526786
-0.004081633	0.01242236	0	0.077873918	0.029411765	0.001517451	0.000542299	0.059047619	0.011144883	-0.018518519	0.002048635
0.00204918	-0.012269939	-0.0078125	-0.050458716	-0.025714286	0	-0.003252033	-0.025179856	0	-0.094339623	0.002585321
0	0.02484472	-0.098425197	-0.033816425	0.041055718	0	-0.004893964	-0.051660517	0.008016032	0.145833333	0.006212725
0	0.006060606	-0.069090909	-0.04375	-0.01971831	-0.007575758	-0.004289544	0.011673152	-0.015904573	0.018181818	0.007357557
-0.00204499	-0.006024096	0.148471616	0.013071895	0.005747126	-0.001526718	-0.007000539	-0.040384615	0.006060606	0	-0.005623294
0	0.012121212	0.045627376	0.023225806	0	-0.029051988	-0.012910167	-0.078156313	0.002008032	-0.017857143	0.010439783
0.00204918	-0.005988024	-0.332727273	-0.002522068	-0.002857143	-0.007874016	-0.001593202	0.065217391	-0.027054108	-0.018181818	-0.002019343
0	0	-0.010899183	-0.006321113	0.020057307	0	0.001595745	-0.051660517	0.012358393	-0.074074074	0.012903011
0.00204499	-0.072289157	0	0.012722646	0	0	0	0.006122449	0.011190234	0	0.003252526
0	0.012987013	-0.011019284	-0.001256281	-0.04494382	-0.007874016	-0.001062135	-0.006085193	0.013078471	-0.02	-0.002174536
0	-0.019230769	-0.005571031	-0.01509434	0.020588235	0.03968254	-0.001063264	0.026530612	0.007944389	0	-0.007077179
0	-0.013071895	0.019607843	0.012771392	-0.020172911	-0.044274809	0.030270844	-0.019880716	0.00591133	-0.040816327	0.00972758
0	0.013245033	-0.013736264	-0.00630517	0.011764706	0	0.025773196	-0.044624746	-0.009794319	0.063829787	0.007196668
-0.004081633	0.006535948	-0.011142061	-0.002538071	0.002906977	0.006389776	0.020100503	0.027600849	-0.008902077	0	-0.006329799
0.006147541	0	-0.061971831	0	0.002898551	-0.004761905	0.004926108	-0.018595041	-0.013972056	-0.02	-0.000894886
-0.00203666	-0.019480519	-0.009009009	0.007633588	-0.026011561	0.006379585	-0.000490196	-0.010526316	0	0.020408163	-0.012573307
0	0.006622517	-0.003030303	-0.002525253	-0.011869436	-0.004754358	0.000490436	0.046808511	-0.00708502	0	0.000421437
0	0	-0.027355623	-0.001265823	-0.006006006	0.011146497	0	-0.012195122	-0.01529052	-0.02	-0.002897661
-0.002040816	-0.006578947	0	-0.001267427	0.027190332	0.020472441	0.010784314	0.010288066	0.00310559	0.020408163	-0.00378525
0	0.006622517	-0.04375	-0.003807107	-0.020588235	0.00154321	0.013094083	-0.00610998	-0.005159959	-0.06	0.008536298
-0.014314928	-0.006578947	0	0.149044586	0.003003003	-0.026194145	0.067017712	0.018442623	0.013485477	0.021276596	0.011913141
0.002079689	-0.006622517	-0.006535948	0.147450111	-0.004375	-0.066455696	-0.017496635	0	0.013306039	0.041666667	0.00242997
0	0.013333333	0.006578947	0.060869565	-0.039325843	0.054237288	-0.004109589	0.016096579	-0.005050505	0	-0.008756692
-0.010351967	-0.013157895	0.039215686	0.149362477	0.032163743	0	-0.001834021	0.00990099	-0.008121827	-0.04	-0.000168277
-0.0041841	0.013333333	0.022012579	0.149762282	-0.04815864	0	0.001837391	-0.011764706	-0.009211873	0	-0.001595416
0	0.006578947	-0.003076923	0.078566506	-0.008928571	-0.051446945	0.000917011	0.001984127	0.005165289	0.020833333	0.007943942

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخراجات برنامج الإكسل

المطلب الثاني : التحليل الإحصائي للمعطيات

قبل قيام بعملية التحليل الاحصائي يجب اختبار جودة توفيق نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يقدر العلاقة بين متغيرين او اكثر ، بدلالة وحدات قياس المتغيرات المعتمدة في العلاقة .

و سيتم التركيز في دراستنا على نموذج الانحدار الخطي البسيط لأهميته في تقدير العلاقة الخطية بين متغيرين او أكثر, و عند دراسة تحليل هذا الانحدار يوجد نوعين من المتغيرات هما :

المتغير التابع :و هو المتغير الذي تتأثر قيمته في حالة تغير قيمة المتغير المستقل حيث لا يتأثر أو تتأثر به

المتغير المستقل: و هو المتغير الذي يؤثر في قيمة المتغير التابع عند تغيره ولا يتأثر بالمتغير التابع .

يأخذ نموذج الانحدار الخطي البسيط المعادلة التالية :

$$Yi = a + bXi + \varepsilon i$$

حيث أن:

Yi: المتغير التابع

Xi: المتغير المستقل

εi: الخطأ العشوائي (البواقي)

قبل أن نقوم بتطبيق نموذج الانحدار, يجب أن نتأكد من توفر الشروط التي تسمح لنا بتطبيقه على نموج دراستنا.

أولا : معنوية الكلية للنموذج (F-test)

يستخدم إختبار F للتحقق من معنوية نموذج الانحدار الخطي البسيط ككل من عدم معنويته ، و لتحقيق هذا الغرض لا بد من إختبار الفرضيتين :

H_0: عدم معنوية نموذج الإحدار(قبول)

H_1: معنوية نموذج الإحدار(قبول)

بعد أخذ المعطيات , و إجراء التحليل الإحصائي عليها للوقوف على مدى وجود علاقة خطية بين معامل عائد سوق الأوراق المالية ومعدل عائد الشركات عينة البحث، تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول أدناه

الجدول رقم (03) : يبين تحليل أنوفا (ANOVA) لمعطيات العينة

بنك الشارقة					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	0.000	1	0.000	0.019	0.892
البواقي	0.054	48	0.001		
المجموع	0.054	49			
بنك أبو ظبي التجاري					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	0.001	1	0.001	6.755	0.011
البواقي	0.014	89	000		
المجموع	0.015	90			
العالمية القابضة للعقارات					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	0.002	1	0.002	5.841	0.017
البواقي	0.028	104	000		
المجموع	0.030	105			
أبوظبي للموانئ					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	0.001	1	0.001	1.334	0.252
البواقي	0.04	77	0.001		
المجموع	0.04	78			

إسمنت الخليج					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	000	1	000	0.124	0.726
البواقي	0.069	75	0.001		
المجموع	0.07	76			
شركة مجموعة ستودال للإتصالات المحدودة أبوظبي					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	0.004	1	0.004	4.566	0.036
البواقي	0.077	83	0.001		
المجموع	0.081	84			
شركة الجرافات البحرية الوطنية					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	000	1	000	0.007	0.934
البواقي	0.010	70	000		
المجموع	0.010	71			
شركة أبوظبي الوطنية للتكافل					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	0.001	1	0.001	0.361	0.550
البواقي	0.127	66	0.002		
المجموع	0.127	67			

الواحة كابيتال					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	0.000	1	0.000	0.042	0.838
البواقي	0.031	99	0.000		
المجموع	0.031	100			
طيران أبو ظبي					
النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط مجموع المربعات	إحصائية فيشر F	الدلالة الاحصائية Sig
معادلة الانحدار	0.001	1	0.001	2.181	0.143
البواقي	0.031	87	0.000		
المجموع	0.032	88			

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات برنامج التحليل الاحصائي SPSS لمعطيات العينة

التعليق:

يقدم الجدول رقم (03) إختبارا لمدى عدم صلاحية النموذج للشركات التالية (بنك الشارقة , أبوظبي للموانئ, إسمنت الخليج, شركة الجرافات البحرية الوطنية, شركة أبوظبي الوطنية للتكافل, الواحة كابيتال, طيران أبوظبي) ,حيث بينت النتائج المتحصل عليها أن القيمة الإحتمالية (Sig) أكبر من مستوى دلالة 0.05, وبالتالي نقبل الفرضية H_0 أي عدم معنوية نموذج الإنحدار ,ومنه هذه الشركات لا تتحقق مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لعدم وجود علاقة خطية بين العائد و المخاطرة .

أما باقي الشركات (بنك أبوظبي التجاري, شركة العالمية القابضة للعقارات, شركة مجموعة ستودال للاتصالات المحدودة ابو ظبي) قد بينت نتائجهم مدى تحقق مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ووجود علاقة خطية بين العائد و المخاطرة من أجل القيمة الإحتمالية (Sig) أقل من مستوى دلالة 0.05, وبالتالي نقبل الفرضية H_1 أي معنوية نموذج الإنحدار .

ثانيا: تحليل معاملات النموذج (T – test)

يقوم هذا النموذج باختبار الفرضيات باستعمال اختبار للعينة الواحدة , وهذا بالاعتماد على قاعدة القرارت التالية:

- إذا كانت قيمة المحسوبة **T** أكبر من قيمة **T** الجدولية نقبل الفرضية H_1 وبالتالي الفرضية البديلة H_0 مرفوضة .
- إذا كانت قيمة **T** المحسوبة أصغر من قيمة **T** الجدولية نرفض الفرضية H_1 وبالتالي الفرضية البديلة H_0 مقبولة.

أو بالإعتماد على قيمة (Sig) :

- إذا كانت القيمة الاحتمالية (Sig) الناتجة عن اختبار**T** للعينة الواحدة اصغر من مستوى الدلالة (Sig)المعتمد (0.05) نقبل الفرضية H_1.
- إذا كانت القيمة الاحتمالية (Sig)الناتجة عن اختبار**T** للعينة الواحدة أكبر من مستوى الدلالة (Sig) المعتمد (0.05) نرفض الفرضية H_1.

كما أظهرت الدراسة الإحصائية للمعطيات قيم معاملات النموذج، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (04) : معاملات النموذج

بنك الشارقة				
النموذج	**المعاملات**		**إحصائية ستودنت T**	**الدلالة الإحصائية Sig**
	α	**0.016**	**2.047**	**0.46**
	β	**0.099**	**0.136**	**0.892**
بنك ابو ظبي التجاري				
النموذج	**المعاملات**		**إحصائية ستودنت T**	**الدلالة الإحصائية Sig**
	α	**0.010**	**5.422**	**000**
	β	**0.582**	**2.599**	**0.011**

العالمية القابضة للعقارات			
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت T	الدلالة الإحصائية Sig
	α	0.005	1.932	0.056
	β	0.593	2.417	0.017
أبوظبي للموانئ			
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت T	الدلالة الإحصائية Sig
	α	0.013	3.221	0.002
	β	0.457	1.155	0.252
شركة إسمنت الخليج			
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت T	الدلالة الإحصائية Sig
	α	0.024	4.532	000
	β	0.197	0.352	0.726
شركة مجموعة ستودال للاتصالات المحدودة			
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت T	الدلالة الإحصائية Sig
	α	0.016	3.286	0.002
	β	0.980	2.137	0.036
شركة الجرافات البحرية الوطنية			
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت T	الدلالة الإحصائية Sig
	α	0.018	3.574	0.001
	β	0.555	0.947	0.347

شركة أبوظبي الوطنية للتكافل			
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت T	الدلالة الإحصائية Sig
	α	0.025	3.036	0.003
	β	0.464	0.601	0.550
شركة الواحة كابيتال			
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت T	الدلالة الإحصائية Sig
	α	0.009	3.351	0.001
	β	0.062	0.205	0.838
شركة طيران ابو ظبي			
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت T	الدلالة الإحصائية Sig
	α	0.13	4.195	0.000
	β	-0.502	-1.477	0.143

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات برنامج التحليل الاحصائي SPSS لمعطيات العينة

التعليق:

من الجدول السابق نلاحظ وجود علاقة معنوية طردية موجبة لعائد السوق و الشركات (بنك ابو ظبي التجاري, شركة العالمية القابضة للعقارات, شركة مجموعة ستودال للاتصالات المحدودة ابو ظبي) من أجل القيمة الاحتمالية (Sig) الناتجة عن اختبار T للعينة الواحدة اصغر من مستوى الدلالة (Sig)المعتمد (0.05) نقبل الفرضية H_1 .

وبذلك معادلة نموذج الانحدار البسيط للشركات يكون وفق الشكل التالي:

بنك ابو ظبي التجاري ..... Y= 0.010 +0.582X

شركة العالمية القابضة للعقارات..... Y=0.005+ 0.593X

شركة مجموعة ستودال..... Y= 0.016+0.980X

تبين المعادلة أن كل تغير في عائد السوق بوحدة واحدة يقابله تغير في عائد بنك أبوظبي التجاري ب 0.582.

تبين المعادلة ان كل تغير في عائد السوق بوحدة واحدة يقابله تغير في شركة العالمية القابضة للعقارات ب0.593.

تبين المعادلة أن كل تغير في عائد السوق بوحدة واحدة يقابله تغير شركة مجموعة ستودال في ب0.908.

المطلب الثالث : تحليل مخاطر الإستثمار وتقدير علاوة المخاطرة لعينة البحث

أولا : حساب مؤشرات المخاطرة

لتأكد من مدى صحة العلاقة بين العائد والمخاطرة، وجب تحليل مؤشرات مخاطر الإستثمار من خلال حساب كل من معامل بيتا β, الإنحراف المعياري, العائد المتوقع للسهم, معامل الإختلاف كتالي:

الجدول رقم (05) : قياس مخاطر الإستثمار للشركات

الشركات	معامل بيتا β	الإنحراف المعياري	العائد المتوقع	معامل الإختلاف
بنك الشارقة	-117.2922377	0.031618547	-0.000269571	-117.2922377
بنك أبوظبي التجاري	-0.041702839	0.018255505	0.000166999	109.3150372
شركة العالمية القابضة للعقارات	0.175044051	0.012790823	0.002858929	4.473990817
شركة أبوظبي للموانئ	-0.085423736	0.023483335	0.002156877	10.88765351
شركة إسمنت الخليج	0.760989012	0.039992218	-0.001138147	-35.1379994

شركة مجموعة ستودال للاتصالات المحدودة	0.655326598	0.035081819	0.000723704	48.47539002
شركة الجرافات البحرية الوطنية	-0.313973611	0.036735625	0.001672575	21.9635176
شركة أبوظبي الوطنية للتكافل	0.343539643	0.048314555	-0.0002892	-167.038298
شركة الواحة كابيتال	-0.1769282	0.019762184	-0.000796125	-24.8229723
شركة طيران أبوظبي	-0.27255695	0.021777544	0.001480768	14.70692548

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات برنامج الاكسيل لمعطيات العينة .

التعليق:

بناء على نتائج الجدول أعلاه يمكن تحليل مخاطر الاستثمار لعينة الدراسة كمايلي

1. معامل بيتا β

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أنβ قيم لأسهم الشركات العشرة خلال كامل فترة الدراسة، تراوحت بين الموجب والسالب، حيث كان سهم شركة إسمنت الخليج الأكثر مخاطرة بقيمة (0.76), يليه سهم شركة مجموعة ستودال للاتصالات المحدودة

بقيمة (0.65), بعدها سهم شركة أبوظبي الوطنية للتكافل بقيمة (0.34), واخيرا سهم شركة العالمية القابضة للعقارات (0.17), أي أنه هناك علاقة طردية بين عائد الأسهم وعائد السوق ,وهذا ما يدل على وجود علاقة استجابة بين تقلب عائد السهم اتجاه تقلب عائد السوق, وأن هذه الأسهم تعتبر أسهم دفاعية , أما باقي الشركات قد حققت معامل بيتا سالب أي وجود علاقة عكسية بين عائد السهم و عائد السوق.

2. الإنحراف المعياري

يقيس انحراف تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد, أي قياس المخاطر الكلية للسهم، ومن الجدول نلاحظ أن سهم شركة أبوظبي الوطنية للتكافل ينطوي على مخاطر مرتفعة قدرت ب (4.83%), تليها شركة إسمنت الخليج ب(3.99%), أما الشركات الاخرى تكون أقل مخاطرة.

3. العائد المتوقع

العائد المتوقع لكل من أسهم شركة العالمية القابضة للعقارات أعلى وبدرجة مخاطرة متوسطة, أما شركات الاخرى منها يكون العائد المتوقع ضئيل ,بينما توجد أخرى عائدها سالب لاكن درجة المخاطرة عالية مثل شركة إسمنت الخليج

4. معامل الإختلاف

وهو مؤشر يحسب المخاطر بالنسبة لكل وحده من الوحدات متوقعة من العائد، ومن خلال الجدول أعلاه فإن درجة المخاطر التي حققها سهم بنك ابو ظبي التجاري عالية جدا مقارنة بمخاطرة الشركات الأخرى.

ثانيا : تقدير علاوة المخاطرة

بعد حساب و تحليل بيانات للشركات عينة البحث وتحديد كل من معادلات الانحدار الخطي للنموذج المطبق , سنقوم أخيرا بتقدير علاوة المخاطرة مع تحديد العائد المطلوب السنوي كما هو مبين في الجدول التالي :

الجدول رقم (06):تقدير علاوة المخاطرة و تحديد العائد المطلوب السنوي

الشركة	معدل الخالي من الخطرRf	معامل بيتا β	عائد السوق Rm	العائد المطلوب Rr	بدل المخاطرة Rm-Rf	علاوة المخاطرة	علاوة السنوية	العائد المطلوب السنوي
أبوظبي للموانئ	0,00006	-0,085423736	0,000378753	3,27709E-05	0,000318753	-0,0027%	-0,98%	1,15%
الجرافات البحرية الوطنية	0,00006	-0,313973611	0,000378753	-4,00802E-05	0,000318753	-0,0100%	-3,54%	-1,41%
إسمنت الخليج	0,00006	0,760989012	0,000378753	0,000302568	0,000318753	0,0243%	9,12%	11,25%
أبوظبي الوطنية للتكافل	0,00006	0,343539643	0,000378753	0,000169504	0,000318753	0,0110%	4,02%	6,15%
العالمية القابضة العقارات	0,00006	0,175044051	0,000378753	0,000115796	0,000318753	0,0056%	2,03%	4,15%
الواحة كابيتال	0,00006	-0,176928198	0,000378753	3,60353E-06	0,000318753	-0,0056%	-2,01%	0,12%
بنك الشارقة	0,00006	-0,357832419	0,000378753	-5,40603E-05	0,000318753	-0,0114%	-4,02%	-1,90%
بنك ابو ظبي التجاري	0,00006	-0,041702839	0,000378753	4,67071E-05	0,000318753	-0,0013%	-0,48%	1,65%
شركة مجموعة ستودال للاتصالات المحدودة ابو ظبي	0,00006	0,655326598	0,000378753	0,000268888	0,000318753	0,0209%	7,81%	9,93%
طيران ابو ظبي	0,00006	-0,27255695	0,000378753	-2,68785E-05	0,000318753	-0,0087%	-3,08%	-0,95%

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات برنامج الاكسيل لمعطيات العينة

التعليق:

تكون علاوة المخاطرة موجبة بالنسبة لشركة إسمنت الخليج قدرت ب 11.25%,شركة أبوظبي للتكافل قدرت ب6.15%, شركة العالمية القابضة قدرت ب4.15%, شركة ستودال للاتصالات قدرت ب7.81%,لذى وجب إقناع المستثمر متجنب المخاطر (المتحفظ) باقتناء الأسهم هذه الشركات بدال من توظيف كل أمواله بأصول خالية من المخاطر كأذونات الخزينة، وكلما زادت علاوة المخاطرة كلما كان المستثمر أكثر رغبة في الاستثمار، وبالتالي المخاطرة.

يعد العائد المطلوب المعدل الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلائم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل ,ففي شركة ستودال للاتصالات يقدر العائد المطلوب ب9.93%, شركة أبوظبي للتكافل ب6.15%, شركة العالمية القابضة ب4.15%, كل من هذه الشركات يكون معدل العائد فيها مرتفع بسبب المخاطرة النظامية التي يتعرض لها السهم.

خلاصة الفصل

هدف هذا الجزء من البحث إلى دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية ، من خلال تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، بالإعتماد على 10 شركات مختلف القطاع, إستنادا على البيانات التاريخية التي تراوحت بين 200و340 مشاهدة ميدانية ، إبتداء من جانفي 2022 إلى غاية ماي 2023.

ومن بين ما توصمت إليه الدراسة، هو أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير محقق على جميع أسهم العينة المختارة لدراسة، ماعدا أسهم شركة العالمية قابضة للعقارات و بنك أبوظبي التجاري و شركة ستودال للاتصالات الذين أعطوا نتائج جيدة حققت النموذج، حيث تم التوصل إلى علاقة خطية (معنوية نموذج الإنحدار الخطي) بين تغيرات عائد أسهم هذه الشركات وتغيرات معدل عائد سوق أبوظبي.

الخاتمة العامة

خاتمة :

في ظل التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية نجد أن الأسواق المالية الناشئة عملت على مواكبة أي تطور في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لإندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية, حيث أحيطت الأسواق الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين ، وبعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولة من أجل محاولة تعريفها ، وتحديد خصائصها ، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية, أدى هذا التطور إلى زيادة المستثمرين بالإهتمام بالإستثمار في الأوراق المالية مما تحققه من عوائد في ظل مخاطرة مقبولة، وهو الهدف الذي يعمل عليه المستثمرين، حيث أنهم يسعوا دائما إلى تجنب هذه المخاطر.

قمنا من خلال هذه الدراسة بالبحث في موضوع تقدير علاوة المخاطرة للمؤسسات الإقتصادية الذي حاز إهتمام الكثير من الباحثين الإقتصاديين ،كما حاولنا تحديد العلاقة بين العائد و المخاطرة لمجموعة من المؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية من خلال الفترة الممتدة من جانفي 2022 الى غاية ماي 2023 ، وذلك لمحاولة الإجابة على لإشكالية المطروحة :ما مدى تأثير المخاطرة النظامية على عائد اللأوراق المالية لشركات المدرجة في سوق المالي لأبوظبي ؟.

قمنا بمعالجة هذه الإشكالية عبر ثلاثة فصول أولهما نظري ، حيث سلط الضوء على الإطار النظري لمفهوم سوق الأوراق المالية و العائد والمخاطرة، والعلاقة وبينهما ، والنماذج الممثلة لهاته العلاقة أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM, والأخير الفصل تطبيقي والذي ناقش ميدانيا هذه العلاقة في سوق الأوراق المالية لأبوظبي بالإعتماد على مزيج من المناهج المنهج الوصفي التحليلي في دراسة الحالة.

نتائج إختبار الفرضيات :

أما عن صلب إشكالية الدراسة المتمثلة في ما مدى تأثير المخاطرة النظامية على عائد اللأوراق المالية لشركات المدرجة في سوق المالي لأبوظبي ؟.

فقد توصلنا إلى جملة من النتائج هي إجابات عن فرضيات الدراسة والمتمثلة في:

- تعد المخاطرة النظامية المتمثلة في معامل بيتا β من أهم المؤشرات التي تقيس المخاطر المتعلقة بالسوق ,حيث تأثر هذه المخاطر على عوائد الشركات المدرجة في السوق المالي لأبوظبي تأثيرا نسبي ,وذلك راجع إلى النتائج المتحصل عليها أن معامل بيتا أقل من 1 في بعض الشركات وسالب في الشركات الأخرى, وعليه يمكن القول أن هذه الشركات تكون في حالة دفاعية.

- من خلال الدراسة النظرية يمكن القول أن العائد هو المعدل الذي يتحصل عليه المستثمر نظير تحمله للمخاطر المختلفة، و يقاس هذا المعدل من خلال معدلات من أهمها معدل العائد الفعلي أو المتحقق , معدل العائد المطلوب , معدل العائد المتوقع , **هو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.**
- من خلال دراسة علاقة بين العائد و المخاطرة والإعتماد على نموذج تسعر الأصول الرأسمالية تبين لنا أن المخاطر الكلية تتكون من مخاطرة نظامية التي كانت موضوع دراستنا حيث تسمى أيضا مخاطر السوق لإرتباطها بالظروف الإقتصادية و الإجتماعية و السياسية أي أن جميع الأوراق الموجودة في السوق تتعرض لهذه المخاطرة لكن بدرجات متفاوتة و يتم قياسها بمعامل بيتا β الذي يقيس حساسية عائد السهم للتغير الحاصل في عائد السوق, و تقسم أيضا إلى مخاطر غير نظامية يمكن تجنبها عن طريق التنويع و يكون هذا النوع من المخاطر المستقلة عن محفظة السوق , **و هو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.**
- من خلال الدراسة التطبيقية لعينة البحث واجراء اختبارات الإحصائية تبين لنا عدم وجود علاقة بين عائد الأوراق المالية و مخاطر النظامية لمعظم الشركات المدرجة في سوق المالي لأبوظبي ,ماعدا القليل منها تثبت صحة وجود غلاقة لاكن ضعيفة , **مما ينفي صحة الفرضية الثالثة.**
- تعرف العلاقة بين العائد و المخاطرة بعلاقة طردية, حيث كل ما زادت نسبة المخاطرة زاد معها نسبة العائد تعويضا مما ستتحمله الورقة المالية من مخاطرة, غير أن مما توصل إليه في دراستنا التطبيقية أن هذه العلاقة عكسية بنسبة كبيرة للشركات المدروسة ,ذلك راجع إلى معامل بيتا سالب , **مما ينفي صحة الفرضية الرابعة.**

التوصيـــــات المقترحـــــة :

على ضوء التحليل السابق لسوق الأوراق المالية لأبوظبي والنتائج المتوصل إليها فيما يخص النموذج المقترح لتقييم الأصول المالية ، فإنه يمكن تقديم التوصيات التالية:

- العمل بالنموذج المقترح في هذه الدراسة، والذي يحتوي على مؤشرات تعكس إلى حد ما المخاطر التي تتعرض لها الأصول المتداولة في الأسواق المالية ، والذي يمكن من خلاله تفسير تغيرات قيمة الأسهم المتداولة، استنادا إلى مؤشرات أخرى تضاف إلى المخاطر المنتظمة، التي تعتبر المتغير المفسر الوحيد في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .

- تعزيز عملية الإفصاح والشفافية في عرض النتائج الخاصة بالسوق حتى يتمكن كل المستثمرين من استغلال المعلومات بعدالة بينهم، ووضع قواعد بيانات تابعة لها، لتمكن المستثمرين والباحثين من استغلال المعلومات بطريقة المثالية.
- العمل على تهيئة الظروف المناسبة لتنشيط سوق الاوراق المالية من خلال انتهاج سياسة اجتماعية، اقتصادية ونقدية عادلة تشجع على المنافسة والشفافية.
- تطوير نماذج اتخاذ القرار لاسيما المبنية على طرق علمية لدى المتعاملين والمحللين.

آفـــــاق البحـــث:

إن هذه الدراسة تفتح مجالا أمام الباحثين للقيام بدراسات قد تكون تكميلية لها، وفي هذا الصدد يمكن دراسة المواضيع التالية:

- اختبار نفس النموذج المقترح ولكن على عينة أكبر.
- اختبار نماذج اخرى مثل نظرية تسعير بالمراجحة APT
- دراسة العناصر الأخرى التي تأثر في السوق المالي على تقدير العائد.

قائمة المراجع

قائمـــــــة المراجـــــع

باللغـــــة العربيـــــة:

أولا: الكتـــــــب

1) إبراهيم الكراسنة، **إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات**، معهد السياسات الاقتصادية صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، أبوظبي، 2010.

2) احمد بن محمد الخليل، **الأسهم والسندات واحكامها في الفقه الاسلامي**، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الرياض، السعودية.

3) اركان عبد اللطيف ،د. ايمان عبدالله جاسم، **الأوراق المالية (الأسهم والسندات)**،مجلة العلوم الإسلامية، العدد الثاني والعشرون، 2014.

4) ازهري الطيب الفكي احمد، **أسواق المال**، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2017.

5) بن ابراهيم الغاي ، د. بن ضيف محمد عدنان ، **الأسواق المالية الدولية– تقييم الأسهم والسندات**، دار عيل بن زيد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى ،بسكرة، الجزائر،2019.

6) سالم صلاح الحسناوي ،**اساسيات الإدارة المالية**، دار المدينة الفاضلة للنشر والتوزيع،2014.

7) ضياء مجيد موسوي، **البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)**، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003.

8) عصام حسين ،**اسواق الاوراق المالية(البورصة)**، دار اسامة للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008 .

9) علاء ابراهيم، **أذون وسندات الخزانة العامة: دراسة مقارنة**، دار الفكر والقانون النشر والتوزيع ، المنصورة،مصر، 2016.

10) مبارك بن سليمان آل فواز، **الاسواق المالية من منظور الاسلامي** ،مطابع جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الاولى، السعودية، 2010.

11) محمد الحناوى وآخرون، **لاستثمار في الاوراق المالية و ادارة و المخاطر** ، دار الفتح للتجليد الفني ، الإسكندرية ،مصر، 2007.

12) محمد صلاح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات** ، دار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، سنه 2005.

13) محمد عادل نانو، **إدارة المخاطرة المالية والمصرفية بين النظرية والتطبيق** ، دار سورية الفتاة ، الطبعة العربية الاولى ،حلب، سورية.

14) محمد عبد الله شاهين، **الاسواق المالية العربية . تكامل . تحديات . فرص النمو**، دار الجامعة الجديدة، إسكندرية، مصر، 2016.

15) محمد غياث شيخة، **الاستثمار. المبادئ . الادوات . المخاطر والتقييم**، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوري 2021.

16) محمد فرح عبد الحليم ،**الأسواق المالية و البورصات** ،دار النشر صنعاء، اليمن ،سنة 2013.

17) محمد محمود عبد ربه، **مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2000.

18) منير ابراهيم الهندي ،**الاوراق المالية والاسواق الرأس المال**، منشاة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر،1993 .

19) منير ابراهيم هندي ورسمية زكي قرياقص، **الأسواق والمؤسسات المالية**، مكتبه الاشعاع، مصر ،1997.

ثانيا: الأطروحات والمذكرات

20) أيمن الشهاب، **اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة بالتطبيق سوق عمان للأوراق المالية**، مذكرة دكتوراه ، جامعة حلب ،سوريا،2015.

21) باء غازى عرنوق، "أث**ر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)**"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا، 2015.

ثالثا: المجالات

22) سحنون محمود ، **إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة** ، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية ، العدد13 – جوان2009 ،المجلد ب .

23) محفوظ بوصيري، فريده سلماني، **تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الاصول الرأسمالية،** مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، مجلد ،12 العدد 2 .

24) نور الدين محر، د. نعمان محصول، **تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة،** مجلة دراسات _العدد الاقتصادي، المجلد: 15 ،العدد: 02، جامعة الأغواط ،الجزائر ،جوان 2018.

25) أثيرعباس عبادي، وباحث أحمد عباس فاضل، **تحليل العائد والمخاطر لأسهم المحفظة الاستثمارية لعينة المصارفة التجارية العراقية الخاصة للمدة 2015–2019،** المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ،السنة 19،عدد 71، سنة2021.

26) مصيطفى عبد اللطيف، د.عنيشل عبد الله ، **قياس العائد والمخاطرة باستخدام نموذج التسعير بالمراجحة لبورصة الكويت،** مجلة إضافات اقتصادية ،جامعة غرداية، المجلد:3، العدد:02 ،الجزائر ،مارس 2019.

27) حسن كريم الذبحاوي، الباحث علي اموري فرج، **دور السيولة المصرفية في العائد والمخاطرة – دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية العراق** ، مجلة الغاري لكلية الادارة والاقتصاد المجلد:18، رقم2 ، سنة2022.

28) محمد براق ،أ.الجودي صاطوري، **مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية،** مجلة دراسات الاقتصادية ،العدد الثامن، الجزائر ،2018.

29) سليمة حشايشي ،تق**دير مخاطر الاستثمار في الاصول المالية دراسة قياسيه على سوق الاسهم السعودي،** مجله الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي- 34 ،جامعة زيان عاشور بالجلفة،2021.

30) سالم صلال الحسناوي، الباحثة زينب خليل جدوع، **أثر علاوة مخاطرة السوق على عائد المحفظة الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية–دراسة تطبيقية،** مجلة مركز دراسات الكوفة العدد 65 ،الجزء الاول، مجلد 1 عدد 65، العراق ،سنة 2022.

31) قاسم نايف علوان، ابراهيم الزعلوك، **أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM دراسة تطبيقية،** مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،العدد 05 ،جامعة التحدي،سرت- ليبيا، سنة 2005.

32) بدروني عيسى، شريط حسين الأمين، **دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر "سهم أن سي أ رويبة كنموذج"**، مجلة العلوك الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية جامعة محمد بوضياف، العدد: 2017/18، – المسيلة –الجزائر،2018.

33) تكواشت رانية ، **نموذج تسعير الاصول الرأسمالية**، مجله الاقتصاد المالي والاعمال، المجلد 4 ،العدد رقم 1، سنة 2020.

34) مصيطفي عبد اللطيف، خروبي يوسف، **تقدير العائد والمخاطرة باستخدام نموذج التوازن اصول المالية**، مجلة رؤية الاقتصادية ،العدد الخامس، ديسمبر 2013.

35) عمار زودة، وآخرون، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات وأبحاث في الطاقات المتجددة**، المجلد 07 ، العدد 2 ، سنة 2020.

36) عمار زودة، عبد الغاني بن علي، أمال بوسمينة، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية**، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد: 07 ،العدد: 02،السنة،2020.

37) بن عيسى إلهام وآخرون، **أثر سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية اختبار نموذج العوامل الستة لبعض البورصات العربية**، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،المجلد12 ،العدد2 ،2019.

38) صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، "**الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال**"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، العدد 2 ،جوان 2017.

رابعا : المراجع باللغة الأجنبية

a. OUVRAGE:

1) A.Choinel ET G.Rouyer، Les marches financières: structure et acteurs، Panque édition، paris،7emeedition، 1999.
2) Alboy M.، Chareaux G.،" La Finance Comportementale ou L'émergence d'un Nouveau Paradigme Dominant"، Revue Française de Gestion، Paris، n0 157، 2005.

3) andian Punithavathy، Vikas، Security Analysis and Portfolio Management، 2nd Edition،2001.
4) Bodie، Zvi. Kane، Alex. & Marcus، Allan J. Essentials of Investments، 10th edition، McGraw-Hill/ Irwin، New York، 2014.
5) Chris Deeley، A simple derivation of the Capital Asset Pricing Model from the Capital Market Line، Lecturer in Accounting & Finance at Charles Sturt University، Wagga Wagga، NSW، Australia، August 2012.
6) De Brouwer، La Finance Comportementale Ou La Psychologie De L'investisseur، Finances vecteur، septembre 2001.
7) F. Fama and Kenneth R. French، The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence، Journal of Economic Perspectives—Volume 18، Number 3—Summer 2004.
8) Frank K. Reilly and Keith C. Brown، Investment Analysis & Portfolio Management، Tenth Edition، South-Western، Cengage Learning، 2009-2010.
9) Lawrence J. Gitman ، Chad J. Zutter ، Principles of Managerial Finance ، British Library Cataloguing-in-Publication Data ،14th Edition ، British ،2015.
10) Lina Zhang & Qian Li ،Anders. Isaksson ، Comparing CAPM and APT in the Chinese Stock Market، Umeå School of Business Spring semester 2012.
11) Lisa Ensz، Joep Knijn، Greg Pope، and Aaron Smith، Understanding Risk and Return، the CAPM، and the Fama-French Three-Factor Model، Tuck School of Business at Dartmouth.
12) Mathieu Rochon، Stéphanie Desrosiers et Jean-François L'Her، Révision à la baisse de la prime sur les actions au Canada، Volume 80، numéro 1، mars 2004.
13) Michael G. McMillan، Jerald E. Pinto، Wendy L. Pirie، Gerhard Van de Venter، INVESTMENTS Principles of Portfolio and Equity Analysis، Published by John Wiley & Sons، Inc.، Hoboken، New Jersey Published simultaneously ، Canada ، l'année 2011.
14) Michael G. McMillan، Jerald E. Pinto، Wendy L. Pirie، Gerhard Van de Venter، INVESTMENTS Principles of Portfolio and Equity Analysis،2011.
15) Paul Hopkin ، Fundamentals of Risk Management Understanding، evaluating and implementing effective risk management ، Kogan Page Limited 4th edition،london (uk) 2017 .

16) Roland portait ،patrice poncet ،finance de marche instruments de base ، produits dérives portefeuilles et risque ، campus dalloz ،paris ،france 2008.
17) Roncalli T.، la Gestion des Risques Financiers، Economica، France ، Paris، 2009.
18) STEPHEN L. KIURI NJUKIA، THE RISK PREMIUM IN LIVE CATTLE FUTURES، Submitted to the Graduate Faculty of Texas Tech University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of MASTER OF SCIENCE، 1994.

b. Journals

19) EUGENE F. FAMA and KENNETH R. FRENCH، "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies"، The Journal of Finance، Vol 04، N° 1، March 1996.
20) Eugene F. Fama and Kenneth R. French، The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence، Journal of Economic Perspectives—Volume 18، Number 3—Summer 2004.
21) Fama E.، French K.،" A Five Factor Asset Pricing Model"، Journal of Financial Economics، Vol 116، N° 02، 2015.
22) Hayat Khan، Itbar Khan، and others، Capital asset pricing model (CAPM) verses Fama and French three-factor model: An empirical comparison in Pakistani equity market، International Journal of Advanced Scientific Research، Volume 1،Issue 9 ،December 2016.
23) Majid Jawdat Jasim ، Impact The Total Risk In Return On A ssets And Return On Equity Application Study In Sample OF Private Al-Iraqi Banks ، Iraqi Journal for Economic Sciences، année 17 ، numéro 62 ،2019
24) Prof. Dr. Bashar Ahmed AL. Iraqi، Zahraa Abdel-Jabbar Majid، The Capital Asset Pricing Model (CAPM) Theoretical Frameworks and Empirical Evidence، Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences، (31/12/2022); Vol. 18، No. 60، Part (1) ،2022.

c. Sites Web

https://www.adx.ae/Arabic/Pages/Markets/default.aspx
https://www.adx.ae/arabic/pages/marketparticipants/investors/investor-services.aspax)

الملاحق

الملحق رقم 1: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لبنك الشارقة

الملحق رقم 2 :منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لبنك ابو ظبي التجاري

الملحق رقم 3: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة العالمية القابضة العقارات

الملحق رقم 4: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أبوظبي للموانئ

الملحق رقم 5: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة إسمنت الخليج

الملحق رقم 6: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة مجموعة ستودال

الملحق رقم 7: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة الجرافات البحرية الوطنية

الملحق رقم 8: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أبوظبي الوطنية للتكافل

الملحق رقم 9: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة الواحة كابيتال

الملحق رقم 10: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة طيران ابوظبي

الملحق رقم 11: منحنى بياني يمثل تطورات القيمة السوقية لسوق أبوظبي

الملحق رقم12: تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات بنك الشارقة

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_الصوى[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_بنك_الشارقه

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.020[a]	.000	-.020-	.0335302961

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_الصوى

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.000	1	.000	.019	.892[b]
	de Student	.054	48	.001		
	Total	.054	49			

a. Variable dépendante : عائد_بنك_الشارقه

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_الصوى

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.016	.008		2.047	.046
	عائد_الصوى	.099	.729	.020	.136	.892

a. Variable dépendante : عائد_بنك_الشارقه

الملحق رقم13: تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات بنك ابو ظبي التجاري

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_الصوى[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_بنك_ابوظبي

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.266[a]	.071	.060	.0124190328

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_الصوى

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.001	1	.001	6.755	.011[b]
	de Student	.014	89	.000		
	Total	.015	90			

a. Variable dépendante : عائد_بنك_ابوظبي

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_الصوى

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.010	.002		5.422	.000
	عائد_الصوى	.582	.224	.266	2.599	.011

a. Variable dépendante : عائد_بنك_ابوظبي

الملحق رقم14: تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات المتداولة لشركة العالمية القابضة العقارات

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_السوق[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_شركة_العالمية_القابضة

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.231[a]	.053	.044	.0164990930

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.002	1	.002	5.841	.017[b]
	de Student	.028	104	.000		
	Total	.030	105			

a. Variable dépendante : عائد_شركة_العالمية_القابضة

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.005	.002		1.932	.056
	عائد_السوق	.593	.245	.231	2.417	.017

a. Variable dépendante : عائد_شركة_العالمية_القابضة

الملحق رقم15: تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة أبوظبي للموانئ

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_السوق[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_شركة_أبوظبي_للموانئ

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.130[a]	.017	.004	.0226737481

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.001	1	.001	1.334	.252[b]
	de Student	.040	77	.001		
	Total	.040	78			

a. Variable dépendante : عائد_شركة_أبوظبي_للموانئ

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.013	.004		3.221	.002
	عائد_السوق	.457	.396	.130	1.155	.252

a. Variable dépendante : عائد_شركة_أبوظبي_للموانئ

الملحق رقم16 : تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة إسمنت الخليج

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_السوق[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_شركة_إسمنت_الفجيج

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.041[a]	.002	-.012-	.0304250171

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.000	1	.000	.124	.726[b]
	de Student	.069	75	.001		
	Total	.070	76			

a. Variable dépendante : عائد_شركة_إسمنت_الفجيج

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.024	.005		4.532	.000
	عائد_السوق	.197	.559	.041	.352	.726

a. Variable dépendante : عائد_شركة_إسمنت_الفجيج

الملحق رقم17 : تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة مجموعة ستودال

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_السوق[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_شركة_ستودال_6:تساالات

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.228[a]	.052	.041	.0303841998

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.004	1	.004	4.566	.036[b]
	de Student	.077	83	.001		
	Total	.081	84			

a. Variable dépendante : عائد_شركة_ستودال_6:تساالات

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.016	.005		3.268	.002
	عائد_السوق	.980	.459	.228	2.137	.036

a. Variable dépendante : عائد_شركة_ستودال_6:تساالات

الملحق رقم18 : تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات شركة الجرافات البحرية الوطنية

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_السوق[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_شركة_الجرافات_البحرية

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.107[a]	.012	-.001-	.0320874124

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.001	1	.001	.896	.347[b]
	de Student	.079	77	.001		
	Total	.080	78			

a. Variable dépendante : عائد_شركة_الجرافات_البحرية

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.018	.005		3.574	.001
	عائد_السوق	.555	.586	.107	.947	.347

a. Variable dépendante : عائد_شركة_الجرافات_البحرية

الملحق رقم19 : تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات شركة أبوظبي الوطنية للتكافل

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_السوق[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_شركة_أبوظبي_الوطنية_للتكافل

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.074[a]	.005	-.010-	.0437885365

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.001	1	.001	.361	.550[b]
	de Student	.127	66	.002		
	Total	.127	67			

a. Variable dépendante : عائد_شركة_أبوظبي_الوطنية_للتكافل

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.025	.008		3.036	.003
	عائد_السوق	.464	.773	.074	.601	.550

a. Variable dépendante : عائد_شركة_أبوظبي_الوطنية_للتكافل

الملحق رقم 20: تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة الواحة كابيتال

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_السوق[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_شركة_الواحة_كابيتال

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.021[a]	.000	-.010-	.0176770059

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.000	1	.000	.042	.838[b]
	de Student	.031	99	.000		
	Total	.031	100			

a. Variable dépendante : عائد_شركة_الواحة_كابيتال

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.009	.003		3.351	.001
	عائد_السوق	.062	.301	.021	.205	.838

a. Variable dépendante : عائد_شركة_الواحة_كابيتال

الملحق رقم 21: تحليل الإحصائي باستخدام SPSS لمعطيات لشركة طيران أبوظبي

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	عائد_السوق[b]	.	Introduire

a. Variable dépendante : عائد_شركة_أبوظبي_للطيران

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.156[a]	.024	.013	.0188164405

a. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

ANOVA[a]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.001	1	.001	2.181	.143[b]
	de Student	.031	87	.000		
	Total	.032	88			

a. Variable dépendante : عائد_شركة_أبوظبي_للطيران

b. Prédicteurs : (Constante), عائد_السوق

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	.013	.003		4.195	.000
	عائد_السوق	-.502-	.340	-.156-	-1.477-	.143

a. Variable dépendante : عائد_شركة_أبوظبي_للطيران