



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية
تخصص: مالية المؤسسة
بغنوان:

أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية

دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010

إعداد الطالبة :

منى خرياش

نوقشت بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ/..... رئيسا

الدكتور/دادن عبد الغني..... مشرفا

الأستاذ/..... مناقشا

السنة الجامعية: 2011/2012.

الإهداء:

أهدي هذا العمل المتواضع إلى والديَّ الكريمين، و أسأل الله أن يحفظهما لي.

إلى الذين تعلمت معهم كيف أعيش و تقاسمت معهم الحلوة و المرة أخواتي الأعماء كل باسمه .

إلى الأهل و الأصدقاء و كل من ذكرهم قلبي و نسيهم قلبي ، من دون أن أنسى زملاء الدفعة سنة الثانية ماستر مالية المؤسسة .
إليكم جميعاً أهدي ثمرة جهدي .

منية

الشكر:

بعد الحمد و الشكر للمولى عز و جل لتوفيقه لي لإتمام هذا العمل ، أتقدم بأسمى عبارات الشكر و التقدير لأستاذي الفاضل الدكتور : حاجن عبد الغني علي إشرافه على هذا العمل ، و ما أبداه من صنائع قيمة و توجيه ، و نقد و نقاشات بناءة حول الموضوع ، و أرائه السديدة .

كما لا يفوتني شكر كل من ساعدني في هذا البحث و أخص بالذكر الأستاذ الدكتور : إلياس بن ساسي علي :

توجيهاته السديدة ، كما أشكر الأستاذة الكرام : شعوبي محمد فوزي ، هتهات السعيد ، كما لا أنسى الطالبة : بخالد عائشة .

شكر خاص للوالدين الكريمين علي مساعدتهما و دعائهما لي، أطال الله في عمرهما. كما أشكر كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إتمام هذا العمل.

منية

أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصتي عمان و السعودية لسنة 2010.

ملخص البحث:

يهدف هذا البحث إلى معرفة أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصتي عمان و السعودية ، و دراسة إمكانية تطبيق لنظريات الحديثة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية، كما يهدف البحث أيضاً إلى إبراز أهمية التنوع الدولي في تدنئه مخاطر سعر الصرف الذي يعد من المخاطر النظامية التي تتعرض لها الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة عند مستوى معين من العوائد.

و على هذا الأساس، تم اختيار عينة الدراسة من أسهم أفضل الشركات المدرجة في كل من بورصة عمان و السعودية خلال سنة 2010.

و قد خلصت الدراسة إلى أن كل من عدد الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة و كذا معاملات الارتباط فيما بينها ، بالإضافة إلى إستراتيجية التنوع الدولي ، تساهم في تدنئه المخاطر النظامية (مخاطر سعر الصرف) إلى أدنى مستوى لها مع تحقيق مستوى مقبول من العوائد.

الكلمات المفتاح: محفظة الأوراق المالية ،مخاطر سعر الصرف، أسهم ،المخاطر النظامية،المحفظة الدولية، التنوع الدولي،بورصة عمان، بورصة السعودية.

L'effet de risque de taux du change sur la performance du portefeuille de valeurs mobilières étude de cas du Bourses d 'Amman et l'Arabie saoudite pour l'année 2010.

Résumé:

Cette recherche vise à étudier l'effet de risque de taux du change sur la performance du portefeuille de valeurs mobilières étude de cas du Bourses d 'Amman et l'Arabie saoudite, et d'étudier la possibilité d'application des théories modernes de la gestion des portefeuilles de valeurs mobilières, La recherche vise également à mettre en évidence l'importance de la diversification internationale afin de réduire le risque de taux du change parmi les risque systématique auquel sont confrontées les actifs financiers entrant dans la composition du portefeuille à un certain niveau de rendement.

A cet effet, l'échantillon de l'étude a été choisi par mis les meilleurs des actions de sociétés cotées à la bourse d' Amman et, également , à la bourse de l'Arabie saoudite au cours de l'année 2010.

L' étude à montré que tant le nombre de titres impliqués dans la formation du portefeuille et ainsi que les coefficients de corrélation entre eux, ainsi que la stratégie de diversification internationale, de contribuer de réduire les risque systématique (risque de taux du change) au plus bas niveau, tout en réalisant un niveau acceptable de rendement.

Mots clés: portefeuille de valeurs mobilières, risque de taux du change, actions, les risque systématique, le portefeuille international, la diversification internationale, Bourse d ' Amman , Bourse saoudienne.

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	ملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
IX	قائمة الجداول.....
X	قائمة الأشكال البيانية.....
XI	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
01	الفصل الأول: محفظة الأوراق المالية و فق النظرية المالية المعاصرة.....
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية.....
03	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول بورصة القيم المنقولة.....
05	المطلب الثاني: مفهوم محفظة الأوراق المالية.....
05	المطلب الثالث: أصول محافظ الأوراق المالية.....
08	المطلب الرابع: أنواع محافظ الأوراق المالية
09	المطلب الخامس : الأهمية الإقتصادية لمحفظة الأوراق المالية
10	المبحث الثاني : نظريات تسيير محافظ الأوراق المالية.....
11	المطلب الأول : خطوات تسيير محفظة الأوراق المالية
12	المطلب الثاني : نظرية محفظة الأوراق المالية
16	المطلب الثالث : نموذج توازن الأصول المالية
21	المطلب الرابع : نظرية المراجعة Arbitrage (APT).....
22	المبحث الثالث : بناء محفظة الأوراق المالية المثلى وقياس أدائها.....
22	المطلب الأول : المحفظة المثلى و حدود الكفاءة
24	المطلب الثاني : كيفية بناء محفظة مالية مثلى
25	المطلب الثالث : نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية
27	المطلب الرابع : أهمية قياس أداء محفظة الأوراق المالية
28	خلاصة الفصل الأول

29	..... الفصل الثاني : سمات و خصائص مخطر سعر الصرف
30	..... تمهيد
31	..... المبحث الأول : مفاهيم عامة حول سعر الصرف
31	..... المطلب الأول : مفهوم سعر الصرف
31	..... المطلب الثاني : أنواع و وظائف سعر الصرف
35	..... المطلب الثالث :العوامل المؤثرة في سعر الصرف
36	..... المطلب الرابع : أنظمة سعر الصرف
38	..... المطلب الخامس : النظريات المفسرة لسعر الصرف
40	..... المبحث الثاني : مخطر سعر الصرف
40	..... المطلب الأول : تسيير المخاطر المالية
45	..... المطلب الثاني : مخاطر تقلبات أسعار الصرف
47	..... المطلب الثالث : قياس مخاطر سعر الصرف
48	..... المطلب الرابع : إدراج مخطر سعر الصرف في المحفظة المالية
49	..... المبحث الثالث : طرق تفادي و تدننه مخاطر الصرف
49	..... المطلب الأول : تغطية المحفظة في مواجهة خطر الصرف .
50	..... المطلب الثاني : التقنيات التقليدية لتسيير خطر الصرف
51	..... المطلب الثالث: التقنيات الحديثة لتسيير خطر الصرف
55	..... المطلب الرابع : إستراتيجيات أخرى لتدننه مخاطر الصرف
57	..... خلاصة الفصل الثاني
58	..... الفصل الثالث :بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف
59	..... تمهيد
60	..... المبحث الأول : ظروف التنظيم و التسعير في بورصتي عمان و السعودية
60	..... المطلب الأول : الوضعية العامة للإقتصاد الأردني و السعودي
61	..... المطلب الثاني : لمحة حول النظام المالي الأردني و السعودي
65	..... المطلب الثالث : الإطار التنظيمي لسوقي عمان و السعودية الماليين
69	..... المطلب الرابع : شروط الإدراج و التداول في سوقي عمان و السعودية الماليين
74	..... المبحث الثاني :تحليل القطاعات و إختيار الشركات للبيئتين المدروستين
74	..... المطلب الأول :الوضعية العامة لدراسة الحالة

76	المطلب الثاني: المعايير التي تم على أساسها إختيار القطاعات و الشركات
77	المطلب الثالث: تحليل و إختيار القطاعات و الشركات
81	المبحث الثالث: بناء و تحليل محفظة مسعرة في بورصتي عمان السعودي.....
81	المطلب الأول: تشكيل محافظ مالية مكونة من أسهم مسعرة في سوق عمان المالي
86	المطلب الثاني: أثر معامل الإرتباط في تدنئه المخاطر.....
90	المطلب الثالث: تشكيل محفظة أوراق مالية دولية لأسهم مسعرة في بورصتي عمان و السعودية
93	المطلب الرابع: المقارنة بين المحافظ المشكلة و إختبار صحة الفرضية
96	خلاصة الفصل الثالث
97	الخاتمة.....
101	قائمة المصادر و المراجع
108	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
52	وضعية الصرف بالنسبة للمتعامل في السوق المستقبلية	(1-2)
77	الرقم القياسي الخاص بكل قطاع في سوق عمان المالي	(1-3)
79	قيمة معامل B لأحسن سبع شركات في سوق عمان المالي	(2-3)
80	قيمة معامل B لأحسن سبع شركات في سوق السعودية المالي	(3-3)
82	الوسط الحسابي و الانحراف المعياري لأسهم الشركات المختارة	(4-3)
82	معامل الارتباط بين أسهم الشركات المختارة	(5-3)
83	خصائص محافظ أردنية مكونة من سهم واحد	(6-3)
85	خصائص مختلف المحافظ المشكلة	(7-3)
87	معامل الارتباط بين الشركات المختارة	(8-3)
87	مصنوفة التباين- التباين المشترك	(9_3)
92	تباين المحفظة الدولية في حالة تغطية مخاطر سعر الصرف	(10-3)
93	تباين المحفظة الدولية في حالة عدم تغطية مخاطر سعر الصرف	(11-3)
94	خصائص المحفظة الأردنية المثلى و المحافظ الدولية	(12-3)
94	مقارنة مردوديات أسهم الشركات المختارة من بورصة السعودية	(13-3)

قائمة الأشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
19	ميل خط سوق رأس المال	(1-1)
19	خط سوق رأس المال CML	(2-1)
20	خط سوق الأوراق المالية SML	(3-1)
23	منحنى الإستثمار الكفاء	(4-1)
24	تحديد نقطة المحفظة المثلى	(5-1)
54	مراحل عملية المبادلة	(1-2)
56	تأثير التنويع الدولي على مخاطر المحفظة	(2-2)

قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
109	أسماء الشركات المدرجة في سوق عمان المالي	ملحق(01)
113	أسماء الشركات المدرجة في سوق السعودية المالي(تداول)	ملحق(02)
117	أسعار أسهم لأفضل سبع شركات مسعرة في سوق عمان المالي بالدينار الأردني	ملحق(03)
119	أسعار أسهم لأفضل سبع شركات مسعرة في سوق السعودية المالي بالريال السعودي	ملحق(04)
121	معدلات المردودية الأسبوعية لأسهم الشركات الأردنية بالدينار الأردني لسنة 2010	ملحق(05)
123	معدلات المردودية الأسبوعية لأسهم الشركات السعودية بالريال السعودي لسنة 2010	ملحق(06)
125	أسعار صرف الدينار الأردني بالريال السعودي والريال السعودي بالدينار الأردني لسنة 2010	ملحق(07)
127	مردودية أسهم أحسن ثلاث شركات سعودية مختارة بسعر الصرف الثابت و المتغير (العوائد بالدينار الأردني)	ملحق(08)

المقدمة

لقد شهد الإستثمار المالي تطورا كبيرا من نواحي متعددة، و مع إزدياد حركة رؤوس الأموال و توسع الفرص الاستثمارية المتاحة و المتنوعة، أدى ذلك إلى زيادة إهتمام المستثمرين، بالإستثمار في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية ضمن وحدة إستثمارية واحدة، حيث ظهرت نظريات عديدة تتناول هذا الموضوع، تهدف إلى تعظيم العائد المتوقع من الإستثمار في ظل مستوى مقبول من المخاطرة، أو تدنئة المخاطرة عند مستويات مقبولة من العوائد، و بالتالي تعتبر محافظ الأوراق المالية من أهم التطورات التي شهدها عالم الإستثمار.

يعد موضوع محافظ الأوراق المالية من المواضيع الجديدة في عالم الإستثمار، إذ حظي بالاهتمام من قبل العديد من الكتاب المعاصرين، و يعتبر من المواضيع التي ظهرت إستجابة للإحتياجات المتزايدة من قبل المستثمرين، الذين يبحثون عن سبل و أدوات تحقق لهم أقصى عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة، مما أدى بهم لتوظيف أموالهم ضمن محافظ مالية و ذلك لما توفره هذه الأخيرة من مزايا لصالح المستثمر .

حيث يرجع الفضل في وضع أسس نظرية المحفظة للعالم الأمريكي هاري ماركوافيتز سنة 1952، حيث أظهر ماركوافيتز العلاقة بين مردودية الأصل المالي و مستوى المخاطرة بطريقة إحصائية تعبراً عنه بالإنحراف المعياري وبمعدلات المردودية التاريخية بإفتراض عدم وجود تكاليف المعاملات و عقلانية المستثمر ، ثم طورت النظرية من قبل نفس الكاتب و كتاب آخرين أمثال وليام شارب ومرتون ميلر، اللذان تحصلا بفضل هذه الأعمال مع ماركوافيتز على جائزة نوبل للإقتصاد سنة 1990، حيث جزء ماركوافيتز المخاطرة إلى مخاطر نظامية و التي تمس جميع الأوراق المالية المتواجدة بالسوق المالي (بورصة) و مخاطر غير نظامية و التي ترتبط بتكوين المحافظ المالية و يتم تجاوزها بالتنويع .

و الجدير بالذكر أن الأسواق المالية العالمية، تتعرض للعديد من المخاطر المالية و أصبحت هذه الأسواق تنشط في ظل بيئات مخوفة بالمخاطر وخاصة بعد الإنفتاح الحاصل ما بين الأسواق المالية العالمية، ومن أبرزها مخطر سعر الصرف الذي يعد من المخاطر الأكثر تأثيراً على أسعار و قيمة الأصول المالية المتداولة داخل هاته الأسواق و بالخصوص على أسعار الأسهم من خلال عوائد الشركات مما ينعكس على أداء المحفظة الأوراق المالية، حيث يعد التنويع الدولي من بين السبل المستعملة في تدنئة خطر الصرف، و من مجمل ما سبق ظهرت أهمية مراجعة النظريات المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية ، و إبراز التغيرات الحاصلة، من إبداع و إبتكار في المجال المالي و التطور التكنولوجي الذي شهدته مختلف البورصات العالمية، الذي من شأنه التأثير على أداء الأسهم المتداولة في البورصة بإعتبار الأسهم من الأوراق المالية الأكثر تعبيراً عن قيمة الشركة .

أولاً: الإشكالية:

و من خلال ما تقدم يمكننا طرح إشكالية البحث في السؤال المحوري التالي:

– ما مدى تأثير المخاطر الناجمة عن سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية ببورصتي عمان و السعودية لسنة

2010 ؟

و من خلال الطرح العام للإشكالية نطرح التساؤلات الجزئية التالية:

- 1- هل يساهم كل من عدد الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة و معامل الإرتباط بينها في تدننه المخاطر النظامية في محفظة الأوراق المالية ببورصة عمان لسنة 2010 ؟
- 2- هل يمكن تدننه مخطر سعر الصرف عن طريق التنويع الدولي في محفظة الأوراق المالية ببورصتي عمان و السعودية لسنة 2010؟
- 3- ما هو تأثير تقلبات أسعار الصرف على الأصول المالية التي تحتويها محفظة الأوراق المالية ببورصتي عمان و السعودية لسنة 2010 ؟

ثانيا: فرضيات البحث:

بهدف الإجابة على إشكالية البحث نحاول إختبار صحة الفرضيات التالية:

1-الفرضية الرئيسية:

تأثر المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية ببورصتي عمان والسعودية لسنة 2010.

2-الفرضيات الجزئية:

- 1- إن عدد الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة و كذا معامل الإرتباط بين عوائد الأصول المالية المكونة لمحفظة الأوراق المالية يساهم إلى حد كبير في تدننه المخاطر النظامية لهذه الأخيرة ببورصة عمان لسنة 2010 ؛
- 2-تساهم عملية التنويع الدولي في تدننه مخطر سعر الصرف لمحفظة الأوراق المالية ببورصتي عمان و السعودية لسنة 2010 ؛
- 3-تتوقف قيمة الأصول المالية إلى حد كبير على تقلبات أسعار الصرف الحاصلة في سوق و لذا على مكون المحفظة عدم الإكتفاء بالمعطيات المصرح بها من خلال أسعار الأسهم في البورصة لسنة 2010 .

ثالثا: حدود البحث .

تتمثل حدود البحث في :

إقتصار الدراسة في جانبها النظري على دراسة محفظة الأوراق المالية بكل جوانبها، وكذا النظريات الحديثة لتسيير المحافظ المالية، و دراسة مختلف المفاهيم المتعلقة بمخطر سعر الصرف مع الإشارة إلى دراسة بورصة القيم المنقولة بإعتبارها الوسط الذي يتم من خلاله تكوين و مراجعة محفظة الأوراق المالية .

أما الدراسة التطبيقية فتجري في سوقي عمان و السعودية الماليين، وقد نصلح في هذه الدراسة بالسوق المالية مشيرين بذلك لبورصة القيم المنقولة فقط، علما أن السوق المالية بمفهومها الواسع تشمل السوق النقدية و سوق رؤوس الأموال، وتجري الدراسة التطبيقية وفق معطيات أسبوعية لعام 2010 حيث تم إختيار عينة من الشركات الأحسن أداءا خلال فترة الدراسة و إختيار أفضلها لتكوين محفظة الأوراق المالية، أما عن إختيار فترة الدراسة فقد تم وفقا للمعطيات المتاحة .

رابعاً: مبررات إختيار الموضوع :

إن إختيار موضوع البحث له أسباب موضوعية و أخرى ذاتية و هي كالتالي:

الأسباب الموضوعية :

تتمثل الأسباب الموضوعية في :

1_ الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في عمليات التمويل التي تعد عجلة التنمية الإقتصادية ؛

2-محاولة تبيان الموقع الذي تحتله محفظة الأوراق المالية ضمن الأسواق المالية العربية ؛

3-موضوع البحث يخدم مجال التخصص (مالية المؤسسة).

الأسباب الذاتية:

أما الأسباب الذاتية فتتمثل في الرغبة الذاتية للسعي في التحكم في أكبر قدر ممكن من الطرق و التقنيات في مجال تسيير المحافظ المالية، و التحكم أكثر في مفاهيم الأسواق المالية.

خامساً: أهداف البحث :

إذ كان من أسباب دراسة أي موضوع هو الوصول إلى أهداف معينة فإن هذه الدراسة تهدف بالإضافة إلى إختبار فرضيات البحث إلى تحقيق الأهداف التالية :

1-تحليل واقع محافظ الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية، وتحليل عوائد و المخاطر المالية المتعلقة بها بالإعتماد على الأساليب القياسية و الإحصائية ؛

2محاولة معرفة مدى تطابق القوانيين و القواعد النظرية لمحفظة الأوراق المالية مع الواقع التطبيقي في الميدان ؛

3-دراسة إمكانية تدنئه المخاطر النظامية عن طريق إستراتيجية التنوع الدولي في سوقي عمان و السعودية الماليين ؛

4-توضيح و إبراز الأثر الإيجابي أو السلبي لمخطر سعر الصرف على عوائد أسعار الأسهم في بورصتي عمان و الأردن ؛

5-السعي من خلال الدراسة إلى بناء نموذج لمحفظة مالية في البيئتين المدروستين .

سادساً: أهمية الموضوع :

1-تتبع أهمية الموضوع من خلال تسليط الضوء على خصائص البيئتين الماليتين الأردنية و السعودية بشكل عام و التقييم في البورصة بشكل خاص من جهة، و من جهة أخرى فهي تمثل محاولة لمتابعة و مواكبة التطور الكبير الذي تشهده الأوساط المالية العالمية ؛

2-أهمية العملية الإستثمارية في السوق المالي بحد ذاتها، إذ تعتبر محفظة الأوراق المالية من أهم التطورات الحاصلة في مجال الإستثمار؛

3-إبراز المخاطر المالية وكيفية قياسها، و من ثم تسييرها بإحدى السبل المتاحة التي تضمن تدنئها إلى أدنى مستوى عند مستوى عائد مقبول ؛

4- محاولة التحكم في الأساليب الكمية و الإحصائية بقياس أداء المحافظ المالية و ربط ما هو نظري بالجانب الحسابي و التحليلي، من أجل الوصول إلى نتائج مكتملة تزيد من دقة التحليل .

سابعاً: المنهج المستخدم و الأدوات المستعملة :

بناء على طبيعة الإشكال المطروح و بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذا البحث، و قصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسات والتمكن منه، نحاول إستخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية و الإقتصادية، و عليه فإن المنهج المستخدم سيكون منهجاً و صفيًا تحليليًا يمكن من توضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع البيانات و المعلومات، و تنظيمها بشكل تسلسلي ، و التعريف بكافة المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية من حيث مفهومها، أهم نظرياتها، و العوامل المؤثرة على أدائها، فكان التطرق لهذه الجوانب في الفصلين الأول و الثاني، إلاّ أنه لا يمكن الإقتصار على الصفة النظرية بل يلزمنا إعتقاد منهج دراسة الحالة في الفصل الثالث مستخدمين في ذلك مزيجاً من أدوات التحليل القياسي، و أدوات الإحصاء الكلاسيكي .

ثامناً : الدراسة السابقة :

هناك دراسات سابقة عالجت هذا الموضوع نذكر منها :

1-مذكرة الطلب فيصل حمدي 2006، بعنوان تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في بورصة مع إشارة لحالة الجزائر و المغرب، مذكرة ماجستير، ركزت هذه المذكرة على التنوع الدولي للقضاء على المخاطر النظامية، و لكنها ركزت على التنوع الدولي، في ظل نظرية متوسط - تباين فقط، لكن الدراسة أهملت الجزء الآخر من قياس المخاطرة و هي قياس معامل بيتا للمحفظة الذي يقيس لنا درجة المخاطرة النظامية، و سنحاول من خلال دراستنا التركيز على هذا المقياس لقياس المخاطر النظامية، والذي يمكن بواسطته معرفة درجة المخاطرة النظامية للمحفظة و إيجاد السبل الملائمة لتدنيها إلى أدنى مستوى دون التأثير على العوائد المطلوبة .

2-مذكرة الطالب منصور الحجاج موسى 2009، بعنوان أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي، مذكرة ماجستير، هدفت هذه الدراسة إلى كيفية تسيير مخاطر سعر الفائدة الذي يعد من المخاطر النظامية، و بالتالي لم يتطرق الطالب إلى مخاطر سعر الصرف و لإستراتيجية التنوع الدولي، و هذا ما ستحاول الإحاطة به في دراستنا .

3- مذكرة الطالبة سعيدي تلي 2009، بعنوان التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير، هدفت هذه المذكرة إلى تسيير المحفظة المالية عن طريق التنبؤ بالعائد و مخاطرة المحفظة المالية، لكن هذه المذكرة لم تركز بشكل كبير على المخاطر النظامية، و كيفية تدنيها بإستراتيجية التنوع الدولي، و هذا ما سنتطرق له دراستنا .

4- مذكرة الطالبة بخالد عائشة 2010، بعنوان التنوع كأداة لتدنيته المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007، مذكرة ماستر، حيث ركزت هذه الدراسة على تسيير المخاطر غير النظامية، و كيفية تدنيها بإستراتيجية التنوع ، و لكنها لم تتطرق للتنوع الدولي أو المخاطر النظامية، وهذا ما سنتطرق له في دراستنا .

تاسعا: هيكل البحث :

سعيًا منا لتحقيق الأهداف المرجوة، و نظرا لإتساع الموضوع و تشعب فروعهِ و قصد إعطاء القدر الكافي من الإهتمام و التركيز للدراسة، و الإحابة على إشكاليته و بناء على ما سبق تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول مستهله بمقدمة و منتهية بخاتمة حيث قسم إلى فصلين للجانب النظري و فصل للجانب التطبيقي ، و يمكن إستعراض هيكل البحث كما يلي:

عنوان الفصل الأول: بمحفظة الأوراق المالية وفق النظرية المالية المعاصرة، فتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، فكان المبحث الأول تحت عنوان الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية، والذي تم تخصيصه لتسليط الضوء على مفاهيم أساسية حول بورصة القيم المنقولة و التطرق إلى مفاهيم حول محفظة الأوراق المالية من خلال مفهومها، مكوناتها و أنواعها و الأهمية الإقتصادية لها ، أما المبحث الثاني فخصص للنظريات التي إهتمت بتسيير محافظ الأوراق المالية، نظرية ماركوفتز، نظرية تسعير الأصول المالية ، نظرية المراجعة، و خطوات تسير محافظ الأوراق المالية، أما المبحث الأخير فتم التطرق فيه لكيفية بناء محفظة الأوراق المالية المثلى و قياس أدائها فتم التطرق فيه لكيفية بناء المحفظة المالية و نماذج التقييم أداء هذه الأخيرة .

عنوان الفصل الثاني: بسمات و خصائص مخاطر سعر الصرف، تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث تم التطرق في المبحث الأول لمفاهيم عامة حول سعر الصرف مفهومه، أنواعه، النظريات المفسرة له، و تم التطرق في المبحث الثاني لمخاطر سعر الصرف من خلال تسيير المخاطر المالية، تعريف مخاطر سعر الصرف، قياسه، و إدراج مخاطر الصرف في محفظة الأوراق المالية، أما المبحث الثالث فتم التطرق فيه إلى طرق تفادي و تدننه مخاطر الصرف من خلال تغطية المحفظة لمواجهة خطر الصرف، التقنيات الحديثة و التقليدية المستعملة في تدننه مخاطر الصرف، و تدننه مخاطر الصرف عن طريق إستراتيجيات أخرى منها التنويع الدولي .

عنوان الفصل الثالث : الذي يضم دراسة الحالة ببناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، تم التطرق في المبحث الأول لظروف التنظيم و التسعير في بورصتي عمان و السعودية من حيث الإطار التنظيمي، شروط التداول و الإدراج، الوضعية العامة لإقتصاد البلدين و التطرق للنظام المالي لهما، و تم التطرق في المبحث الثاني إلى كيفية إختيار القطاعات و الشركات الجيدة من أجل تكوين محفظة مالية، أما المبحث الثالث فتم التطرق فيه إلى إختيار صحة الفرضيات، و إختيار فرضية التنويع الدولي و دور هذا الأخير في تدننه المخاطر النظامية و المتمثلة في مخاطر سعر الصرف، و في الأخير خاتمة البحث التي تضمنت النتائج النظرية و التطبيقية للدراسة و أهم التوصيات و آفاق البحث المستخلصة.

عاشرا: صعوبات البحث :

- صعوبة الحصول على بعض المعلومات التاريخية من موقع البورصة، لاسيما تلك المتعلقة بالمحافظ الإستثمارية أو محافظ الأوراق المالية، و المعلومات المتعلقة ببعض الشركات، و هذا ما جعل الباحث يقوم بتكوين محافظ إفتراضية .

الفصل الأول:

محفظة الأوراق المالية وفق النظرية

المالية المعاصرة

تمهيد :

تعتبر روضة القيم المنقولة مركزاً حيوياً في أغلب دول العالم و بالأخص في ظل النظم الاقتصادية الحديثة إذ تعتبر الوسط الأنسب للتداول على القيم ، وهي بمثابة الأوعية التي تعمل على جمع الأموال و توظيفها بإمكانيات محددة و آمنة اللتان توفرهما للمستثمرين و المدخرين ، و لذلك وجب الإشارة لها كونها المكان التي تتداول فيه الأوراق المالية الداخلة في تكوين محافظ الأوراق المالية .

تعد محفظة الأوراق المالية إحدى أهم أدوات الاستثمار التي حظيت باهتمام كل من الاقتصاديين و المستثمرين ، وذلك لما تحققه من عوائد يلتفتن الإدارة الكفوة لها و تلعب دوراً فعالاً في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر إنطلاقاً من نظرية التنوع كمدخل لتخصيص الإستثمارات الذي تقوم على أساسه المحفظة ، من أجل تخفيض درجة المخاطر الكلية و المخاطر غير المنتظمة بما يحقق هدف التخصيص الكفؤ للموارد المالية .

لذلك سنعمل في هذا الفصل على أخذ نظرة عامة حول بورصة القيم المنقولة ، ثم سنعرج على بعض المفاهيم الأساسية المرتبطة بمحفظة الأوراق المالية من خلال مفهومها ، أنواعها ، الأصول الداخلة في تكوينها و أهميتها الاقتصادية ، و من ثم عرض أهم النظريات في هذا الصدد إلى جانب تحديد كيفية تسييرها من أجل الوصول إلى المحفظة المالية المثلى، فكان التطرق إلى العناصر السابقة الذكر من خلال المباحث التالية :

- ✓ المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية.
- ✓ المبحث الثاني: نظريات تسيير محافظ الأوراق المالية.
- ✓ المبحث الثالث: بناء محفظة الأوراق المالية المثلى و قياس أدائها.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية

تعد بورصة القيم المنقولة أداة تفاعل و مكان إلتقاء لمختلف المتعاملين الإقتصاديين، و هي جزء من السوق المالية، بحيث تمثل الوسط الأنسب لتداول مختلف القيم المنقولة، بالإضافة إلى خلق قنوات إستثمارية لأصحاب الأموال من خلال توظيف هذه الأموال ضمن محافظ مالية .

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول بورصة القيم المنقولة

أولاً: تعريف بورصة القيمة المنقولة

تعرف بورصة القيم المنقولة بعدة تعاريف نذكر أبرزها فيما يلي :

1- بورصة القيم المنقولة هي عبارة عن سوق تتعقد في مكان معين و في أوقات دورية بين المتعاملين في بيع و شراء مختلف الأوراق المالية¹

2 - كما نجد أن " ج . ديفوس و ب . بالي . G-Defosse et P-Balley" قد عرفها بأنها "سوق ثانوية متاحة لعموم الجمهور ، و تكون منظمة بحيث يتم فيها تداول القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة " .

3 - و قد عرفت البورصة* أيضا " بأنها سوق تتم فيها عمليات البيع و الشراء، من خلال السماسرة لتبادل سلعة ما أو أسهم و سندات و هي سوق مال طويل الأجل²

و من جملة التعاريف نستخلص تعريفاً شاملاً على أنها : "مكان - سوق ثانوي - منظم أو غير منظم يلتقي فيه دورياً محتصون معتمدون - سماسرة - لإبرام صفقات بيع أو شراء، لقيم منقولة (أسهم ، سندات ، وقيم مهجنة)، أو على عقود مرتبطة بتلك القيم (عمليات آجلة، مستقبلات و خيارات) لصالحهم أو لصالح زبائنهم، حيث أن كل هذا يحدث رقابة السلطات الوصية".

ثانياً: أهم أدوار بورصة القيم المنقولة

تؤدي بورصة القيم المنقولة أدوار جد مهمة لأصحاب محافظ الأوراق المالية و المستثمرين و المتمثلة فيما يلي³:

1_ تتوفر بورصة القيم المنقولة على منتجات متنوعة أوراق مالية (أسهم السندات، قيم مهجنة) أدوات مستحدثة (مشتقات)، حيث تسمح للمستثمرين بتكوين و تنوع محافظهم من خلال هذه المنتجات ؛

¹ - شعون شعون ، البورصة و بورصة الجزائر ، الطبعة الأولى ، أطلس لنشر ، الجزائر ، بدون سنة نشر ، ص : 7.

* - من حيث المنتجات (بورصة السلع ، الخدمات) ، من حيث الزمن (عمليات حاضرة، عقود آجلة) ، من حيث التعامل الجغرافي (محلية ، دولية) ، من حيث التسجيل و الإعتراق الحكومي (رسمية ، غير رسمية).

² - سويسسي الهواري ، تقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2007-2008 ، ص: 115 .

³ - بخالد عائشة ، التنوع كأداة لتدنيته المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007) ، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2009-2010 ، ص : 5 .

الفصل الأول:.....محفظة الأوراق المالية وفق النظرية المالية المعاصرة

- 2_ تسمح لأصحاب محافظ الأوراق المالية بتسييل مكونات محافظهم في أي وقت، بيعها و بالتالي فهي تقلل من مخاطر سيولة هذه الأخيرة ؛
- 3_ توفر المعلومات و الإفصاح كما و كيفا لأصحاب المحافظ المالية، لتمكينهم من إتخاذ قرارات رشيدة ؛
- 4_ تقوم بقياس و تقييم المستمر للأصول، مما يسمح لمدراء المحافظ بمراجعة محافظهم و تحديثها ؛
- 5_ تسمح لمعاملتها بتسيير الأخطار المالية ؛
- 6_ تعتبر أداة من خلال مؤشراتها التي تعكس إتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة فيها . و بالتالي تعطي لأصحاب المحافظ صورة عامة عن عائد السوق الذي يستعمل كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية ؛
- 7_ تتميز بورصة القيم بالتنظيم الأمر الذي يمكنها من حماية المستثمرين و محافظهم المالية إذ يتوقف أداء بورصة القيم المنقولة للأدوار سالفة الذكر على أحسن وجه على مدى كفاءة هذه الأخيرة.

ثالثا: كفاءة بورصة القيم المنقولة

- لا يمكن رصد و تحليل كفاءة الورقة المالية إلاّ في ظل وجود سوق مالي كفء، يتمتع بالشفافية و النزاهة ، بحيث يعكس سعر السوق بدقة عالية و على هذا الأساس يعرف السوق الكفاء : " بأنه السوق الذي يتساوى فيه سعر الورقة المالية مع قيمة الإستثمار في كل الأوقات، بعبارة أخرى أن قيمة الورقة تعكس فعلاً الصورة الحقيقية و الفعلية للمؤسسة " ¹.
- وهناك أربعة شروط أساسية يجب توفرها في السوق حتى يتسم بالكفاءة و هي :
- 1_ وفرة المعلومات و سهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر مما يؤدي إلى تجانس معلومات المستثمرين و وفرتها في أي وقت؛
 - 2_ وجود عدد كبير من المستثمرين بحيث تمنع هذه الكثرة من أي متعامل على الأسعار من خلال عمليات البيع والشراء و إذ كانت ذات حجم كبير ؛
 - 3_ إنعدام القيود على التعاملات ، مثل: تكاليف المعاملات أو الضرائب، أي عدم وجود أي قيود على التعامل ؛
 - 4_ إتصاف المستثمرين بالرشادة الإقتصادية ، التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الإستثمار.
- في الواقع أن الميزات 1-2-3 يصعب تحقيقها، مما يدل على أن الكفاءة الكاملة هو مفهوم نسبي أكثر منه عملي ².

¹ - ماجد أحمد عطالله ، إدارة الإستثمار ، الطبعة الأولى ، دار أسامة لنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2011 ، ص : 162 .

² - دادن عبد الغني، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الإقتصادية نحوى إرساء نموذج للإنذار المبكر بإستعمال المحاكاة المالية (حالة بورصتي الجزائر و باريس) ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية ، غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2006-2007 ، ص : 181 .

المطلب الثاني: مفهوم محفظة الأوراق المالية

قبل التطرق لمفهوم محفظة أوراق المالية وجب علينا الإشارة للمحفظة الإستثمارية كون أن مفهومها أشمل من مفهوم محفظة الاوراق المالية .

أولاً: تعريف المحفظة الإستثمارية

هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الإستثمار تتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لتسيير شخص مسؤول عنها يسمى مسير أو مدير المحفظة وقد يكون هذا المسير مالكا لها ، كما قد يكون مؤجرا عليها . وتختلف المحافظ من حيث تنوع أصولها ، كما يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية كإحتوائها على المعادن الثمينة ، العقارات، العملات، و قد تكون جميع أصولها مالية كالأسهم و السندات، كما يمكن أن تكون مزيج بينهما¹.

ثانيا : تعريف محفظة الأوراق المالية : يمكن تعريفها كما يلي :

1_هي عبارة عن مجموعة من الأوراق تشكل مربع متجانس من هذه الأوراق، تم إختيارها بعناية و بدقة فائقتين لتحقيق بعض الأهداف و الغايات وبذلك تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب و كبير من الأوراق المالية كالأسهم و السندات تتباين و تختلف كل منها من حيث القيمة تاريخ الإِستحقاق و معدل العائد ودرجة المخاطر².

2_يعرف جاك هامون J.HAMON محفظة الأوراق المالية على أنها : " مجموعة الأوراق النسبية لأصول مالية ، أي قائمة النسب الممثلة للأصول و التي يجب أن تساوي في مجموعها الـ 100%..."³.

المطلب الثالث : أصول محافظ الأوراق المالية

تعتمد مكونات محفظة الأوراق المالية على الأدوات الإستثمارية المتاحة في السوق، و المتمثلة في الأصول المالية (أوراق مالية) التي تتكون منها و فمالي توضيح لطبيعة هذه الأصول .

أولاً:تعريف الأوراق المالية

قبل التطرق لمعرفة أنواع هذه الأصول نقوم بتعريف الأوراق المالية .

"تمثل الأوراق المالية السلعة (الأصل) الذي يجري تداوله بيعا و شراء في السوق المالية ، فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة"⁴

¹ - محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الإستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2005 ، ص : 81 .

² - بخالد عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص : 16 .

³ - JACQUES HAMON , **bourse et gestion de portefeuille** , 2^e édition , ED Economica ,paris, 2005, p :103.

⁴ - محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية (مؤسسات -أوراق -بورصات) ، الطبعة الأولى ، دار الشروق للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، ص:85 .

ثانيا : أنواع الأصول المالية

هناك عدة أنواع للأصل المالية و سنتنصر على تصنيفها حسب معيار الحق كما يلي:

1_ الأسهم العادية :

"يمثل وثيقة ملكية أو صك ملكية و تعد شركات الأموال مصدر لخلق الأسهم، و الأصل أن تطرحها الشركة بقيمة إسمية ثابتة للإكتتاب العام في السوق الأولية و تداولها في السوق الثانوية و لها تاريخ إستحقاق غير محدد طالما الشركة قائمة " ¹، و يتمتع حملة الأسهم العادية بمزايا نذكر منها :ويحصل حامل هذا النوع من الأسهم على عائد يعتمد على حجم الأرباح المحققة من المؤسسة التي أصدرته و يمنح لحامله الحق الإشتراك في الجمعية العامة و أولوية الإكتتاب بالسهم الجديد، و الحق في النقل الملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريقة أخرى، و في حالة إفلاس المؤسسة فإن حملة الأسهم العادية هم آخر من يحصل على حقوقهم من أموال التصفية بعدة توزيعها على حملة السندات و المقترضين و حملة الأسهم الممتازة ² و هناك أنواع للأسهم العادية نذكر منها :

أ_ **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية** : هي أسهم تصدرها بعض المؤسسات ويرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالمؤسسة .

ب - **الأسهم العادية المضمونة** :ظهرت أسهم تمنح لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة المصدرة بتعويض، إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين و خلال مدة محددة بعد الإصدار .

ج - **أسهم عادية بوفرات ضريبية** :تلجأ بعض الحكومات لإصدار تشريع يمنح للشركات أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة للعاملين قبل حساب الضريبة، و ذلك بغية مشاركتهم في ملكية المؤسسة ³.

2_ **السندات** : وهي " تمثل أداة دين للمالكها، مقسم إلى أجزاء متساوية القيمة في ذمة المؤسسة المصدرة له، و لحاملة الحق في الحصول على فوائد دورية بالإضافة إلى قيمة السند لمدة محددة و بسعر فائدة معينة" ، و يتمتع حامل السند بعدة مزايا نذكر منها: تمنح لحاملها الأولوية للحصول على كافة حقوقهم عند التصفية و هي ذات عائد ثابت، و يمكن تداوله بيعا و شراء بمعنى التنازل عليه ببيعه في السوق المالي ⁴.

حيث هناك عدة أنواع للسندات و سنتنصر ذكر أهمها فيما يلي ⁵:

1-2- من حيث جهة الإصدار :تنقسم إلى:

أ_ **سندات العامة (حكومية)**: هي السندات التي تصدرها الدولة و المؤسسات التابعة لها بدافع تمويل العجز في الميزانية، أو في خزينة الدولة .

¹ - عبد الرؤوف رابعة ، سامي حطاب ، التحليل المالي و تقييم الأسهم (و دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية)، هيئة الأوراق المالية والسلع ، أبوظبي ، الإمارات العربية المتحدة، فبراير مارس 2006 ، ص : 31 .

² - أسعد حميد العلي ، الإدارة المالية (الأسس العلمية و التطبيقية) ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2010 ، ص ص : 229-230 .

³ - محمود محمد الداغر ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 99 - 100 .

⁴ - أسعد حميد العلي ، مرجع سبق ذكره ، ص : 230 .

⁵ - بخالد عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 26 - 27 .

ب_ سندات خاصة (غير حكومية): هي سندات التي تصدرها المؤسسات المساهمة، كسندات و الأسهم العادية و ذلك لتلبية إحتياجات التمويل المختلفة .

2-2- من حيث الضمان: تنقسم إلى :

أ - السندات المضمونة: و هو سند صادر بقيمة إسمية بفائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة و لحاملها حق التصرف في الأصول الضامنة لها، في حالة عدم قدرة الجهة المصدرة الوفاء بالتزاماتها.

ب - السندات غير المضمونة : و هي سندات تخلو من أي ضمان أو رهن، وضمانها هو صمعة المؤسسة المصدرة و ثقة المتعاملين بها ، و عادة ما يكون عائدها أعلى من السندات المضمونة .

3_الأوراق المهجنة :¹

هي أوراق مالية جديدة ، تصدر فقط من طرف المؤسسات الإقتصادية، لم تعد تتميز و بشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية (السندات) و أدوات حقوق الملكية (الأسهم)، بل مزجت بين خصائص و سمات كل منهما، و جاءت لتوفير مزايا و بدائل عديدة للمستثمر أو إلى المؤسسة التي أصدرتها، و من أنواعها: الأسهم الممتازة، شهادات الإستثمار ، السندات القابلة للتحويل، الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي و يمكن ذكرها فيما يلي:

أ - الأسهم الممتازة : هي عبارة عن سند ملكية له قيمة إسمية، دفترية سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، حيث تلجأ إليها الشركة عند الرغبة في زيادة رأس مالها حيث أن حامل السهم الممتاز يحصل على نوعين من العوائد، عوائد ثابتة يحصل عليها توزيع سواء حققت الجهة المصدرة لها ربحاً أو لم تحققه وعائد متغير مرتبط بسياسة توزيع الأرباح للجهة المصدرة له و هذه الأسهم ليس لها تاريخ إستحقاق محدد، و تتمتع هذه الأسهم بمزايا نذكر منها :

لا يحق لحاملها بالإشتراك في إدارة الشركة، و لحاملها الأولوية في الحصول على توزيعات عند تصفية الشركة .

ب - شهادات الإستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية، و في المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت و المشاركة في الجمعية العمومية و توجيه سياسة الشركة، و تلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأس مالها الخاص، و من خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الإستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت و لحامله الحق في الأرباح، و الحق في الإستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية المؤسسة.

¹ - منصور الحاج موسى ، أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي) ، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2007 - 2008 ، ص : 7 .

ج - الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي: تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم و السندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير، و الحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي¹.

المطلب الرابع: أنواع محافظ الأوراق المالية

يمكن تقسيم محافظ الأوراق المالية لعدة أنواع* و تقسم حسب الأهداف التي ترمي إليها على النحو التالي :

1-محفظة الدخل (محفظة العائد):

وهي المحفظة التي يتوجه من خلال تنويعها إلى تحقيق دخل مرتفع للمستثمر لمستوى مخاطرة مقبول فقد يكون الدخل المتدفق من الأصول المالية للمحفظة ثابتا (بفائدة سنوية) أو متغيرا ، حسب نشاط المؤسسات (توزيعات الأسهم)، و بالتالي فتفسير المحفظة تكون بإختيار الأوراق المالية التي تدر دخلا مستقرا نسبيا، مثل: أسهم الشركات الكبيرة و السندات جيدة الدخل، هذا الإختيار يساعد للوصول إلى محفظة الدخل أو هذا النوع من المحافظ.

2-محفظة النمو(محفظة الربح):

وهي المحفظة التي تهتم بالأوراق المالية لمؤسسات الأعمال النامية في نشاطها الإقتصادي، و الذي يعكس في نمو توزيعات أرباحها، إذ يتطلب تحقيق النمو في العوائد تسيير المحفظة تركز على مدخل النمو في العائد الناجم عن نمو التوزيعات فضلا عن نمو القيمة السوقية أو الرأسمالية للورقة المالية ذاتها².

3-المحفظة المختلطة:

هي المحفظة التي تجمع ما بين تحقيق تدفق للدخل مستقر نسبيا و التي توفر مرونة للمستثمر ، و ما بين نمو العائد المتولد من الإستثمار في المحفظة ، لذلك يعمل مسير و المحافظ أنفسهم في إختيار توليفات من الأوراق المالية³.

4-المحافظة الدولية :

تعتبر من أدوات الإستثمار الحديثة التي أخذت تلاقى إهتماما متزايدا من قبل المستثمرين ، و من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنوع التي توفر سمة الأمان النسبي ، و ذلك لأن المحفظ الدولية تكون في العادة متنوعة تنوعا جيدا، و ذلك من ثلاث زوايا وهي :

تنوع الأصول : و ذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأصول المالية

التنوع الجغرافي: لأن رأس المال المحفظة يكون موزعا على أصول مالية في عدة دول.

تنوع العملات: إذ بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة، تنوع أيضا العملات التي تقيم بها هذه الأصول⁴.

¹ - المرجع نفسه ، ص : 8 .

* - يمكن النظر إلى أنواع المحافظ المالية حسب أصولها إلى (محافظ ذات الأصول المالية ، محافظ ذات الأصول الحقيقية ، محافظ المختلطة)، وطبقاً لنوع الإستثمار (محافظ الأسهم ، محافظ السندات ، محافظ متوازنة).

² - دريد كامل آل شبيب ، إدارة المحافظ الإستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، عمان ، الأردن ، 2010 ، ص ص : 21 - 22 .

³ - محمود محمد الداغر ، مرجع سبق ذكره ، ص : 205 .

⁴ - بخالد عائشة ، مرجع سابق ذكره ، ص : 31 .

الفصل الأول:.....محفظة الأوراق المالية وفق النظرية المالية المعاصرة

و أيا ما يكون نوع المحافظ فإنها تشترك جميعا في تحقيق أهداف عدة أبرزها:

- 1_ المحافظة على رأس المال الأصلي أو رأس المال المستثمر، فالإستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتعدى فقدان العائد المطلوب بإتجاه تآكل رأس المال لدى فتنوع الأوراق يؤدي بدوره إلى تنوع درجة المخاطرة و العائد الذي من شأنه أن يمكن من حماية رأس المال المستثمر¹؛
- 2-تحقيق مستوى مقبول من السيولة، إن إختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات كفيلا بتوفير كدفق نقدي مستمر ؛
- 3-نمو رأس المال المستثمر، يهدف مسيرو المحافظ إلى زيادة حجم رأس المال المستثمر من خلال عملية التنوع و إختيار أوراق الشركات ذات النمو المحتمل مستقبلا².

المطلب الخامس: الأهمية الإقتصادية لمحفظة الأوراق المالية

تتجلى الأهمية الإقتصادية لمحفظة الأوراق المالية في الوظائف التي تقوم بها المحفظة لصالح المستثمر و كذا السياسات التي تتبع من أجل تسيير هذه الوحدة الإستثمارية بشكل يحقق للمستثمر وضع، جيد لمواجهة التغيرات الإقتصادية .

أولا: وظائف محافظ الأوراق المالية

تعمل وظائف محفظة الأوراق المالية على إنجاز مهمات عديدة و أهمها³:

- 1_ تحديد أنواع الأصول المالية و بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة، و ذلك بناء على مسحات أولية للأسواق المالية و الفرص المتاحة ؛
- 2-تعزيز قيم موجودات المحفظة الأوراق المالية و ذلك من خلال المحافظ على ربحية هذه الموجودات و العمل على إعداد الخطط الدقيقة لإنتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر ؛
- 3-توفير الأمان لمحفظة الأوراق المالية من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط و العقلانية، مع القبول بمهامش ضروري للمخاطرة وذلك بالإستناد إلى تنوع الأصل المالية المتسمة بالكفاءة العالمية و العمل في ظروف تتميز بالشفافية ؛
- 4_توفر السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق، و إنجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة و التداول الحر للأصل المالية ؛
- 5-بناء إستراتيجية الإستثمار و التي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق؛
- 6-إقرار السياسة الإستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة و ظروف السوق و البيئة السائدة ؛

¹ - منير إبراهيم الهندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2002 ، ص : 204 .

² - السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير ، الطبعة الأولى ، دار الفكر ناشرون و موزعون ، عمان ، الأردن ، 2010 ، ص : 209 .

³ - هوشيار معروف ، الإستثمارات و الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر ، عمان ، الأردن ، 2009 ، ص ص : 222 ، 224 ،

ثانيا: السياسات المتبعة في تسيير المحافظ

تتأثر سياسة تسيير المحفظة بتشكيلة أصولها التي يتبناها مسير المحفظة أثناء عمله و التي تأخذ الأشكال التالية:

1_السياسة الهجومية (غير المتحفظة): يتبناها مسيرو المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر المخاطرة إذ أن هدفهم الرئيسي جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار الأدوات أو (الأصول) الإستثمارية، بمعنى أن إهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال عن طريق النمو في قيم أصولها، و النموذج الشائع للمحفظة الملائمة لهذه السياسة هي محفظة النمو (محافظ رأس المال) . و من أفضل أدوات الإستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80 بالمائة إلى 90 بالمائة من قيمة المحفظة، و يلجأ مسيرو المحافظ إلى تبني هذه السياسة خلال الظروف التي تظهر فيها مؤشرات الإزدهار الإقتصادي .

2_السياسة الدفاعية (المتحفظة): يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى، وهي السياسة التي يتبناها مسير المحفظة المتحفظ جداً إلتجاه عنصر المخاطرة فهو يعطي أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب العائد فيركز إهتمامه على أدوات مالية ذات دخل ثابت و المحفظة الملائمة لهذه السياسة هي محفظة الدخل، و تتكون قاعدتها الأساسية من أسهم ممتازة أسهم الشركات الكبيرة ، أذونات الخزانة ، السندات الحكومية، بنسب تتراوح من 60 بالمائة إلى 80 بالمائة من رأس مال المحفظة الإجمالي، بشكل يوفر للمستثمر دخل ثابت و مستمر لمدة من الزمن كما توفر له هامشاً مرتفعاً على رأس المال المستثمر¹.

3_السياسة المتوازنة (الدفاعية و الهجومية): يتبنى هذه السياسة أغلب مسيرو المحافظ الذين يراعون تحقيق إستقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم عوائد مقبولة عند مستويات معقولة من المخاطرة ، و يوزع رأس مال المحفظة على أصول مالية متنوعة بحيث تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة مع ترك الفرصة مفتوحة لتحقيق أرباح رأسمالية متى كان ذلك مناسباً ، و المحفظة الملائمة هي المحفظة المتوازنة أو المختلطة حيث تتكون هذه المحفظة من تشكيلة متوازنة من الأصول المالية ، أصول مالية قصيرة الأجل عالية السيولة مثل : أذونات الخزانة و من أصول مالية طويلة الأجل مثل : الأسهم العادية و الممتازة².

المبحث الثاني: نظريات تسيير محافظ الأوراق المالية

تلعب المحفظة الأوراق المالية دوراً مهماً في عالم الإستثمار، فهي تشكل حيزاً كبيراً في حقل المعرفة المالية، حيث تعددت الوسائل و النظريات في بناء هذه المحافظ بهدف إيجاد نموذج يمكن مدير المحفظة المالية من توقع عوائد و مخاطر محتملة تلي رغباته و ميولاته، إذا ظهرت العديد من النماذج و النظريات التي تصف البعض منها بالتعقيد و في هذا المبحث سنحاول التطرق لأهم هذه النظريات .

¹ - كمال بن موسى ، المحفظة الإستثمارية (تكوينها ومخاطرها) ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد الثالث ، 2005 ، ص : 40 .

² - أرشد فؤاد النميمي ، أسامة عزمي سلام ، الإستثمار بالأوراق المالية (تحليل و إدارة) ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، عمان ، الأردن ، 2004 ، ص : 197 .

المطلب الاول: خطوات تسيير محفظة الأوراق المالية

لبناء و تسيير أية محفظة للأوراق المالية وجب إتباع بعض الخطوات اللازمة، لإدارتها بشكل جيد و الوصول إلى أحسن عائد محقق ، من خلال ما يلي:

1_ تخطيط المحفظة: و تعني تحديد الأهداف التي تسعى إدارة المحفظة لتحقيقها و الوسائل التي تحقق بها هذه الأهداف و من خلال تخطيط المحفظة يتم تحديد ما يلي :

أ_تحديد موقع المستثمر و يتم ذلك بتحديد رأس المال الذي يرغب المستثمر إستثماره في المحفظة، و تحديد مقدار المخاطرة التي هو مستعد لتحملها، و نوعية و خصائص الأوراق المالية التي يرغب الأستثمار فيها، الأمر الذي يمكن مدير المحفظة من إتخاذ قرارات سليمة .

ب_ تحديد موقع مدير المحفظة: أي تحديد المسؤول عن الإدارة المحفظة، هل ستكون بلجنة من مجلس الإدارة تشمل بعض الخبراء أم بمكتب إستشاري خارجي مسؤول أمام مجلس الإدارة، إذ يتم تحديد طبيعة العمليات التي يمكن للمدير القيام بها ،المخاطر التي يمكن أن يتحملها، و يتم ذلك و فقا لشروط العقد المبرم بينه و بين مالك أو مالكي المحفظة ¹.

ج _ وضع مقاييس للإستثمار : من خلال ترجمة ما يريد المستثمر الحصول عليه، و ما يحاول المدير تحقيقه، و يتم ذلك من خلال شراء و بيع الأوراق المالية المكونة للمحفظة من خلال :

_تحديد عدد المرات التي يجب فيها على مدير المحفظة مراجعة الأوراق المالية التي تحتويها.

_مدى إتصال المدير بالمستثمر مالك المحفظة قبل إجراء أي تعديل أو مراجعة لمكونات المحفظة .

2-ضرورة تقويم الأسهم: يجب كأول خطوة في تسيير المحافظ أن يتم تقويم الأسهم التي تحتويها من أجل رسم السياسة التي سيتم إنتهاجها، و يتم ذلك من خلال التحليل الفني و الأساسي من أجل تحديد الأسهم الجيدة (الجذابة) و الأسهم غير الجيدة و إتخاذ قرارات مالية سليمة بالنسبة للمحفظة ².

3-إختيار المحفظة: تعد الخطوة الأولى العملية في بناء و تسيير محفظة الأوراق المالية، و تتكون من عنصرين هما :

أ_قرار المزج الرئيسي: و الذي يتم من خلاله تحديد التشكيلة الأساسية الأصول المحفظة، أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوباً لرأس مالها الكلي، و يتم الأخذ ببعض الإعتبار في هذا التوزيع نوعية المحفظة، حيث تبرز من خلال هذا القرار مهارة المسير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى، و يشمل قرار المزج الرئيسي تحديد العناصر التالية :

✓ أنواع الأصول التي تتشكل منها المحفظة ؛

✓ الوزن النسبي لكل أصل أو فئة من الأصول في هيكل المحفظة أو في رأس مالها ؛

¹ - بخالد عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص : 32 .

² - نفس المرجع و الصفحة سابقاً .

الفصل الأول:.....محفظة الأوراق المالية وفق النظرية المالية المعاصرة

✓ القطاعات التي سيتم الإستثمار فيها في كل فئة من فئات الأصول من جهة، و من جهة أخرى تحديد الأصول التي سيتم الإستثمار فيها في كل قطاع .

ب_إختيار الأوراق المالية:بناء على توزيع رأس مال و ذلك من خلال قرار المزج الرئيسي و اعتمادا على التخطيط و تقويم الأسهم و السندات، حيث يتم الشراء و تركيب الأصول المالية للمحفظة¹ .

4_تقييم المحفظة:يتم فحص القيمة الوفية للأصول المالية المكونة للمحفظة خلال فترة زمنية وذلك للتأكد من أن القيمة السوقية قد حققت أهداف المستثمر، إذ أن تقييم المحفظة يعكس مدى صحة الإختبارات، ويتم تقييم المحفظة من خلال :
أ_قياس الإنجاز:يتم من خلاله فحص القيمة السوقية للأصول المالية، و مقارنتها بفترة زمنية سابقة إذ تسمع لمدير المحفظة من معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة إلى أخرى .

ب_مقارنة الإنجاز :هو محاولة للحكم على مدى صحة قرارات مدير المحفظة، و مدى نجاح هذه القرارات في تحقيق زيادة في ثروة المحفظة ، و يتم ذلك من خلال مقارنة المحفظة بمحافظ أخرى، أو مقارنتها بمحفظة السوق أو معدلات السوق..... الخ .

5_مراجعة المحفظة (متابعة و تصحيح مسار المحفظة):

يجب مراجعة ومتابعة محفظة الأوراق المالية، لأن أسعار الأوراق المالية تتميز بالتذبذب والعشوائية، لذا يجب على مديري المحافظة إمتلاك نظام معلومات فعال، يمكنهم من معرفة كل التطورات التي تطرأ على الأوراق المالية² .

المطلب الثاني: نظرية محفظة الأوراق المالية

في هذا المطلب سنطرق إلى ذكر نظرية المحفظة من خلال ما يلي:

أولاً: مفهوم نظرية محفظة الأوراق المالية

تعرف نظرية المحفظة على أنها نظرية معيارية تهتم بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرين لإيجاد التوازن بين العائد و المخاطرة الناشئين من الإستثمار في أصول معينة سواء كانت حقيقية أو مالية، و تصف هذه النظرية المستثمر بالرشد، إذ يسعى إلى بناء المحفظة المالية الكفؤة من بين المحافظ المتاحة لديه، حيث تقوم نظرية محفظة الأوراق المالية على إفتراضين أساسيين بالنسبة لقرارات الإستثمار في ظل عدم التأكد و هما :

1_ يتجنب المستثمرون المخاطرة، و يفضلون الحصول على عائد أكبر عند مستوى معين المخاطرة أو مخاطرة أقل عند مستوى معين من العوائد .

2_تتوزع إيرادات محفظة الأوراق المالية توزيعاً طبيعياً نظراً لأن المستثمر يمكنه تخصيص أمواله في أنواع عديدة من الأوراق المالية ذات الدرجات المختلفة من مخاطرة ، فما يهمه هو العائد الخاص بمحفظة الأوراق المالية، و بدرجة المخاطر المتعلقة بها، و بالتالي

¹ - غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2009 ، ص : 65 .

² - بخالد عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص : 34 .

يمثل عائد المحفظة متوسطا لعائد الأوراق المالية التي تتضمنها ¹.

ثانيا: نظرية ماركو فترز:

1_ تعريف نظرية ماركو فترز:

يرجع الفضل في وضع أسس نظرية المحفظة للعالم الأمريكي هاري ماركو فترز. Harry Markowitz سنة 1952 ، حيث عرض ماركو فترز هذه النظرية في مقال له بعنوان " إختيار الأوراق المالية " نشرت في مجلة التمويل و هذه المقال تضمنت المبادئ الأساسية لبناء محفظة إستثمارية ²، و تتناول هذه النظرية أثر المخاطرة و الإرتباط و التنوع في العائد المتوقع على مجموعة من الأصول ، هذا العائد و الإرتباط و التنوع في العائد المتوقع على مجموعة من الأصول، هذا العائد يمثل المجموعة المرجح (المتقل) لعوائد الأصل الداخلة في تركيبة المحفظة، و يأخذ عائد المحفظة شكل متغير عشوائي له المتوقعة و تباينه، إعتقاد " ماركو فترز" في وضع نظرية على مبدأ بين أساسين ³:

1_ إبراز العلاقة الطردية بين مستوى المخاطرة و مستوى المردودية في الإستثمار المالي .

2_ إستعمال الثنائية الأمثل (مردودية - مخاطرة) للإختيار بين ما لا نهاية من التراكيب لأصل مالي N .

و ذلك على أساس مجموعة من الفرضيات (عقلانية المستثمرين الماليين، قابلية التوظيفات للتقسيم ، مجانية المعلومات، عدم وجود تكاليف للمعاملات أو الضرائب الخ)، بمعنى في ظل وجود سوق كفاءة .

إستند مركو فترز في نظريته على نموذجين :

1- تدنئة المخاطرة عند مستوى مردودية مطلوب.

2- تدنئة المخاطرة و تعظيم المردودية في آن واحد .

إلى جانب ذلك أضيفت فرضيات أخرى منها تبين العلاقة بين خطر السوق و خطر المحفظة و ذلك ضمن أعمال كل من "شارب" و " ميلر" .

2-فرضيات نظرية ماركو فترز :

لقد إعتد H-Markowitz في بناء نموذجه على مجموعة من الفرضيات الأساسية الآتية ⁴:

1_ كل المستثمرين لهم نفس فترة القياس (نفس الأفق الإقتصادي) ؛

2_ كل الإستثمارات قابلة للتقسيم بشكل تام ؛

¹ - أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، مراجع سبق ذكره ، ص ص : 191 ، 193 .

² - محمد عوض عبد الجواد علي إبراهيم الشديفات ، الإستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية) ، الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2006 ، ص : 34 .

³ - سعيدة تلي ، التنوؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في البورصة تونس) ، مذكرة مقدمة لإستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2009 ، ص : 39 .

⁴ - هوشيار معروف ، مرجع سبق ذكره ، ص : 240 .

3_ المتعاملون لهم توقعات متجانسة، كما يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني من المخاطر، أو أنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من العوائد ؛

4_ يتمثل البديل الإستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الإحتفاظ بالأدوات الإستثمارية ؛

5_ يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة ؛

6_ يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة علما بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة؛

7_ العمليات في البورصة و تكاليف المعاملات و الضرائب و الرسوم معدومة ، بالإضافة إلى مجانية المعلومة .

إن من أهم المبادئ التي وضعها ماركوفيتز في نظريته هو إبراز العلاقة الطردية بين مستوى المخاطرة و المردودية ، إذ من المهم تفسير مفاهيم المردودية و الخطر المكونين لهذا النموذج .

أ_ **المردودية** : يعرف معدل المردودية على أنه " الزيادة النسبية في الثروة بين فترتين و معدل العائد هو العلاقة بين الأرباح و السعر " ¹.

$$R_T = \frac{P_T + D_T - P_{T-1}}{P_{T-1}} \dots \dots \dots (1 - 1) \quad \text{أي :}$$

حيث :

R_T : معدل المردودية أو الزيادة النسبية للثروة ؛

D_T : أرباح الأسهم الموزعة خلال الفترة t ؛

P_T : سعر السهم في نهاية الفترة t ؛

P_{T-1} : سعر السهم في نهاية الفترة t .

و لمصطلح المردودية عدة مفاهيم، فهو لا يقتصر فقط على الأرباح الأسهم الموزعة، بل يستند كذلك لفائض القيمة

على رأس المال المحتمل عند التنازل على السهم ، و يمكن تحليل معدل المردودية بالشكل التالي ²:

$$R_T = \frac{P_T + D_T - P_{T-1}}{P_{T-1}} = \frac{P_T + D_T}{P_{T-1}} - 1 = \frac{P_T}{P_{T-1}} - 1 + \frac{D_T}{P_{T-1}} \dots \dots \dots (1 - 2)$$

↑
معدل المردودية

↑
فائض القيمة النسبي

↑
معدل العائد

و للإشارة فإن معدل المردودية المذكور مكون تحت الفرضيات التالية:

— عدم مراعاة القسط الجبائي أو الضريبة على دخل الأشخاص الحقيقيين بمعنى أننا نأخذ العائد الإجمالي للمستثمر.

¹ - J , HAMON , op , cit , p27.

² - سعيدة تالي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 41 - 42 .

الفصل الأول:.....محفظة الأوراق المالية وفق النظرية المالية المعاصرة

— إن تطبيق العلاقة (1) يفترض وجود توزيعات الأرباح الأسهم في نهاية كل فترة، إلا أن أرباح الأسهم الموزعة لا يعاد استثمارها قبل نهاية الفترة و أن فترة قياس غير محدد فقد تكون أسبوعاً، شهراً، سنة أو غير ذلك .

ويمكن قياس عائد محفظة الأوراق المالية كالتالي:

كما سبق لنا و أن أشرنا لمفهوم عائد أو مردودية المحفظة يمكن تحديد العائد المتوقع للمحفظة مكونة من سهمين كالتالي¹:

$$R_p = X_1 R_1 + X_2 R_2 \dots \dots \dots (1 - 3)$$

R_p : عائد المحفظة ؛

$X_{1,2}$: الوزن النسبي للأصل 1 و 2 ؛

R_1, R_2 : عائد السهم 1 و 2 .

محفظة مكونة من N أصل :

$$R_p = \sum_{i=1}^N X_i R_i \dots \dots \dots (1 - 4)$$

وتكون المردودية المتوقعة كما يلي :

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^N X_i E(R_i) \dots \dots \dots (1 - 5)$$

حيث أن :

$E(R_p)$: العائد المتوقع من المحفظة ؛

$E(R_i)$: العائد المتوقع للأصل i ؛

X_i : نسبة الأصل i في المحفظة.

ب - المخاطرة : يمكن تعريف المخاطرة على أنها : "حالة عدم التأكد من حصول المنفعة أو احتمال حدوث خسارة التي تنجر عن إنتظار قيمة الأصل في المستقبل، بلهما يشكل خطراً أعلى للمستثمر"، و القياس الأكثر إستخداماً هو الإنحراف المعياري (أو مربعه التباين)².

ويمكن قياس مخاطرة المحفظة الأوراق المالية، كما بينا سابقاً من خلال تعريفنا للمخاطرة، يتم قياس خطر المحفظة المالية من خلال العلاقة التالية:

$$\delta_p = \sqrt{X_1^2 \delta_1^2 + X_2^2 \delta_2^2 + 2X_1 X_2 \delta_1 \delta_2 P_{1,2}} \dots \dots \dots (1 - 6)$$

حيث أن:

δ_p : إنحراف المعياري لعوائد المحفظة P ؛

¹ - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ، ص : 212 .

² - سعيدة نلي ، مرجع سبق ذكره ، ص : 42 .

$X_1 X_2$: وزن نسبي للورقة 1 و 2 ؛

$\delta_1 \delta_2$: الانحراف المعياري للورقة 1 و 2 ؛

$P_{1,2}$: معامل الارتباط بين الأصلين 1 و 2 .

فكلما كان δp ضعيف كلما كان خطر المحفظة صغيرة¹.

حيث سنكتفي في هذا المطلب بذكر طريقة واحدة لقياس خطر المحفظة (الانحراف المعياري)، لأنه سيتم التطرق لطرق قياس المخاطر المالية للمحفظة بالتفصيل في الفصل الثاني في المبحث الثاني .

المطلب الثالث: نموذج توازن الأصول المالية

يعتمد نموذج توازن الأصول المالية CAPM على فكرة العلاقة التوازنية بين العائد و المخاطرة، و لقد قدم وليام شارب هذا النموذج الأول مرة سنة 1964 لإستخدامه كأساس لتقييم الإستثمار في الأوراق المالية،غير أن جهوداً رائدة قد بدلت بواسطة لاتنر سنة 1965 و روبنستين سنة 1973 و غيرهم².

و نموذج تسعير رأس المال هو مجموعة من التنبؤات المعتقلة بتوازن العوائد المتوقعة للأصول الخطرة، أي أن هذا النموذج يربط مباشر بين العائد و المخاطرة، وبالتالي يساعد المستثمر على تحديد العائد الواجب طلبه على الإستثمار³.

أولاً: فرضيات نموذج توازن الأصول المالية

يقوم هذا النموذج على الفرضيات عديدة، و قد صنفت إلى فرضيات السوق المالية التامة الكفاءة، و فرضيات الأعوان الإقتصادية، و يمكن تلخيصها فيمايلي :

1_فرضيات السوق التامة الكفاءة: و يمكن تلخيصها فيمايلي⁴:

1-المعلومات متاحة عن الأوراق المالية في السوق، و أن هذه المعلومات المتعلقة بالأصول المسعرة في السوق المالية هي مجانية (عدم وجود تكاليف الصفقات) و يمكن الوصول إليها ؛

2-عدم وجود ضرائب و لا رسوم عن الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر خلال سعيه لتحقيق التنوع في محفظة الأوراق المالية في هذه الأسواق ؛

3-معدل الفائدة على الإقراض و الإقتراض متساو و مساوي معدل العائد،أي يمكن لجميع المستثمرين إقتراض و إقراض أي كمية على أساس أصول مالية بسوق مخاطر أي يمتلك مردودية أكيدة ؛

¹ - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ، ص : 214 .

² - Eugene F.Fama and Kenneth r. French, the capital Asset Pricing Model : the ory and Evidence, journal of Economic perspectives - volume 18 , nimer 3 , Summer 2004 , p :25 .

³ - خضير الزبيدي فراس، مؤيد محمد علي، تقييم العلاقة بين العائد و المخاطرة للأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية، ص:1 تاريخ التصحح: 2011\12\07:

http://www.m5zn.com/files-120711091202hg32j05o318s9z-Dr_feras_Z.doc

⁴ - غازي فلاح المومني ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 195-196 .

4- لا يمكن لأي متدخل التأثير على سعر الأصول، بمعنى عدم وجود سيطرة على السوق من قبل مستثمر مهما كانت حجم مبيعاته أو مشترياته .

2_ فرضيات تصرفات الأعوان الإقتصاديين : تتعلق هذه الفرضيات بتصرفات المستثمرين و تتمثل فيما يلي :

_ إتصاف المستثمرين بالرشادة الإقتصادية، حيث يسعى كل منهم إلى ترشيد تصرفاته الإستثمارية على نحو الذي يعظم منفعه ذلك من خلال تعظيم العائد عن طريق الإستثمار؛

_ المستثمرون لديهم نفس التوقعات فيما يتعلق بالمرودية المتوقعة و المخاطر المستثمرين لهم نفور إتجاه المخاطر ؛

_ المستثمرون يختارون بين المحافظ على أساس العائد المتوقع و التباين¹؛

_ المستثمرون يعتقدون أن تكلفة الإفلاس غير موجودة (مخاطر غير نظامية) أي أن هذه التكلفة تساوي الصفر .

ثانيا: صياغة معادلة CAPM في ظل توازن السوق

إن الإسهام الرئيسي الذي قدمته نظرية المحفظة يتمثل بتحديد معدل المردودية المطلوب من قبل المساهم، و هو عبارة عن المجموع الجبري لمعدل المردودية بدون مخاطرة كتعويض عن عنصر الزمن، و تحتم نظرية توازن الأصول الرأسمالية التي تتشكل منها محفظة الأوراق المالية بالإستثناء على العلاقة بين العائد المتوقع و المخاطر المنتظمة بيتا (B) .

1_ صياغة معادلة نموذج (CAPM) :

و تمت صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) بالمعادلة التالية² :

$$R_i - R_f = B_i (R_m - R_f) \dots \dots \dots (1 - 7)$$

إذن :

$$R_i = R_f + B_i (R_m - R_f) \dots \dots \dots (1 - 8)$$

حيث أن :

R_i : معدل العائد المطلوب على السهم i ؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة ؛

R_m : معدل العائد على محفظة السوق ؛

$B_i (R_m - R_f)$: علاوة المخاطرة رأبي معدل العائد المطلوب إضافة إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة ؛

$(R_m - R_f)$: علاوة مخاطرة السوق ؛

$(R_i - R_f)$: علاوة مخاطرة الأصل ؛

B: معامل المخاطر بين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائدة في السوق.

¹ - منصور الحاج موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص : 29 .

² -Grigoris Michailidis , stavros tsopoglou ,et otre ,testing the capital Asset pricing Model (CAPM):THE Case of the Emerging greek securities Market , International Research journal of Finance and Economics ISSUe4 , 2006 , p:82 .
htt p:www.eurojournals . com /finance-htm (27-11-2011) .

و يحسب معامل بيتا بالعلاقة التالية¹ :

$$B = \frac{cov (R_i, R_m)}{Var(R_m)} \dots \dots \dots (1 - 9)$$

حيث أن :

B_i : معامل المخاطر يبين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائد في السوق ؛

$Var(R_m)$: إنحراف عائد السوق ؛

$COV(R_i, R_m)$: التغيرات بين عائد الورقة المالية و عائد السوق .

إن معامل B^* يقيس المخاطر المنتظمة و المخاطر السوقية، أي يبين لنا مدى الارتباط بين مردودية السوق و مردودية الورقة المالية، و يمكن الوصول إلى تسعير الأصل الرأسمالي (لورقة المالية) من خلال الخطوات الآتية :

1_ تحديد علاوة المخاطرة للورقة $(R_{pi}) = Risk\ premium$

$$R_{pi} = (R_m - R_f)B_i \dots \dots \dots (1 - 10)$$

2_ تحديد العائد المطلوب على الأصل : العائد المطلوب = العائد الخالي من المخاطرة + علاوة مخاطرة الورقة .

$$R_i = R_f + (R_{pm})B_i \rightarrow R_i = R_f + (R_m - R_f)B_i \dots \dots \dots (1 - 11)$$

حيث أن :معدل المردودية الخالي من المخاطرة : يتمثل في معدل الفائدة على السندات الحكومية أو معدل الإقتراض لدى البنوك مثل : EURI BOR . LIBOR .

أما علاوة المخاطرة : إذا كان معدل المردودية الخالي من المخاطرة تعويض عن عنصر الزمن ، فإن علاوة مخاطرة الأوراق المالية هي عبارة عن مخاطر السوق (الفرق بين العائد المتوقع على محفظة السوق و العائد الخالي من المخاطرة) مرجحة بدرجة حساسية معبر عنها ب B ، و هي عبارة عن أي عائد يحصل عليه المستثمر زيادة عن العائد الخالي من المخاطرة².

2_ خط سوق رأس المال CML^{**} :

يسمى الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة الطردية بين العائد المتوقع للمحافظ الكفأة بخط سوق رأس المال و هو بتماس مع منحنى حد الفعال (منحنى المحافظ الكفأة في النقطة PM) كما يظهر في الشكل رقم (1-2) كالتالي:

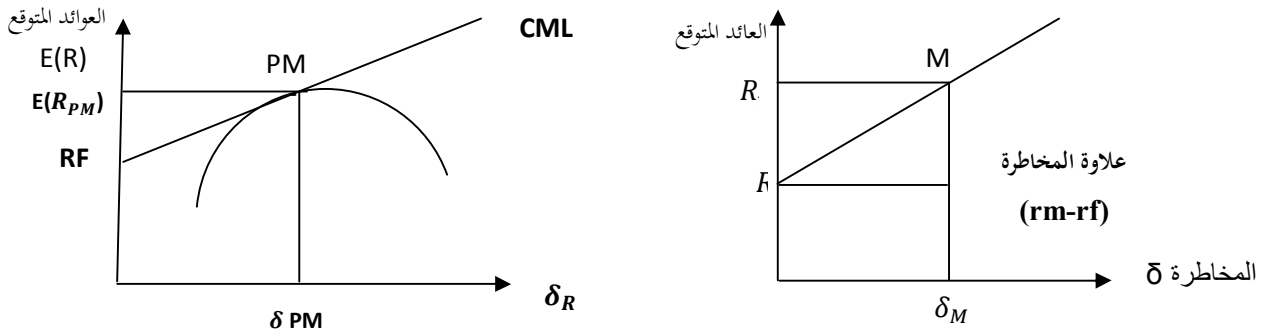
¹ -Engene F .Fama and Kenneth R.French ,op .cit .p:28.

* يعبر معامل بيتا عن مقدار حساسية الورقة المالية لتقلبات السوق ، إذ كان هناك خطر في السوق فإن جميع الأوراق المالية تتأثر بذلك لكن ليس بنفس النسبة ، و مايفرق خطر ورقة عن أخرى هو معامل بيتا .

² - محمود محمد الداغر ، مرجع سبق ذكره ، ص ص:222-223.

** CML:Capital Market Line

الشكل رقم (1-1) ميل خط سوق رأس المال. الشكل رقم (2-1) خط سوق رأس المال CML



المصدر: محمد مطر فايز تيمم، مرجع سبق ذكره، ص ص: 221، 223.

$$\text{ميل خط سوق رأس المال} = \frac{\text{العائد المتوقع على محفظة السوق - العائد الخالي من المخاطرة}}{\text{المخاطرة المتوقعة لمحفظه السوق}} \dots (12-1)$$

$$\text{ميل خط سوق رأس المال} = \frac{\text{علاوة المخاطرة}}{\text{المخاطرة المتوقعة لمحفظه السوق}} \dots (13-1)$$

و يمثل خط سوق رأس المال العلاقة بين العائد و المخاطرة لجميع المحافظ الكفؤة سواء كانت تحتوي على أصول عديمة المخاطرة ، فإن العائد المتوقع في هذه الحالة يساوي R_f أما إذا احتوت المحفظة على أصول ذات مخاطرة ، فإن المستثمر يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى بعلاوة المخاطرة ، ولذا فإن علاوة المخاطرة هي عبارة عن أي عائد يحصل عليه المستثمر زيادة عن العائد الخالي من المخاطرة¹.

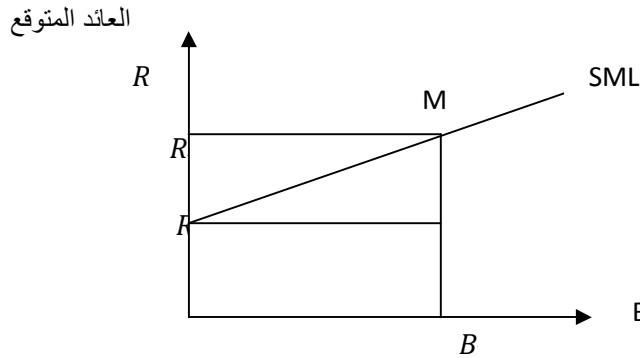
3_ خط سوق الأوراق المالية SML :

من خلال التنوع الكفاء في المحفظة نستطيع تحديد و السيطرة على المخاطر الغير المنتظمة ، بحيث يكون تأثيرها ضعيف جدا ، و قيمتها تؤول إلى الصفر لتبقى المخاطر المنتظمة التي لها تأثير على المحفظة و الأوراق المالية ، حيث يعتبر خط الأوراق المالية تمثيلاً بيانياً لنظرية توازن الأصول المالية، إذ تظهر بيثا على المحور الأفقي و العائد المتوقع على المحور الرأسي، أما الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة بين العائد و المخاطرة فيسمى بخط الأوراق المالية ، حيث أن تقاطع هذا الأخير مع محور العمودي يمثل العائد الخالي من المخاطرة R_f ، حيث كلما إزدادت المخاطرة فإن علاوة المخاطرة و معدل العائد المطلوب سيزدادان كذلك، إن خط الأوراق المالية يمثل في هذه الحالة العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد المتوقع سواء للورقة المالية الواحدة أو لمحفظه الأوراق المالية الكفؤة²، و يمكن تمثيل هذه العلاقة بيانياً كما في الشكل التالي:

¹ - محمد مطر فايز تيمم ، مرجع سبق ذكره، ص ص: 221-222.

² - غازي فلاح المومني ، مرجع سبق ذكره، ص ص: 201 - 202.

شكل رقم (1-3) : خط سوق الأوراق المالية SML** :



المصدر : غازي فلاح المومني ، مرجع سبق ذكره ، ص : 202 .

ثالثا : إنتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

إن لنموذج توازن الأصول المالية بعض الإنتقادات نذكر أهمها¹ :

- 1_ نموذج المياداف ما هو إلا تطوير لنظرية المحفظة ، و الخطر قائم لا محال، و الإعتماد على نظرية السوق الكفاء التي تبقى نظرية؛
- 2_ فرضية إستقرارية بيتا ، فـنموذج CAPM هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية، و يسمح بتحديد المردودية المتوقعة على أساس الخطر المتوقع، لذا يستوجب حساب بيتا التقديري (توقعي) بدلاً من التاريخي (لتفادي عدم تجانس) ؛
- 3_ الإعتماد على البيانات التاريخية و كذا الإعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المردودية ؛
- 4_ فرضية العلاقة الخطية بين معدل المردودية و المخاطر النظامية ؛
- 5_ صعوبة تطبيق النموذج خاصة في تحديد معدل المردودية الخالي من المخاطرة، و الذي يبقى نظري فـسندات الحكومة لا تتعرض لمخاطر الإفلاس _ تحت فرضية أن الدولة لا تفلس _ لكن قد تنطوي على مخاطر أخرى ؛
- 6_ يفترض نموذج أن عوائد الأسهم تتأثر بنوع معين من المخاطر وهي المخاطر النظامية، في حين يتجاهل المخاطر غير النظامية²؛
- 7_ يفترض النموذج أن لجميع المستثمرين قدرات متساوية للحصول على المعلومة، لكن لا يمكن تحقيق هذا الفرض في الواقع لأن السوق لا تتمتع بكفاءة تامة .

** SML:Security Market Line

¹ - دادن عبد الغني ، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب و تأثير تكلفة التمويل ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد السادس، 2008 ، ص : 24 .

² - Pierre NERNIMMEN, *Finance d'entreprise*, 6^e édition , DALLOZ , Paris ,2005,PP : 449-451.

المطلب الرابع : نظرية المراجحة (APT) Arbitrage

أولاً: مفهومها

يعتبر نموذج (نظرية) المراجحة أحدث نظرية لتفسير العائد على الإستثمار في الأوراق المالية إذ تبحث هي كذلك في العلاقة بين العائد و المخاطرة، والتي قدمها Steven Ross عام 1976، و تعتبر هذه الأخيرة نظرية بديلة لنظرية الأصول الرأسمالية¹، تعتبر نظرية التسعير بالمراجحة (APT) تعميماً لنموذج CAPM، حيث يفترض هذا الأخير بأن معدل المردودية للورقة المالية مرتبطة بخطر السوق لهذه الورقة، و المتمثلة بالمخاطر النظامية، بينما تفترض APT أن المخاطرة مرتبطة بالعديد من العوامل الاقتصادية كل ورقة مالية لها درجة تأثير بهذه العوامل، حيث يعتمد ROSS في تحليله على عدد من العوامل و أهم هذه العوامل هي التالي : التغيير غير المتوقع في الإنتاج الصناعي، التغيير في علاوة المخاطرة ، التغيير في معدل التضخم².

ثانياً: الفرضيات التي تقوم عليها نظرية تسعير المراجحة

و تتمثل فرضيات هذا النموذج فيما يلي³ :

- 1_ المنافسة التامة في سوق رأس المال ؛
 - 2_ عدم وجود تكلفة للمعاملات ، أو الضرائب ، أو تكلفت الإفلاس، كما لا توجد قيود للبيع على المكشوف ؛
 - 3_ أن المستثمر يسعى دائماً لتعظيم ثروته؛
 - 4_ تفترض نظرية المراجحة أن عوائد الأسهم تتولد عن طريق عدد من العوامل على مستوى السوق و القطاع ؛
 - 5_ كل الأوراق المالية لها مردوديات بأمل و تباين محددين ؛
 - 6_ يمكن التعبير عن العائد على الإستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية .
- و لتطبيق نموذج APT وحب القيام ببعض الخطوات التي تعد شروط لتطبيقه نذكرها كما يلي:
- _ تحديد عدد المتغيرات الاقتصادية الكلية ؛
 - _ قياس علاوة المخاطرة الصافية لكل متغير من هذه المتغيرات ؛
 - _ تقدير حساسية كل سهم بالنسبة لهذه المتغيرات .

ثالثاً : إستنباط معادلة نموذج تسعير المراجحة

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل factor Model، و يقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وحسب هذه النظرية فإن العائد على الأوراق المالية يتأثر بنوعين من العوامل، عوامل اقتصادية

¹ - دريد كامل آل شبيب ، مرجع سبق ذكره ، ص : 206 .

² - غازي فلاح المومني ، مرجع سبق ذكره ، ص : 213 .

³ - منير براهيم المندي ، الفكر الحديث في مجال الإستثمار ، الطبعة الثالثة ، دار المعرفة الجامعية ، الإسكندرية ، 2010 ، ص ص : 332-333 .

عامة (المخاطر النظامية)، و عوامل خاصة بالمؤسسة التي تصدر الأوراق المالية، و يمكن التعبير عن العلاقة بين العائد و هذه العوامل وفق المعادلة التالية¹:

$$\begin{aligned}\tilde{R}_{it} &= a_{0t} + b_{t1}\bar{f}_{1t} + b_{2t}\bar{f}_{2t} + \dots + b_{in}\bar{f}_{nt} + \bar{e}_i \\ &= a_{0t} + \sum b_{ik}\bar{f}_{kt} + \bar{e}_{it} \dots \dots \dots (1 - 14)\end{aligned}$$

حيث أن :

\tilde{R}_{it} : المردودية العشوائية في الفترة t للأصل i و المحسوبة على الفترة t1، t ؛

\bar{f}_{kt} : القيمة العشوائية التي يأخذها العامل k لمجمل الأصول في الفترة t ؛

b_{ik} : يمثل حساسية عوائد الأوراق المالية i عند مستوى العامل k؛

a_{0t} : العائد المتوقع للأصل i في الفترة t على جميع الأوراق المالية عندما تكون قيمة جميع العوائد تساوي صفراً؛

\bar{e}_{it} : العائد الذي يخص الورقة المالية i في الفترة t .

و في الأخير يمكن لنا أن نستنتج²:

1-الفكرى الأساسية لنموذج APT هو أن مجموعة قليلة من المتغيرات تؤثر نظامياً في المردودية المتوسطة للأوراق المالية في الأجل الطويل ؛

2_يختلف APT على CAPM في أن APT لا يعتمد على المحفظة السوقية ولكن تتنبأ بالمخاطر السوقية المؤثرة على معدل العائد المتوقع، إذ ترى أن هناك العديد من المخاطر النظامية المؤثرة على عائد الورقة المالية ؛

3_يرتكز نموذج CAPM على معرفة المحافظ المالية الكفؤة، بينما يركز APT على فكرة مختلفة، إذ يفترض بأن مردودية كل الأوراق المالية تتأثر بمعطيات الإقتصاد الكلي، و بأحداث خاصة بكل مؤسسة ؛

4_تستند ATP على وجود قانون السعر الواحد و يعني ذلك أن أي أصلين متماثلين لا يتم بيعهما بأسعار مختلفة .

المبحث الثالث : بناء محفظة الأوراق المالية المثلى و قياس أدائها

المطلب الأول: المحفظة المثلى و حدود الكفاءة

أولاً: منحنى الإستثمار الكفاء (حدود الكفاءة)

لإختيار الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة، يجب الإعتماد على مقاييس الإستثمار المزدوج و المتمثلة في : تحقيق أعلى عائد متوقع لمستوى معين من المخاطرة، أو مخاطرة أقل لمستوى معين من العائد المتوقع، و هذه المقاييس تعرف بمقاييس العائد و المخاطرة ، و التي تؤدي إلى إختيار مجموعة من الأوراق المالية الكفؤة التي تكون لنا ما يعرف بمنحنى الإستثمار الكفاء³، حيث

¹ - منصورى الحاج موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص : 34 .

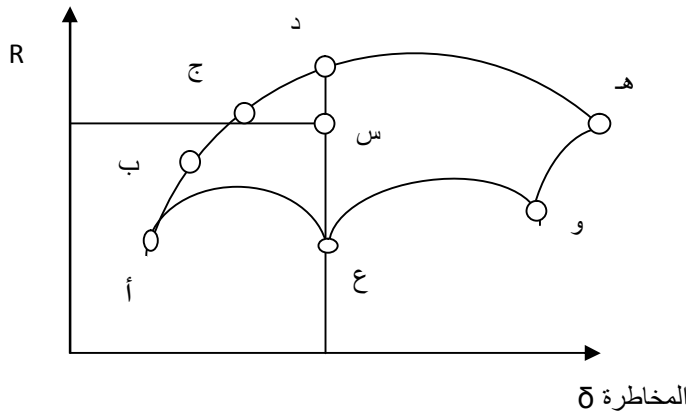
² - Richard Brealey , Stewart Myers , Franklin Allen Prineipes de gestion financière , 8° édition , Pearson Education France , Paris , 2006 , P :215 .

³ - محمد مطر فايز تيمم ، مرجع سبق ذكره ، ص : 205 .

يعرف منحنى الإستثمار الكفاء بأنه "الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد بنفس درجة المخاطرة أو أقل ويرسم هذا المنحنى عن طريق العلاقة بين العائد و المخاطرة لعدد من الأوراق المالية حيث تقع عليه المحافظ المحصورة ما بين أقل إنحراف معياري و أقل عائد " و يمكن توضيح ذلك من خلال المنحنى البياني التالي¹ :

الشكل رقم (1-4): منحنى الإستثمار الكفاء

العائد المتوقع



المصدر : محمد الصالح الحناوي ، مرجع سبق ذكره ، ص : 292 .

من خلال الشكل (1-4) فإن المنحنى أ ب ج د ه يعبر عن مجموعة المحافظ الكفوءة، إذ أنه لا توجد محفظة على الجانب الأيسر من مجموعة المحافظ الكفوءة، حيث أنها تقع خارج المجموعة الممكن تحقيقها، أما المحافظ التي تقع على يمين مجموعة المحافظ الكفوءة فإنها تكون غير كفوءة، لأن هناك محافظ أخرى تحقق عائداً أكبر عند نفس مستوى الخطر أو أن لها مستوى أقل من الخطر عند نفس مستوى العائد، حيث نلاحظ أن المحفظة (ج) توفر نفس العائد الذي تحققه المحفظة (س) و لكن بدرجة خطر أقل، و في نفس الوقت نجد أن المحفظة (د) لها نفس مستوى الخطر المحفظة (س) و لكن تحقق عائداً أكبر².

ثانيا : تعريف محفظة الأوراق المالية المثلى

ليس للمحفظة المثلى مفهوماً مطلقاً، و إنما هو نسبي، و ذلك لإختلاف وجهات نظر المستثمرين إذ يمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد على أنها : تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول أو الأدوات المالية، و بكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها³، أو هي "تلك المحفظة من بين

¹ - محمد صالح الحناوي ، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الثانية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1997 ، ص : 292 .

² - نفس المرجع السابق ، ص ص : 292-293 .

³ - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ، ص : 210 .

و لتحديد المحفظة المثلى يتم جمع مجموعة المحافظ الكفؤة و منحنيات السواء ، حيث تمثل النقطة التي يتم فيها تماس منحى الحد الفعال ، و منحى السواء الخاص بالمستثمر المحفظة المثلى ، و التي تحقق للمستثمر أعلى عائد ، و أعلى مستوى للرضي الذي يمكن أن يصل إليه المستثمر، و تتمثل في النقطة (ج) في الشكل أعلاه¹.

المطلب الثالث : نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية

أولاً:مؤشر تراينور 1965 .

يقصد بمؤشر تراينور نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة المنتظمة، و يقوم هذا الأخير على فصل بين المخاطر المنتظمة و الغير منتظمة، حيث يرى هذا النموذج أن المحفظة التي تتمتع بها جيداً تتخلص من المخاطر الغير نظامية، و بذلك تبقى المخاطر المنتظمة فقط التي تمه المستثمر و الذي يتم تقديرها على أساس BP، يقصد بهذا الأخير نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة المنتظمة²، و كلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل . و يصاغ مؤشر تراينور حسب العلاقة الرياضية التالية³:

$$T_p = \frac{R_p - R_F}{B} \dots \dots \dots (1 - 15)$$

حيث :

R_p :العائد المتوقع للمحفظة ؛

R_F :العائد الخالي من المخاطرة ؛

B:المخاطر النظامية للمحفظة .

ثانياً: مؤشر شارب (1966).

قدم وليام شارب مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، إن يقوم هذا النموذج على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة بإستخدام الإنحراف المعياري، وعلى ذلك فإن معادلة شارب تحدد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الإستثمار في المحفظة، بالتالي فإن مؤشر شارب هو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة الكلية، و كلما كانت النسبة مرتفعة ، كلما كان أداء المحفظة أفضل . و يصاغ نموذج شارب حسب العلاقة التالية⁴:

$$S = \frac{R_p - R_F}{\delta} \dots \dots \dots (1 - 16)$$

¹ - بخالد عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص : 99 .

² - سيد سالم عرفة ، إدارة المخاطر الإستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار الراجحة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2009 ، ص : 80 .

³ - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 222 - 224 .

⁴ - سيد سالم عرفة ، مرجع سبق ذكره ، ص : 79 .

حيث:

R_P : المردودية الماضية للمحفظة ؛

R_F : مردودية الإستثمار بدون خطر ؛

δ : الإنحراف المعياري لفوائض معدل المردودية على المعدل بدون خطر .

إذ أن هذا النموذج لا يمكن إستخدامه إلاّ في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة و تخضع لقيود متماثلة كأن تكون محافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط .

ثالثا: مؤشر جنسنين .

حسب نموذج جنسنن إعتد مباشرة على نموذج السوق و نموذج CAPM، حيث قدم هذا النموذج لقياس أداء محفظة المالية عرف بمعامل ألفا جنسنن، وهو مقياس مطلق لتقدير العائد الزمني الثابت لإستثمار قادر على تحقيق إيراد أعلى أو أقل ، لإستراتيجية الشراء و الإحتفاظ و بنفس القدر من الخطر المنتظم و يترجم ذلك من خلال العلاقة التالية¹:

$$R_{PT} - R_{FT} = \alpha_P + B_P(R_{MT} - R_{FT}) + \hat{\epsilon}_{PT} \dots \dots \dots (1 - 17)$$

حيث :

R_{PT} : معدل العائد في المحفظة للفترة t ؛

R_{FT} : معدل العائد الخالي من المخاطرة ؛

R_{MT} : معدل مردودية السوق للفترة t ؛

B_P : مقياس المخاطر النظامية ؛

α_P : قدرة مدير المحفظة على التقدير (ألفا) ؛

$\hat{\epsilon}_{PT}$: متغيرة عشوائية ذات متوسط معدوم .

و منه فإن تشكل مقياسا لإستعداد المسير بين للوصول إلى أداء أحسن من أداء السوق .

— إذ كان α_P موجبا ، يمكن للمسير أن يتنبأ بأسعار القيم و يمارس إختيارا جيدا لها .

— إذ كان α_P معدما ، فإن المسير يمكن أن يكون إختياره للمحفظة جيدا، وقد تحقق أرباحا ، لكنها تعوض بالضبط مصاريف

التسيير أو مصاريف المعاملة ، و في حالة δ_P سالب ، فإن إقتناء المسير يكون سيئا، و/ أو قدراته للإختيار ضعيفة و/ أو تكاليف

التسيير جد مرتفعة².

حيث يمكننا مقارنة بين المؤشرين (مؤشر شارب و تراينور) في النقاط التالية :

¹ - خالد وهيب الراوي ، إدارة المخاطر المالية ، طبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة ، عمان ، الأردن ، 2009 ، ص : 400.

² - فيصل حمدي ، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع الإشارة لحالة الجزائر و المغرب ، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2006 ، ص : 65.

- 1_ إعتدلة نموذج شلرب و تراينور على نفس المقياس ، معدل المردودية التاريخية الصافي من المعدل بدون خطر و إحتلغا في تسمية هذا المقياس حيث سماه شارب بالتغاير *Variabilité* و سماه تراينور *Volatilité* ؛
- 2_ يعتمد إختيار أحد المؤشرين أساسا على توزيع أصول المستثمر ، فإذا كان الجزء الأهم من ثروة المستثمر مستثمرا في نفس المحفظة موضوع الدراسة ، فإن مؤشر شارب في هذه الحالة أنسب من مقياس تراينور الذي يعتمد على التطاير فقط ، لأنه يولي إهتمام الأكبر للخطر الكلي للمحفظة إلا أنّهما يعطيان نتائج مماثلة في حالة محفظتين منوعتين بشكل جيد لأن الخطر الكلي محفظة جيدة التنوع وول إلى خطر السوق¹.
- 3_ يختلف مقياس شارب و تراينور في قياس المخاطر ، حيث يعتمد شارب على الانحراف المعياري كمقياس لمخاطر المحفظة أي المخاطر الكلية ، أما تراينور فيعتمد على معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة و هذا يعني مقدرة المؤسسة من التخلص من المخاطر غير نظامية².

المطلب الرابع :أهمية قياس أداء محفظة الأوراق المالية

إن وجود عدة طرق لبناء محافظ الأوراق المالية ، و إمكانية توزيع أصول المحفظة بأكثر من طريقة يتطلب منا المقارنة بين أداء عدة محافظ مالية ، إذ وجد أسلوبين لتقييم الأداء ، أسلوب بسيط يعتمد على قياس أداء المحفظة من منظور العائد فقط دون المخاطرة ، و لكن في هذه الحالة تكون المقارنة غير مقبولة كون المحافظ تختلف في درجة المخاطرة ، أما الأسلوب المزدوج فيقيس أداء المحفظة بالنظر إلى العائد و المخاطرة ، حيث أن عوائد المحافظ مختلفة و المخاطر التي تتعرض لها متباينة ، و من بين الأساليب المزدوجة نذكر مقياس شارب، تراينور و جنسين و تعتبر هذه الأساليب مهمة لأنّها تدلنا على حالة السوق في المستقبل و ما ستكون عليه الأسعار في السنوات القادمة ، و عادة يأخذ أداء المحفظة ثلاثة حالات رئيسية هي :

- _ أداء جيد :عند ما يكون عائد المحفظة أكبر من خط السوق ؛
- _ أداء مقبول : عند ما يكون عائد المحفظة على خط السوق ؛
- _ أداء غير مقبول : عند ما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق³.

¹ - نفس المرجع السابق ،ص:65 ، 66 .

² - منصورى الحاج موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص: 40 .

³ - عائشة بخالد ، مرجع سبق ذكره ، ص : 86 .

خلاصة الفصل الأول:

لقد تناول هذا الفصل دراسة أهم المفاهيم المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، بالإضافة إلى التطرق لمفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية و مكوناتها و خطوات تسييرها، وتعرضنا لأهم النظريات التي تعتمد في تسييرها، و ذلك من خلال أعمال ماركوفيتز و شارب و غيرها ، كما تناولنا نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، و نظرية المراجعة بين العوامل الاقتصادية المختلفة التي تؤثر على العائد المتوقع من الأصول المالية، حيث أن الهدف الذي تبني عليه المحافظ هو تعظيم العائد و تدنئة المخاطرة و في الأخير تطرقنا لمفهوم المحفظة المالية المثلى و قياس أدائها، و يمكن تخيص أهم النقاط التي تم التطرق لها في هذا الفصل فيما يلي:

1_ تعتبر محفظة الأوراق المالية من الأدوات التي تهتم بدراسة الاستثمارات و الأوراق المالية كوحدة واحدة، لتحقيق أهداف المستثمر المتمثلة في تخفيض المخاطر دون التضحية بالعائد ؛

2_ تتوقف إستراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى كفاءة السوق المالي ؛

3_ إن الفكرة المتفق عليها من طرف المستثمرين عند اختيار المحفظة هو تحقيق أكبر عائد ممكن و أقل مستوى من المخاطرة ؛

4_ إن مفهوم المحفظة المثلى مفهوم نسبي و ليس مطلق، إن من الصعب علينا وضع نموذج عام موحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين ؛

5_ تعدد الصيغ الكمية القادرة على قياس أداء محفظة الأوراق المالية و إجراء التحليل المقارن ما بين المحافظ المختلفة لاختيار أفضلها ؛

الفصل الثاني:

سمات وخصائص مخطر سعر الصرف

تمهيد :

يتميز عالم اليوم بنمو الإقتصاد الرمزي كمحرك للإقتصاد، و إنكماش أهمية التجارة الخارجية الدولية في السلع و الخدمات، مقارنة بحركة رؤوس الأموال وتبادل العملات و القروض الدولية، وجراء الإنفتاح الإقتصادي الذي تشهده معظم الدول على إقتصاديات الدول الأخرى أدى إلى قيام المقيمين إلى إجراء مبادلات لمختلف السلع و الخدمات و الأصول و شراءً نحو العالم الخارجي، إذ لا يمكن للنقد المحلي أن يستعمل كأداة لتسوية هذه المبادلات مما يستلزم وجود وسيلة لإجراء التسوية ألا و هي سعر الصرف الذي يعد أداة الربط بين الإقتصاد المحلي و باقي الإقتصاديات الأخرى .

وبناء على ما سبق، فإنه من الواجب التطرق إلى ماهية سعر الصرف من خلال التطرق إلى تعريفه، وظائفه، أنواعه و أهم أنظمتة و نظرياته، إلى جانب تحديد مخاطر سعر الصرف و كيفية قياسها، و من ثم تحديد تقنيات تسيير هاته المخاطر، المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف ، فكان التطرق إلى العناصر السابقة الذكر من خلال المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سعر الصرف .
- ✓ المبحث الثاني: مخطر سعر الصرف .
- ✓ المبحث الثالث: طرق تفاذي و تدنئة مخاطر الصرف .

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سعر الصرف

لقد أدى تشابك العلاقات الاقتصادية و الأنشطة التجارية الدولية بين مختلف الدول، التي تتعامل كل منها بعملة نقدية مختلفة، إلى وجود ما يعرف بسعر الصرف الذي يحظى باهتمام كبير من قبل الإقتصاديين و المستثمرين و كذلك بإهتمام جميع المؤسسات و الشركات، إذ يعتبر سعر الصرف مؤشر يستجيب بقوة للمؤثرات الإقتصادية الكلية و عليه فإن سعر الصرف لا يختلف عن بقية المتغيرات المكونة للفعالية الإقتصادية، لذلك سنحاول في هذا المبحث من أخذ نظرة عامة عن سعر الصرف من خلالها سنعرض على بعض المفاهيم الأساسية المرتبطة بسعر الصرف.

المطلب الأول : مفهوم سعر الصرف

لقد ورد العديد من التعاريف لسعر الصرف في كتابات الباحثين و المهتمين بالموضوع، و تتفق جميعها في تسليط الضوء على العناصر و الجوانب التي تميزه و ذكر جوانب دون أخرى من تعريف لأخرى، لذا سنقتصر على بعض التعاريف التي تبرز أهم جوانبه أو تعطي شمولاً لمفهومه ، كالتالي:

__ يعبر سعر الصرف عن عدد الوحدات النقدية الذي تبديل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية¹.

__ يعبر سعر الصرف بأنه سعر عملة بعملة أخرى أو هو نسبة مبادلة عمليتين، فأحد العملتين تعتبر سلعة و العملة الأخرى تعتبر ثمناً لها ، و يعرف أيضاً بأنه ذلك المعدل الذي يتم على أساسه تبادل عملة دولة ما ببقية عملات دول العالم².

__ يطلق سعر الصرف كذلك على عدد الوحدات الوطنية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة أجنبية. أو عدد الوحدات الأجنبية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة وطنية³.

__ ويمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية⁴.

المطلب الثاني: أنواع و وظائف سعر الصرف

أولاً: أنواع سعر الصرف

هناك عدة أنواع لسعر الصرف حيث يتم تقسيمها إلى فئتين :

1-أسعار الصرف الثنائية :

إن سعر الصرف الثنائي يمثل العلاقة بين عملتين. العملة الوطنية و عملة بلد أجنبي و يمكن أن نقسمه إلى نوعين:

¹ - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص: 103.

² - لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي و علاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة الحسن العصرية للطباعة و النشر و التوزيع، لبنان، 2010، ص: 120.

³ - أحمد فريد مصطفى، الإقتصاد النقدي و المصرفي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2009، ص: 375.

⁴ - موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و ياسر المومني، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 43.

أ_ سعر الصرف الإسمي:

يتم تحديد سعر الصرف الإسمي لعملة ما تبعاً للطلب و العرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما¹، و يمكن أن يعرف سعر الصرف الإسمي الثنائي بأنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية²، و يؤدي التعادل بين عنصري العرض و الطلب في أسواق الصرف الأجنبي إلى وضع أسعار صرف إسمية يتم على أساسها تبادل العملات . و يمكن التعبير عن سعر الصرف الإسمي في حالتين³:

* حالة التأكد: أي عدد وحدات العملة الأجنبية مقابل وحدة من العملة الوطنية.

* حالة عدم التأكد: أي عدد وحدات العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

و عليه يمكن تقسيم سعر الصرف الإسمي إلى⁴:

* سعر صرف رسمي: أي سعر الصرف المعمول به فيما يخص المبادلات التجارية الرسمية.

* سعر صرف موازي: و هو السعر المعمول به في الأسواق الموازية أو الأسواق غير الرسمية . و هذا يعني إمكانية وجود أكثر من سعر صرف إسمي في نفس الوقت لنفس العملة في نفس البلد .

ب_ سعر الصرف الحقيقي:

يعرف سعر الصرف الحقيقي على أنه نسبة مستوى السعر العالمي للسلع المتاجر بها إلى الأسعار المحلية مقياساً بعملة مشتركة، أو هو عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، و بالتالي يعد مؤشراً مناسباً يقس لنا القدرة التنافسية الدولية⁵، و تجدر الإشارة إلى أن الإرتفاع في سعر الصرف الحقيقي يقابله إنخفاض في القدرة التنافسية لإقتصاد ما مقارنة بالشريك التجاري المعنى فلو أخذنا بلدين كالجائز و الولايات المتحدة الأمريكية يكون سعر الصرف كالتالي⁶:

$$TCR = \frac{TCN \cdot P_{US}}{P_{Dz}} \dots \dots \dots (2 - 1)$$

حيث:

TCR: سعر الصرف الحقيقي ؛

TCN: سعر الصرف الإسمي؛

P_{US}: مؤشر الأسعار بأمريكا ؛

¹ -محمد البشير بن عمر،دراسة أثر بعض التغيرات المالية و الإقتصادية على أسعار الأسهم (حالة بورصة الأردن)،مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009-2010، ص: 4.

² - لخلو موسى بوحاري، مرجع سبق ذكره، ص:120.

³ - محمد البشير بن عمر، نفس المرجع أعلاه، ص: 5.

⁴ -عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 103-104.

⁵ -عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي،سعر الصرف و إدارته في ظل الصدمات الإقتصادية(نظرية و تطبيقات)،الطبعة الأولى،دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع،عمان، الأردن، 2011، ص:27.

⁶ - عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص:104-105.

P_{DZ} : مؤشر الأسعار بالجزائر؛

* و حسب هذا المثال فإنه ، كلما إرتفع سعر الصرف الحقيقي كلما زادت القدرة التنافسية للجزائر .

2_ أسعار الصرف الفعلية:

يعبر سعر الصرف الفعلي لعملة بلد ما عن المؤشر الذي يمكن صياغة بطرق عديدة ، من خلال تشكيلة من أسعار

صرف ثنائية و ينقسم هو بدوره إلى :

أ _ **سعر الصرف الفعلي الإسمي**¹: يعبر سعر الصرف الفعلي الإسمي على العلاقة الكلية الناشئة بين سعر الصرف الفعلي لعملة محلية معبراً عنها بالقيمة المجمعة لسلة عملات أجنبية أخرى في فترة زمنية ما، و هو يدل على مدى تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة من العملات و كذا تفسير تغير القيمة الإسمية لسلة ثابتة من العملات نتيجة لتحركات سعر الصرف الإسمي، و يمكن قياس بإتباع المراحل التالية:

_ إختيار سلة العملات للشركاء التجاريين و التي تعطي فيها كل عملة معاملا ترجيحيا .

_ حساب مؤشرات أسعار الصرف الثنائية الإسمية بالنسبة لسنة الأساس حيث يكون الإقتصاد الوطني في حالة توازن .

_ إستخدام مؤشر لاسبيرز " LASPEYRES " للأرقام القياسية²:

$$TCNE = \left\{ \sum_p z_p x_o^p (e_t^p / e_t^r) / \sum_p x_o^p (e_o^p / e_o^r) \right\} x 100 \dots \dots (2 - 2)$$

$$TCNE = \sum_p z_p \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_o} x 100 \dots \dots (2-3)$$

$$TCNE = \sum_p z_p INER_{PR} x 100 \dots \dots (2 - 4)$$

حيث:

$(e^{pr})_o$ و $(e^{pr})_t$: سعر الصرف عملة البلد p بالعملة المحلية في سنتي القياس و الأساس على التوالي ؛

$INER_{PR}$: مؤشر سعر صرف الثنائي الإسمي، في سنة القياس مقارنة بنسبة الأساس؛

e_o^p, e_t^p : سعر صرف عملة البلد مقارنة، بالدولار في سنة القياس t أو سنة الأساس o؛

e_o^r, e_t^r : سعر صرف العملة المحلية مقومة بالدولار في سنة القياس t أو سنة الأساس o ؛

x_o^p : قيمة الصادرات إلى الدولة p في سنة الأساس و مقومة بعملتها، و هي تستخدم كوزن ثابت للدولة p في حساب مؤشر

لاسييرز ؛

z_p : حصة الدولة p من إجمالي صادرات الدولة المعنية R مقومة بعملة هذه الأخيرة ؛

* يمكن لسعر الصرف الفعلي أن يختلف من حيث قيمته، بالنظر إلى إمكانية إخلاف عدة عوامل مثل: سنة الأساس، قائمة

عملات البلدان المتعاملة معها و الأوزان المعتمدة في تكوين السلة³.

1 - عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، نفس المرجع أعلاه، ص: 29 .

2 - عبد المجيد قدي، نفس المرجع أعلاه، ص: 105 .

3 - عبد المجيد قدي، نفس المرجع السابق، ص: 105- 106 .

الفصل الثاني:.....سمات وخصائص مخطر سعر الصرف

ب_ **سعر الصرف الفعلي الحقيقي**: سعر الصرف الفعلي الحقيقي هو سعر صرف فعلي إسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، معدلا بالفرق المرجح للأسعار الأجنبية والمحلية، و يعتبر هذا المؤشر ذو دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج¹. و لهذا لا بد من أن يخضع هذا المعدل الإسمي إلى تصحيح بإزالة أثر تغيرات . الأسعار النسبية و يمكن التعبير عن هذا المعدل من خلال العلاقة التالية²:

$$TCRE = \frac{\sum_p x_o^p (e^{pr})_t / x_o^p (e^{pr})_o}{(p_o^p / p_o^r) / (p_t^p / p_t^r)} \times 100 \dots \dots \dots (2 - 5)$$

$$TCRE = \sum_p Z_P \left\{ \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_o} \times \frac{(P_t^P / P_t^R)}{(P_o^P / P_o^R)} \right\} \times 100 \dots \dots \dots (2-6)$$

$$TCRE = \sum_p Z_p IRRER_{PR} \times 100 \dots \dots \dots (2 - 7)$$

حيث :

p_o^p, p_t^p : مؤشر أسعار الدولة p في سنتي القياس و الأساس على التوالي ؛

p_o^r, p_t^r : مؤشر أسعار المحلية في سنتي القياس و الأساس على التوالي ؛

$IRER_{PR}$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي، و يعكس سعر صرف عملة الشريك التجاري بالعملة المحلية ، مع الأخذ بعين الإعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية .

ثانيا: وظائف سعر الصرف

لسعر الصرف عدة وظائف نذكر منها :

- 1_ **وظيفة قياسية**: حيث يعتمد المنتجون المحليون على سعر الصرف لغرض قياس و مقارنة الأسعار المحلية (سلعة معينة مع أسعار السوق العالمية).
- 2_ **وظيفة تطويرية**: يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات مناطق معينة إلى مناطق أخرى من خلال دورة تشجيع تلك الصادرات، كما يمكن أن تؤدي إلى الإستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو تعويضها بالإستيرادات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية و بالتالي يؤدي سعر الصرف إلى التركيب السلعي و الجغرافي لتجارة الخارجية .
- 3_ **وظيفة توزيعية** : و ذلك من خلال إرتباطه بالتجارة الخارجية بحيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل القومي العالمي و الثروات الوطنية بين أقطار العالم³ .

¹ - لخلو موسى بوخاري ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 120 121 .

² - عبد المجيد قدي ، نفس المرجع أعلاه، ص : 107 .

³ - محمد البشير بن عمر، مرجع سبق ذكره، ص : 4 .

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سوق الصرف

إن العوامل التي تؤثر على أسعار صرف العملات كثيرة جدا، و لغرض دراسة العوامل المؤثرة في حركة سعر الصرف سيتم تقسيمها إلى عوامل إقتصادية و عوامل غير إقتصادية .

أولاً: العوامل الإقتصادية المؤثرة على سعر الصرف

أ_ كمية النقود: إن الزيادة في كمية النقود (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، سرعة تداول النقود...) تؤدي إلى إرتفاع مستوى الأسعار و هذا ما أكده " ملتون فردمان" إذ يرى أن حركة الأسعار تعكس بشكل أساسي التغيرات المهمة في كمية النقود ، وبالتالي هذا يجعل سلع الدولة أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى و ينتج على ذلك إرتفاع في أسعار صرف العملات الأجنبية .

ب_ ميزان المدفوعات: يعد التوازن و الإحتلال الإقتصادي في ميزات المدفوعات من بين أهم العوامل المؤثرة في سعر الصرف كونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي، ففي حالة حدوث عجز في ميزان مدفوعات بلد¹ فإن ذلك يؤدي إلى زيادة طلبه على العملات الأجنبية لسد ذلك، العجز و بالتقابل إنخفاض طلب الأجانب على عملته المحلية و بالتالي إنخفاض قيمتها الخارجية، و العكس في حالة حصول فائض في ميزان المدفوعات² .

ج _ أسعار الفائدة : إن حركة رؤوس الأموال، و الأرصدة المعدة للإقراض الدولي، حساسة تماما لتغيرات أسعار الفائدة، فإن إرتفاع سعر الفائدة لعملة ما سوف يؤدي إلى زيادة الطلب عليها، و بالتالي سيرتفع سعر صرفها مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة و يحدث العكس في حالة الإنخفاض³ .

د_ الموازنة العامة: تلعب الموازنة العامة للدولة دورا كبيرا في التأثير على سعر الصرف، فإذا ما إتبعَت الدولة سياسة إنكماشية من خلال تقليص حجم الإنفاق الحكومي الذي يؤدي إلى الحد من حجم الطلب و إنخفاض في مستوى النشاط الإقتصادي مما يؤدي إلى رفع أسعار الصرف المحلية⁴ .

هـ _ معدلات التضخم : يعتبر معدل التضخم أهم العوامل التي تؤثر على سعر الصرف و إتجاهات تغيره ، فإرتفاع معدلاته في الداخل يؤدي إلى إنخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية و بالتالي تدهور سعر صرفها مما يدل على أهمية المستوى العام في تأثير على سعر الصرف⁵ .

1 - مروان عطون ، أسعار صرف العملات (أزمات العملات في العلاقات النقدية الدولية) ، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع ،الجزائر، سنة النشر مجهولة،ص: 80.

2 - هوشيار معروف ، مرجع سبق ذكره ، ص : 213 .

3 - موسى سعيد مطر ، شقيري نوري موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص : 51 .

4 - محمد البشير بن عمر، مرجع سبق ذكره ، ص: 13.

5 - مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

ثانيا : العوامل غير الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف

هناك عوامل أخرى غير اقتصادية تؤثر في أسعار الصرف يمكن إجمالها بالآتي :

أ _ **الإضطرابات و الحرب** : تعد الإضطرابات السياسية وحالات الحروب الداخلية و الخارجية من العوامل المؤثرة على سعر الصرف ، و ذلك بتأثيرها على أوضاع التجارة و إقتصاد البلد بصورة عامة، و تأثر جميع قطاعات الإقتصادية للبلد وهذا ما يؤدي إلى فقدان الثقة بعملة البلد المعني.

ب_ **خبرة المتعاملين و أوضاعهم** : يقوم المتعاملون في سوق العملات الأجنبية في ضوء مهاراتهم و خبراتهم و قوتهم التفاوضية في التأثير على أسعار الصرف يفضل أساليبهم المستخدمة في تنفيذ عملياتهم المختلفة بإستعمالهم الوسائل الفعالة و التي تؤثر بشكل مباشر .

ج _ **الإشاعات و الأخبار**: تعد الإشاعات و الأخبار من المؤثرات السريعة على سعر الصرف سواءً كانت صحيحة أو غير صحيحة ، ولكن التأثير يحدث خلال وقت قصير و لا تلبث السوق أن تستعيد إستقرارها، و تكون الإستجابة لهذه المتغيرات معتمدة على قوة تجاوب السوق معها فقد يكون في بعض الأحيان حساسا و قويا و في أخرى أقل من ذلك لإختلاف إستجابات المتعاملين¹ .

د _ **التغيرات في قيمة الصادرات و الإستيراد** : فحين ما ترتفع قيمة الصادرات بالنسبة إلى الإيرادات ستتحه قيمة العملة للإرتفاع نتيجة لزيادة طلب الأجنب عليها ، وذلك سيؤدي إلى تشجيع الإستيراد من الخارج مما يؤدي إلى عودة التوازن إلى سعر الصرف² .

المطلب الرابع: أنظمة سعر الصرف

إن أنظمة أسعار الصرف تعد أحد العناصر المهمة في سياسة الصرف الأجنبي و هي الأنظمة التي تعتمد على الدول في تحديدها لمعدلات صرف عملتها، إذ يعرف نظام الصرف بأنه مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف و لسعر الصرف أنظمة عديدة نحاول ذكر أبرزها فيما يلي:

1_ نظام سعر الصرف الثابت :

لقد ساد هذا النظام لفترة طويلة متمثلا بقاعدة الذهب عبر مراحل تطورها المختلفة كنظام الذهب الكامل ، و في صورة المسكوكات الذهبية و ذلك في أواخر القرن التاسع عشر و أوائل القرن العشرين و حتى قيام الحرب العالمية الأولى ويعرف في مفهومه الواسع على أنه النظام أين يتم فيه ربط عملة وطنية ما بعملة صعبة أخرى أو سلة عملات صعبة بمعدل صرف ثابت (كالدولارات لليورو ...) إذ يرجع إختيار تلك العملة الصعبة إلى طبيعة العلاقات التجارية بين الدولتين مع

¹ - عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، مرجع سبق ذكره، ص: 81 - 83 .

² - محمد البشير بن عمر ، نفس المرجع أعلاه ، ص : 14 .

السماح لتلك الأسعار بالتقلب في حدود ضيقة للغاية و هي حدود دخول و خروج الذهب¹، إذ أن قاعدة الذهب الدولية، تتوفر على ثلاث شروط أساسية هي² :

— تحديد قيمة ثابتة للعملة الوطنية بالذهب ؛

— ضمان السلطات النقدية لصرف العملة الوطنية بالذهب، و العكس دون قيود ؛

— حرية تصدير الذهب وإستيراده .

و في ظل هذه الأنظمة يتم تثبيت سعر صرف العملة إلى³ :

أـ **تثبيت سعر الصرف بعملة واحدة** : إذ تتميز العملة بمواصفات معينة كالفترة و الإستقرار، وفي هذا الإطار تعمل الإقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى تلك العملة دون إحداث تغيير، إلا في بعض الحالات، و لقد شكلت العملات المربوطة بعملة واحدة سنة 1996 : 20 عملة بالدولار الأمريكي، 14 عملة بالفرنك الفرنسي .

بـ **تثبيت سعر الصرف في سلة من العملات** : في العادة يتم إختيار العملات إنطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاص، كالربط حالياً باليورو بإعتباره إمتداد لسلة العملات المكونة للإيكو سابقاً.

2_ نظام الصرف العائم:(الحر أو المرن):

ويقصد به سعر الصرف الذي تحدده قوى العرض و الطلب دون تدخل من البنك المركزي⁴، أو هو ذلك النظام الذي

تتغير فيه أسعار الصرف بحرية وفقاً لقوى العرض و الطلب على إحدى العملات في مواجهة العملة أو العملات الأخرى⁵ . حيث يمكن تصنيف هذا النظام إلى نمطين كما يلي⁶ :

أـ **التعويم المدار**: حيث تقوم الدولة بتعديل أسعار صرفها بالإعتماد على مستوى الإحتياطي لديها . من العملات الأجنبية و الذهب و على أساس ميزان المدفوعات .

بـ **التعويم الحر**: و فيه تكون قيمة العملة قابلة للتغيير صعوداً أو هبوطاً حسب قوى السوق. وهذا ما يدفع أسعار الصرف بالتكيف مع الأوضاع السائدة لا أن تكون قيداً . و أبرز الأمثلة على ذلك النظام النقدي الأوروبي .

بالإضافة إلى الأنظمة السالفة الذكر هناك من يضيف أنظمة أخرى مثل :

¹ - عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 84 - 85 .

² - محمد البشير بن عمر ، مرجع سبق ذكره ، ص : 8 .

³ - عبد المجيد قدي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 115 - 116 .

⁴ - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات) ، الجزء الثاني ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2003 ، ص ص : 309 - 310 .

⁵ - عبد الحسين عبد الحسن الغالي ، مرجع سبق ذكره ، ص : 91 .

⁶ - منير إبراهيم هندي ، نفس المرجع أعلاه ، ص : 310 .

3_ نظام الرقابة على الصرف :

- ظهر هذا النظام بشكل واسع في العالم إبان الأزمة العالمية الكبرى . و خاصة بعد الحرب العالمية الثانية، و وفق هذا النظام تم تثبيت سعر الصرف العملة مقابل العملات الأجنبية مع السماح لها بالتذبذب إنخفاضاً و إرتفاعاً بحدود معينة لا تتجاوز 2,54 بالمئة في كلا الإتجاهين و عليه هذا النظام بتوسط نظام سعر الصرف الحر و الثابت¹ .
- و يستخدم نظام الرقابة على الصرف كأداة للسيطرة على قطاع التجارة الخارجية من خلال الوسائل التالية²:
- 1_ جوهر نظام الرقابة على الصرف يكمن في توزيع كمية التي تحصل عليها الدول من الصرف الأجنبي طبقاً للأولويات التي تضعها السلطات النقدية ؛
 - 2_ تخصيص القدر المتاح من الصرف الأجنبي بين بلدان العالم المختلفة عن طريق تفضيل الإستيراد في بعض الدول على دول أخرى ؛
 - 3_ تحديد أكثر من سعر صرف حسب الأولويات التي تضعها السلطات النقدية للطلبات على الصرف الأجنبي .

المطلب الخامس: النظريات المفسرة لسعر الصرف

هناك العديد من النظريات و النماذج المختلفة التي حاولت أن توضح الإختلاف في أسعار الصرف بين الدول، و من أبرز هذه النظريات ما يلي:

1_ نظرية تعادل القوة الشرائية :

تقوم هذه النظرية على أن قيمة تكافؤ القوة الشرائية بين عمليتي بلدين على المدى الطويل تتحدد على أساس ما يمكن أن تشتريه هذه العملة في الداخل و الخارج ، حيث يعود الفضل في المعالجة الحديثة لهذه النظرية إلى غوستاف كاسل في أوائل العشرينات من القرن العشرين، و ترى هذه النظرية أن التغير في سعر الصرف إنما يعود إلى التغير في القوى الشرائية لكل من العمليتين في داخل كل دولة³ .

2_ نظرية تعادل أسعار الفائدة :

وفق هذه النظرية فإن قيام المستثمر بتوظيف أموال في الدولة بالعملة الأجنبية يتضمن خطر تغير سعر الصرف، إذ أنه لا يحصل على مردودية مرتفعة في الخارج عنها في السوق المحلية سواء كان توظيف أمواله بالعملة المحلية أو الأجنبية⁴ . لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني و سعر الصرف الآجل في نفس الوقت مادام هناك فرصة للإستفادة من المراجعة⁵ ، هذه الطريقة تعتبر مهمة لأنها تفيد في متابعة الإتجاهات التي تأخذها أسعار الصرف بناء على معطيات محدودة.

¹ - موسى سعيد مطر ، شقيري نوري موسى و ياسر المومني ، مرجع سبق ذكره ، ص : 47 .

² - أحمد فريد مصطفى ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 392 - 393 .

³ - موسى سعيد مطر ، شقيري نوري موسى و ياسر المومني ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 98 - 99 .

⁴ - لخلو موسى بوخاري ، مرجع سبق ذكره ، ص : 175 .

⁵ - موسى سعيد مطر ، شقيري نوري موسى و ياسر المومني ، نفس المرجع أعلاه ، ص : 101 .

3_ نظرية الكمية: تقوم هذه النظرية على زيادة كمية النقود مع ثبات بقيمة العوامل كسرعة تداول النقود، مما يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ضعف الوضع التنافسي مقابل سلع الدول المنافسة، مما يشجع على الإسترداد و تخفيض الصادرات و هذا ما يقابله ارتفاع الطلب على عملات الأجنبية، بغية تسوية المدفوعات الدولية للمتعاملين المحليين، و إنخفاض في الطلب على العملة المحلية و زيادة عرضها، وهذا ما يدفع بأسعار صرف العملات الأجنبية للإرتفاع¹.

4_ نظرية الأرصدة: تركز هذه النظرية على إعتبار القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطر أعلى أرصدة ميزان المدفوعات بإذا حقق ميزان المدفوعات لدولة ما فائضاً فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية، و هذا ما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية . و يحدث العكس عند حدوث عجز، بمعنى عدم وجود رصيد دائن أو مدين في ميزان المدفوعات يؤثر على القيمة الخارجية للعملة².

5_ نظرية كفاءة السوق:

السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات المتاحة، وهذا يفترض أن كل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات سواء تعلق الأمر بالمعلومات الإقتصادية الحالية أو الماضية مثل إعلان عجز أو فائض ميزان المدفوعات ، معدل تضخم... إلخ ، في السوق كفاء :

_ كل المعلومات الجديدة تجذ تأثيرها الأتي على أسعار الصرف الآنية و الآجلة ؛

_ تكاليف المعاملات ضعيفة ؛

_ تغيرات أسعار الصرف عشوائية .

وهذا يؤدي إلى النتائج التالية :

_ التسعيرة الآجلة يمكن إعتبارها كمؤشر من دون مضاربة على السعر الأتي (نقد) ؛

_ لا يمكن لأي مضارب أن يحقق بإستمرار مكاسب ؛

_ حيث يعتقد ممارسون أن هناك عدم كفاءة نسبية في أسواق الصرف.

6_ نظرية ماندل_ فلمنغ في تحديد أسعار الصرف :

يستخدم هذا النموذج للتنبؤ بقيمة العملات في المستقبل و يعود هذا النموذج إلى سنة 1963 بفضل أعمال التي قام

بها ماركوس فلمنغ 1962 و روبرت ماندل 1963، يركز النموذج على تحليل فاعلية سياسيات الإستقرار الإقتصادي في

الإقتصاد المفتوح .

يتعرض النموذج إلى تحليل أثر توازن ميزان المدفوعات في تحديد سعر الصرف في إقتصاد مفتوح صغير نسبياً الذي لا

يؤثر على أسعار الفائدة في باقي دول العالم . ثم يفترض ثبات مستوى أسعار الفائدة و الذي يعتبر متغيراً خارجياً.

¹ - محمد البشير بن عمر، مرجع سبق ذكره ، ص : 11 .

² - عبد المجيد قدي ، مرجع سبق ذكره ، ص : 123 - 124 .

يعتبر النموذج أن مستوى التوازن الناتج مع سعر الفائدة، الذي يترتب عليه في إقتصاد مفتوح فائض أو عجز في ميزان المدفوعات توازناً مؤقتاً و ظاهرياً ، و حتى يتحقق التوازن لا بد من الإستجابة لشروط التوازن سوق السلع، وتوازن سوق النقود بالإضافة إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات .

و مما سبق يمكن الإستنتاج أن هناك علاقة إيجابية بين ميزان المدفوعات و سعر الصرف و النشاط الإقتصادي في الدول الأجنبية، و مستوى أسعار الفائدة المحلية ، كما أن هناك علاقة عكسية بين ميزان المدفوعات و مستوى النشاط الإقتصادي المحلي و مستوى أسعار الفائدة الأجنبية ، تؤدي الزيادة في النشاط المحلي و أسعار الفائدة الأجنبية إلى إنخفاض النشاط الإقتصادي الخارجي و إنخفاض قيمة العملة المحلية¹.

المبحث الثاني: مخطر سعر الصرف

المطلب الأول : تسيير المخاطر المالية

إن المؤسسة تؤثر و تتأثر بالبيئة المالية المحيطة بها، و بما أن المحيط يتميز بحالة عدم التأكد فهذا يجعل المؤسسة عرضة لمجموعة من المخاطرة المالية، التي لا بد من تسييرها و التحكم فيها.

أولاً: مفهوم المخاطرة :

و تعرف المخاطرة بعدة تعاريف نذكر منها:

- 1_ " يمكن تعريف المخاطرة على أنها حالة عدم التأكد بالإستثمار أو التدبب ،أو الخسارة المتعلقة بالإستثمار في أصل ما ، أو قد تعني العائد الفعلي الذي يحصل عليه المستثمر يكون أقل من العائد المتوقع"².
 - 2_ " تعني المخاطرة احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الإستثمار ، و تقاس المخاطرة بناء على ذلك بمقدار الإنحراف المعياري للعائد الفعلي على العائد المتوقع"³.
- وبناء على ما سبق يمكن تعرف المخاطرة كمايلي:
- المخاطرة هي حالة عدم التأكد التي تصاحب تحقيق نتائج غير مرغوب فيها، و تؤدي إلى حدوث خسائر مادية قابلة للقياس.

¹ - نفس المرجع السابق ، ص ص : 122 – 126 .

² - فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، الطبعة الثانية ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2009 ، ص : 132 .

³ - محمد مطر فايز تيمم ، مرجع سبق ذكره ، ص : 32 .

ثانيا : أنواع المخاطر

تصنيف المخاطرة من وجهات نظرة عديدة و حسب عدة معايير *، حيث تصنيف حسب مصادرها إلى :

1_ المخاطرة النظامية: يطلق عليها عدة تسميات منها، المخاطرة السوقية المنتظمة، العادية، المخاطر غير القابلة للتنوع، و هي المخاطر التي تنتج عن عوامل تؤثر في جميع الأوراق المالية بوجه عام، و لا يقتصر تأثيرها على مؤسسة معينة أو قطاع معين، و ترتبط بالظروف الاقتصادية و الإجتماعية و السياسية كالحروب، حيث تتأثر جميع الأوراق المالية بهذه العوامل و بدرجات متفاوتة ، إذ أن أكثر المؤسسات تعرضاً للمخاطرة النظامية هي تلك التي تتأثر مبيعاتها و أرباحها و بالتالي أرباح أسهمها بمستوى النشاط الإقتصادي بوجه عام و كذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية¹.

2_ المخاطرة غير النظامية: تسمى أيضاً بالمخاطر الخاصة القابلة للتنوع، وهي المخاطر الناجمة عن عوامل تتعلق بمؤسسة معينة أو قطاع معين، دون مؤسسات أخرى أو قطاعات أخرى، و تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الإقتصادي ككل. مثل الأخطاء الإدارية، إضراب عمالي في مؤسسة معينة و تعتبر هذه المخاطرة عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنوع أي تنوع "المحفظة" بأصول مختلفة و لكي ينجح التنوع يجب أن يكون معامل الارتباط سالبا و قويا بين هذه الأصول².

3_ المخاطرة الكلية : تعرف "بأنها إجمالي المخاطر التي يتعرض لها عائد الإستثمار ، وهي تعني التقلب الكلي في العائد على الإستثمار"³، و إن حاصل جمع المخاطرة النظامية مع المخاطرة غير النظامية ستشكل المخاطر الكلية أو المخاطرة المحفظة، حيث يستطيع المستثمر القضاء على المخاطر غير النظامية من خلال التنوع لكنه لا يستطيع القضاء على المخاطر النظامية .

ثالثا :مصادر المخاطرة

هناك عدد لا محدود لمخاطر الإستثمار، و يمكن تقسيم هذه المصادر حسب نوع المخاطرة التي تسببها، و يمكن تقسيمها إلى مجموعتين رئيسيتين هما مصادر منتظمة و مصادر غير منتظمة و سنذكرها فيما يلي :

1_ مصادر المخاطر النظامية :

أ_ مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة : تتمثل في المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث إختلاف بين معدلات العائدة المتوقعة و معدلات العائدة الفعلية بسبب التغيرات السوقية خلال المدة الإستثمارية، حيث يختلف تأثير مخطر تغير أسعار الفائدة حسب نوع الورقة المالية، إذ نجده أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات و الأسهم الممتازة مقارنة بالأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية⁴.

* يمكن تقسيم المخاطر من عدة زوايا ، من بينها التقسيم إلى مخاطر الأعمال و مخاطر مالية ، حيث ترتبط مخاطر الأعمال بطبيعة و خصوصيات أنشطة المؤسسة أمى المخاطر المالية فتتعلق بالخسائر المحتملة في الأسواق المالية ، نتيجة تقلبات التي تحدث في مختلف المتغيرات المالية (أسعار الفائدة ، أسعار الصرف ، أسعار الأصول المالية).

¹ - فايز سليم حداد ، نفس المرجع أعلاه ، ص : 150 .

² - نفس المرجع السابق ، ص : 149 .

³ - شماخي بوبكر ، تقييم الأوراق المالية من منظور التحليل الأساسي لغرض الإستثمار المالي (دراسة حالة دار البيضاء للقيم المنقولة) ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2009 - 2010 ، ص : 40 .

⁴ -Mondher Bellalah , gestion des Risques de tause d'intérêt et de change , 1° édition , de Boeck , 2005 , P : 209 .

ب _ مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد (مخاطر التضخم): هي المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الإقتصاد لتنعكس القيمة الشرائية للمبلغ المستثمر، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للإستثمار و ذلك لإنخفاض قيمته الحالية¹.

ج _المخاطر السوقية : هي المخاطرة التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، و تتعرض عوائد الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من عوائد الأوراق المالية الأخرى، إذ أن أسعار الأسهم دائمة الحركة صعودا و هبوطا، فهذه الأسعار تعتمد على توقعات ماسيحدث بالمستقبل، و تتضمن تلك الأسباب الإضطرابات السياسية و الإشاعات المرتبطة بالبيئة الإقتصادية و الإجتماعية، و التي عادة ما يكون لها إنعكاس على أداء سوق الأوراق المالية².

2_مصادر المخاطر غير النظامية :

أ_ مخاطر الإدارة: و هي المخاطر المرتبطة بالوظائف الإدارية و الممارسات التي تقوم بها المؤسسة،و تؤدي هذه الأخطاء إلى إختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع و من بين هذه الأخطاء نذكر :سوء التصرف ، عدم إتخاذ تدابير مناسبة مع الأزمات الطارئة كالإضرابات العمالية، و قد تسبب هذه الأخطاء إفلاس المؤسسة .

ب_مخاطر الصناعية: يقصد بها المخاطر الناجمة عن عوامل تؤثر في قطاع معين دون غيره من القطاعات أو بضع قطاعات، و هي مخاطر مرتبطة بنشاط معين بسبب، تغير أذواق المستهلكين أو وجود منافسة شديدة،فمثلاً الصناعات التكنولوجية تتعرض للتقادم بسرعة ، إن هذه مخاطر قد تكون مؤقتة أو دائمة و قد تكون كبيرة أو صغيرة³.

ثالثاً :مصادر تسبب المخاطر النظامية و غير النظامية : نذكر منها:

أ_ مخاطر الرفع التشغيلي: يرتبط الرفع التشغيلي عادة بنمط هيكل تكاليف المؤسسة ، أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في التكاليف الإجمالية، حيث ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما إرتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف و العكس صحيح، فكلما إرتفعت درجة الرفع التشغيلي ترتفع نقطة التعادل و بالتالي ترتفع المخاطرة، و تقاس درجة الرفع التشغيلي عادة بالمعادلة التالية⁴:

$$DOL = \frac{\text{عائد المساهمة (المساهمة الحدية)}}{\text{صافي ربح التشغيل قبل الفوائد و الضريبة}} \dots \dots (8 - 2)$$

¹ -طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات ، بنوك، مخاطر الإئتمان و الإستثمار و المشتقات و أسعار الصرف) ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2003، ص ص : 368- 369 .

² - محمد صالح جابر ، الإستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الإستثمارية ، الطبعة الثالثة ، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2005 ، ص : 82 .

³ - طارق عبد العال حماد ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 373-375.

⁴ - منية قزيب ، المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة 2006 - 2010)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير ، غير منشورة جامعة ورقلة ،الجزائر، 2010-2011 ، ص : 29 .

ب_ مخاطر الرفع المالي: يتعلق الرفع المالي بما يسمى بمشكل رأسمال المؤسسة، فإذا كانت الديون تمثل نسبة مرتفعة من القيمة الكلية لموجوداتها يكون الرفع المالي فيها مرتفعاً، و بالتالي ترتفع المخاطرة و العكس صحيح¹، و تقاس درجة الرفع المالي عادة كما يلي :

$$DFL = \frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة}}{\text{صافي الربح بعد الضريبة}} \dots \dots (9 - 2)$$

ج_ مخاطر الرفع المشترك (مخاطر الرافعة الكلية): تقيس درجة الرفع المشترك درجة إستجابة أو حساسية عائد السهم العادي لأي تغير يحدث في المبيعات و يمكن تحديد درجة الرفع المشترك من خلال المعادلة التالية² :

$$DOL \times DFL = DCL \dots \dots (2 - 10)$$

رابعاً: قياس المخاطر المالية

تعتبر المخاطر من بين العناصر التي تؤخذ بعين الإعتبار عند إتخاذ القرارات المالية، و لذا وجب معرفة قياسها بالشكل الصحيح الذي يسمح بالتقييم والتمييز بين الأصول المالية المختلفة، حيث توجد عدة طرق و أساليب لقياس المخاطر محفظة الأوراق المالية نذكر منها :

1_ الإنحراف المعياري و التباين:

الإنحراف المعياري هو مقياس للتشتت في القيم و الإحتمالات لكل نتيجة من النتائج الممكنة عن القيمة المتوقعة و الإحتمال المتوافق مع ذلك، و بالتالي فالإنحراف المعياري هو الجذر التربيعي لمجموع مربعات إنحراف القيم عن وسطها الحسابي، أما التباين فهو مربع الإنحراف المعياري، و يعتبر من أحد أفضل مقاييس المخاطرة، حيث كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير ما، دل ذلك على تشتتها³.

أ - قياس التباين و الإنحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين ماليين X_1 و X_2 من خلال التباين الذي يصاغ بالعلاقة التالية:

$$\delta_{RP}^2 = a^2 \delta_{x_1}^2 + (1 - a) \delta_{x_2}^2 + 2a(1 - a) cov(x_1, x_2) \dots \dots (2 - 11)$$

أما قياس المخاطر على أساس الإنحراف المعياري فتكون كما يلي⁴:

$$\delta_{RP} = \sqrt{a^2 \delta_{x_1}^2 + (1 - a) \delta_{x_2}^2 + 2a(1 - a) cov(x_1, x_2) \dots \dots (2 - 12)}$$

حيث أن:

δ_{RP} : الإنحراف المعياري للوائد المتوقعة للمحفظة P ؛

a: تمثل النسبة المئوية من قيمة المحفظة الإجمالية المستمرة في الأصل x_1 ؛

¹ - طارق عبد العال حماد ، نفس المرجع أعلاه ، ص: 371 .

² - منية قزير، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

³ - محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

⁴ - منية قزير، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

(1-a): تمثل النسبة المئوية من قيمة المحفظة الإجمالية المستمرة في الأصل x_2 ؛

$\delta_{x_2}, \delta_{x_1}$: الانحراف المعياري للأصل أو الورقة المالية 1 و 2 ؛

$COV(x_1, x_2)$: التغاير* بين الأصلين x_1 و x_2 ؛

حيث أن: $COV(x_1, x_2) = \rho_{1,2} \times \delta_1 \delta_2$ ؛

علماً أن $\rho_{1,2}$ معامل الارتباط بين عوائد الورقتين الماليتين.

فالإستثمار (السهم) الذي له إنحراف معياري أكبر يكون أكثر مخاطرة و أقل جاذبية .

ب - قياس التباين و الانحراف المعياري للمحفظة مكونة من n أصل مالي : يقاس تباين محفظة مكونة من n أصل مالي من خلال الصيغة الرياضية التالية¹:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n m_i^2 \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n m_i m_k c_{ik} \delta_i \delta_k \dots \dots (2 - 13)$$

حيث:

δ_p^2 : تباين العوائد المتوقعة للمحفظة p ؛

m_i^2 : النسبة المستثمرة من كل أصل مالي في المحفظة ؛

δ_i^2 : تباين لكل أصل مالي داخل المحفظة ؛

c_{ik} : معامل الارتباط بين كل أصلين ماليين ؛

$m_i m_k c_{ik} \delta_i \delta_k$: التباين المشترك بين الأصول المالية في المحفظة .

2_ معامل الاختلاف: يعرف بأنه حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعائد، أي أنه يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة للعائد . و يحسب وفقاً للمعادلة الموالية:

$$CV(R_p) = \frac{\delta R_p}{E(R_p)} \dots \dots \dots (2 - 14)$$

حيث أن :

$CV(R_p)$: معامل الاختلاف ؛

δR_p : الانحراف المعياري ؛

$E(R_p)$: القيمة المتوقعة للعائد .

إن هذا المقياس يلزم إختيار الإستثمارات ذات معامل إختلاف أقل لأنها تعد أقل خطورة² .

* يستعمل بعض المؤلفين لفظ التغاير للتعبير عن كلمة covariance، و البعض الآخر يعتمد على لفظ التباين المشترك بين أصلين أو ورقتين و يعتبره أكثر دقة.

³ - محمد صالح الحناوي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 290 - 292 .

² - دريد كامل آل شبيب ، مرجع سبق ذكره ، ص : 72 .

3_معامل بيتا (معامل قياس المخاطر النظامية): يعبر معامل بيتا عن مقدار تذبذب سهم معين في علاقته بمتوسط مردود عينة الأسهم المثلة في السوق ككل، لذلك فهو يعبر عن العلاقة ما بين التغيرات التي تطرأ على القيمة الورقية المالية و التغيرات التي تطرأ على السوق ، و لهذا يعد وحدة قياس المخاطر النظامية، و يتم قياس خطر المحفظة المكونة من n أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة، و الذي هو عبار عن متوسط المرجح لبيتا الأصول المشكلة لها، و يعطى بالعلاقة التالية¹:

$$B_{RP} = \alpha_1\beta_1 + \alpha_2\beta_2 + \dots + \alpha_n\beta_n = \sum_{i=1}^n \alpha_i\beta_i = 1 \dots \dots (2 - 15)$$

حيث أن :

$\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n$ هي نسب الأصول x_1, x_2, \dots, x_n المشكلة للمحفظة .
 B_1, B_2, \dots, B_n هي معاملات بيتا للأصول x_1, x_2, \dots, x_n .

$$B_P = \sum_i^n \alpha_i B_i \dots \dots (2 - 16)$$

حيث :

B_P : معامل بيتا للمحفظة ؛

B_i : معاملات بيتا لأوراق المحفظة ؛

α_i : الوزن الإستثماري لكل ورقة في الإستثمار الإجمالي للمحفظة .

علماً أن :بيتا السوق تساوي الواحد الصحيح، حيث إذا كانت بيتا المحفظة تساوي الواحد تكون مخاطرتها مساوية لمخاطر السوق، و إذا كانت بيتا المحفظة أقل من الواحد فتكون مخاطرتها أقل من مخاطر السوق، أما إذا كانت بيتا المحفظة أكبر من الواحد فتكون مخاطرتها أكبر من مخاطر السوق².

المطلب الثاني:مخاطر تقلبات أسعار الصرف

يتعرض المصدرون و المستوردون و الشركات متعددة الجنسيات لنوع من المخاطر يطلق عليه مخطر سعر الصرف و عليه يمكن تعريفه كالتالي :

أولاً: تعريف مخطر سعر الصرف

"تعرف مخاطر أسعار الصرف بأنها مخاطرة الخسارة المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف و تعني الخسائر المحتملة التي تتعرض لها المؤسسة جراء تغيرات تكافؤ الصرف بين عملة نقدية محلية و عملية نقدية أجنبية . وأن التغيرات تتأثر عادة من مكاسب أو من خسائر أسعار الصرف"³.

¹ - بخالد عائشة ، مرجع سبق ذكره، ص: 75 .

² - نفس المرجع السابق ، ص : 48 .

³ -NORBERT GUEDJ, FINANCE D'ENTREPRIS(les règles du jeu), 2Edition, édition d'organisation , Paris, 2001, pp:420 - 421.

أو " هي المخاطر المتعلقة بإنخفاض أسعار الأوراق المالية المسعرة بالعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية¹ ".
وعليه يتوقف مخطر سعر الصرف على عاملين أساسيين² :

الأول متعلق بثمن العملة الصعبة للسلعة أو الخدمة التي يتم إستيرادها أو تصديرها.

أما الثاني: فهو مبلغ المعاملة التجارية أو الصفقة المقررة بهذا الثمن وعليه فإن مخطر سعر الصرف مرتبط بالتجارة الدولية و هو مرتبط بعامل الزمن لأن أسعار الصرف غير مستقرة مما يترتب عنها مخاطر كبيرة كلما طالت فترة العقد.

ثانيا:مخاطر أسعار الصرف

على إثر المعاملات التي تبرم بعملة أخرى غير العملة الوطنية للمؤسسة تجد المؤسسة نفسها أمام مخطر سعر الصرف،
و من هذا المنطلق يمكن التفرقة بين ثلاثة أنواع من أوضاع لأخطار سعر الصرف .

1_ المخاطر المرتبطة بالصفقات المالية (التعاملية):

تواجه المؤسسة التي تنظم أصولها وخصومها المتداولة بالعملات النقدية الأجنبية وضعية صرف تعاملية و التي تنشأ عنها مخاطر أسعار الصرف المعاملة التي ترتبط بعمليات القرض و الإقتراض المبرمة بعملة أجنبية إما على المدى القصير أو المتوسط أو الطويل، أي أن المؤسسة تطرح أوراقها ، المالية للاكتتاب (تقرض) أو تستثمر (توظف) بعملة أجنبية، و غالباً وما تكون هذه الوضعية متعلقة بالصفقات التجارية المعاملات، المصرفية و المالية المثبتة بالعملات النقدية الأجنبية، و عند تغيرات أسعار الصرف فإن المؤسسة تكون مجبرة على تسديد مبلغ أكبر من رأس المال المقترض في حالة إرتفاع سعر العملة الأجنبية التي حررت بها الورقة المالية ، أما في حالة العكس فإن المؤسسة قد تجازف برأس مالها و منه ينخفض مال المسدد و تظهر هذه المخاطر بشكل واضح قبل إعداد الفاتورة .

2_ خطر الصرف المتعلق بعمليات التجمع للمؤسسات العلمية (المحاسبية):

ينتج هذا الخطر من الإستثمارات الأجنبية المباشرة (الفروع) أو غير المباشرة (مساهمات) و بذلك فهي تخص المؤسسات الأم التي تقوم بتجميع حساباتها في القوائم مالية موحدة لمختلف فروعها الأجنبية، فعند التوطيد (التجميع) يتغير الأصل الصافي معبراً عنه بالعملة الأجنبية بدلالة قيمة عملة البلد الذي يتواجد فيه الإستثمار (فرع أو ساهمة)، فإذا كان السعر المستعمل عند التوطيد مختلفاً عن التكلفة التاريخية فإنه ينتج ما يسمى بفرق الدمج، حيث تختلف التطبيقات المحاسبية في هذا المجال مختلفة بحسب البلدان و أحياناً مختلفة داخل البلد الواحد بحسب المؤسسات³.

3_ خطر الصرف الإقتصادي (مخاطر المنافسة) :

يعتمد وضع سعر الصرف الإقتصادي على تأثير تغييرات أسعار الصرف على صافي القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المتوقعة، و تظهر في المؤسسات التي تتأثر سيولتها النقدية على المدى الطويل إيجاباً أو سلباً بتغيرات المستقبلية و بأثر تغييرات الأسعار على التكاليف و حجم المبيعات، إذ تتأثر إثرها المؤسسة بمخاطر تمس وضعيتها التنافسية لمنتجاتها، نتيجة لتقلب

¹ - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، دار المعتر للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن، 2005، ص: 211.

² -SOUFI Ménéouar, gestion du portefeuille, ED Office des publications universitaire, Alger,2003,pp:76 – 77.

³ -JOSETTE PEYRARD, gestion financière international, 5^e édition, librairie vuibert, Paris, 1999,P:94.

معدل الصرف الحقيقي، و تؤدي هذه المخاطر إما إلى إرتفاع أسعار منتجاتها أو إنخفاضها بالنسبة لعملائها المتواجدين في الخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تأثير صادرات المؤسسة و وارداتها و هي مخاطر صعبة القياس، و لها إنعكاسات كبيرة على الشركة في المدى البعيد¹.

المطلب الثالث: قياس مخاطر سعر الصرف

قبل قيام المؤسسة بتسيير خطر الصرف المتوقع و محاولة تدننته، فإن المؤسسة تقوم بحساب وضعيتها من الصرف المتعلقة بالعملة التجارية أو المالية التي تجريها .

أولاً: تعريف وضعية الصرف:

تعرف بأنها و ثيقة محاسبية لجرد مجموعة مخاطر الصرف في مؤسسة ما(أو المستثمرة ما)، و إستخراج الرصيد بين مختلف الإلتزامات و الحقوق للعمليات الأجنبية، يحسب بالنسبة لكل عملية و بالنسبة لكل تاريخ . ومن ثمة التعرف على كيفية تسيير المخاطر الناجمة عنها. يمكن حساب وضعية الصرف لعملة صعبة ما في تاريخ معين، بالعلاقة التالية:

$$\text{وضعية الصرف} = \text{وضعية الصرف الخزينة بالعملة الصعبة (السيولة المتوفرة بالعملة الصعبة في ذلك التاريخ)} \\ + \text{مجموع الأموال المراد تحصيله بالعملة الصعبة} - \text{مجموع الأموال المراد تسديدها بالعملة الصعبة.}$$

وتميز وضعيات سعر الصرف كالاتي:

- أ_وضعية الصرف مغلقة **PCF**: المؤسسة ليست معرفة لخطر الصرف الآن حقوقها تساوي ديونها عند تاريخ إستحقاق محدد.
- ب_وضعية صرف مفتوحة وطويلة **PCL**: فالمؤسسة معرضة لخطر إنخفاض أسعار الصرف النقدي المستقبلي لأن الحقوق أكبر من الديون و هذا ما يتطلب تغطية آجلة حيث يترجم ذلك بتحصيل مبلغ أقل بالعملة الوطنية (حالة مؤسسة مصدرة)².
- ج_وضعية صرف مفتوحة قصيرة **PCC**: إذا كان المجموع سالب (ديون أكبر من حقوقها) إذ ما يتطلب تغطية عاجلة تكون المؤسسة معرضة لخطر إرتفاع أسعار الصرف النقدية المستقبلية ، و يترجم ذلك بدفع مبلغ أكبر (تسديد) بالعملة الوطنية (مؤسسة مستوردة) .

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية:دروس و تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن، 2011، ص ص: 466-467.

² - شوقي طارق ، أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية ، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير ، غير منشورة ، جامعة باتنة ، الجزائر ، جوان 2009، ص : 31.

ثانيا: التمثيل المصفوفاتي لوضعيات مخاطر الصرف

يمكن تحديد وقياس خطر الصرف عن طريق تمثيلة بمصفوفة تعكس وضعيات الصرف من خلال حساب الأرباح و خسائر التي تتبع حالة تغير أسعار الصرف، حيث نبين في عمود المصفوفة إتجاه التغير الخاص بوضعية الصرف بالعملة الوطنية، كنتيجة لتغيرات أسعار الصرف إلى إرتفاع في السطر الأول أو الإنخفاض في السطر الثاني و يكون التمثيل كما يلي:

1_ قياس وضعية صرف طويلة : يمكن تمثيلها على الشكل التالي : [معامل الموجب +1 يعني إرتفاع قيمة وضعية الصرف مبينة بالعملة الوطنية (ريح الصرف) عند إرتفاع أسعار الصرف، معامل السالب (-1) يدل على إنخفاض في وضعية الصرف(خسارة صرف) عند إنخفاض أسعار الصرف.

2_ قياس وضعية الصرف القصيرة: يمكن تمثيلها كالتالي: [معامل سالب -1 يدل على إنخفاض قيمة وضعية الصرف (خسارة صرف) عندما ترتفع أسعار الصرف، و المعامل الموجب +1 يدل على إرتفاع قيمة وضعية الصرف (ريح صرف) عندما تنخفض أسعار الصرف.

3_ قياس وضعية الصرف المغلقة : يمكن تمثيلها بمصفوفة على الشكل التالي: [، معامل 0 يدل على أن قيمة وضعية الصرف مبينة بالعملة الوطنية لا تتغير نتيجة إرتفاع أو إنخفاض في أسعار الصرف.

و يمكن قياس مخاطر الصرف كذلك بالإعتماد على مقاييس التي تقيس، المخاطر المالية كذلك بإعتباره مخاطر نظامي بمس الأوراق المالية عن طريق معامل B و التباين و الإنحراف المعياري و معامل الاختلاف التي سبق و أن أشرنا إليها سابقاً¹.

المطلب الرابع: إدراج مخاطر سعر الصرف في المحفظة المالية

إن الإستثمار الدولي يتضمن عدة أخطار منها العوامل المؤسسية ، السياسية إضافة إلى إمكانية وضع قيود مفاجئة على ملكية الأصول الأجنبية، وبالتالي فإن تذبذب أسعار الصرف تمثل جزءا من الخطر الإجمالي للإستثمار الدولي، و تزداد أهمية هذا الخطر في فترات عدم الإستقرار النقدي . إذ تقبل المؤسسات بصفة متعامتراً¹ معيناً لصرف العملة الأجنبية في إجراء معاملاتهما سواء كانت عينية (تصدير و إستيراد) أو مالية (إقتراض ، تسعير في البورصة ...)، فهذا السعر الذي يكون أجلاً في الصفقات الكبرى الذي يدعي بخطر الصرف الذي تتعرض له الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة المالية و خاصة الدولية منها سواء كانت للمؤسسة أو مملوكة من قبل المستثمر، حيث أن هذا الخطر يؤدي إلى إنخفاض أسعار الأوراق المالية المسعرة بالعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية ، لأن قبول المؤسسة بهذا السعر فهي تخاطر بإمكانية التعرض لهذا الخطر بحيث يجب على مسير المحفظة الدولية أن يعيرة لسياسة تغطية خطر الصرف أهمية كبرى عند إختيار أصول المحفظة².

يعمل مسيرو المحفظة للوقاية من خطر الصرف، على تغطية الجزء الأجنبي، ففي عدة حالات يمكن إلغاء أو تقليص هذا الخطر بشراء عقود صرف آجلة، و إلا فإن المستثمر يضيف للمحفظة عامل المضاربة على العملة الأجنبية .

¹ _ نفس المرجع السابق ، ص : 32.

² - SOUFI MENOVAR ,op . cit . p p . 75 -76 .

الفصل الثاني:.....سمات وخصائص مخطر سعر الصرف

إذا قرر المستثمر تجنب خطر الصرف فهو إما يحصل على علاوة الصرف إذا كانت العملة الوطنية ضعيفة مقارنة بالعملة الأجنبية، و إما يتحمل خسارة على سعر الصرف الجاري في حالة قوة العملة الوطنية حيث أن تسيير هذا المخطر يكون إما (تغطية كاملة Coverture Complète أو تغطية جزئية Coverture Partielle أو عدم التغطية Sans Couverture).

يعتبر "بيرولد" (1988) أول من اقترح تغطية كاملة للإستثمارات الأجنبية و التي تخفض المخطر بشكل محسوس إلى تكلفة جد ضعيفة.

بالمقابل اقترح "فروت" (1993) عدم تغطية الإستثمارات الأجنبية، بما أن خطر الصرف لا ينخفض بالفعل على المدى الطويل ، بحيث أثبت هذا الأخير بأن التغطية الكاملة على المدى الطويل قد تؤدي إلى بتأثير على مردودية الصرف و من ثم على مردودية المحفظة الدولية بشكل عام .

ظهرت بين الرأيين السابقين نظرية " كاستينو " (1995) الذي اقترح للتغطية بالنسبة لأصول المحفظة المالية قدرها 50% و نظرية "بلاك" (1989_1995) الذي اقترح نسبة 75%، بينما أكد "راينارت" (2000) أن إستراتيجية التغطية النشطة (المعتمدة على تعظيم المردودية) أحسن مطلقاً من إستراتيجيتي عدم التغطية أو التغطية الكاملة لخطر الصرف بالنسبة لمحفظة تحتوي على 10% من الأصول الأجنبية.

كما إستنتج كل من "كلان" و "جو ريون" (1993) و كذلك " جور يون" (1994) بأن الإستراتيجية التي تعتمد المزج بين قراري التوزيع النشط للوضعيات في الأسواق البورصية و العملات (وفق التعظيم المقترن L'optimisation Conjointe) أحسن بوضوح من تلك التي لا تراعي الترابط الداخلي L'interdépendance بين معدلات العائد في الأسواق البورصة و العملات المتعلقة بالمحافظ المالية الدولية¹.

المبحث الثالث: طرق تفادي و تدنئة مخاطر الصرف

بعد التعرض لمفهوم المخاطر المالية و خطر الصرف وطرق قياسية، و جب تحديد طرق إدارة هذا المخطر، حيث نميز بين عدد من التقنيات و طرق منها تقنيات تقليدية، وأخرى حديث التي تستند على مفهوم حديث حدائثة أدواته المبتكرة، ألا و هو مفهوم التغطية .

المطلب الأول:تغطية المحفظة في مواجهة خطر السوق

تسمح العقود لأجل على المؤشرات البورصية بالقيام بعمليات المضاربة على التطور العام للسوق البورصي، و هذه العقود تجعل من الممكن إدارة المخاطر التي تتعرض لها محافظ الأسهم .

¹ - فيصل حمدي ، مرجع سبق ذكره، ص: 73-74 .

أولاً: مفهوم التغطية :

عرفها صندوق النقد الدولي بأنها " وسيلة تقليل مخاطرة مالية بطلب مركز في إحدى الأدوات يعوض به جزئياً أو كلياً، مخاطرة تقترن بمركز آخر " ¹.

ثانياً: تطبق التغطية في المحفظة :

إن النظرية التقليدية للتغطية ، تمثل الهدف بإلغاء خطر الصرف فيما يتعلق بأصل ما سواء كان هذا الأخير محازاً في السوق الفوري أو متداولاً في السوق لأجل للإحتماء من خطر، يأخذ المتعامل في سوق العقود وضعية بمبلغ مساوي، ولكنها لإتجاه معاكس، لتلك التي يحوزها في السوق الفوري أو في السوق الأجل، إن مؤشر التغطية هي بشكل عام تساوي الواحد، إن تغطية المحفظة يمكن أن تكون كلية أو جزئية حيث يلجأ المستثمر إلى تغطية محفظته أو أصوله المالية كالتالي: و من أجل الإحتماء من خطر إنخفاض أسعار الصرف، يقوم المستثمر ببيع العقود لأجل على المؤشرة الداخلة في تكوين المحفظة و في المقابل، و الإحتماء من خطر إرتفاع أسعار الصرف، يقوم المستثمر بشراء عقود لأجل على المؤشر المذكور للإستفادة من السعر الحالي أي شراء بسعر أقل و إعادت بيعها بسعر مرتفع و هذا ما يؤدي إلى تجنب خضوع الأصول الداخلة في تكوين المحفظة لخطر إرتفاع سعر الصرف، وتزداد فاعلية التغطية كلما كان لإرتباط قوى بين سعر الأصل محل التغطية في سوق الحاضر و سعره في عقد المشتقات المستخدمة في التغطية و تقاس قوة الإرتباط بما يسمى بمعامل الإرتباط ².

المطلب الثاني: التقنيات التقليدية لتسيير خطر الصرف

توجد عدة تقنيات تقليدية التي تستعملها المؤسسة من أجل التقليل أو تجنب الوقوع في خطر الصرف، نذكر أهمها فيما يلي:

1_ الفوترة بالعملة المحلية : الفوترة بالعملة الوطنية يسمح للمؤسسة بتجنب خطر الصرف لأن المبلغ المتوقع تحصيله أو تسديده في تاريخ الإستحقاق هو محدد و معروف بالنسبة للمؤسسة منذ تاريخ إبرام العقد، و هذا يعطيها امتيازات في سهولة و تجانس عملية التسيير، إن هذه التقنية تجنب المؤسسة خسائر الصرف، و لكنها كذلك لا تسمح لها من تحقيق أرباح من وراء التغيرات الإيجابية للصرف، و الإشكال هنا هو تعارض مصالح كل من المستورد و المصدر إذ يسعى كل واحد منهما إلى تحرير العملية بالعملة الوطنية، التي تناسب مصالحه لكن هذه التقنية ليست دائماً قابلة للتطبيق في العلاقات التجارية ³.

2_ المقاصة المتعددة الأطراف: تطبيق هذه التقنية بشكل خاص على المؤسسات ذات الفروع المتعدد و المتواجد في الدول الأجنبية و التي لها تعاملات مالية أو تجارية متبادلة فيما بينها، و بموجبها يتم تنظيم مقاصة بين الديون و مستحقات هذه الفروع و يسمح بتقليص عدد و مبالغ التحويلات فيما بينها و يقتصر الأمر على دفع فوارق الديون، و هنا يجب الإتفاق على تاريخ مرجعي لعمليات التسديد بين مختلف هذه الفروع و كذلك العملة المستعملة و سعر الصرف المتفق تطبيقه إن إستعمال تقنية المقاصة تسمح للمؤسسة من تخفيض خطر الصرف من خلال تخفيض حجم المبالغ المحولة، و ما ينتج عنه من إقتصاد في

¹ - منية قزير ، مرجع سبق ذكره ، ص : 42 .

² - منصورى الحاج موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص : 66 .

³ - شوقي طارق ، مرجع سبق ذكره ، ص : 33- 34 .

العمولات المصرفية المرتبطة بها، هذا النظام في الكثير من الأحيان يصطدم بواقع عدم القدرة على توحيد تواريخ الإستحقاق، بالإضافة إلى أن بعض تشريعات في بعض الدول التي لا تسمح بإجراء مثل هذه التحويلات مما يؤثر على فعالية هذه التقنية¹.

3_ تدخل شركات التأمين على التجارة الخارجية : هي شركات وطنية يتمثل دورها في ضمان النهاية السلمية لعمليات التصدير و الإستيراد ، و تتدخل لتأمين مخاطر التجارة الخارجية و كذلك لتأمين مخاطر الصرف عندما تكون هذه الأخيرة غير مغطاة بإحدى تقنيات السوق، و عليه بإمكان المصدرين إبرام عقود الضمان مع هذه الشركة لتجنب مخاطر الناجمة عن القروض التجارية للعملاء الأجانب من خلال تأمينها² "أي نقل المخاطرة من شخص لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر (شركة التأمين) يبدى إستعداده لتحملها مقابل ثمن، أي الحماية من الأخطار المحتملة الوقوع في المستقبل"³.

4_ مركز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة :

هو عبارة عن وحدة أو فرع من شركة متعددة الجنسيات، يهدف إلى مواجهة خطر الصرف، يتواجد في الدول التي يكون فيها تسير خطر الصرف أسهل لتحمله، بمعنى ليس في الدول التي لا تملك تقنيا خاصا بالصرف، كل فرع من الشركة متعددة الجنسيات يحرر فواتيره بعملته الوطنية بأمر من مركز الفوترة، هذا الأخير يضمن تسديد الفاتورة و بعدها تسدد من قبل زبون الفرع، هذا الأخير يستلم المقابل بالعملة الوطنية للفرع و يقوم بالتسديد بالعملة الصعبة للموردين، الأمر الذي يجنيها التعرض لخطر الصرف، بصفة عامة مركز إعادة الفوترة، يتحصل على عملات من الفروع من أجل تغطية تكاليفه⁴.

المطلب الثالث : التقنيات الحديثة لتسيير خطر الصرف

إن المستثمرين في أسواق الصرف الأجنبي يواجهون مخاطر كبيرة من جراء تغير أسعار صرف العملات المختلفة، حيث أصبحت التقنيات التقليدية لا تكفي لتغطية خطر الصرف، لذا أصبحت الحاجة ماسة إلى إيجاد أدوات حديثة لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف وذلك بالجوء إلى عقود المشتقات على العملات، و المتمثلة في العقود المستقلة على العملات، الخيارات على العملات و مبادلات العملات.

أولاً:العقود المستقبلية على العملات "sur devise futures" on"termes les contrats

1_ مفهوم عقود المستقبلية على العملات:

إن هذه العقود المستقبلية على العملة تقنية حديثة نوعاً ما إذ ترجع نشأتها إلى سنة 1972، والعقد المستقبلي هو عبارة عن التزام ينشأ بمجرد توقيع العقد بشراء أو بيع عملة محددة بسعر محدد وتاريخ معلوم عند تاريخ التفاوض حول العقد و بتنفيذ

¹ - عبد الحق بوعتروس، تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف، مؤتمر إدارة المخاطر و إقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية ، مجهول التاريخ ، ص : 07.

² - نفس المرجع السابق، ص: 12.

³ - بالعزوز بن علي، إستراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية ، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2009-2010، ص: 336.

⁴ - شوقي طارق، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

الفصل الثاني:.....سمات وخصائص مخطر سعر الصرف

الإلتزام في تاريخ لاحق وهي عقود قابلة للتداول¹، و تسمح مستقبلات العملة بضمان معدل مستقبلي اليوم عند المبادلة بين عملتين².

2_ تغطية خطر الصرف باستخدام العقود المستقبلية على العملات:

إن تغطية ضد خطر الصرف في السوق المستقبلي هو محاولة الوصول إلى وضعية صرف في المستقبل مناقضة للوضعية الحالية في السوق الفوري و يمكن توضيح ذلك في الجدول التالي:

الجدول رقم (1_2): و وضعية الصرف بالنسبة للمتعامل في السوق المستقبلية :

حالة مستورد وضعية صرف قصير	حالة مصدر وضعية صرف طويلة
ديون بالعملة الأجنبية أو تدفق سالب بالعملة	حقوق بالعملة الأجنبية أو تدفق إيجابية بالعملة مستقبلاً
المخطر: إرتفاع قيمة العملة	المخطر: إنخفاض قيمة العملة .
شراء عقود أجلة	بيع عقود أجلة
في حالة إرتفاع قيمة العملة فإن الربح المحقق في العقد الأجل يعرض الخسارة الحاضرة و العكس صحيح	في حالة الإنخفاض فإن الربح المحقق في العقود الأجلة يعوض الخسائر المحتملة في الحاضر و العكس صحيح

المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي ، مرجع سبق ذكره ، 2011 ، ص:469.

تسمح هذه الطريقة بتعويض الخسارة المحتملة في أحد السوقيين بالأرباح المحققة في السوق الثانية، وذلك بأخذ المعنى وضعية معاكسة لوضعيته في السوق العاجلة للعملات الاجنبية³ ، لتوضيح فكرة التغطية باستعمال العقود المستقبلية على عملات اضطلع على المرجع أدناه.⁴

ثانيا: الخيارات على العملات: options de change

1_ مفهوم خيارات العملة الأجنبية :

ظهرت الخيارات عام 1982 بفيلا دلفيا بالولايات المتحدة الأمريكية، وخيارات العملة عبارة عن عقود تعطي لشاري الحق ببيع أو شراء كمية من عملة أجنبية، بسعر متفق عليه مسبقاً ، أو في وقت لاحق خلال أجل محدد، مقابل تكلفة تسمى عمولة "prime"⁵، و مما هو معلوم أن مشتري الخيار لا يكون ملتزماً بإتمام الصفقة وله أن يقرر التنفيذ من عدمه وفقاً لما يكون عليه سعر العملة خلال فترة العقد⁶.

¹ - نفس المرجع السابق ، ص: 39-40.

² - خالد وهيب الراوي، مرجع سبق ذكره ، ص: 353.

³ - عبد الحق بوعتروس، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

⁴ لمزيد من المعلومات أنظر مرجع ،منية قريز ،مرجع سبق ذكره،ص:92.

⁵ - LARBI DOHNI , CAROL HAINAUT , **les taux de change** , 1^{re} édition , de Boeck , bruxelles , Belgique , 2004,p: 206.

⁶ - بن رجم محمد خميسي ، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصانعتها ؟ ، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس سطيف ، الجزائر ، أيام 20 - 21 أكتوبر 2009 ، ص : 8 .

إن إختيارات الصرف أو العملة تشمل مجموعة كبيرة من العقود بالعملة الأجنبية و التي يمكن التفرقة بينها حسب :
نوعية أو طبيعة العملة المقابلة، إتجاه العملية (خيار شراء **call** أو خيار بيع **put**) نوع الخيار أمريكي أو أوروبي، الفترة الزمنية
الجارية المتبقية حتى تاريخ تنفيذ العقد و تنقسم الخيارات إلى نوعين :

أ_ خيار الشراء : هو عقد بين طرفين يحول للمشتري حق شراء كمية معينة من عملة أجنبية بسعر معلوم في تاريخ معلوم، و يحق
له إختيار إتمام العملية أو تركها شرط أن يدفع علاوة للبائع فالأول مخير و الثاني ملزم في حالة إختيار تنفيذ الشراء.

ب_ خيار البيع:هو يعطي البائع حق في بيع كمية من العملة الأجنبية بسعر محدد في تاريخ محدد، حيث لا يملك ذلك الحق الذي
يتمتع به المشتري و يتوجب عليه إنتظار قرار هذا الأخير حتى تاريخ الاستحقاق و في جميع الأحوال يحتفظ البائع بالعلاوة¹.

2_ تغطية خطر الصرف بإستخدام الخيارات على العملات :

إن قرار تغطية خطر الصرف بالجوء إلى خيارات على العملات يتوقف على توقعات المستثمرين في أسواق الصرف
العالمية ، و لتوضيح فكرة التغطية بإستخدام الخيارات على العملات، نفترض أن أحد المستوردين يرغب في شراء منتجات من
إنجلترا في أول جانفي، وقام بفتح إعتداد مستندي بالجنه الإسترليني لاستيراد هذه المنتجات، على أن يتم السداد عند شحن
البضاعة بعد ثلاثة شهور .يتوقع المستورد إرتفاع سعر صرف الجنه الإسترليني مما يعني خطر تقلب سعر الصرف، فيلجأ إلى تغطيته
بشراء حق خيار العملة الأجنبية بسعر تنفيذ للجنة الإسترليني مقابل الدولار مساو ل 1,6، و بذلك يمكنه تغطية الخسارة في حالة
إرتفاع سعر صرف الجنة الإسترليني، فإذا بلغ سعر الصرف الحاضر للجنة الإسترليني في أول أفريل 1,7 دولار، فإن المستورد
سيمارس حقه في شراء الجنه الإسترليني بسعر 1,6 دولار، أما إذا إنخفض السعر إلى 1,5 دولار فلن يمارس المستورد حق الخيار ،
و يفضل شراء الجنية في السوق الفوري في أول أفريل بسعر 1,5 دولار، و تكون خسارته محدودة بقيمة العلاوة المدفوعة لبائع
الخيار عند التعاقد².

ثالثا: مبادلات العملات: Les swap de devis

1_ مفهوم مبادلات العملات :

هي عبارة عن عقود إتفاق متبادل بين طرفين يتم و فقها مبادلة رؤوس أموال بعملتين مختلفتين بمهدف توفير الظروف
الملائمة للتمويل أو التوظيف وتهدف هذه العقود إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة في أسعار صرف العملات³ حيث يجب أن
نميز بين مبادلة العملة و مبادلة الصرف، إذ أن كل من مبادلات العملة و مبادلات الصرف ما هي الا عقود لمبادلة عملات .
*مبادلة الصرف: تتم في سوق الصرف ما بين البنوك، يتبادل فيها أصل الدين فقط دون تبادل للفوائد .

¹ - بسام الحجار ، نظام النقد العالمي و أسعار الصرف ، الطبعة الأولى ، دار المنهل اللبناني ، بيروت ، 2009 ، ص ص : 188-189 .

² - منية قريز ، مرجع سبق ذكره ، ص : 93 .

³ - LARBI DOHNI , CAROL HAINAUT ,o p. cit , p:207 .

الفصل الثاني:.....سمات وخصائص مخاطر سعر الصرف

* **مبادلة العملات**: تتم مبادلة العملات بنفس تقنية مبادلات سعر الفائدة، مع إختلاف يتمثل في إن الطرفين المتعاقدين في مبادلات العملات يجب أن يتبادلا أصل الدين عند بداية العقد و عند إستحقاقه .

وعليه تتلخص أهم الإختلافات ما بين مبادلة الصرف و مبادلة العملات في النقاط التالية:

— مبادلات الصرف هي أدوات قصيرة الأجل، في حين أن مبادلات العملات هي عموما تعقد لفترات طويلة ؛

— لا يوجد تبادل الفوائد في مبادلات الصرف، في حين يوجد ذلك في مبادلات العملات ؛

— في مبادلة الصرف يعتمد التبادل النهائي (عند إستحقاق العقد) على سعر الصرف الأجل، أما في مبادلة العملات فيعتمد على

سعر الصرف الجاري، وذلك إما سعر الصرف الجاري للفترة $t=0$ أو سعر الصرف الجاري عند الإستحقاق ¹.

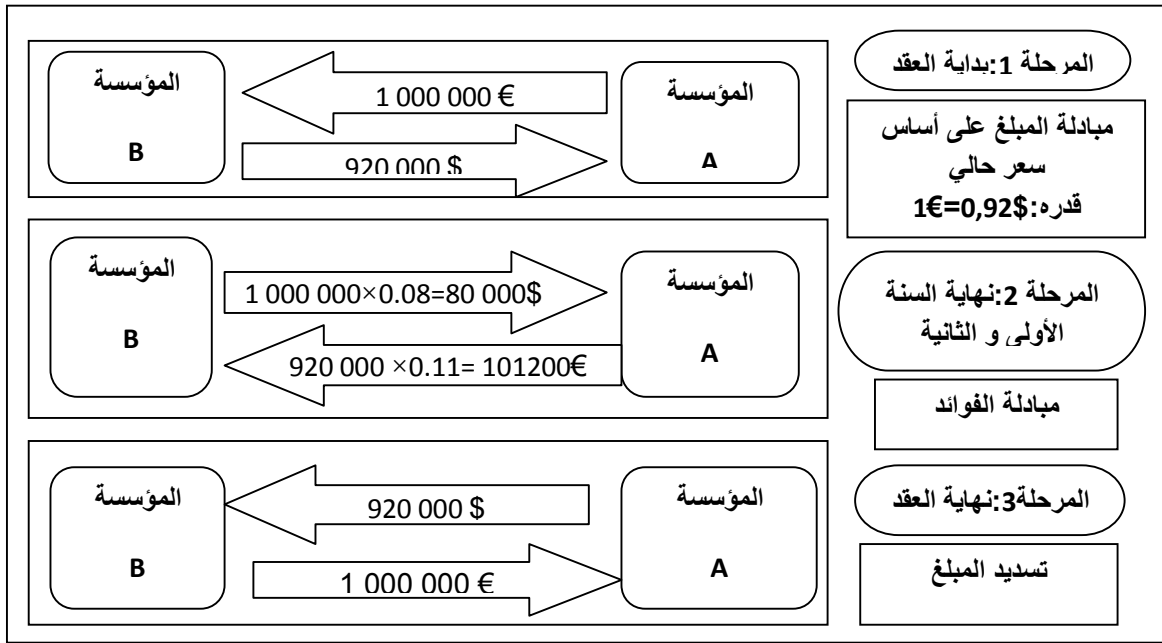
2_تغطية خطر الصرف بإستخدام مبادلة العملات:

في ظل عقود مبادلة العملات عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر، و في نفس الوقت

تجري عملية متزامنة في السوق الأجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شرائها أو شراء العملة التي سبق بيعها، و لتوضيح ذلك نفترض

المثال أدناه ².

شكل رقم (2_1): مراحل عملية المبادلة



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص: 468.

¹ - منية قزيب، نفس المرجع أعلاه، ص: 93.

² ترغب الشركة A ومؤسسة B الإقتراض من الأسواق المالية الدولية و كانت الظروف غير ملائمة بالنسبة للشركة A

حيث قامت المؤسسة A والتي تنشط في منطقة الدولار الأمريكي بإقتراض مبلغ قدره مليون أورو يسدد دفعة واحدة بعد سنتين بمعدل فائدة قدره 8% و حتى لا تتعرض للمخاطر سعر الصرف قامت بمبادلة المبلغ بالدولار مع المؤسسة B و التي تنشط في منطقة الأورو بسعر 1 أورو مقابل المبلغ 0,92 دولار و على معدل فائدة مقيم بالدولار 11% و الشكل اعلاه يوضح مراحل عملية المبادلة.

و مما سبق تمكنت المؤسسة A من خلال عملية المبادلة من تأمين المبلغ المقترض ضد أي ارتفاع محتمل لعملة الأورو مقابل ذلك حرمت نفسها إثر هذه العملية من أي انخفاض محتمل لهذه العملة، ففي الوقت الذي كانت فيه المؤسسة A تبحث عن الدولار وليس الأورو كانت المؤسسة B تبحث عن العملة المقابلة، و بالتالي تمكن المؤسسة A من الإقتراض بشروط أفضل (تكلفة أقل) مقارنة بالمؤسسة B¹.

المطلب الرابع : إستراتيجيات أخرى لتدنتة مخاطر الصرف

توجد عدة إستراتيجيات التي تقلل من مخاطر التي تتعرض لها أصول المحفظة المالية جراء تعريضها لمخاطر الصرف نذكر منها:

1_ إستراتيجية إختيار الأوراق المالية :

تقتضي إستراتيجية إختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل (لأساسي و الفني) وكذا سبل تقييم الأسهم بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية مقارنة بقيمتها السوقية ثم إختيار قرار تضمينها مكونات المحفظة أو إستبعادها منها، فالتحليل الأساسي تقوم على تحليل حالة الإقتصاد و ظروف الصناعة و الوقوف على أفضل المؤسسات بينما التحليل الفني يقوم على دراسة الإتجاه التاريخي لحركة أسعار الأسهم لمعرفة أوضاع المؤسسة أو الشركة و فروعها حيث تقوم المؤسسة بتغطية أصول النقدية لفروعها ففي مقابل النقدية و الأوراق المالية قصيرة الأجل و أوراق قبض كلها أصول تستحق بفترة قصيرة حيث يمكن للفروع الحصول في مقابل تلك الأصول على قروض أو إئتمان بنفس القيمة، وهو ما يؤدي إلى تلاشي مخاطر سعر الصرف و تكون هذه الوضعية في حالة ما إذا تواقعة مؤسسة دولية أن سعر صرف عملة معينة سيتعرض للإخفاض.

2_ إستراتيجية توقيت السوق :تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية و الأصول المالية الأخرى بعبارة أخرى تقتضي تلك الإستراتيجية بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية أو يقلل المخاطرة و إدراك متى يدخل إلى السوق الأسهم و متى يستثمر و متى يصبح من الأفضل له الخروج، إذ أن الكثير من الشركات و المؤسسات الدولية تحتفظ برصيدا النقدي في صورة محفظة تتضمن العديد من العملات الأجنبية ، إضافة إلى بعض الأوراق المالية الأجنبية سهلة التسويق، مثل شهادات الإيداع القابلة للتداول، و السندات الأجنبية مرتفعة الجودة و الإيداع في سوق العملات الأوربية و هو سوق رأس المال و النقد الدولي و الذي يتكون من مجموعة من البنك الأوربية التي تتعامل بعملة معينة و بهذا يستطيع المستثمر بيع هذه الأوراق المالية قصيرة الأجل وتسيلها عندما تتحسن الظروف و إعادة إستخدامها في شراء أسهم و أصول مالية عالية الجودة، و تقتضي هذه الإستراتيجية بأنه في حالة الراجح في السوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقتض لتدعيم المخصصات الموجهة للإستثمار في الأسهم العادية².

3_ إستراتيجية التنوع الدولي:هي عبارة عن إستراتيجية لتخفيض المخاطر تستخدم من أجل بناء المحفظة و تكون بختيار توليفة مختلفة من الأوراق محلية و أخرى أجنبية و يكون ذلك إما عن طريق شراء أسهم مؤسسات دولية أو شراء أسهم أجنبية(إما بشراء أسهم أجنبية مسعرة في سوق محلية أو شراء أسهم مسعرة في الأسواق الأجنبية) إذ يتعرض المستثمر إلى العديد من المخاطر

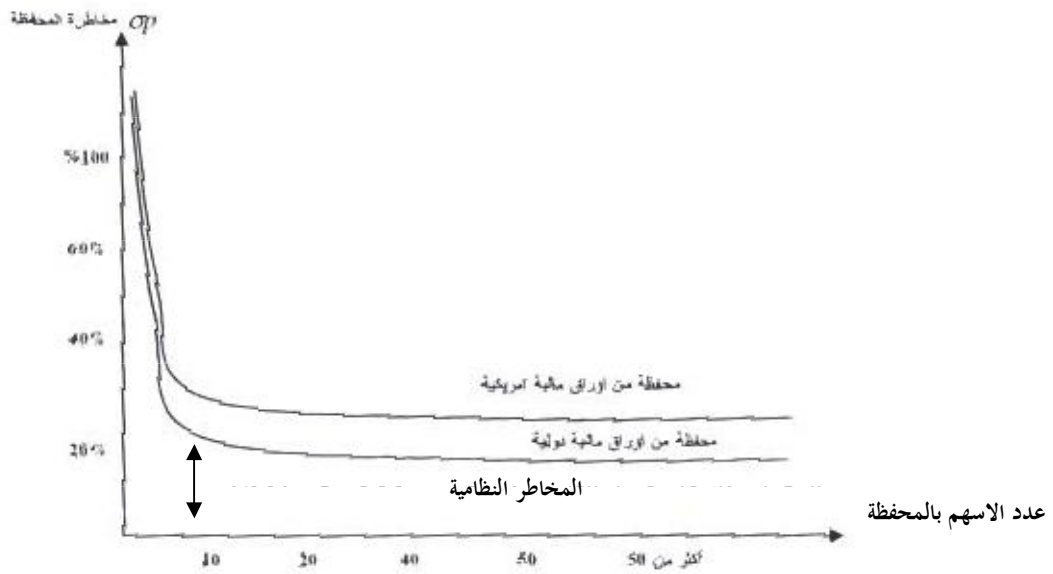
¹ - إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سبق ذكره ، ص : 468 .

² - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1998 ، ص ص : 488 - 489 .

الفصل الثاني:.....سمات وخصائص مخاطر سعر الصرف

كمخاطر تقلبات أسعار الصرف و التي تسبب خسائر له و لتوضيح ذلك إفتراض أن هناك مستثمر قام يتكون محفظة من أسهم أمريكية، و قام أحر بالتنوع دولياً و تكوين محفظته من أسهم أمريكية و أسهم من بلدان أجنبية فعندما يتعرض الإقتصاد الأمريكي لحالة كساد و أدى ذلك إلى إنخفاض قيمة العملة الأمريكية أمام العملات العالمية الأخرى (سعر صرفها)، كما حصل في الربع الأول عام 2008 فإن ذلك سينعكس سلباً على عوائد المحفظة المستثمر الأول، أما بالنسبة للمستثمر الثاني فإن إنخفاض قيمة الأسهم الأمريكية في محفظته سيعوضها بتحسين عوائد الأسهم الأجنبية و تكون هذه الإستراتيجية فعالة إذا كان معامل الارتباط بين عائد الأوراق المالية المحلية و العائد على الأوراق المالية الأجنبية ρ أو سالب أو موجباً غير تام، أما إذا كان ارتباط موجب تام (+1) أو قريب من ذلك فإن شراء الأوراق المالية الأجنبية لن يؤدي إلى تخفيفها المخاطرة¹، في المقابل يذهب بعض الكتاب للتقليل من أهمية التنوع الدولي (خاصة في الأسواق الكبرى)، و ذلك بفعل العولمة و الارتباط بين الدول مما قد يحد من فائدة التنوع الدولي ورغم ذلك تبقى أهمية التنوع الدولي للمحافظ المالية قائمة².

الشكل رقم : (2-2) تأثير التنوع الدولي على مخاطر المحفظة



¹ - أسعد حميد العلي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 240 - 241 .

² - فيصل حمدي ، مرجع سبق ذكره ، ص : 71 .

خلاصة الفصل الثاني :

لقد تناول هذا الفصل دراسة سعر الصرف الذي يمثل أداة الربط بين الإقتصاد المحلي و باقي الإقتصاديات ، و هو عبارة عن متغير جد حساس وذو أهمية بالغة القصى على المستوى المالي و الإقتصاد ، مع التطرق بشيء من التفصيل لأهم أنواعه و أنظمتة و النظريات المفسرة له ، حيث يتعرض هذا المتغير إلى الكثير من التقلبات التي تؤدي إلى حدوث إختلالات و إضطرابات على المستوى التبادل الدولي و المحلي.

إن الطبيعة المتغيرة و المستمرة لأسعار الصرف يجعل مالكي و متعاملي أسواق الصرف يتعرضون إلى حدوث خسائر ناتجة عن إنخفاض أسعار الصرف و هو ما يدعى بمخطر الصرف ، و الذي من شأنه تحقيق نتائج غير مرغوب فيها تؤدي إلى حدوث خسائر مادية قابلة للقياس ، و بما أن المخاطرة تعد من العناصر المهمة في إتخاذ القرار الإستثماري ، فإن الإهتمام بطرق قياسه يمكن المستثمر من إتخاذ قراراته على أسس سليمة و التي تحقق له أكبر عائد في ظل مستوى مخاطر مقبولة ، و لذلك وجدت عدة مقاييس لقياس هذا المخاطر ، أهمها الإنحراف المعياري و معامل الإختلاف اللذان يقيسان المخاطر الكلية إلى جانب التغيرات و معامل بيتا اللذان يقيسان المخاطر المنتظمة .

فإن الأهمية الكبيرة تسوجب عدم ترك تقلب سعر الصرف وفقاً لعوامل السوق ، وإنما تسييره و وفقاً للأهداف المتوخاة من قبل المستثمر ، و لمواجهة هذا الخطر إجتهد باحثو ، الإدارة المالية بوضع طرق أو تقنيات للحماية من هذا الخطر و التي تم تقسيمها إلى تقنيات تقليدية و أخرى حديثة ، وقد أثبت عجز السبل التقليدية و إستحالة إستخدامها للتغطية ضد المخاطر فكانت الأدوات المالية الحديثة و في مقدمتها المشتقات التي تتيح ظروف أفضل لتسيير التقلبات في أسعار الصرف ، و التي تنطوي تحت مايسمى بتقنيات التغطية أو التحوط ضد المخاطر المنتظمة و هي عموماً تتمثل في عقود المستقبلات و المبادلات و خيارات الصرف.

الفصل الثالث:

بناء محفظة الأوراق المالية في ظل
مخطر سعر الصرف

تمهيد:

بعد التطرق في الفصلين السابقين إلى عرض و مناقشة لمختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية، وللنظريات المفسرة لها، و لأهم المفاهيم المتعلقة بمخطر سعر الصرف و المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، سنقوم في هذا الفصل بإختبار و معرفة مدى تطابق المفاهيم و القواعد النظرية لمحفظة الأوراق المالية مع الواقع التطبيقي، من خلال الإعتماد على إستراتيجية التنوع الدولي لتدنته مخطر سعر الصرف في سوقي عمان و السعودية الماليين .

و من هذا المنطلق سنحاول في هذا الفصل من تطبيق مختلف المبادئ النظرية للمحفظة، و كذا مدى مساهمة التنوع الدولي في تدنته المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، و بالتالي سنقوم بالتطرق للنقاط التالية :

1-التعريف بسوقي عمان و السعودية الماليين، و عرض لأدائهما ؛

2_إختبار أهمية كل من عدد الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة و معامل الإرتباط فيما بينها في تدنته المخاطر النظامية ؛

3-إختبار أهمية التنوع الدولي في تدنته مخطر سعر الصرف ؛

4-إختبار مدى تأثير تقلبات سعر الصرف على الأصول المالية المكونة للمحفظة .

فكان التطرق إلى العناصر السابقة من خلال المباحث التالية:

✓ المبحث الأول:ظروف التنظيم و التسعير في بورصتي عمان و السعودية.

✓ المبحث الثاني: تحليل القطاعات و إختيار الشركات للبيئتين المدروستين.

✓ المبحث الثالث:بناء و تحليل محفظة مسعرة في بورصتي عمان و السعودية.

المبحث الأول: ظروف التنظيم و التسعير في بورصتي عمان و السعودية

نتناول في هذا المبحث تحليل شامل للبيئتين المدروستين، من خلال تحليل بيئة النظام المالي و الإقتصادي للأردن و السعودية، بالتطرق إلى الوضعية العامة لإقتصاد البلدين و كذا النظام المالي الخاص بهما، ثم القيام بتحليل دقيق لبورصتي عمان و السعودية، و إبراز الإطار التنظيمي و القانوني و كذا شروط الإدراج و التداول في هاتين البورصتين .

المطلب الأول: الوضعية العامة للإقتصاد الأردني و السعودي

سيتم في هذا المطلب التطرق للوضعية العامة للإقتصاد الأردني و السعودي خلال 2009 - 2010 .

أولاً: وضعية الإقتصاد الأردني

حقق الإقتصاد الأردني نمواً قوياً في السنوات الأخيرة بعد إجراء عدد من الإصلاحات الرئيسية من قبل الحكومة، و مع ذلك فإن الإقتصاد الأردني يواجه إرتفاع عجز الموازنة وضعف النمو الإقتصادي، إذ يعود تراجع في النمو الإقتصادي للأردن سنة 2009 للإضطرابات الإجتماعية و السياسية التي تعصف بالمنطقة حيث تراجع النمو الإقتصادي الأردني خلال نهاية سنة 2009 و الربع الأول لسنة 2010 بنسبة 2,3 بالمئة، إذ أن التطورات المختلفة للمؤشرات الإقتصادية أدت إلى تراجع الكثير منها، فقد سجل الداخل السياحي و تحويلات من الخارج إنخفاض بنسبة 16 و 4,8 بالمئة على التوالي سنة 2009 بالإضافة إلى تراجع الإستثمار الأجنبي المباشر في الأردن خلال الربع الأول من سنة 2009، كذلك عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات سجل إرتفاعاً ملموساً خلال الربع الأول من سنة 2010 يعادل ما نسبته 12,1 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي مقابل 4,5 بالمئة من العام الماضي حيث من المتوقع أن ينمو الإقتصاد الأردني بنسبة 3,3 بالمئة فقط سنة 2011.

إذا أن نجاح السياسة الإقتصادية الكلية الأردنية لا تعتمد فقط على نظام الصرف المتبع و إنما تعتمد على إستمرار إتباع هذه الأخيرة على صعيد الموازنة العامة و ميزان المدفوعات و السياسة النقدية، حيث تسعى الإستراتيجية الإقتصادية إلى تحقيق التوازنات الداخلية و الخارجية و هذا من أجل تخفيض عجز الموازنة و الوصول إلى توازن في ميزان مدفوعاتها و إعتقاد سياسة نقدية تخدم النمو غير التضخمي، حيث أن الواقع العلمي أثبت أن سياسة سعر الصرف الأردنية و المتمثلة في ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي قد خدمت الإقتصاد الأردني بشكل فعال، فقد أسهمت هذه السياسة في ترسيخ الإستقرار النقدي بالمحافظة على ملمح تضخم منخفض وزيادة تنافسية الصادرات الوطنية و التي حققت نمواً عالياً خلال السنوات الماضية كما أفضت إلى تعزيز الثقة بالإقتصاد و الدينار الأردني، الأمر الذي مكن البنك المركزي من بناء إحتياطاته من العملات الأجنبية لتبلغ مستويات قياسية بـ 11,9 مليار دولار أمريكي خلال سنة 2010 و هو ما يكفي لتغطية مستوردات المملكة لحوالي 8 أشهر تقريباً، كما نمت الصادرات الوطنية بمعدلات غير مسبوقه لتصل 12,1 بالمئة لنفس السنة. و بفضل المنح الخارجية التي تلقتها المملكة أخيراً و

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

خصوصاً من الأزمات في المملكة العربية السعودية ،أدى ذلك إلى إنتعاش الإقتصاد الأردني و عودت توازناته الكلية في الربع الرابع من سنة 2010¹.

ثانياً: وضعية الإقتصاد السعودي

واصل الإقتصاد السعودي نموه رغم الظروف العالمية غير المواتية و المتمثلة في الأزمة المالية العالمية و ما نتج عنها من تراجع كبير في أسعار النفط سنة 2009 و على الرغم من تبعات هذه الأزمة إلا أن تضافر السياستين المالية و النقدية في المملكة و تواصل الإصلاحات الهيكلية و التنظيمية مكن الإقتصاد السعودي من مواصلة نموه في سنة 2009، حيث حققت معدلات نمو اقتصادي مقبول مع إنخفاض المستوى العام للأسعار و إنتعاش الإقتصادي السعودي في سنة 2010 .

و بالذكر أن الإقتصاد السعودي يعتمد على المداخيل النفطية بشكل رئيسي، إذ شهد سوق النفط تراجعاً و تشير مصادر (الأوبك) إلى أن الأسعار شهدت تراجعاً ملحوظاً في سنة 2009 تراجع سعر برميل النفط السعودي بنسبة 35,2 في المئة يبلغ 21,4 دولار للبرميل، و نتيجة لتراجع كل من أسعار و كميات النفط المنتجة أدى بدوره إلى تراجع الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية إلى 46,7 في المئة في نهاية سنة 2009 و بداية 2010 .

حيث سجل القطاع المصرفي العديد من التطورات الهامة في نهاية سنة 2009 من خلال إرتفاع رأس مال و إحتياطيات المصارف التجارية بنسبة 24,1 في المئة ليصل إلى 163,6 مليار ريال، و هذا ما أدى إلى وجود إحتياطيات نقدية في المصارف مما يعزز الوضع الإقتصادي للبلد، كما شهد الحساب الجاري تراجعاً بنسبة 82,8 في المئة ليبلغ 85,4 مليار ريال في عام 2009، لكن حقق فائض في سنة 2010 ليصل في الربع الأول من السنة إلى 91,3 مليار ريال، حيث أن الوضع الإقتصادي السعودي كان جيداً خلال سني 2009-2010 رغم تراجع بعض المؤشرات في سنة 2009 وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية و على الرغم من ذلك فقد تجاوز الإقتصاد السعودي ذلك و هذا لقوته و تكيفه مع الأوضاع الإقتصادية العالمية و هذا راجع للسياسة الإقتصادية الفعالة التي تتبعها الحكومة السعودية التي ساعدت بعودة إنتعاش الإقتصاد السعودي سنة 2010².

المطلب الثاني: لمحة حول النظام المالي الأردني و السعودي

أولاً: لمحة حول النظام المالي الأردني

1-البنك المركزي: باشر البنك المركزي الأردني أعماله في اليوم الأول من شهر تشرين الأول لعام 1964 وفقاً لقانون البنك المركزي الأردني رقم 4 لعام 1959 و تعديلاته ليحل محل مجلس النقد الذي أنشئ عام 1950 بموجب القانون المؤقت رقم 35 لعام 1949، فقد تم إصدار قانون البنك المركزي رقم 23 لعام 1971 و تعديلاته الذي حل محل القوانين السابقة رقم 4 لعام

¹ -بدون مؤلف، http://www.jobtimes.info/show_news.php?n_id=229، تاريخ التصفح: 2012/04/20.

² - مؤسسة النقد العربي السعودي ، التقرير السنوي السادس و الأربعون ، الإدارة العامة للأبحاث الإقتصادية و الإحصاء ، المملكة العربية السعودية ، 2010 ، ص 28-33 .

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

1954 و رقم 93 لعام 1966 وقد منحت المادة الثالثة من القانون إستقلالية للبنك إدارياً و مالياً لتمكينه من أداء مهامه بكفاءة و مرونة عالية، أما بالنسبة لأهداف البنك المركزي فقد حددتها المادة الرابعة من قانون البنك المركزي بالمحافظة على الإستقرار النقد و ضمان قابلية تحويل الدينار الأردني و من ثم تشجيع النمو الإقتصادي المستدام وفق السياسة الإقتصادية العامة للحكومة إذ يتكون النظام البنكي الأردني من :

البنك المركزي الذي يرأس القطاع المصرفي و خمسة و عشرون بنكاً منها: ثلاثة عشر بنك تجاري و تسعة بنوك أجنبية بالإضافة إلى ثلاثة بنوك إسلامية.

2-إدارة السياسة النقدية :

إن السياسة النقدية في الأردن مرت بمراحل لتصل لما هي عليه في الوقت الحالي، ويمكن قسيم المراحل التي مرت بها إدارة السياسة النقدية في الأردن إلى مرحلتين، إمتدت المرحلة الأولى منها ، منذ شرع البنك المركزي بمباشرة أعماله و حتى الأزمة الإقتصادية و المالية في أواخر الثمانينات، أما المرحلة الثانية و التي غلبا عليها طابع الإدارة غير مباشرة للسياسة النقدية فقد إبتدأت منذ عام 1990 و فيما يلي أبرز ملامح هاتين المرحلتين :

المرحلة الأولى 1964 -1989 :

إتسمت هذه المرحلة بالتركيز على إستخدام الأدوات التقليدية للسياسة النقدية و المتمثلة في تغيير سعر إعادة الخصم و نسبة الإحتياطي النقدي الإلزامي بهدف التأثير على توسع السيولة المحلية، و لم يلجأ البنك المركزي لإستخدام عمليات السوق المفتوحة إلى في مرحلة متأخرة و تحديداً مع بداية 1988، أما السمة الثانية التي إتسمت بها هذه المرحلة فتتمثل في التدخل المباشر من قبل البنك المركزي لتحديد حجم و كلفة و وجهة الإئتمان، إلى جانب التأثير على هيكل المحفظة المالية للبنك، حيث أن هذا التدخل كان في حينه مبررا بتحقيق بعض الأهداف الإقتصادية و الإجتماعية، و على رغم من نجاح السياسة النقدية في تحقيق جانب من أهدافها خلال تلك المرحلة، إلا أنها أحدثت تشوهات هيكلية في السوق المصرفي و أبرز هذه التشوهات تراجع معدل النمو الإقتصادي، إرتفاع معدل التضخم و تدهور سعر صرف الدينار الأردني¹.

المرحلة الثانية 1990 -2004 :

في هذه المرحلة شرعت الحكومة الأردنية، و بالتعاون مع كل من صندوق النقد و البنك الدوليين بتطبيق برامج إصلاح إقتصادي شملت مختلف القطاعات الإقتصادية بما فيها القطاع النقدي و المصرفي و كان من أبرز سمات الإصلاحات النقدية في هذه المرحلة التحول نحو قوى السوق في إدارة السياسة النقدية من خلال الشروع في تحرير أسعار الفائدة، وكانت هذه الخطوة الأولى من أجل تهيئة البيئة المناسبة لتبني البنك المركزي لعمليات السوق المفتوحة كأداة رئيسية لإدارة السياسة النقدية، و هو الأسلوب الأكثر شيوعاً في إدارة السياسة النقدية عند البنوك المركزية في الدول المتقدمة .

¹ - البنك المركزي الأردني، http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=146، تاريخ التصفح: 2012/04/26.

3- سياسة الصرف :

لقد كان إستقرار سعر صرف الدينار في مقدمة أولويات السياسة النقدية و سياسة الصرف المعتمدة من طرف الأردن، و ذلك لأن هذا الإستقرار يمثل ركناً هاماً من أركان الإستقرار النقدي الذي يعتبر أمراً ضروريا لتوفير البيئة المناسبة للإستثمار، حيث تؤثر سياسة الصرف المتبعة في الدولة على قرار الذي يتخذه المستثمر في محفظته المالية المسعرة بعملة هذه الدولة، إذ أن المستثمر لا يمكنه تسيير محفظته المالية بشكل جيد إذ كانت هناك قيود لسعر الصرف من طرف الدولة .

لضمان هذا الإستقرار، عمد البنك المركزي الأردني إلى ربط الدينار الأردني إما بعملة مفردة أو بسلة من العملات بإستثناء فترة قصيرة (أو أحر عام 1988 و أوائل عام 1989) عندما تم تعويم سعر بصرف الدينار في أعقاب الأزمة المالية و الإقتصادية التي تعرض لها الإقتصاد الأردني .

فحني عام 1967 إرتبط الدينار بالجنيه الإسترليني على أساس سعر تعادل جنييه إسترليني واحد لكل دينار، و هو سعر التعادل الذي تم إعماده عند إصدار الدينار الأردني الأول مرة في عام 1950، و عندما تم تخفيض الجنيه في عام 1967، قرر البنك المركزي التحول للربط مع الدولار الأمريكي بنفس سعر التعادل و البالغ 2,8 دولار لكل دينار ثم في 1975 فك الإرتباط بالدولار الأمريكي و التحول لربطه بسلة وحدة حقوق السحب الخاص و بسعر تعادل 2,578 وحدة حقوق سحب خاص لكل دينار و بهامش تذبذب +2,25 بالمائة، و في عام 1986 ثم ربط الدينار بسلة عملات خاصة تعكس علاقات الأردن التجارية مع العالم الخارجي، و بهدف تقليص الفجوة بين السعر الرسمي و السعر في الأسواق الموازية، بدأ البنك المركزي في 1989 التدخل في سوق الصرف بائعا و مشتريا للعملات الأجنبية، ولقد تمكن هذا الأخير من توحيد سعر الصرف و عادة الإستقرار إليه إعتباراً من 1990/2/17 و ذلك عند سعر وسطي 672 فلسا للدولار الأمريكي¹، و بتاريخ 1995/10/23 و بعد إنجاز نسبة كبيرة من الإصلاحات في القطاع النقدي و المصرفي قررّ البنك المركزي ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي عند سعر وسطي 709 فلسا للدولار بهدف تحقيق درجة أكبر من الإستقرار في سعر صرف الدينار، ما باقى العملات الأجنبية الرئيسية الأخرى، فيتم تحديد سعر صرفها مقابل الدينار وفقا لتطورات أسعار صرف تلك العملات مقابل الدولار في أسواق المال العالمية، و يهدف هذا القرار إلى تعزيز الثقة في الدينار الأردني كعملة إدخار و ذلك من خلال تأكيد فرق الفائدة بين الدينار و الدولار لصالح الدينار و عدم تأثره بتقلب سعر صرف الدينار مقابل الدولار، كما تحقق هذه السياسة الإستقرار في أسعار الصرف و تخفف من مخاوف و مخاطر تقلبات العملة، الأمر الذي سيسهم في زيادة التدفقات الرأسمالية و جذب الإستثمارات الخارجية إلى الأردن لتكوين محافظ مالية مسعرة بعملة هذه الدولة من قبل المستثمرين الأجانب².

¹ - البنك المركزي الأردني، http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=147#top، تاريخ التصفح: 2012/04/26.

² - بدون مؤلف، http://www.jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=3116، تاريخ التصفح: 2012/04/26.

ثانيا : لمحة حول النظام المالي السعودي .

1-البنك المركزي :

أنشئت مؤسسة النقد العربي السعودي، المصرف المركزي للمملكة العربية السعودية في عهد جلالة الملك عبد العزيز بموجب مرسومين ملكيين بتاريخ 1371/7/25 هـ الموافق لـ 1952/04/20م الأول برقم 1046/1/4/30، وقضى بإنشاء مؤسسة النقد العربي السعودي و أن تكون مدينة جدة مقرا لها وتفتح لها فروع في المدن التي تدعو إليها الحاجة، و الثاني برقم 1047/1/4/30 بإعتماد وثيقة النظام الأساسي لمؤسسة النقد العربي السعودي الملحقه بالرسوم و الأمر بوضعها موضع التنفيذ، و بدأت مؤسسة النقد العربي السعودي مزاولة عملها بتاريخ 1952/10/4، إذ يتكون النظام البنكي السعودي من: مؤسسة النقد العربي السعودي التي تتأسس القطاع المصرفي، بالإضافة إلى عشرون بنكاً ينشط في المملكة.

2- السياسة النقدية :

إن سياسة النقدية في المملكة العربية السعودية تقوم على إجراء تدابير التي يتخذها البنك المركزي لغرض تحقيق أهداف السياسة النقدية من خلال :

المحافظة على إستقرار مستوى الأسعار بما في ذلك سعر طرف الريال السعودي، كما هو معرف فإن المملكة العربية السعودية تتبع نظام سعر الصرف الثابت للريال مقابل الدولار منذ عام 1986 حيث أن هذا الهدف يعد من بين الأهداف الرئيسية للسياسة النقدية في المملكة و تسعى مؤسسة النقد العربي السعودي للمحافظة على إستقرار و تطوير القطاع المالي حيث تحقق مؤسسة النقد العربي هذه الأهداف من خلال الإحتياطي القانوني فطبقاً للمادة السابعة من نظام مراقبة البنوك الصادر بالمرسوم رقم م / 5 في 1386/2/22 هـ وجب على البنوك العاملة في المملكة بإحتفاظ إلزامية، و كذلك إجراء إتفاقيات إعادة الشراء الأوراق المالية الحكومية من أهم الأدوات المتاحة لمؤسسة النقد لإدارة السيولة النقدية المحلية،¹ وكذلك تقوم بعمليات المقاصة في النقد الأجنبي و التي تتم بناءً على أسعار الفائدة السوقية على تدفقات رأس المال من خلال تخفيف إضطرابات السياسة النقدية الناتجة عن تطورات في أسواق الصرف الأجنبي حيث تطورت السياسة النقدية السعودية من سنة لأخرى لكن بقيت نفس الأهداف قائمة، إلى غاية الأزمة المالية العالمية الأخيرة حيث إستمرت مؤسسة النقد العربي العودي إلى إتباع سياسة نقدية توسعية بدأت منذ الربع الأخير لعام 2008 من أجل تحقيق الإستقرار في القطاع المالي و دعم النشاط الإقتصادي المحلي عبر تعزيز السيولة حيث أن كل هذه التدابير المتخذة من طرف مؤسسة النقد العربي الغرض منها هو تهيئة البيئة المناسبة لإدارة السياسة النقدية بفاعلية و المحافظة على قيمة العملة و كذا التحكم في سعر الصرف من خلال السياسة النقدية المتبعة بإحكام و ترك له حرية التقلب في حدود ضيقة .

3_ سياسة الصرف :

إن الإستقرار النقدي الذي تحظى به المملكة العربية السعودية ساعد في بناء سياسة صرف جيدة و متينة و يرجع ذلك للسياسة النقدية المتبعة في الدولة إذ تسمح هذه السياسة بإعطاء نظرة واضحة و شاملة للمستثمر، فتجدر الإشارة أن من المهام

¹ - مؤسسة النقد العربي، <http://www.sama.gov.sa/AboutSAMA/Pages/SAMAFUNCTION.aspx>، تاريخ التصفح: 2012/04/26.

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

الأولى التي أقيمت على مؤسسة النقد العربي هو إستكمال نظام النقد المتبع في المملكة فطرح في سنة 1952 الجنيه الذهبي السعودي و الذي حدد صرفه بمبلغ 40 ريالاً ففضياً سعودياً، أي ما يعادل (10,90) دولار، و هو سعر متوافق مع السعر المستهدف للريال مقابل الدولار (3,70) ريالاً للدولار الواحد إذ أن السياسة المتبعة في المملكة هي ربط سعر صرف الريال مقابل الدولار و هذا بهدف تحقيق درجة أكبر من الإستقرار في سعر صرف الريال، أما باقي العملات الأجنبية فيتحدد سعر صرفها مقابل الريال وفقاً لتطورات أسعار صرف تلك للعملات مقابل الدولار في الأسواق المالية العالمية .

إذ أن سعر الصرف شهد تطوراً خلال السنوات القليلة الماضية إذ أن قرار المجلس الأعلى لمجلس التعاون دول الخليج في ديسمبر 2000 بإعتماد الدولار الأمريكي مثبتاً مشتركاً لعملاتها ابتداءً من جانفي 2003 و تثبيت أسعار صرفها الثنائية و المحافظة على ثباتها معه حث تبني عملة موحدة لدول مجلس التعاون الخليجي، واصلت مؤسسة النقد العربي السعودية خلال عام 2009-2010 المحافظة على الربط الرسمي سعر صرف الريال السعودي مقابل الدولار الأمريكي عند 3,75 ريال لكل دولار، إذ أن المؤسسة لم تقم بإجراء أي عمليات مقيضة النقد الأجنبي نتيجة توافر السيولة الكافية بالدولار في النظام المصرفي، و بالتالي إستقرار سعر الصرف الريال عند مستواه، الأمر الذي يجعل السوق السعودي جذابة بالنسبة للمستثمرين الأجانب لما تحققه لهم من رؤية أحسن و ضمان تحويل نتائج إستثمارهم الممثلة في محافظ مالية دولية مع درجة عالية من الإطمئنان تجاه ثبات مخطر الصرف و كذا توفر لهم القدر الكافي من الحرية لإختيار سياسة سعر صرف مناسبة التي تحقق لهم مرونة في تسيير محافظهم المالية ، من خلال تخفيف خطر الصرف بالمحفظة على إستقرار سعر الصرف الريال المتمثل في السعر الفعلي الحقيقي و بهذا المتعلق تصبح سياسة الصرف السعودية ملائمة لإستقطاب و جذب أكبر عدد من المستثمرين الأجانب¹.

المطلب الثالث : الإطار التنظيمي لسوقي عمان و السعودية الماليين

سنستعرض في هذا المطلب للإطار التنظيمي للسوقين الماليين محل الدراسة من خلال مايلي :

أولاً الإطار التنظيمي لسوق عمان المالي

1-نشأة سوق عمان المالية :

تأسست بورصة عمان في 1999/3/11 كمؤسسة مستقلة إدارياً و مالياً لا تهدف إلى الربح و تدار من قبل القطاع الخاص و هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم للتداول الأوراق المالية في المملكة ، حيث تخضع هذه السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية و ذلك إستناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 و الذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة².

¹ -مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير سنوي السادس و الأربعون ، مرجع سبق ذكره ، ص ص :47-49 .

² - سوق عمان المالي، <http://194.165.154.74/ar/node/844>، تاريخ التصفح: 24/ 04/2012.

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء و مدير تنفيذي يتولى إدارة و متابعة الأعمال اليومية لبورصة، تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين و الوسطاء لحسابهم و أي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، و الذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة .

و كذلك تلتزم بورصة الأردن بتوفير مبادئ العدالة و الشفافية و الكفاءة و السيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة و صحية لتداول الأوراق المالية و ترسيخ أسس التداول السليم و العادل، و حماية المتعاملين في سوق رأس المال، و القيام بذلك قامت بورصة الأردن بتطبيق أنظمة و تعليمات تتماشى مع المعايير العالمية، و عليه فإن بورصة الأردن تحرص على إقامة علاقات تعاون مع البورصات و الجمعيات و المنظمات العالمية و إبرام الإتفاقيات معها، و المشاركة في المؤتمرات و الندوات العربية و العالمية و هي عضو فاعل في إتحاد أسواق المال العربية، و إتحاد البورصات الأوربية الآسيوية، و الإتحاد الدولي للبورصات، و المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية .

2-أهداف سوق عمان المالي :

يسعى سوق عمان المالي إلى تحقيق الأهداف التالية¹:

- خلق سوق إستثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للإقتصاد الوطني؛
- تنظيم عملية إنتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع و التقاص و التسوية بتوفير أنظمة إلكترونية حديثة للقيام بالعملية بسرعة ؛
- مراقبة عمليات التداول في السوق و التنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات ؛
- وضع معايير للسلوك المهني لضمان إلتزام أعضائها بمبادئ التداول العادل و السليم ؛
- النشر الفوري و الصحيح للمعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، من خلال إعداد تقارير بناء على تلك المعلومات .

3-تقسيمات السوق:

يشمل هيكل السوق الثانوية للأوراق المالية التقسيمات التالية :

- السوق الثانوي:**السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين و الأنظمة و التعليمات المعمول بها.
- السوق الأول:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان .
- السوق الثاني:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان .

¹ - سوق عمان المالي، <http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86>

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

السوق السندات : ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية و إسند القرض الصادرة عن المؤسسات العامة و الشركات .

التحويلات خارج القاعة : ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الأثرية و العائلية¹.

4-هيئة الأوراق المالية :

أ-تأسيس هيئة الأوراق المالية:

تأسست هيئة الأوراق المالية الأردنية بموجب أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997 ثم بصدر قانون رقم (76) لسنة 2002 قانون الأوراق المالية إلى إنشاء هيئة تسمى (هيئة الأوراق المالية)² تتمتع بالشخصية اعتبارية ذات إستقلال مالي و إداري و لها بحدده الصفة تملك الأموال المنقولة و القيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق أهدافها بما في ذلك إبرام العقود و الإقتراض ، و تتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية و تطويرها ، و إصدار اللوائح و التعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية من أجل توفير المناخ الملائم للإستثمار في السوق و ترتبط هذه الهيئة مباشرة برئيس الوزراء.

تهدف الهيئة و بصورة خاصة إلى تحقيق مايلي :

-حماية المستثمرين في الأوراق المالية ؛

-تنظيم سوق رأس المال و تطويره بما يكفل تحقيق العدالة و الكفاءة ؛

-حماية سوق رأس المال من المخاطر التي قد يتعرض لها .

ب-مهام و صلاحيات الهيئة :

و تتولى الهيئة في سبيل تحقيق أهدافها المهام و الصلاحيات الرئيسة التالية :

-تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية المتعامل بها ؛

-ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل و دقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين و المتعلقة بالإصدارات العامة للأوراق المالية ؛

-تنظيم شؤون الترخيص و الإعتماد و مراقبة أعمال المرخص لهم و المعتمدين في سوق رأس المال³.

ثانيا : الإطار التنظيمي لسوق السعودية المالي

1-نشأة سوق السعودية المالي :

بدأت الشركة السعودية للمساهمة نشاطها في أوسط الثلاثينات عندما تم تأسيس الشركة العربية كأول شركة مساهمة في المملكة، و ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية إلى غاية أوائل الثمانينات إذ تمّ في عام 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية

¹ - سوق عمان المالي، <http://194.165.154.74/ar/node/836> ، تاريخ التصفح: 24/04/2012.

² - قانون الأوراق المالية، http://exchange.jo/sites/default/files/sec_laws_arabic.pdf ، تاريخ التصفح: 24/04/2012.

³ - نفس الموقع السابق .

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

و الإقتصاد الوطني و وزارة التجارة و مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تطوير و تنظيم السوق، و مرت سوق المالية بعدت تغيرات إلى غاية صدور نظام السوق المالية في 2009/7/31 و تشكيل هيئة السوق المالية كجهة إشرافية و رقابية حيث شكلت نقلة نوعية مهمة في هيكل السوق المالية السعودية .

تم تأسيس شركة السوق المالية السعودية بموافقة مجلس الوزراء السعودي في الجلسة المنعقدة يوم الاثنين 19 مارس 2007 برئاسة الملك عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية بإسم " شركة السوق المالية السعودي (تداول) و هي مؤسسة مستقلة إداريا و مالياً ، و هي الجهة الوحيدة المخول لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية، و يأتي القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة ، يبلغ رأسمالها 1,2 مليار ريال، مقسماً إلى 120 مليون سهم مملوكة بالكامل لصندوق الإستثمارات العامة، كما ينص النظام الأساسي للشركة بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للإكتتاب العام في الوقت الذي تحدده، الجمعية العامة غير العادية للشركة .

و تدار السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء، و ترشح من مجلس هيئة السوق المالية، و تشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، و ممثل من وزارة التجارة و الصناعة، و ممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودي، و أربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة و ممثلين عن الشركات المساهمة المدرجة .

2-أهداف سوق السعودية المالي :

يهدف سوق السعودية المالي (تداول) إلى تحقيق مايلي :

- إدارة و تشغيل السوق المالية بكل كفاءة و تقديم خدمات متميزة و ذات جودة عالية ؛
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الإستثمارية لدى المستثمرين ؛
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائها (الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، مزودي البيانات، و غيرهم)؛
- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات إستثمارية و تمويلية تنافسية ؛
- ترسيخ قواعد السلوك المهني و الإنضباط بين الوسطاء و موظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الإلتزام؛
- تنظيم عمليات بيع و شراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين¹ .

3-هيئة السوق المالية :

أ-تأسيس هيئة السوق المالية :

تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 2003/7/31 و هي هيئة حكومية ذات إستقلال مالي، وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، و تتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية و تطويرها، وإصدار اللوائح و القواعد و التعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية، من أجل توفير المناخ الملائم للإستثمار في

¹ - سوق السعودية المالي، <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c/1/04> ، تاريخ النسخ: 2012/04/26.

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

السوق، و زيادة الثقة فيه،و التأكد من إلتزام شركات المساهمة المدرجة في السوق بالإفصاح و الشفافية، و حماية المستثمرين و المتعاملين بالأوراق المالية¹.

ب- مهام و صلاحيات الهيئة :

بين نظام السوق المالية صلاحيات هيئة السوق المالية و مهامها و من أهمها نذكر :

- تنظيم السوق المالية و تطويرها، و تنمية و تطوير أساليب الأجهزة و الجهات العامة في تداول الأوراق المالية ؛
- حماية المواطنين و المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو التي تنطوي على إحتيال أو تلاعب ؛
- العمل على تحقيق العدالة و المصدقية و الثقافية في معاملات الأوراق المالية ؛
- تنظيم إصدار الأوراق المالية و مراقبة التعامل بها؛
- تنظيم و مراقبة أعمال و نشاطات الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية².

المطلب الرابع: شروط و التداول في سوقي عمان و السعودية الماليين

سنقوم في هذا المطلب بإستعراض لأهم شروط التداول و الإدراج الخاصة بكلى السوقيين محل الدراسة من خلال مايلي :

أولا : شروط الإدراج و التداول في سوق عمان المالي .

1-تعليمات إدراج الأوراق المالية:

يتوجب على جميع شركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة التقدم بطلب من أجل إدراج أسهمها في الأسواق المالية المرخصة في الدولة،من خلال الحصول على ترخيص من قبل هيئة الأوراق المالية كخطوة أولى ثم التقدم بطلب إدراج أسهما في السوق المالية.

إذ أن تعليمات إدراج الأوراق المالية الصادرة بالإستناد لأحكام المادة (72) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة

2002 بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية المؤرخ في 2004/4/26، و وفق هذه التعليمات تكون شروط إدراج

الأوراق المالية لشركة المساهمة العامة المتواجدة في الدولة كالتالي³:

- أن تسجيل المؤسسة أوراقها المالية لدى هيئة الأوراق المالية ؛

-إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية ؛

-توقيع المصدر إتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق و إلتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية .

إن على الجهة المصدرة تقديم طلب الإدراج لكامل الإصدار مرفقا به جميع الوثائق و المستندات المطلوبة وفقا للنموذج المعد لهذه

الغاية،إذ يشترط على الشركات الراغبة في الإدراج ما يلي :

¹ -هيئة السوق المالية،التقرير الأول لهيئة السوق المالية ، المملكة العربية السعودية ، 2004/7/1 – 2006/12/31 ، ص : 16 .

² - هيئة سوق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص : 16 .

³ - سوق عمان المالي، <http://194.165.154.74/ar/node/810>، تاريخ التصفح: 2012/04/26.

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني؛
 - أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (100%) من رأس مالها المدفوع؛
 - تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال سنوات الأخيرة ؛
 - أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها بتاريخ إنتهاء سنتها المالية عن (5%) إذا كان رأس مالها (50) مليون دينار فأكثر، و (10%) إذا كان رأس مالها أقل من (50) مليون دينار؛
 - أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ إنتهاء سنتها المالية عن (100) مساهم؛
 - أن لا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن (20%) من عدد أيام التداول الكلي خلال آخر اثني عشر شهراً و أن يكون خلال نفس الفترة قد تم التداول بـ (10%) على الأقل من الأسهم الحرة للشركة .
- كما تتمثل شروط إدراج صندوق الإستثمار غير الأردني بطلب إدراج أسهمه أو وحداته الإستثمارية إلى البورصة بعد تسجيله لدى الهيئة بالشروط التالية :

- أن لا تقل القيمة الإسمية لأسهم الصندوق ووحداته الإستثمارية أو قيمته موجوداته عن (5) مليون دينار أردني ؛
- أن تكون أسهم الصندوق أو وحداته الإستثمارية المملوكة من قبل (100) شخص على الأقل ؛
- أن يكون قد مضى سنتان على إدراج الصندوق في بورصة غير أردنية و أن يقدم الصندوق وثيقة مصدقة من جهة التي يخضع الصندوق لرقابتها في بلد الأصل تفيد بموافقتها على إدراج هذا الصندوق في البورصة¹.

2_ التداول في سوق عمان المالي :

تقوم سوق عمان المالي بتوفير أنظمة إلكترونية و وسائل ربط و قاعات مجهزة بالأدوات و الوسائل التقنية الحديثة، التي تظهر البيانات أوتوماتيكياً على شاشات العرض وفق للتعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان سنة 2004 و قد عمدت معظم الأسواق المالية إلى إستخدام نظم تداول إلكترونية مشابهة وذلك لما يوفره هذا النظام من الدقة و سرعة معالجة المعلومات و يقوم هذا النظام بالتوفيق بين أوامر للشراء و أوامر البيع التي يتلقاها، فيعد أن يغطي المستثمر أوامره للوسيط المعتمد، إذ يقوم هذا الأخير بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الذي يقوم إلكترونياً بمطابقة أوامر البيع والشراء بالنسبة للورقة المالية، و يقوم الجهاز بالنشر الفوري و الصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت، مما يضمن للمستثمرين الحصول على معلومات اللازمة و المواثبة لإتخاذ قراراته الإستثمارية، و من أجل حماية فعالية التداول في السوق، قام سوق عمان المالي، بمراقبة عمليات التداول بالتنسيق مع هيئة الأوراق المالية في متابعة عمليات التداول و التأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقاً للوائح و أنظمة السوق².

¹ - نفس الموقع السابق .

² - سوق عمان المالي، <http://www.ase.com.jo/ar> ، تاريخ التصفح: 2012/04/26.

ثانيا: شروط الإدراج و التداول في سوق السعودية المالي

1_شروط الإدراج في سوق السعودية المالي

أن شروط إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة العامة المتواجد في الدولة للتداول في سوق المالي تتمثل فيما يلي:

- أن تكون الشركة مسجلة لأوراقها المالية لدى هيئة السوق المالية كخطوة أولى، ثم إيداعها لدى مركز إيداع الأوراق المالية؛

-تقدم طلب من طرف الجهة المصدرة لإدراج أسهمها في السوق المالية مرفقا بجميع الوثائق المطلوبة من طرف الهيئة ؛

-توقيع المصدر إتفاقية الإدراج مع البورصة (تداول) التي تحدد حقوق و إلتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية .

و من أهم الشروط التي يتوجب توفيرها من أجل إدراج الشر كات في السوق المالية السعودية مايلي :

- أن تكون الشركة عبارة عن شركة مساهمة عامة ؛

_ أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن السنتين، وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات

، مقيد في جدول الحسابات العاملين و مخول لهم بتدقيق حسابات شركات المساهمة ؛

-إن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (100%) رأس مالها المدفوع ؛

- إن لا يقل صافي موجودات الشركة عن (20%) من رأس مالها المدفوع ، و أن تكون قد حققت أرباحا صافية قابلة للتوزيع

على المساهمين خلال السنتين الماليتين الأخيرتين على الأقل ؛

- أن لا يقل عدد مساهمي الشركة عند إنتهاء السنة المالية عن (100) مساهم ؛

-أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها و نتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية ، و ذلك قبل السماح بتداول أسهمها في سوق¹ .

2-التداول في سوق السعودية المالي :

سعت السوق المالية السعودية (تداول) منذ تأسيسها إلى تطبيق أحداث أنظمة التداول الإلكترونية ، حيث كان أول

أنظمتها نظام "ESIS" للتداول الإلكتروني ، الذي تم تشغيله في سنة 1990 ، و مع زيادة الإقبال و نمو العمليات و أحجامها

تطلب ذلك قيام (تداول) بتطوير البرامج و الأنظمة لزيادة قدرة الإستيعابية للأنظمة و مقابلة النمو المتزايد قامت تداول في عام

2006 بتوقيع عقد تصميم و تنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة (OMX) السويدية، حيث تتكون أنظمة التداول

الجديدة من عدد من برامج التشغيل الإلكترونية الحديث التي تتولى معالجة العمليات و الإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول،

من صفقات، تسويات التقاص، كما تقوم هذه الأنظمة بسلسلة من العمليات السريعة كتصنيف الأوامر حسب أنواعها و وقت

إدخالها ولعبارها و تحديد أولوية التنفيذ تمهيداً لمطابقتها و إستكمال عمليات البيع و الشراء المتعلقة بالأوراق المالية .

و ترتبط الأنظمة الخاصة بشركات الوساطة بنظام السوق الذي يتيح لها إدخال و صيانة جميع أوامر البيع

و الشراء، كذلك الحصول على معلومات السوق و الأخبار اليومية بشكل أني و مباشر، مما يساعد المستثمرين على إتخاذ القرار

الإستثماري الصحيح، و من أجل حماية فعالية و سلامة التداول في سوق السعودية المالي على القيام بمهامه الرقابية و الإشرافية،

¹ -هيئة السوق المالية ، مرجع سبق ذكره ،ص ص: 13-15 .

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

حيث تتولى الإدارة العامة للإشراف و الرقابة على الرقابة المباشرة و غير مباشرة لعمليات التداول و التأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقاً لأنظمة السوق¹.

ثالثاً : المؤشر العام لبورصتي الأردن و السعودية :

1_المؤشر العام لسوق عمان المالي :

يعتبر الرقم القياسي (المؤشر العام) من أهم المؤشرات في السوق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم و تحديد الإتجاه العام للأسعار، و يستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى تقوم بورصة عمان بإحتساب رقم قياسي مرجع بالأسهم الحرة ، بحيث يتم إحتساب القيمة السوقية لكل شركة عن طريق العدد الكلي للأسهم المدرجة مضروباً بأخر سعر إغلاق سهم الشركة مضروباً في رقم يسمى بالمعامل، و هذا المعامل هو عبارة عن رقم أكبر من الصفر و أقل من واحد يتم إحتسابه بناء على أعلى نسبة للأسهم الحرة في الشركة و المساهمون الذين يمتلكون (5%) فأكثر و ملكيات الحكومات، يتم تغيير هذا المعامل في كل ربع بناء على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي و تعدل قيمة هذا المعامل بناء على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة، و تعتمد البورصة في تغيير قيمة المعامل على القواعد المتبعة في شركة داوجنز و التي قامت بإحتساب رقم البورصة عمان أطلق عليه إسم DjASE100 و تقوم هذه القواعد على أساسه تحديث المعامل كل ثلاثة أشهر للشركة التي تكون نسبية التغير في الأسهم الحرة (5%) فأكثر، و يتم تعديل قيمة المعامل لأي شركة يزيد و زنها عن (10%) من القيمة السوقية لشركات المؤشرة، بحيث يتم تخفيض قيمته للمحافظة على نسبة (10%) إذ تقوم منهجية إحتساب الرقم القياسي على عدم تجاوز الرأي شركة بالعينة عن (10%) من قيمة السوقية للمؤشر و يتكون المؤشر من أكثر 100 شركة من الشركات التي تستوفي الشروط و يتم إختيار عينة المؤشر على أساس خمس معايير يعكس حجم الشركات و مدى سيولتها و المتمثلة في القيمة السوقية للشركة عدد أيام التداول معدل دوران السهم و حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة كما يتم أخذ التمثيل القطاع بعين الإعتبار عند إختيار العينة²، و يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية و ذلك لإستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن العوامل التي تغير في حركة أسعار الأسهم و ذلك لكي يعكس الرقم القياسي العام التغيرات في أسعار الأسهم فقط .

2_المؤشر العام لسوق السعودي :

المؤشر العام لسوق السعودي هو مؤشر يتميز بأنه مؤشر يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق ، و كذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة بالإضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر لشركات الصغيرة و المتوسطة للتأثير على تحركاته، إذ يتم إختيار عينة المؤشر المكونة من أكبر 100 شركة من الشركات التي إستوفت شروط الإدراج داخل العينة و يتم إحتساب المؤشر العام في بورصة السعودية (تداول) بناء على أآخر أسعار الإغلاق المتوفرة لشركات التي ضمن

¹ - سوق السعودية المالي، <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04> ، تاريخ التصفح: 2012/04/26.

² سوق عمان المالي، <http://194.165.154.74/ar/node/824> ، تاريخ التصفح: 2012/04/26.

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي حيث تظهر قيمة الرقم القياسي على أساس 1000 نقطة و لتمكين مؤشر سوق من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل عام من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة للعينة و يتم سحب الشركات غير النشطة و يمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الأخيرة و يتم إحداث هذه التغيرات في هذا المؤشر من أجل جعل المؤشر أكثر تعبيراً عن التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم للتعبير الدقيق عن القيمة السوقية لها¹.

رابعا: أداء سوق عمان و السعودية خلال 2010 :

1_أداء سوق عمان المالي خلال عام 2010 :

أنهت بورصة عمان تداولات عام 2010 في أحسن الظروف، حيث بلغ حجم التداول الإجمالي 6,7 مليار دينار مقارنة 9,7 مليار دينار للعالم السابق، كما أغلق الرقم القياسي (مؤشر العام) لأسعار الأسهم المرجع بالأسهم الحرة عند مستوى 2374 نقطة مقارنة مع 2534 نقطة بنهاية العام 2009، أي بإنخفاض نسبته 6,3 % و على الرغم من ذلك، فقد إرتفعت نسبة ملكية غير الأردنيين ببورصة عمان حتى نهاية شهر ديسمبر 2010 لتبلغ 48,9% بنهاية العام 2009، وذلك بالرغم من أن صافي إستثمار غير الأردنيين في البورصة عمان قدر بـ 49,6 % خلال عام 2010 فقد إنخفاض بمقدار 14,6 مليون دينار، مقارنة مع إنخفاض بقيمة 3,8 مليون دينار لعام 2009².

وقد إستمرت بورصة عمان خلال عام 2010 في جهودها المتواصلة الرامية لتطوير و تحديث سوق الأوراق المالية، حيث قامت بإنجاز و تدشين عدد من المشاريع التي سيكون لها أثر في تعزيز التطور ورفع الكفاءة و الشفافية في أداء السوق، و تحديث البنية التقنية للبورصة و تحسين وسائل نشر المعلومات، فقد قامت بورصة عمان بإطلاق خدمة التداول عبر الأنترنت، حيث توفر هذه الخدمة الفرصة لأكبر عدد من المستثمرين و المهتمين للتداول بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي ، مما يساهم في زيادة أعداد المتعاملين في بورصة عمان و زيادة إقبالهم على التداول ، ومن جانب آخر، فقد تم إدراج 5 شركات جديدة لدى بورصة عمان خلال العام 2010 بحيث إرتفع عدد الشركات المدرجة ليصل إلى 277 شركة، كما بلغت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة عمان بنهاية العام 2010 نحو 21,9 مليار دينار مشكلة بذلك ما نسبته 122,7% من الناتج المحلي الإجمالي، حيث بلغ عدد الأسهم 16,1% و مما يذكر بأن عدد الأسهم المتداولة خلال العام 2010 قد شهد إرتفاعا (بلغت نسبته مليون عقدا) حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة 8,0 مليار سهم نفذت من خلال 3 ملايين عقد بلغت

¹ - سوق السعودية المالي، <http://www.tadawul.com.sa>، تاريخ التصفح: 2012/05/01.

² - سوق عمان المالي، <http://www.ase.com.jo/ar/2010>، تاريخ التصفح: 2012/04/26.

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

نسبته الزيادة ب مليون عقد مقارنة مع 6 مليار سهم تداوله خلال عام 2009 نفذت من خلال 1,9 مليون عقد عام 2009، كما إرتفع معدل دوران الأسهم ليصل إلى 102,2% عام 2010 مقارنة مع 91,3% عام 2009¹.

2_ أداء سوق السعودية المالي خلال عام 2010 :

تراجعت مؤشرات الأسعار الخاصة بالسوق المالية السعودية خلال الربع الثاني من عام 2010، حيث أن مؤشر السوق المالية السعودية، تراجع بدوره بنسبة 10,4 في المائة خلال الربع الثاني ليصل إلى 6093,8 نقطة في نهاية جوان 2010، فيل كان هذا المؤشر قد سجل إرتفاعا عن الربع الأول بلغ 11,1 في المائة، و فيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد بلغت هذه القيمة نحو 319,56 مليار دولار في نهاية الربع الثاني 2010، أي أقل بنحو 39,05 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأول من العام نفسه، و يذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ 2,23 مليار دولار في نهاية الربع الثاني 2010 و إنخفضت أسعار 126 شركة مدرجة، و إرتفعت أسعار 12 شركة فقط في حين حافظت شركة واحدة على سعرها السابق و على صعيد نشاط التداول، فقد بلغت الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع 2010 نحو 45,46 مليار دولار، مقابل 35,46 مليار دولار عن الربع الثالث في عام نفسه أي إرتفاع بلغت نسبته نحو 28 في المائة و بهذا زادت نسبت التداول اليومي لتصل إلى 758 مليون دولار يوميا خلال نهاية سنة 2010 ، أما بخصوص عام 2010 ككل فقد تراجعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ نحو 202,43 مليار دولار مقارنة مع 318,75 مليار دولار قيمة الأسهم المتداولة عن عام 2009 و كما أن المؤشر العام للسوق السعودي ينهي عام 2010 بإرتفاع(8%) مغلقا عند نقطة 6621 وسط تداولات بلغت 764 مليار ريال².

المبحث الثاني: تحليل القطاعات و إختيار الشركات للبيتين المدروستين

بعد التطرق لتحليل و دراسة ظروف التنظيم و التسعير في بورصتي الأردن و السعودية و عرض لأهم التطورات الحاصلة خلال فترة الدراسة، نخصص هذا المبحث لتحليل مختلف القطاعات و الشركات المدرجة في سوقي عمان و السعودية الماليين، بعرض إختيار أفضلها لتشكيل محفظة الأوراق المالية .

المطلب الأول : الوضعية العامة لدراسة الحالة

أولا : عينة الدراسة :

تمثل عينه الدراسة في بعض القطاعات و الشركات المدرجة بسوقي عمان (الأردن) و السعودية الماليين، و هي مفصلة في الملحق رقم (1) رقم (2).

¹ - نفس الموقع السابق .

² - صندوق النقد العربي ، أداء أسواق المالية العربية (النشرة الفصلية) ، العدد الواحد و الستون ، 2010 ، ص ص :43-44 .

ثانيا : حدود الدراسة :

تتمثل حدود الدراسة الزمانية في سنة 2010، و أختيرت هذه السنة للدراسة وفقا للمعطيات المتاحة للباحث لأنه تتوفر على البيانات اللازمة لتشكيل محافظ أوراق مالية و المقارنة بينها لإثبات فرضيات البحث الحدود المكانية فتتمثل في كل من سوقي عمان و السعودية الماليين .

ثالثا : هيكل دراسة الحالة :

سيتم خلال هذه الدراسة من إختبار الفرضيات التالية :

1-تدنته المخاطر النظامية يتوقف إلى حد كبير على عدد الأصول الداخلة في تكوين المحفظة و معامل الارتباط بين عوائد هذه الأصول .

لإختبار هذه الفرضية نقوم بتشكيل عدة محافظ مكونة من سهم واحد و محافظ أخرى تتكون من سهمين و نقوم بحساب خصائص كل المحافظ المكونة من خلال عائد ومخاطر و نقارن بينها من حيث المخاطرة، ثم نقوم بتشكيل محفظتين، الأولى ترتبط أصولها المالية ببعضها البعض إرتباط سالب،والثانية ترتبط أصولها مع بعضها برباط موجب، و نقوم بحساب العائد و المخاطرة و ذلك لإظهار أهمية كل من عدد الأصول و معامل الارتباط بين عوائد هذه الأخيرة في تدنته المخاطر النظامية، بالإستعانة في ذلك بالبرنامج الإحصائي EVIEWS4 لحساب معامل الارتباط و التباين - التباين المشترك بين الأصول المالية محل الدراسة مع العلم أن الأصول المالية المكونة محافظ مشكلة من أسهم مسعرة في بورصة عمان بنسبة 100 بالمائة .

2-إن القيام بتنويع الأصول المالية تنوعا دوليا يساهم في تدنته المخاطر النظامية (مخطر سعر الصرف) لمحفظة اوراق المالية .
لإختبار هذه الفرضية نقوم بتشكيل محفظتين، الأولى مكونة من أسهم لشركات أردنية مشكلة من عدة قطاعات و بأوزان نسبية متساوية، وثانية مشكلة من نفس أصول المحفظة الأولى مع إدراج بداخلها أسهم أفضل الشركات السعودية أي تشكيل محفظة دولية مع تغطية خطر الصرف، ثم نقوم بحساب خصائص كل من المحفظتين، وذلك بحساب العائد و المخاطر ودرجة المخاطرة النظامية و نقارن بينهما من ناحية المخاطر، وذلك لإظهار أهمية التنويع الدولي في تدنته المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية .

3- أن قيمة الأصول المالية التي تحتويها المحفظة تتوقف إلى حد كبير على التقلبات الحاصلة في أسعار الصرف .
لإختبار هذه الفرضية نقوم بتشكيل نفس الحافظة الدولية السابقة مع عدم تغطية خطر الصرف لعوائد الأصول (سعر صرف متغير)، ثم نقوم بحساب خصائص المحفظة ، بحساب العائد و المخاطرة، و نقارن فيما بينها و بين المحفظة المشكلة في حالة تغطية خطر الصرف من ناحية مردودية أسهم شركة السعودية و كذلك من ناحية المخاطرة، وذلك لإظهار تغيرات أسعار الصرف على قيمة الأصول المالية المكونة للمحفظة .

رابعا :المؤشرات الإحصائية :

لقد تم حساب عوائد الأسهم بالمعادلة التالية ¹:

$$(1 - 3) \dots \dots \dots \frac{\text{سعر الإغلاق السابق} - \text{سعر الإغلاق الحالي}}{\text{سعر الإغلاق السابق}}$$

كما تم حساب الانحراف المعياري للأسهم بالمعادلة التالية ²:

$$R = \frac{d + (P_T - P_{T-1})}{P_{T-1}} \dots \dots \dots (3 - 2)$$

حيث :

R :معدل العائد بين الفترتين t،t-1 ؛

d:التوزيعات النقدية ؛

P_T:سعر إغلاق السهم في الزمن t ؛

P_{T-1}: سعر إغلاق السهم في الزمن t-1 ؛

و لقد استخرجت معاملا الارتباط بين العوائد من بيانات أسعار الأسهم ، بالإضافة إلى تشكيل مصفوفة التباين - تباين المشترك، وذلك بالإعتماد على البرامج الإحصائي Eviews4 .

المطلب الثاني : المعايير التي يتم على أساسها إختيار القطاعات و الشركات

إن إختيار القطاع الجيد للإستثمار و الذي يحقق للمستثمر أعلى عائد و أقل درجة مخاطرة، و تختلف المعايير من محلل لأخر نظراً لعدم توفر بعض البيانات و نخصص أو عدم توافق التواريخ البيانات المتحصل عليها مع تواريخ المحددة للدراسة و كذا تعذر الحصول على البيانات المالية الخاصة بـ 277 شركة مدرجة في السوق عمان المالي و 146 شركة مدرجة في سوق السعودية المالي .

لذا تم إتخاذ طريقة من أجل إختيار القطاعات و المتمثلة في تحليل مختلف التقارير المنشورة من قبل السوق المالية و المتمثلة في 52 تقارير أسبوعي و 12 تقرير شهري و تقرير سنوي و القيام بتحليلها تحليلًا دقيقًا و لإعتماد على الرقم القياسي الخاص بكل قطاع من أجل معرفة أفضل قطاع للإستثمار .

و بناء على ذلك يتم إختيار شركات القطاع بالقيام بتحليل نفس التقارير مع الأخذ بمعامل الذي يقيس المخاطر النظامية أولاً و هو معامل B كمقياس للمخاطر النظامية بالنسبة للأهم المراد الإستثمار فيها .

¹ - بخالد عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص: 122 .

² - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره ، ص: 183 .

أولاً: تعريف الرقم القياسي

يتم احتساب الأرقام القياسية المرجحة القطاعية الخاص بكل قطاع، من خلال اعتماد أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لشركات عينة القطاع، حيث تعطى كل شركة وزناً نسبياً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية لعينة القطاع ككل، و هذا الرقم يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار أسهم عينة القطاع في السوق حيث يمكن القول أن هذا الرقم يستخدم في تقييم المحافظ الإستثمارية التي توزع إستثماراتها من حيث القيمة بالتساوي بين كافة الشركات المدرجة في كل قطاع¹.

ثانياً: معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية

يتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين و لعائد السوق حيث يقاس هذا الأخير بالمخاطر السوقية و المخاطر المنتظمة .

- إذا كان معامل $B = 1$ فإن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق ؛

- إذا كان معامل $B < 1$ فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق ؛

- إذا كان معامل $B > 1$ فإن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق ؛

إذا كان معامل $B = 0$ فإن مخاطر السهم غير مرتبطة بمخاطر السوق ؛

إذا كان معامل $B = -1$ فإن مخاطر السهم مساوية لمخاطر السوق، و لكن مع إتجاه تحرك العوائد معاكس لإتجاه السوق .

ويتم إختيار القطاع الذي يكون له أعلى رقم قياسي و كذا حجم التداول القطاعي و عدد العقود ويتم إختيار الشركات على أساس تحليل الإحصائيات الشهرية لأهم الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية و أكثر إرتفاعات في أسعار أسهمها و الأكثر تداولاً لمختلف القطاعات و من ثم حساب معامل B للشركات الأحسن أداءً من أجل إختيار أفضلها لتشكيل المحفظة المراد دراستها .

المطلب الثالث: تحليل و إختيار القطاعات و الشركات

أولاً: تحليل القطاعات .

الجدول رقم (3-1): الرقم القياسي الخاص بكل قطاع في سوق عمان المالي .

الرقم القياسي	إسم القطاع
8.848.25	قطاع البنوك
2.103.52	قطاع التأمين
1.506.40	قطاع الخدمات
4.841.66	قطاع الصناعة

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات النشرة الإحصائية السنوية لسوق عمان المالي.

¹ - سوق عمان المالي، <http://194.165.154.74/ar/node/822>، تاريخ الصفح: 2012/04/26.

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

تم إعداد الجدول أعلاه من خلال النشرة السنوية من 2010/01/03 إلى 2010/12/29 و بعد تحليله نجد ما يلي:

بالنسبة الرقم القياسي: نجد أن أفضل قطاع على أساس هذا المؤشر سنة 2010 هو قطاع البنوك بـ 8.848.25 نقطة يليه قطاع الصناعية بـ 4.841.66 نقطة ثم قطاع التأمين بـ 2.103.52 ثم قطاع الخدمات بـ 1.506.40 نقطة من خلال تحليلنا للبورصة الأردنية من خلال التقارير الشهرية و السنوية المنشورة و لتحليل أداء كل قطاع و من خلال تحليل مؤشر الرقم القياسي الذي يعبر عن تحركات أسهم العينة القطاع في السوق نستنتج أن قطاع البنوك و هو القطاع المالي يعد أفضل قطاع يتم الإستثمار فيه و هو القطاع الذي يأخذ أكبر حصة في السوق من حيث القيمة السوقية، يليه قطاع الصناعة برغم أنه من القطاعات الأقل نشاطاً في السوق إلا أنه في سنة 2010 قد كان أداءه جيداً، ثم قطاع التأمين و الخدمات يحققان أقل نسبة للرقم القياسي رغم أن عدد العقود و حجم التداول في السوق كان جيداً و هذا يعود لإنخفاض للقيمة السوقية لكلتا القطاعين في السوق، و من أجل إتخاذ قرار الإستثمار من قبل المستثمر في سوق عمان المالي لسنة 2010 و بالإعتماد على التحليل السابق، يتبين لنا أن قطاع البنوك يعد القطاع الملائم للإستثمار و لكن من أجل تشكيل محافظ للأوراق المالية و بهدف تشتيت مخاطر الإستثمار في قطاع واحد، يمكن للمستثمر الإستثمار في قطاع الصناعة في المرتبة الثانية بعد قطاع البنوك ولكن بوزن أكبر يكون للشركة المدرجة في قطاع البنوك و يليها بعد ذلك قطاع التأمينات و أخيراً قطاع الخدمات .

ثانياً: تحليل الشركات

تم إختيار الشركات حسب نفس التحليل السابق من خلال التقارير الشهرية و السنوية و الإعتماد على البيانات الشركات تسعيراً في بورصة الأردن و السعودية و التي كان أدائها جيداً ضمن مختلف القطاعات و التي حققت إرتفاعاً في أسعار أسهمها خلال عام 2010 و قمنا بحساب معامل B لهذه الشركات لمعرفة مدى خطورتها كما هو موضح في الجدول رقم (2-3) كالتالي:

الجدول رقم (3-2): قيمة معامل B لأحسن سبع شركات في سوق عمان المالي .

الرقم	إسم الشركة	معامل B
1	البنك العربي	1.2028
2	بنك الإسكان للتجارة و التمويل	-0.0100
قطاع البنوك		
1	التأمين الأردنية	1.3150
قطاع التأمين		
1	الأهلية للمشاريع	-0.6159
2	الإتصالات الأردنية	0.3068
قطاع الخدمات		
1	مصانع الخزف الأردنية	0.9675
2	العالمية الحديد للزيوت النباتية	0.3043
قطاع الصناعة		

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم(05).

التحليل :

نلاحظ من خلال الجدول أن الشركات الجذابة من ناحية معامل B الذي إتخذناه كمقياس لقياس المخاطر النظامية وهي

المخاطر التي تهمنا في الدراسة هي كالتالي :

1-قطاع البنوك :

أفضل شركة في هذا القطاع هي :

بنك الإسكان للتجارة و التمويل : حيث حقق هذا البنك نسبة معامل بيتا منخفضة المقدرة بـ 0.01- و تعد شركة جيدة للإستثمار فيها لأن مستوى مخاطرها المنظمة منخفضة و معاكسة لمخاطر السوق و هي الشركة التي حققت أفضل النتائج مقارنة بالشركات الموجودة في نفس القطاع .

2-قطاع التأمين :

إن الشركة التي صنفت ضمن أحسن الشركات في أداؤها لسنة 2010 لها مخاطر أكبر و تفوق مخاطر السوق لأن معامل بيتا قدر بـ 1.3150 و من مصلحة المستثمر أن لا يستثمر في أسهم هذه الشركة .

3-قطاع الخدمات :

أفضل الشركات في هذا القطاع هي :

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

شركة الأهلية للمشاريع : حيث حققت هذه الشركة معامل بيتا يقدر بـ 0.6159 - أي أن مخاطرها المنتظمة معاكسة لمخاطر السوق .

شركة الإتصالات الأردنية : حققت هذه الشركة نتائج جيدة يعد شركة الأهلية للمشاريع من حيث معامل بيتا المقدر بـ 0.3068 و هذا ما يؤكد أن هذان الشركتان ضمن هذا القطاع تعد من أفضل الشركات للإستثمار .
4-قطاع الصناعة :

أفضل الشركات في هذا القطاع هي :

العالمية الحديثة للزيوت النباتية: حققت هذه المؤسسة معامل بيتا أقل من الواحدة أي مخاطرها أسهم هذه الشركات أقل من مخاطر السوق المقدر بـ 0.3043 ، من بين الشركات الموجودة في نفس القطاع .
مصانع الخزف الأردنية : حققت هذه الشركة نتائج مقبولة من حيث نفس المؤشر حيث قدر معامل بيتا بـ 0,9675 .

الجدول رقم (3-3) قيمة معامل B لأحسن سبع شركات في سوق السعودية المالي .

الرقم	إسم الشركة	معامل B
1	البنك السعودي البريطاني	1.0658
2	بنك الجزيرة	0.5296
قطاع المصارف و الخدمات المالية		
1	شركة أسواق عبد الله العتييم	0.5351
قطاع التجزئة		
1	شركة الخزف السعودي	0.3907
2	شركة الزامل للإستثمار الصناعي	1.0152
قطاع التشييد و البناء		
1	الإتصالات السعودية	0.7405
قطاع الإتصالات و تقنية المعلومات		
1	الشركة السعودية للصادرات الصناعية	0.7806
قطاع الإستثمار الصناعي		

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم (06).

التحليل:

1-قطاع المصارف و الخدمات المالية :

أفضل شركة في هذا القطاع :

شركة بنك الجزيرة :حققت هذه الشركة أفضل نتيجة مقارنة بالشركات الموجودة في نفس القطاع، حيث حققت معامل بيتا يقدر بـ 0.5296 .

2-قطاع التشييد و البناء :

أفضل شركة في هذا القطاع :

شركة الخزف السعودي:حققت هذه الشركة أفضل نتيجة مقارنة بالشركات الأخرى ضمن نفس القطاع، قدر معامل بيتا بـ 0,3907 .

_أما بالنسبة للشركات المتبقية في كل من القطاعات التالية قطاع التجزئة، قطاع الإتصالات و تقنية المعلومات و قطاع الإستثمار الصناعي تعد الأفضل ضمن قطاعاتها لأنه حققت معاملات بيتا أقل من الواحد و هذا يعني أن مخاطرها أقل من مخاطر السوق و تعد الأفضل ضمن القطاع الذي تنتمي إليه

المبحث الثالث:بناء و تحليل محفظة مسعر في بورصتي عمان والسعودية

سنقوم في هذا المبحث بتشكيل مختلف المحافظ محلية و دولية بغرض التعرف على خصائص المحافظ المكونة، و من أجل الإجابة على فرضيات الدراسة .

المطلب الأول : تشكيل محافظ مالية مكونة من أسهم مسعرة في سوق عمان المالي

سنقوم في هذا المطلب من تشكيل عدة محافظ من أسهم شركات مسعرة في سوق عمان المالي و المقارنة بين مختلف النتائج، حيث تم إختيار أربعة شركات مدرجة في سوق عمان المالي للإستثمار فيها، و تشكل محافظ أسهم ، مع العلم أن إختيار هذه الشركات على أساس المؤشر الذي يقس لنا المخاطر النظامية ألا و هو معامل B، و تتمثل هذه الشركات في :

1-شركة بنك الإسكان الأردني .

2-شركة الأهلية للمشاريع .

3-شركة الإتصالات الأردنية .

4-شركة مصانع الخزف الأردنية.

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

أولاً : حساب العائد و المخاطرة لأسهم الشركات المختارة

من خلال قيم العوائد الأسبوعية للأسهم التي تصدرها هذه الشركات ثم حساب الوسط الحسابي و الذي يمثل عائد الأسهم و الإنحراف المعياري الذي يمثل مخاطرة السهم، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم (3-4) الوسط الحسابي و الإنحراف المعياري لأسهم الشركات المختارة

الشركات	بنك الإسكان الأردني	الأهلية للمشاريع	الإتصالات الأردنية	مصانع الخزف الأردنية
الوسط الحسابي	0.002518	-0.008928	0.000613	-0.006685
الإنحراف المعياري	0.011893	0,094922	0.016173	0.101642

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على معطيات الملحق رقم (05) .

من خلال نلاحظ أن سهم بنك الإسكان الأردني أكبر عائد من الأسهم الأخرى، و سهم شركة الأهلية للمشاريع أقل عائداً ، وفي المقابل نجد أن سهم بنك الإسكان الأردني له أقل إنحراف معياري و نجد أن أعلى إنحراف معياري هو لمؤسسة مصانع الخزف الأردنية ، حيث أن الإنحراف المعياري الأكبر يدل على تشتت أكبر للقيم حول وسطها الحسابي، و من خلال ما سبق نجد أن أسهم بنك الإسكان الأردني تحقق أكبر عائد و أقل درجة مخاطرة أما باقي الأسهم، فالعلاقة طردية بين عوائدها و المخاطر المتعلقة بها .

ثانياً : حساب معامل الارتباط بين عوائد الأسهم

عند القيام بتشكيل محافظ للأوراق مالية (مكونة من أسهم فقط)، يجب مراعاة معامل الارتباط بين عوائد الأسهم المختارة ، كما هي موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم (3-5) : معامل الارتباط بين أسهم الشركات المختارة

الشركات	بنك الإسكان الأردني	الأهلية للمشاركة	الإتصالات الأردنية	مصانه الخزف الأردنية
بنك الإسكان الأردني	1	-0.196	0.088	-0.065
الأهلية للمشاركة	-0.196	1	-0.178	0.245
الإتصالات الأردنية	0.088	-0.178	1	-0.099
المصانع الخزف الأردنية	-0.065	0.245	-0.099	1

المصدر : برنامج EVIEWS4 إنطلاقاً من بيانات الملحق رقم (05).

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن معظم الشركات ترتبط فيما بينها بمعامل ارتباط سالب أو موجب ضعيف ، وبالتالي يمكن القول أن حركة عائد أي شركتين تتبعه حركة في اتجاه معاكس بالنسبة لعائد الشركة الأخرى ، و هذا ما سيساهم

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

بشكل كبير في تدنئة المخاطر النظامية للمحفظة المشكّلة، و هذا الأساس سيتم إختيار الشركات بشكل عشوائي لتشكيل المحافظ المراد دراستها .

ثالثاً:تشكيل مختلف محافظ الأسهم

سنقوم بتشكيل محافظ أسهم فردية و أخرى من سهمين بأوزان نسبية متساوية و نقوم بحساب معدل المرودية و الإنحراف المعياري و حساب معامل B للمحفظة .

1-تشكيل محافظ مكونة من سهم واحد:

لتشكيل هذه المحافظ نختار كل من سهم شركة الإتصالات الأردنية و أسهم شركة بنك الإسكان الأردني

الجدول رقم (3-6) خصائص محافظ أردنية مكونة من سهم واحد

الشركة	بنك الإسكان	الإتصالات الأردنية
المرودية	0.002518	0.000613
الإنحراف المعياري	0.011893	0.016173
معامل B للمحفظة	-0.010	0.3068

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم (05).

2-تشكيل محافظ مكونة من سهمين :

لتشكيل هذه المحافظ نختار كل من أسهم شركة الإتصالات الأردنية، الأهلية للمشاريع و بنك الإسكان الأردني.

أ-تشكيل محفظة أسهم من قطاع واحد:

من خلال التحليل السابق للشركات إستنتجنا أن من أفضل الشركات المدروسة نختار شركتين هما :شركة الإتصالات الأردنية و شركة الأهلية للمشاريع من قطاع الخدمات و سيتم الإستثمار فيهما بنسب إستثمارية متساوية .

أ-1 :حساب عائد المحفظة : يتم حساب عائد المحفظة من خلال المعادلة(3-3) أدناه.

$$E(R_P) = WE(R_A) + (1 - W)E(R_B) \dots \dots \dots (3 - 3)$$

$$E(R_P) = 0.5 \times 0.000613 + 0.5 \times -0.008928$$

$$E(R_P) = -0.0041575$$

أ-2 :حساب تباين المحفظة : يتم حساب تباين المحفظة من خلال المعادلة(4-3) أدناه.

$$\delta_p^2 = w^2\delta_A^2 + (1 - w)^2\delta_B^2 + 2w(1 - w)p\delta_A\delta_B \dots \dots \dots (3 - 4)$$

حساب التباين المشترك بين السهمين A و B .

التباين المشترك بين السهمين A و B يساوي معامل الارتباط بين السهمين A و B مضروب في الإنحراف المعياري للسهم A

و لإنحراف المعياري للسهم B .

إذن :

$$COV_{(A\&B)} = -0.178 \times 0.16173 \times 0.094922$$

$$COV = -0.000273$$

$$\delta_P^2 = 0.25(\delta_A^2 + \delta_B^2 + 2 \times COV(A, B))$$

$$\begin{aligned} \delta_P^2 &= 0.25(0.00026 + 0.0090 + 2 \times -0.000273) \\ &= 0.00217 \end{aligned}$$

الإنحراف المعياري هو جذر التباين :

$$\delta_P = \sqrt{0.00217} = 0.0465$$

أ-3: حساب بيتا لمحفظة: حساب بيتا لمحفظة الأوراق المالية المشكلة

و يحسب وفق العلاقة (3-5) كالتالي:

$$B_P = \alpha_1 B_1 + \alpha_2 B_2 + \dots + \alpha_n B_n$$

$$B_P = \sum_i^n \alpha_i B_i \dots \dots (3-5)$$

حيث:

B_P : معامل بيتا للمحفظة ؛

B_i : معاملات بيتا للأوراق المحفظة ؛

α_i : الوزن الإستثماري لكل ورقة في الإستثمار الإجمالي للمحفظة .

$$B_P = 0.5 \times 0.3068 + 0.5 \times -0.6159$$

$$B_P = -0.15$$

ب-تشكيل محفظة أسهم متنوعة قطاعيا:

من خلال التحليل السابق للشركات توصلنا أن من أفضل الشركات المدروسة نختار شركتين هما : شركة الإتصالات

الأردنية من قطاع الخدمات و شركة بنك الإسكان الأردني من قطاع البنوك سيتم الإستثمار فيهما بنسب إستثمارية متساوية .

ب-1: حساب عائد المحفظة: و يحسب وفق المعادلة (3-6) أدناه.

$$E(R_P) = WE(R_A) + (1 - w)E(R_B) \dots \dots (3-6)$$

$$E(R_P) = 0.5 \times 0.000613 + 0.5 \times 0.002518$$

$$= 0.0015655$$

ب-2: حساب تباين المحفظة: يحسب وفق المعادلة (3-7) أدناه.

$$\delta_P^2 = W^2 \delta_A^2 + (1 - w)^2 \delta_B^2 + 2w(1 - w)\rho \delta_A \delta_B \dots \dots (3-7)$$

حساب التباين المشترك بين السهمين A و B ، معامل الارتباط بين السهمين التباين المشترك بين A و B .

A و B مضروب في الإنحراف المعياري للسهم A و الإنحراف المعياري للسهم B .

$$COV_{(A\&B)} = 0.088 \times 0.016173 \times 0.011893$$

$$COV_{(A,B)} = 0.000016$$

$$\delta_p^2 = 0.25(\delta_A^2 + \delta_B^2 + 2 \times \text{COV}(A, B))$$

$$\delta_p^2 = 0.25(0.00026 + 0.00014 + 2 \times 0.000016)$$

$$\delta_p = 0.000108$$

الإنحراف المعياري :

$$\delta_p = \sqrt{0.000108}$$

$$= 0.0103$$

$$\delta_p = 1.03\%$$

ب-3: حساب بيتا المحفظة المشكلة : و يحسب بيتا للمحفظة وفق المعادلة (3-8) أدناه.

$$\beta_p = \alpha_A \beta_A + \alpha_B \beta_B \dots \dots \dots (3 - 8)$$

إذن :

$$\beta_p = 0.5 \times 0.3068 + 0.5 \times 0.010$$

$$\beta_p = 0.148$$

رابعاً: المقارنة بين مختلف المحافظ المشكلة

يتم مقارنة مختلف المحافظ المشكلة على أساس المؤشرات التالية مردودية المحفظة، الإنحراف المعياري و معامل بيتا.

الجدول رقم (3-7) : خصائص مختلف المحافظ المشكلة

مكونات محفظة الأوراق المالية	مردودية المحفظة $E(R_p)$	مخاطر المحفظة δ_p	
سهم بنك الإسكان الأردني	0.002518	0.011893	-0.010
سهم الإتصالات الأردنية	0.000613	0.016173	0.3068
الإتصالات+الأهلية للمشاركة	-0.0041575	0.0465	-0.15
الإتصالات+بنك الإسكان	0.0015655	0.0103	0.14

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على النتائج السابقة.

بمقارنة مختلف المحافظ المكونة سواء كانت مكونة من سهم واحد أو من سهمين، نلاحظ أن المحافظ المكونة من سهمين أقل خطورة من المحافظ المكونة من سهم واحد، إذ أن الإنحراف المعياري للمحفظة المكونة من أسهم (الإتصالات الأردنية + بنك الإسكان) أقل من الإنحراف المعياري للمحفظة المكونة من أسهم بنك الإسكان لوحده و كذلك بالنسبة للمحفظة المكونة من أسهم شركة الإتصالات الأردنية و كذا بالنسبة لمعامل بيتا الذي يقيس لنا المخاطر النظامية نجد أن معامل بيتا إنخفض بشكل كبير في المحفظة المكونة من سهمي (الإتصالات+بنك الإسكان) ليصل إلى 0.14 في حالة السهمين معاً في حين أن معامل بيتا عند الإستثمار في محفظة مكونة 100 % من سهم الإتصالات يقدر بـ (0.3068)، رغم أن معامل بيتا للمحفظة المكونة لبنك الإسكان أقل من المحافظ المكونة من سهمين إلا أن الإستثمار في أكثر من ورقة مالية يعد أفضل لتشتيت المخاطر .

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

أما فيما يخص مردودية المحافظ ، نجد أن مردودية المحفظة المكونة من سهمي(الإتصالات + بنك الإسكان) و المقدرة بـ 0.0015655 أفضل من مردودية المحفظة المكونة من سهم الإتصالات بنسبة 100% المقدرة بـ 0.000613، رغم أن المحفظة المشكّلة بنسبة 100% من أسهم بنك الإسكان تعدّ الأحسن و المقدرة بـ 0.002518 و بدرجة مخاطرة منخفضة سواء من حيث نسبة الإنحراف المعياري 0.01189 أو معامل بيتا بـ -0,010، إلاّ أن الإستثمار في هذا النوع من المحافظ يعدّ مخاطرة كبيرة من قبل المستثمر قد تأذي به إلى فقدان رأس المال المستثمر في حالة الخسارة، و لهذا وجب تشتيت الخطر عن طريق الإستثمار في أصل مالي أحر داخل نفس المحفظة، ونستنتج من خلال الجدول السابق أن :

-مردودية المحفظة المكونة من سهمين أعلى من مردودية المحفظة المكونة من سهم واحد ؛

-مستوى المخاطرة (الإنحراف المعياري)، للمحافظ المكونة من سهمين أقل من مستواه في المحافظ المكونة من سهم واحد ؛

-مستوى المخاطر النظامية في المحافظ المكونة من سهمين أقل من مستواه في المحافظ المكونة من سهم واحد.

و من خلال ما توصلنا إليه من النتائج السابقة هذا يؤكد صحة الجزء الأول من الفرضية الأولى و التي تنص على :

أن عدد الأصول الداخلة في تكوين المحفظة يؤدي على تدنئة المخاطر النظامية في محفظة الأوراق المالية .

المطلب الثاني: أثر معامل الارتباط في تدنئة المخاطر

بعد قيامنا بتحليل الشركات المدرجة في سوق عمان المالية من أجل إختيار أفضلها لتشكيل محفظة أوراق مالية ، سنقوم في هذا المطلب بإختبار صحة الجزء الثاني من الفرضية الأولى.

أولا تشكيل محفظة أوراق مالية بمعاملات إرتباط سالبة

من خلال دراستنا السابقة للقطاعات و الشركات تم إختيار أفضل الشركات من القطاعات الأربعة المتواجدة في سوق عمان المالي و هي، قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة .

تم إدراج شركة التأمين رغم أنها أسهم هذه الشركة خطرة لكنها تحقق أكبر عائد بالنسبة لجميع الأسهم المختارة و لذا قمنا بترميز هذه الشركات على النحو التالي :

X_1 : شركة التأمين الأردنية.

X_2 : بنك الإسكان الأردني.

X_3 : الأهلية الأردنية.

X_4 : الإتصالات الأردنية.

X_5 : مصانع الخزف الأردنية.

X_6 : العالمية للزيوت النباتية .

و من أجل تشكيل المحفظة وجب علينا أولا بإيجاد معاملات الارتباط بين مختلف أسهم هذه الشركات :

جدول رقم (3-8):معامل الارتباط بين الشركات المختارة

	التأمين الأردنية	الإسكان الأردني	الأهلية	الإتصالات	مصانع الخزف	العالمية للزيوت
	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆
X ₁	1	0.191	0.070	0.037	-0.043	-0.094
X ₂	0.191	1	-0.196	0.088	-0.065	-0.193
X ₃	0.070	-0.196	1	-0.178	0.245	-0.200
X ₄	0.037	0.088	-0.178	1	-0.099	-0.217
X ₅	-0.043	-0.065	0.245	-0.099	1	0.084
X ₆	-0.094	-0.193	-0.200	-0.217	0.084	1

المصدر : من إعداد الطالبة إعتمادا على الملحق رقم (05) و البرنامج الإحصائي EViews4

نلاحظ من خلال جدول معامل الارتباط أن أغلبية هذه الشركات مرتبطة مع بعضها البعض إما بإرتباط سالب أو موجب ضعيف جداً و بالتالي فإن هذه الشركات ستتجه بشكل معاكس مع بعضها البعض ، و من بين هذه الشركات تجد : شركة التأمين مع مصانع الخزف يرتبطان إرتباط سالب تام بـ 4.3% و شركة التأمين مع العالمية للزيوت كذلك بـ 9.4% و مع شركة الإتصالات الأردنية بـ 7% .

وفي المقابل نجد أن هناك شركات ترتبطان فيما بينها إرتباط موجب مرتفع نوعا ما عن الشركات الأخرى و هو بين شركة التأمين الأردنية مع الأهلية الأردنية بـ 19.1% و بين الأهلية الأردنية و مصانع الخزف بـ 24.5% . قبل تشكيل المحافظ المراد دراستها نقوم بتشكيل جدول مصفوفة التباين و التباين المشترك .

جدول رقم (3-9):مصفوفة التباين - التباين المشترك

	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆
X ₁	0.193	0.001	0.003	0.000	-0.002	-0.001
X ₂	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
X ₃	0.003	0.000	0.009	0.000	0.002	0.000
X ₄	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
X ₅	-0.002	0.000	0.002	0.000	0.010	0.000
X ₆	-0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001

المصدر: من إعداد الطالبة إعتمادا على بيانات الملحق رقم (04) و برنامج EViews4 .

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

نقوم بتشكيل محفظة أوراق مالية مكونة من 10 سهم من أسهم الشركات المختارة حيث تم الإستثمار في الشركات الأفضل بنسبة أكبر، حيث تم الإستثمار في الشركات الأفضل بنسبة أكبر، حيث أن عدد الأسهم المراد الإستثمار فيها من كل شركة هو كالتالي :

$$X_1: \text{شركة التأمين الأردنية } \frac{3}{10} ;$$

$$X_3: \text{شركة الأهلية } \frac{4}{10} ;$$

$$X_5: \text{مصانع الخزف الأردنية } \frac{1}{10} ;$$

$$X_6: \text{العالمية للزيوت النباتية } \frac{2}{10} ;$$

1- حساب عائد المحفظة: نقوم بحساب معامل من خلال المعادلة (3-9) أدناه.

$$\begin{aligned} E(R_p) &= X_1 E(R_{X_1}) + X_3 E(R_{X_3}) + X_5 E(R_{X_5}) + X_6 E(R_{X_6}) \dots \dots (3-9) \\ &= \frac{3}{10} (0.045729) + \frac{4}{10} (-0.008928) + \frac{1}{10} (-0.006685) + \frac{2}{10} (-0.002597) \\ ER_p &= 0.009 \end{aligned}$$

2- حساب التباين و الانحراف المعياري للمحفظة المشكّلة: و تحسب وفق العلاقة (3-10) أدناه.

$$\begin{aligned} \delta_p^2 &= \delta_{X_1}^2 \times (m_{X_1})^2 + \delta_{X_3}^2 \times (m_{X_3})^2 + \delta_{X_5}^2 \times (m_{X_5})^2 + \delta_{X_6}^2 \times (m_{X_6})^2 \\ &+ 2[r_3^1 \times c_3^1 \times m_{x_1} m_{x_3} + r_5^1 \times c_5^1 \times m_{x_1} m_{x_5} + r_6^1 \times c_6^1 \times m_{x_1} m_{x_6}] \dots (3-10) \\ \delta_p^2 &= 0.1933 \left(\frac{3}{10}\right)^2 + 0.0090 + \left(\frac{4}{10}\right)^2 + 0.0103 \left(\frac{1}{10}\right)^2 + 0.0009 \left(\frac{2}{10}\right)^2 + 2 \\ &\left[(0.07) \times 0.001 \left(\frac{3}{10}\right) \times \left(\frac{4}{10}\right) + (-0.043)(-0.002) \times \frac{3}{10} \times \frac{1}{10} + (-0.094) \right. \\ &\quad \left. \times (-0.001) \times \frac{3}{10} \times \frac{2}{10} \right] \\ \delta_p^2 &= 0.01900924 \\ \delta_p &= 0.1378 \\ &= 13.78\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} B_p &= \sum_i^n x_i \beta_i \dots \dots (3-11) \\ &= \frac{3}{10} \times 1.3150 + \frac{4}{10} \times -0.6159 + \frac{1}{10} \times 0.9675 + \frac{2}{10} \times 0.3043 \\ B_p &= 0.3057 \end{aligned}$$

ثانيا: تشكيل محفظة أوراق مالية بمعاملات إرتباط موجبة

سنقوم بتشكيل محفظة أوراق مالية، لشركات ترتبط مع بعضها إرتباط موجب، و نقوم بحساب مختلف المؤشرات

المردودية، الانحراف المعياري ومعامل B لقياس المخاطر النظامية .

تم إختيار أربع شركات هي : X_1 :التأمين الأردنية، X_2 :بنك الإسكان، X_3 :شركة الأهلية، X_5 :مصانع الخزف الأردنية .

1-حساب عائد المحفظة: يتم حساب عائد المحفظة بالإعتماد على المعادلة(3-12) أدناه.

$$E_{(R_P)} = X_1E(R_{X_1}) + X_2E(R_{X_2}) + X_3E(R_{X_3}) + X_5(ER_{X_5}) \dots \dots (3 - 12)$$

$$= \frac{2}{5} \times 0.045729 + \frac{1}{5} \times 0.002518 + \frac{1}{5} \times -0.008928 + \frac{1}{5} \times -0.006685$$

$$E_{(R_P)} = 0.015672$$

2-حساب التباين و الإنحراف المعياري للمحفظة : يتم حساب التباين و الإنحراف المعياري للمحفظة بالإعتماد على المعادلة(3-13) أدناه.

$$\delta_P^2 = \delta_{X_1}^2 \times (m_{X_1})^2 + \delta_{X_2}^2 (m_{X_2})^2 + \delta_{X_3}^2 (m_{X_3})^2 + \delta_{X_5}^2 (m_{X_5})^2$$

$$+ 2[r_1^2 \times C_1^2 \times m_{X_1} m_{X_2} + r_3^5 \times C_3^5 \times m_{X_3} \times m_{X_5}] \dots \dots (3 - 13)$$

$$\delta_P^2 = 0.1933 \left(\frac{2}{5}\right)^2 + 0.0001414 \left(\frac{1}{5}\right)^2 + 0.0090 \left(\frac{1}{5}\right)^2 + 0.0103 \left(\frac{1}{5}\right)^2$$

$$+ 2 \left[0.191 \times 0.001 \times \frac{2}{5} \times \frac{1}{5} + 0.002 \times 0.245 \times \frac{1}{5} \times \frac{1}{5}\right]$$

$$\delta_P^2 = 0.03177536$$

$$\delta_P = 0.1782$$

$$\delta_P = 17.82\%$$

3-حساب بيتا المحفظة: يتم حساب بيتا المحفظة بالإعتماد على المعادلة(3-14) أدناه.

$$B_P = \sum_i^{\alpha} \alpha_i B_i \dots \dots (3 - 14)$$

$$B_P = \frac{2}{5} \times 1.3150 + \frac{1}{5} \times -0.010 + \frac{1}{5} \times -0.6159 + \frac{1}{5} \times 0.9675$$

$$B_P = 0.5943$$

من خلال ماسبق نلاحظ أن محفظة الأوراق المالية التي تتضمن أصول مالية ذات معاملات إرتباط سالبة، أقل مخاطرة من المحفظة التي تتضمن أصول مالية ذات معاملات إرتباط موجبة، إن نجد أن الإنحراف المعياري للمحفظة التي تتضمن أصول مالية ترتبط فيما بينها إرتباط موجب يقدر بـ 17.82%، و في المقابل الإنحراف المعياري للمحفظة التي تتضمن أصول مالية مرتبطة فيما بينها إرتباط سالب يقدر بـ 13.78% وذلك بالنسبة للمخاطرة النظامية فمعامل بيتا للمحفظة ذات الإرتباط السلبي يساوي 0.3057 في حين أن المحفظة ذات معامل إرتباط موجب يساوي 0.5943، و هذا ما يؤكد أيضا صحة الجزء الثاني من الفرضية الأولى و التي تنص على أن، معامل الإرتباط بين عوائد الأصول المالية المشكلة لمحفظة الأوراق المالية يساهم في تدنئة المخاطر النظامية، و بعد إثبات صحة كل من الجزء الأول و الثاني للفرضية من خلال النتائج المتواصل إليها سابقا من خلال المطلب الأول و الثاني، هذا ما يؤكد لنا صحة الفرضية الأولى التي تنص على :

أن كل من عدد الأصول المالية الداخلية في تكوين المحفظة و معامل الارتباط فيما بينها يساهم في تدنئة المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية .

المطلب الثالث: تشكيل محفظة أوراق مالية دولية لأسهم مسعرة في بورصتي عمان و السعودية

في هذا المطلب سنقوم بتشكيل محفظتين دوليتين مكونتين من أحسن الأسهم المسعرة في كل من بورصة عمان و بورصة السعودية بغرض إختيار فرضيات الدراسة .

و قبل تشكيل المحفظتين الدوليتين سنقوم بتعديل المحفظة المكونة من أسهم أردنية التي إعتبرناها محفظة مثلى بجعل أوزانها متساوية ، و هذا بغرض إحداث التوافق بين الأوزان النسبية لمختلف المحافظ المشكلة .

أولاً: خصائص محافظ مالية أردنية بأوزان نسبية متساوية.

نقوم بتعديل نفس المحفظة السابقة التي أعتبرت أحسن محفظة يتخذها المستثمر كمحفظة المثلى في المطلب السابق و المكونة من أسهم المؤسسات التالية: شركة التأمين الأردنية، شركة الأهلية للمشاريع، شركة مصانع الخبز و الشركة العالمية للزيوت النباتية .

1- حساب مردودية المحفظة: يتم حساب مردودية المحفظة من خلال المعادلة (3-15) أدناه.

$$E_{(R_P)} = X_1 E(R_{X_1}) + X_3 E(R_{X_3}) + X_5 E(R_{X_5}) + X_6 E(R_{X_6}) \dots \dots (3 - 15)$$

$$E_{(R_P)} = \frac{1}{4} [0.045729 + (-0.08928) + (-0.006685) + (-0.002597)]$$

$$= 0.006879$$

2- حساب الإنحراف المعياري للمحفظة : يتم حساب الإنحراف المعياري للمحفظة من خلال المعادلة (3-16) أدناه.

$$\delta_P^2 = \delta_{X_1}^2 \times (m_{X_1})^2 + \delta_{X_3}^2 (m_{X_3})^2 + \delta_{X_5}^2 (m_{X_5})^2 + \delta_{X_6}^2 (m_{X_6})^2$$

$$+ 2[r_3^1 \times C_3^1 \times m_{X_1} m_{X_3} + r_5^1 \times C_5^1 \times m_{X_1} \times m_{X_5} + r_6^1 \times C_6^1$$

$$\times m_{X_1} m_{X_6}] \dots \dots (3 - 16)$$

$$\delta_P^2 = 0.1933 \left(\frac{1}{4}\right)^2 + 0.0090 \left(\frac{1}{4}\right)^2 + 0.0103 \left(\frac{1}{4}\right)^2 + 0.0009 \left(\frac{1}{4}\right)^2$$

$$+ 2 \left[0.07 \times 0.001 \left(\frac{1}{4}\right)^2 + (-0.043) \times (-0.002) \left(\frac{1}{4}\right)^2 + (-0.094)$$

$$\times (-0.001) \times \left(\frac{1}{4}\right)^2 \right]$$

$$\delta_P^2 = 0.013375$$

$$\delta_P = 0.1156$$

$$\delta_P = 11.56\%$$

3- حساب بيتا المحفظة: يتم حساب بيتا المحفظة من خلال المعادلة (3-17) أدناه.

$$B_P = \alpha_1\beta_1 + \alpha_2\beta_2 + \alpha_3\beta_3 + \alpha_4\beta_4 \dots \dots (3 - 17)$$

$$B_P = \frac{1}{4}(1.3150 - 0.6159 + 0.9675 + 0.3043)$$

$$B_P = 0.4927$$

ثانيا: تشكيل محفظة دولية في الحالة تغطية مخاطر سعر الصرف

سنقوم بتشكيل محفظة دولية من خلال إدراج لنفس المحفظة السابقة أسهم ثلاث شركات مسعرة في بورصة السعودية، مع العلم أن هذه الشركات تم إختيارها على أساس درجة مخاطرتها فتم إختيار الشركات التي لها أقل درجة مخاطرة نظامية و ذلك من خلال معامل B و تتمثل هذه الشركات في :

1_بنك الجزيرة .

2-شركة الخزف السعودي.

3-شركة أسواق عبد الله العنيم .

بعد إختيار أحسن الشركات السعودية لتشكيل محفظة الأوراق المالية الدولية، سنقوم بإختبار صحة الفرضية الثانية و الثالثة رموز إفتراضية للشركات المختارة :

-التأمين الأردنية X_1 ؛

-شركة الأهلية للمشاريع X_2 ؛

-شركة مصانع الخزف الأردنية X_3 ؛

-الشركة العالمية الحديثة للزيوت النباتية X_4 ؛

-بنك الجزيرة X_5 ؛

-شركة الخزف السعودي X_6 ؛

-شركة أسواق عبد الله العنيم X_7 .

بعد القيام بإختيار الشركات المراد الإستثمار فيها نقوم بحساب كل من مردودية و الإنحراف المعياري و معامل بيتا للمحفظة الدولية كمايلي :

1-حساب عائد (مردودية) محفظة الدولية : يتم حساب عائد المحفظة الدولية من خلال المعادلة (3-18) أدناه.

$$E_{(R_P)} = X_1E(R_{X_1}) + X_2E(R_{X_2}) + X_3E(R_{X_3}) + X_4E(R_{X_4}) + X_5E(R_{X_5}) \\ + X_6E(R_{X_6}) + X_7E(R_{X_7}) \dots \dots \dots (3 - 18)$$

مع العلم أن الإستثمار في هذه المحفظة سيكون بأوزان متساوية بين الشركات، أي بمعدل سهم لكل شركة .

$$E_{(R_P)} = \frac{1}{4}(0.045729 - 0.008928 - 0.006685 - 0.006685 - 0.002597 \\ + 0.001772 + 0.001267 - 0.000493$$

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

$$E_{(R_P)} = 0.004295$$

2-حساب الانحراف المعياري للمحفظة المشكلة :

نقوم بحساب الانحراف المعياري للمحفظة في حالة تغطية خطر الصرف (سعر صرف ثابت) كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (3-10) تباين المحفظة الدولية في حالة تغطية مخاطر سعر الصرف .

المجاميع الجزئية	شركة العتيم	الخزف السعودي	بنك الجزيرة	العالمية الحديثة	الخزف الأردنية	الأهلية للمشاريع	التأمين الأردنية	
	X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	
-0.002528597	-0.000569466	0.000215436	-3.96E-05	-0.00121868	-0.00189888	-0.00687846	-0.00189583	X1
0.003799171	-2.26E-05	5.13E-05	5.36E-05	-0.00055987	0.002321477	0.008833655	-0.00687846	X2
0.010996017	1.11E-05	3.28E-05	0.00014843	0.0002525	0.010128587	0.002321477	-0.001898881	X3
-0.000563265	7.49E-05	-1.49E-05	1.85E-05	0.0008843	0.0002525	-0.000559874	-0.001218679	X4
0.000201079	5.36E-07	5.49E-07	1.91E-05	1.85E-05	0.000148433	5.36E-05	-3.96E-05	X5
0.000326676	-2.15E-06	4.36E-05	5.49E-07	-1.49E-05	3.28E-05	5.13E-05	0.000215436	X6
-0.000431779	7.59E-05	-2.15E-06	5.36E-07	7.49E-05	1.11E-05	-2.26E-05	-0.000569466	X7
0.011799302	تباين المحفظة							

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتمادا على البرنامج EVIEWS4 و الملحق رقم (05) و(08) .

من خلال الجدول أعلاه نجد أن تباين معدلات المرودية للمحفظة الدولية يساوي 0.011799302 أي:

$$\delta_p^2 = 0.011799302$$

وبتالي الانحراف المعياري للمحفظة δ_p :

$$\delta_p = 0.108624592$$

$$\delta_p = 10.86\%$$

3-حساب معامل بيتا للمحفظة المالية : يتم حساب بيتا المحفظة الدولية من خلال المعادلة (3-19) أدناه.

$$B_p = \alpha_1\beta_1 + \alpha_2\beta_2 + \dots + \alpha_7\beta_7 \dots \dots \dots (3 - 19)$$

$$B_p = \frac{1}{7}(1.3150 - 0.6159 + 0.9675 + 0.3043 + 0.5351 + 0.3907 + 0.5296)$$

$$B_p = 0.4894$$

ثالثا: تشكيل المحفظة الدولية في حالة عدم تغطية مخاطر سعر الصرف.

سنقوم بتشكيل نفس المحفظة الدولية لكن مع عدم تغطية خطر سعر الصرف، أي مردودية الأسهم الداخلة في تكوين

المحفظة هي بأسعار صرف متغيرة، من خلال إظهار خصائص المحفظة المكونة بحساب كل من مردودية المحفظة، الانحراف المعياري

و معامل بيتا للمحفظة كمايلي :

1-حساب مردودية المحفظة الدولية : يتم حساب بيتا المحفظة الدولية من خلال المعادلة (3-20) أدناه.

$$E_{(R_P)} = X_1E(R_{X_1}) + X_2E(R_{X_2}) + X_3E(R_{X_3}) + X_4E(R_{X_4}) + X_5E(R_{X_5}) \\ + X_6E(R_{X_6}) + X_7E(R_{X_7}) \dots \dots \dots (3 - 20)$$

$$E_{(R_P)} = \frac{1}{7}(0.045729 - 0.008928 - 0.006685 - 0.002597 + 0.001752 + 0.001266 - 0.00082)$$

$$E_{(R_P)} = 0.004245$$

2- حساب الانحراف المعياري للمحفظة المشكلة :

نقوم بحساب الانحراف المعياري للمحفظة في حالة عدم تغطية مخاطر سعر الصرف (سعر الصرف متغير) كما هو موضح في الجدول التالي :

جدول رقم (3-11): تباين المحفظة الدولية في حالة عدم تغطية مخاطر سعر الصرف.

المجاميع الجزئية	شركة العتيم	الخزف السعودي	بنك الجزيرة	العالمية الحديثة	الخزف الأردنية	الأهلية للمشاريع	التأمين الأردنية	
	X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	
-0.002872697	-0.001156767	0.000404027	1.50E-05	-0.001218679	-0.001898881	-0.00687846	-0.00189583	X1
0.00380378	-1.86E-05	3.41E-05	7.15E-05	-0.000559874	0.002321477	0.008833655	-0.00687846	X2
0.011058082	-9.19E-06	4.39E-05	0.00021965	0.0002525	0.010128587	0.002321477	-0.001898881	X3
-0.000557595	7.67E-05	-1.12E-05	1.86E-05	0.000884303	0.0002525	-0.000559874	-0.001218679	X4
0.00035735	-3.86E-06	5.30E-06	3.12E-05	1.86E-05	0.00021965	7.15E-05	1.50E-05	X5
0.000523999	-8.73E-06	5.66E-05	5.30E-06	-1.12E-05	4.39E-05	3.41E-05	0.000404027	X6
-0.001034566	8.58E-05	-8.73E-06	-3.86E-06	7.67E-05	-9.19E-06	-1.86E-05	-0.001156767	X7
0.011278354	تباين المحفظة							

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على البرنامج EVIEWS4 إنطلاقاً من بيانات الملحق رقم (05) و(08) .

من خلال الجدول أعلاه نجد أن تباين معدلات المردودية للمحفظة في حالة سعر الصرف المتغير يساوي 0.011278354 أي:

$$\delta_p^2 = 0.011278354$$

و بالتالي الانحراف المعياري للمحفظة δ_p :

$$\delta_p = 0.106199595$$

$$\delta_p = 10.61\%$$

3- حساب معامل بيتا للمحفظة المالية: نقوم بحساب بيتا المحفظة وفق المعادلة (3-21) أدناه.

$$B_p = \alpha_1\beta_1 + \alpha_2\beta_2 + \dots + \alpha_7\beta_7 \dots \dots (3 - 21)$$

$$B_p = \frac{1}{7}(1.3150 - 0.6159 + 0.9675 + 0.3043 + 0.5331 + 0.3900 + 0.5096)$$

$$B_p = 0.4862$$

المطلب الرابع : المقارنة بين المحافظ المشكلة و إختيار صحة الفرضية

بعد القيام بتكوين محفظة مالية لأسهم شركات مسعرة في بورصة عمان بأوزان متساوية و إعتبرها كأحسن محفظة يمكن للمستثمر الإستثمار فيها، والقيام بتنويع نفس المحفظة بإدراج عوائد أسهم شركات مسعرة في بورصة السعودية وتكونها في حالي سعر الصرف الثابت و سعر الصرف المتغير لإختبار فرضيات البحث و النتائج المتوصلها هي في الجدول التالي:

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

الجدول رقم(3-12): خصائص المحفظة الأردنية المثلى و المحافظ الدولية .

المحفظة المكونة	المردودية $E(R_p)$	الإنحراف المعياري δ_p	معامل بيتا للمحفظة B_p
المحفظة الأردنية	0.006879	11.56%	0.4927
المحفظة المالية الدولية حالة تغطية مخطر سعر الصرف	0.004295	10.68%	0.4894
المحفظة المالية الدولية حالة عدم تغطية مخطر سعر الصرف	0.004245	10.61%	0.4862

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على النتائج المتواصل إليها.

نلاحظ أن محفظة الأوراق المالية المكونة من أسهم شركات مسعرة في بورصة الأردن بنسبة 100% هي أكثر مردودية من بقية المحافظ لكنها أكثر مخاطرة من غيرها، إذ أن مخاطر هذه المحفظة قدرت بـ 11.56% بالنسبة للإنحراف المعياري و 0.49 بالنسبة لبيتا المحفظة أي أن مخاطر النظامية في هذه المحفظة أكبر من مخاطر المحافظ الدولية، بالمقابل نجد أن المحفظة المتنوعة دولياً أقل مخاطرة في كلتا الحالتين فعند تغطية خطر الصرف إنخفض الإنحراف المعياري إلى 10.68% و بلغ 10.61% في حالة عدم تغطية خطر الصرف، إلا أن مردودية المحافظ الدولية أقل من مردودية المحفظة الأردنية، رغم ذلك فإن التنوع الدولي لأصول المحفظة المكونة من (100%) من أسهم شركات مسعرة في بورصة الأردن أدى إلى تخفيض درجة مخاطر المحفظة إلا أن هذا الأثر لا يظهر من حيث المردودية، و هذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية التي تنص على:

أن التنوع الدولي يساهم في تدنئة المخاطر النظامية (مخطر سعر الصرف) في محفظة الأوراق المالية .

الجدول رقم (3-13): مقارنة مردوديات أسهم الشركات المختارة من بورصة السعودية .

إسم الشركة	مردودية السهم بسعر الصرف الثابت	مردودية السهم بسعر الصرف المتغير
شركة عبد الله العتيق	0.001772034	0.001752263
شركة الخزف السعودية	0.001267781	0.001266698
بنك الجزيرة	-0.00049329	-0.000824793

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على النتائج المتواصل إليها.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هناك إنخفاض طفيف في مردوديات أسهم الشركات المختارة إذ نرى أن مردودية السهم بسعر الصرف المتغير أقل من مردوديته بسعر الصرف الثابت (حالة تغطية خطر سعر الصرف)، و هذا ما أدى إلى إنخفاض مردودية المحفظة ككل و لو بشكل طفيف في حالة عدم تغطية خطر الصرف إلى 0.004245 بالمقابل بلغت مردودية المحفظة في حالة التغطية خطر الصرف 0.004295 كما هو موضح في الجدول رقم (3-12) أما بالنسبة لمستوى المخاطرة للمحفظة في حالة عدم التغطية أقل بشكل طفيف منها في حالة التغطية إذ أن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف تؤثر على مردودية

الفصل الثالث:.....بناء محفظة الأوراق المالية في ظل مخاطر سعر الصرف

الأصل المالي (السهم) إما بالإيجاب عند إرتفاع أسعار الصرف أو سلبيًا في حالة إنخفاض سعر الصرف و هذا ما يؤثر بشكل مباشر في مردودية المحفظة، وبالتالي يمكن القول أن التغيرات الحادثة في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر على الأصول المالية مما ينعكس على المحفظة ككل و بالتالي نقوم بإثبات الفرضية الثالثة، و التي تنص على أن :

تقلبات أسعار الصرف تؤثر على قيمة الأصول المالية التي تحتويها محفظة الأوراق المالية .

خلاصة الفصل الثالث :

تعتبر كل من بورصتي الأردن و السعودية من بين أهم الأسواق المالية العربية، و من بين أحسن تنظيمها و أداء، و هذا يعود لما حققته هاتين الأخيرتين من إنجازات كبيرة في مجال الإستثمار بالأسهم، حيث أصبحت البورصة تلعب دورا مهما في جذب رأس المال الفائض و غير العبء في الإقتصاد ، و إستثماره في مختلف القطاعات الإقتصادية .

لقد هدف هذا الفصل إلى الكشف عن إمكانية الإستفادة من إستراتيجية التنوع الدولي في تدنئة المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية في بورصتي الأردن و السعودية، ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل لها في هذا الفصل كالتالي :

1_ الإستثمار في الأصول المالية ضمن محفظة للأوراق المالية كوحدة إستثمارية واحدة يساهم في تدنئة المخاطر التي تتعرض لها الأصول المالية منفردة ؛

2-معامل الإرتباط بين عوائد الأصول المالية المشكلة لمحفظة الأوراق المالية يساهم إلى حد كبير في تدنئة المخاطر النظامية ؛

3-يساهم التنوع الدولي في تدنئة المخاطر النظامية (مخطر سعر الصرف) محفظة الأوراق المالية؛

4-تتوقف قيمة الأصول المالية التي تحتويها المحفظة إلى حد كبير على تقلبات أسعار الصرف.

الخاتمة

تعد نظرية محفظة الأوراق المالية من أهم النظريات المالية المعنية بتوليفات الأصول المالية، إذ يرجع الفضل في ظهورها إلى الإقتصادي الأمريكي هاري ماركو فيتز سنة 1952 إعتد فيها على مفاهيم المردودية و المخاطرة ممثلين بالمتوسط الحسابي و الإنحراف المعياري لقيم الأصول المالية في فترة معينة .

أن التطور الحاصل في الإقتصاد العالمي و زيادة حركة رؤوس الأموال داخل الأسواق المالية أدى ذلك لزيادة إهتمام المستثمرين بالإستثمار في الأوراق المالية ضمن محافظ مالية لما تحققه هذه الأخيرة من عوائد مرتفعة في ظل مخاطر مقبولة، و ظهرت نتيجة التغير الحاصل في البيئة المالية العالمية مجموعة من النظريات الحديثة التي طورت مفهوم المحفظة و التي إهتمت بالمحافظ المالية الدولية، حيث أصبح الإهتمام بالجانب الدولي لتسيير المحافظ من خلال التنوع الدولي الذي يعد إستراتيجية مستعملة لتدئنة المخاطر النظامية، التي تتعرض لها المحفظة إذ أن المحفظة الدولية تتعرض لعدة مخاطر و منها مخاطر الصرف بالدرجة الأولى و لهذا وجب معرفة سبل التعامل مع هذا النوع من المخاطر، و بالتالي يمكن ذكر إختبار الفرضيات و نتائج البحث و التوصيات و الإقتراحات و أخيرا آفاق البحث كما يلي :

أولاً: نتائج البحث :

أ- النتائج النظرية :

- 1- إدارة محافظ الأوراق المالية تتوقف إلى حد كبير على مستوى كفاءة السوق المالي؛
- 2- إن معدل مخاطر المحفظة يساوي مجموع معدل مخاطر الأصول المالية المكونة لها ؛
- 3- إن المراجعة المستمرة و الدورية لعناصر المحفظة يساعد المستثمر في تحقيق أهدافه ؛
- 4- تعتبر عملية التنوع الدولي من أهم الإستراتيجيات المستعملة لتدئنة المخاطرة النظامية، وبالتالي مخاطر محفظة الأوراق المالية الدولية أقل من مخاطرة المحفظة المحلية .

ب- النتائج التطبيقية :

- 1- إن التحليل الجيد للبيئة المراد الإستثمار فيها و معرفة الظروف المحيطة بها، يساهم في نجاح العملية الإستثمارية ؛
- 2- من خلال تكوين عدة محافظ مالية، منها ما هو مكون سهم واحد و منها ما هو مكون من سهمين، و بعد حساب مخاطرتهما بإستعمال الإنحراف المعياري و معامل بيتا، توصلنا إلى أن المحفظة المكونة من سهمين أقل مخاطرة من المحفظة المكونة من سهم واحد ؛
- 3- من خلال تكوين محفظتين ماليتين تربط الأصول المالية المكونة للمحفظة الأولى فيما بينها إرتباطا سالبا ، في حين ترتبط الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة الثانية بمعاملات إرتباط موجبة، و بعد القيام بحساب مخاطرت كلتا المحفظتين بإستعمال الإنحراف المعياري و معامل بيتا، كانت النتيجة أن المحفظة الأولى أقل مخاطرة من المحفظة الثانية ؛
- 4- من خلال تكوين محفظتين ماليتين دوليتين، الأولى منوعة دولياً مع تغطية خطر الصرف، و الثانية منوعة دولياً مع عدم تغطية خطر الصرف و بعد حساب مخاطرتهما بإستعمال الإنحراف المعياري و معامل بيتا، إتضح لنا أن المحفظة الثانية أقل مخاطرة من المحفظة الأولى ؛

5- كما إستخلصنا أن تقلبات أسعار الصرف الحاصلة في السوق تؤثر على قيمة الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة، والذي يؤثر بشكل مباشر على عائد و مخاطر المحفظة .

ثانيا: إختبار الفرضيات :

1_ تم توصل من خلال الدراسة التطبيقية، و بعد القيام بتشكيل عدة محافظ منها محافظ مكونة من سهم واحد، و محافظ مكونة من سهميين بالإضافة إلى تشكيل محفظتين، الأولى ترتبط مكوناتها بمعامل إرتباط سالب و الثانية ترتبط مكوناتها بمعاملات موجبة، أن الخطر النظامي للمحافظ المكونة من سهميين أقل من التي هي مكونة من سهم واحد حيث وجد أن الإنحراف المعياري للمحفظة المكونة من سهم واحد يساوي 0.0161 و معامل بيتا يقدر بـ 0.30 في حين أن المحفظة المكونة من سهمين بلغ إنحرافها المعياري 0.0103 و معامل بيتا 0.14، أما بالنسبة للمحفظة المكونة على أساس معاملات إرتباط و جد أن الإنحراف المعياري للمحفظة المرتبطة إرتباطا سالبا يساوي 13.78% و قدر معامل بيتا للمحفظة بـ 0.3057، في حين أن المحفظة التي ترتبط مكوناتها إرتباط موجب بلغ إنحرافها المعياري 17.82% و قدر معامل بيتا بـ 0.59، و بالتالي يمكننا القول أن كل من عدد الأصول الداخلة في تشكيل المحفظة و معامل الإرتباط فيما بينها يساهم في تدنئة المخاطر النظامية إذا كان سالبا أو موجب ضعيف أو معدوم ، وبناءا على ذلك فقد أثبتنا صحة الفرضية الأولى، و بذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الأولى .

2_ و من خلال تشكيل المحفظتين الدوليتين، فالمحفظة الأولى منوعة دولياً مع تغطية خطر الصرف أما الثانية فتم تنويعها دولياً مع عدم تغطية خطر الصرف، حيث تم التوصل إلى نتائج تبين أن المحفظة الأولى (حالة التغطية) بلغ إنحرافها المعياري 10.68% و معامل بيتا للمحفظة قدر بـ 0.4894، أما المحفظة الثانية (عدم تغطية) بلغ إنحرافها المعياري 10.61% و معامل بيتا 0.4862، و بالتالي يمكننا القول أن إدراج تغيرات سعر الصرف في تحليل المحفظة كان له الأثر الإيجابي من منطلق تخفيض درجة المخاطرة و تحقيق مستوى مقبول من العوائد .

و بناءا على ذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الثانية من خلال إثبات صحة الفرضية الثانية .

3- من خلال الدراسة التطبيقية، و من خلال تشكيل المحفظتين الدوليتين، و بعد القيام بتحليل الأصول المالية الداخلة في تكوينها و التي قمنا من خلالها بتنويع المحفظة الأردنية، توصلنا أن الأصول المالية المختارة في تكوين المحفظة تأثرت أسعار أسهمها بالتقلبات الحاصلة في أسعار الصرف، و الذي إنعكس على مردوديتها سلبا أي إنخفاضها و لو بشكل طفيف، وهذا ما يؤكد أن قيمة الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة تتوقف إلى حد كبير على تقلبات أسعار الصرف الحاصلة في الأسواق المالية، وبناءا على ذلك نقبل الفرضية الثالثة، و بذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الثالثة .

و بإثبات الفرضيات الجزئية من خلال الإجابة على الأسئلة الجزئية في الجانب التطبيقي من الدراسة ، نكون بذلك قد

أثبتنا صحة الفرضية الرئيسية ، و بالتالي أجبنا على الإشكالية الرئيسية لهذا البحث ، حيث تم التوصل إلى أن :

المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الصرف تأثر على أداء محفظة الأوراق المالية.

ثالثا: التوصيات

- بعد تناول موضوع محافظ الأوراق المالية و دراسة المخاطر المرتبطة بها، و التطرق لأهم مقاربات النظرية الحديثة للمحفظة المالية، و القيام بالدراسة التطبيقية حول إمكانية تدنئة مخطر سعر الصرف، و بعد إستخلاص نتائج البحث و إثبات صحة الفرضيات، يمكننا إقتراح جملة من التوصيات كالآتي :
- 1- قبل إتخاذ قرار الإستثمار في محفظة الأوراق المالية لابد من تحديد و معرفة كل نوع من أنواع المخاطرة و القيام بتحليلها تحليلا دقيقا، و معرفة العوامل المسببة لها، و من ثم إنتقاء أحسن الأوراق المالية المتاحة لديه للإستثمار فيها ضمن وحدة إستثمارية واحد؛
 - 2- المتابعة الدورية و المستمرة للأداء الإقتصادي على المستوى المحلي و الدولي، و إجراء الدراسات التحليلية لمؤشرات السوق من أجل بناء محافظ للأوراق المالية على أساس علمي دقيق، الأمر الذي يقلل من إحتمال الخسارة و بالتالي تدنئة المخاطر؛
 - 3- على المستثمر المالي أن يحدد درجة المخاطرة التي يرغب أو هو مستعد لتحملها وكذا مستوى العائد الذي يرغب في تحقيقه؛
 - 4- ضرورة القيام بمراجعة دورية لمحفظة الأوراق المالية، في ظل التدفق المستمر للمعلومات ؛
 - 5- تشجيع المستثمرين للإستثمار في الأسواق العالمية، و هذا لما تعطيه إستراتيجية التنوع الدولي لإمكانية تدنئة المخاطر و تحقيق عوائد إضافية و لما توفره من فرص إستثمارية جديدة ؛
 - 6- إختيار سياسة مناسبة لتغطية خطر الصرف حسب الظروف الإقتصادية و المالية للبيئة المراد الإستثمار بها، وذلك من خلال محاولة لتدنئة خطر الصرف الذي يعد من المخاطر الكلية التي تتعرض لها محفظة الأوراق المالية ؛
 - 7- تبسيط البيانات و الدوريات و التقارير المالية المتعلقة بنشاط الشركات المدرجة بالسوق، من أجل إعطاء صورة أوضح للمستثمر المالي .

رابعا : آفاق الدراسة :

إن موضوع محافظ الأوراق المالية يعد من المواضيع المهمة في المجال المالي والتي تحظى بإهتمام الكثير من المنظرين الماليين و التي لا تزال تحتاج إلى دراسات و نتائج من شأنها توضيح فكرة الإستثمار في المحافظ المالية، فهذه الدراسة تعرف ندرة كبيرة في الأبحاث ولاسيما في الجامعة الجزائرية نظرا لعدم وجود سوق مالي جزائري قوي و من هنا تتضح أهمية هذه المواضيع، فمن آفاق هذه الدراسة ما يلي:

- 1- محاولة دراسة نفس الموضوع في بيئة مالية مختلفة تمتاز بنوع من الوضوح ؛
- 2- دراسة محفظة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي من حيث مكوناتها و طريقة تسييرها ؛
- 3- القيام بدراسة نفس الموضوع مع دراسة إستخدام المشتقات المالية كأداة لتغطية مخطر سعر الصرف؛
- 4- بناء نماذج تمكن المستثمرين من التنبؤ بتحركات السوق، تساعد المستثمر في تشكيل محفظته المالية .

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المصادر والمراجع باللغة العربية

I- الكتب :

1. أحمد فريد مصطفى، الإقتصاد النقدي و المصرفي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، مصر، 2009 .
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية (تحليل و إدارة)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان الأردن، 2004 .
3. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية و التطبيقية)، الطبعة الأول ، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010 .
4. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون و موزعون ، عمان، الأردن، 2010 .
5. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية : دروس و تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2011 .
6. بسام الحجار، نظام النقد العالمي و أسعار الصرف، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2009 .
7. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية ، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2009 .
8. دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن ، 2010 .
9. ريمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، دار المعزز للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005 .
10. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراهبة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009 .
11. شمعون شمعون، البورصة و بورصة الجزائر، الطبعة الأولى، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر.
12. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد - إدارات - شركات - بنوك، مخاطر الإئتمان و الإستثمار و المشتقات و أسعار الصرف)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 .
13. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، سعر الصرف و إدارته في ظل الصمات الإقتصادي (نظرية و تطبيقات)، الطبعة الأولى، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2011.
14. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
15. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009 .
16. فايز سليم حداد، الإدارة المالية ، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009 .
17. لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي و علاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية للطباعة و النشر و التوزيع، لبنان، 2010 .

18. ماجد أحمد عطا الله، إدارة الإستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2011 .
19. محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997 .
20. محمد صالح جابر، الإستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان، الأردن، 2005 .
21. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2006 .
22. محمد مطر فايز تيمّم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005 .
23. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005 .
24. مروان عطون، أسعار صرف العملات (أزمات العملات في العلاقات النقدية الدولية)، دار الهدى للطبعات و النشر و التوزيع، الجزائر، بدون سنة نشر.
25. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002 .
26. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطرة (الهندسية المالية باستخدام التوريق و المشتقات)، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003 .
27. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2010 .
28. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الإسكندرية، 1998 .
- منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003 .
29. موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و ياسر المومني، المالية الدولية ، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن، 2008 .
30. هوشيار معروف، الإستثمارات و السوق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر، عمان ، الأردن، 2009 .

II البحوث الجامعية:

أ- أطروحات الدكتوراه :

1. دادن عبد الغني، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الإقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر بإستعمال المحاكاة المالية (حالة بورصتي الجزائر و باريس)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006 - 2007 .
2. سويسسي الهواري، تقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007 - 2008 .

ب-مذكرات الماجستير و الماستر :

1. بجالد عائشة، التنوع كأداة لتدنية المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة ، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009 – 2010 .
2. سعيدة تلي، التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009 .
3. شماخي بوبكر، تقييم الأوراق المالية من منظور التحليل الأساسي لغرض الإستثمار المالي (دراسة حالة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009 – 2010 .
4. شوقي طارق، أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة ،جامعة باتنة، جزائر، 2009 .
5. فيصل حمدي، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع الإشارة لحالة الجزائر و المغرب، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006 .
6. محمد البشير بن عمر، دراسة أثر بعض المتغيرات المالية و الإقتصادية على أسعار الأسهم (حالة بورصة الأردن)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة ،جامعة ورقلة، الجزائر، 2009-2010
7. منصوري الحاج موسى، أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007 – 2008 .
8. منية قزيب، المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة 2006 – 2010)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010 – 2011 .

III-المقالات المنشورة:

1. خضير الزبيدي فراس، مؤيد محمد علي، تقييم العلاقة بين العائد و المخاطرة للأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية . تاريخ التصفح: 07 / 12 / 2011 .

<http://www.m5zn.com/files-120711091202hg32j050318s9z-Drferasz.doc>

2. عبد الرؤوف رابعة ، سامي حطاب، التحليل المالي و تقييم الأسهم – و دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية –، هيئة الأوراق المالية و السلع، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة ، فبراير / مارس، 2006 .

IV- المجالات :

1. بالعزوز بن علي، إستراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2009-2010 .
2. دادن عبد الغني ، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب و تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السادس، 2008 .
3. كمال بن موسى، المحفظة الإستثمارية (تكوينها و مخاطرها)، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثالث، 2005 .

V- المؤتمرات و الملتقيات :

- 1- بن رحم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة : أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي حول : الأزمة المالية و الإقتصادية الدولية و الحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009 .
- 2- عبد الحق بوعتروس، تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف، مؤتمر إدارة المخاطر و إقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردن، مجهول التاريخ .

VI- التقارير والمنشورات :

1. البنك المركزي الأردني، الخطة الإستراتيجية للبنك المركزي الأردني(2010-2012)، كانون الثاني 2010، عمان، الأردن.
2. مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي السادس وأربعون، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، المملكة العربية السعودية، 2010.
3. هيئة السوق المالية، التقرير الأول لهيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، 2004/07/01-2006/12/31.

ثانيا: المراجع والمصادر وباللغة الأجنبية:

I- الكتب:

- 1- Jacques Hamon , bourse et gestion de portefeuille ,2e édition , ED Economica , paris,2005 .
- 2-josette peyrard ,gestion financière international,5e édition , librairie vuibert , paris ,1999 .
- 3-larbi Dohni , carol Hainaut , les taux de change ,1re édition , De Boek , Bruxelles , Belgique , 2004.
- 4-Mondher Bellalah , gestion des risqué de taux d'intérêt et de change ,1re édition , de Boeck , Bruscelles ,Belgiques ,2005 .
- 5-Norbert guedj , Finance d'entreprise (les règles du jeu),2^e édition ,édition d'organisation ,paris , 2001 .

- 6-pierre vernimmen , **Finance d'entreprise** ,6e édition ,DALLOZ ,paris ,2005 .
7-Richard Brealey , stewart Mayers ,Franklin Allen ,**principes de gestion Financière** , 8e édition , pearson Education france , paris , 2006.
8-soufi Ménouar ,**gestion du portefeuille** , ED office des publications universitaires , Alger ,2003 .

II- الجرائد و المجلات:

1-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 .

2-Grigoris Michailidis , stavros Tsopoglou , et autres ,**Testing The capital Asset pricing Model (CAPM) : The case of The Emerging greeh securities Market** , International Research Journal of finance and Economics , Issueu , 2006.

<http://www.eurojournals.com/finance.htm>. consulté :27/11/2012 .

ثالثا: المواقع الإلكترونية:

1. بدون مؤلف ، http://www.jobtimes.info/show_news.php?n_id=229 ، تاريخ التصفح : 2012/ 04/20 .
2. موقع البنك المركزي، http://www.layvous.com/jordan_ar/jordan_banks_ar.htm، تاريخ التصفح: 2012/04/22 .
3. البنك المركزي الأردني، http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=146، تاريخ التصفح: 2012/04/26 .
4. البنك المركزي الأردني، http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=147#top ، تاريخ التصفح: 2012/04/26 .
5. بدون مؤلف، http://www.jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=3116، تاريخ التصفح: 2012/04/26 .
6. مؤسسة النقد العربي، <http://www.sama.gov.sa/AboutSAMA/Pages/SAMAFUNCTION.aspx> ، تاريخ التصفح: 2012/04/26 .
7. سوق عمان المالي ، <http://194.165.154.74/ar/node/844> ، تاريخ التصفح: 24/ 04/ 2012 .
8. سوق عمان المالي ، <http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86> ، تاريخ التصفح: 24/ 04/ 2012 .
9. سوق عمان المالي، <http://194.165.154.74/ar/node/836> ، تاريخ التصفح: 24/ 04/ 2012 .
10. قانون الأوراق المالية، http://exchange.jo/sites/default/files/sec_laws_arabic.pdf ، تاريخ التصفح:

- 24/04/2012.
11. سوق السعودية المالي، <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/04> ، تاريخ التصفح: 26/04/2012.
12. سوق عمان المالي ، <http://www.ase.com.jo/ar> ، تاريخ التصفح: 26/04/2012.
13. سوق عمان المالي ، <http://194.165.154.74/ar/node/810> ، تاريخ التصفح: 26/04/2012.
14. سوق عمان المالي ، <http://194.165.154.74/ar/node/824> ، تاريخ التصفح: 26/04/2012.
15. سوق السعودية المالي، <http://www.tadawul.com.sa>، تاريخ التصفح: 01/05/2012.
16. سوق عمان المالي، <http://www.ase.com.jo/ar/2010>، تاريخ التصفح: 26/04/2012.
17. سوق عمان المالي، <http://194.165.154.74/ar/node/822> ، تاريخ التصفح: 26/04/2012.
18. النشرة الإحصائية السنوية لسوق عمان المالي ،
- <http://www.ase.com.jo/ar/bulletins/yearly/2010-12-29/2010-01-03> ، تاريخ التصفح: 24/04/2012.

قائمة الملاحق

الملحق رقم(01): أسماء الشركات المدرجة في سوق عمان المالي

الرمز	الشركة	الرمز الرقمي
ARBK	البنك العربي	113023
THBK	بنك الاسكان	111004
BOJX	بنك الاردن	111022
AHLI	البنك الاهلي	111033
EXFB	بنك المال	111017
AJIB	بنك الاستثمار العربي	111005
UBSI	بنك الإتحاد	111007
JOIB	بنك الإسلامي الأردني	111001
JOKB	الأردني الكويتي	111002
ABCO	بنك المؤسسة العربية	111009
INVB	الاستثماري	111014
SGBJ	بنك سوسيته جنرال - الأردن	111020
قطاع البنوك		
JOIN	التأمين الأردنية	121004
FINS	الأولى للتأمين	121034
MEIN	الشرق الأوسط للتأمين	121002
TIIC	التأمين الإسلامية	121025
AGICC	الألمانية للتأمين	121024
JOFR	الأردنية الفرنسية	121009
DICL	دلنا للتأمين	121006
ARIN	العرب للتأمين	121017
GARI	العامه العربية	121005
ARAI	بركة تكافل	121031
JEIC	الأردنية الإماراتية للتأمين	121015
ARAS	الضامنون العرب	121026
HOLI	الأراضي المقدسة	121010
قطاع التأمين		
JTEL	الاتصالات الأردنية	131206
TAMR	تعمير الأردنية القابضة	131239
UAIC	المستثمرون المتحدون	131079
FRST	الأردن الأولى	131269
MANE	أفاق للطاقة	131286
REDV	تطوير العقارات	131087
RJAL	الملكية الأردنية	131213
JOEP	الكهرباء الأردنية	131004
TAJM	التجمعات للمشاريع السياحية	131019
JDPC	الأردن دبي للأموال	131017
PROF	المهنية	131270
SECO	الجنوب للإلكترونيات	131230
UINV	الاتحاد للاستثمارات	131069
UGHI	المتحدة القابضة	131280

AEIV	شرق عربي للاستثمارات	131082
AMWL	أموال انفست	131227
ULDC	تطوير الأراضي	131073
MALL	الدولية للفنادق والأسواق	131098
OFTC	أوفتك القابضة	131228
AIEI	الدولية للتعليم	131052
ARED	عرب كورب	131092
ABLA	الأهلية للمشاريع	131064
FUTR	المستقبل العربية	131258
FFCO	الأولى للتمويل	131251
JRCD	العقارية الأردنية	131229
CEBC	الفارس الوطنية	131232
IEAI	الصناعية العقارية	131217
ABUS	المتكاملة للنقل	131256
JOIT	الثقة للاستثمارات	131039
IBFM	العالمية للوساطة	131224
SPIC	التجمعات الاستثمارية	131077
FOOD	النموذجية للمطاعم	131272
CICO	المجموعة الاستثمارية	131207
EMAR	إعمار للتطوير العقاري	131237
ISRA	اسراء تمويل اسلامي	131282
BIND	بندار	131219
SANA	السنايل الدولية	131249
MSKN	مساكن	131284
MSFT	مسافات للنقل	131243
ABMS	البلاد الطبية	131002
JEIH	الاستثمارية القابضة	131025
CARD	البيطاقات العالمية	131263
DKHS	الخليبي و اولاده	131223
MEET	ميثاق	131240
AMAL	الأمل للاستثمارات	131231
SITT	السلام للنقل	131034
PETT	المحفظة العقارية	131101
AFIN	العربية للاستثمارات	131070
ITSC	مدارس الاتحاد	131093
DARA	دارات	131274
RUMM	رم للنقل والاستثمار	131262
NAQL	المقايضة للنقل	131208
SHIP	الخطوط البحرية	131012
AMON	عمون الدولية للاستثمار	131285
HIPR	الكفاءة	131246
BLAD	البلاد للاستثمارات	131250
SURA	سُرى	131283
JOMA	الموارد للتنمية والاستثمار	131027
PRES	الرأي	131013

AAFI	الامين للاستثمار	131089
JLGC	ضمان القروض	131071
JNTH	التجمعات لخدمات التغذية والاسكان	131076
MHFZ	المحفظة الوطنية	131018
RICS	الركانز	131261
DRKM	داركم	121033
JEDI	أبعاد للاستثمارات	131271
AWTD	أوتاد	131244
JIIG	الدولية للاستثمار	131253
REAL	الشرق العربي العقارية	131218
WIVA	وادي الشتا	131235
THMA	تهامة للاستثمارات	131268
UCFI	المتحدة المالية	131090
SABK	سبانك	131275
INMA	الانماء العربية	131225
LEAS	المتكاملة للتأجير التمويلي	131264
AMAD	عمد للاستثمار	131234
UNIF	الموحدة للنقل	131066
COHO	المعاصرون	131241
CEIG	العصر للاستثمار	131097
ENTK	الانتقائية	131287
SIJC	الاستثمارات المتخصصة	131086
ICMI	الدولية الطبية	141021
FIFS	الصقر للاستثمارات	131088
PRED	القصور	131257
KAFA	الكفاءة للاستثمارات	131267
JITC	المركز الاردني	131023
SPTI	المتخصصة للتجارة	131081
INVH	بيت الاستثمار	131226
UNAI	اتحاد المستثمرين	131247
IHCO	الإحداثيات العقارية	131236
THDI	التحديث	131265
MEDI	الشرق الاوسط المتعددة	131245
JMIL	الجميل	131254
JOMC	الأردنية للاستثمارات	131252
VFED	الشامخة العقارية	131011
قطاع الخدمات		
APOT	البوتاس العربية	141043
JOPH	الفوسفات	141018
JOCM	الاسمنت	141042
UCIC	الكابلات المتحدة	141215
JNCC	مسك_الأردن	141059
JOST	حديد الأردن	141070
JOPT	مصفاة الاردن /جويتترول	142041
RMCC	الباطون الجاهز	141065

DADI	دار الدواء	141012
IDMC	مجمع الضليل	141106
JPHM	الأردنية للأدوية	141204
WIRE	الوطنية للكوابل	141039
EICO	الإقبال للاستثمار	141048
JOIR	الموارد الصناعية	141055
JOWM	الأجواخ الأردنية	141014
JPPC	تسويق الدواجن	141002
ELZA	الزّي لصناعة الألبسة	141061
AQRM	القدس الخرسانية	141208
ATTA	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار	141036
BLOK	الأساس	141214
MBED	العربية للمبيدات	141209
GLCI	الخرسانة الخفيفة	141211
APCT	العربية الاستثمارية	141003
ICAG	الانتاج	141009
MPHA	شرق أوسط دوائية	141073
ASPMM	المواسير المعدنية	141098
NATA	الوطنية للالمنيوم	141091
JOCF	الخزف الأردنية	141015
JOPC	الورق والكرتون	141017
IENG	رم علاء الدين	141077
AMAN	أمانة الزراعية	141105
IPCH	البتر وكيمويات	141217
UMIC	العالمية للزيوت	141052
AEIN	العربية الكهربائية	141072
ICER	الصناعات الخزفية	141078
EKPC	الإقبال للطباعة	141100
JOSE	الصخر الزيتي	141216
UCVO	القرية	141044
FNVO	الأولى للزيوت النباتية	141205
INOH	المتكاملة للمشاريع المتعددة	141086
CJCC	الألبسة الأردنية	141213
NAST	الصلب	141011
JOPI	الأنابيب الأردنية	141019
LIPO	انجاز	141058
UADI	الاتحاد المتطورة	141110
JOWL	الصوف الصخري	141045
AJFM	الجنوب للفلاتر	141024
JOIC	الصناعات الكيماوية	141026
ACDT	المتصدرة	141010
قطاع الصناعة		

المصدر: سوق عمان المالي، <http://www.ase.com.io/sites/all/themes/ase/style-rtl.css>، تاريخ النصف: 2012/04/13.

الملحق رقم(02): أسماء الشركات المدرجة في سوق السعودية المالي(تداول).

القطاع	اسم الشركة	الإسم المتداول	رمز تداول
قطاع المصارف والخدمات المالية	بنك الرياض	الرياض	1010
	بنك الجزيرة	الجزيرة	1020
	البنك السعودي للاستثمار	استثمار	1030
	البنك السعودي الهولندي	السعودي الهولندي	1040
	البنك السعودي الفرنسي	السعودي الفرنسي	1050
	البنك السعودي البريطاني	ساب	1060
	البنك العربي الوطني	العربي الوطني	1080
	مجموعة سامبا المالية	سامبا	1090
	مصرف الراجحي	الراجحي	1120
	بنك البلاد	البلاد	1140
	مصرف الإنماء	الإنماء	1150
قطاع الصناعات البتروكيماوية	شركة كيماويات الميثانول	كيماول	2001
	الشركة الوطنية للبتروكيماويات	بتروكيم	2002
	الشركة السعودية للصناعات الأساسية	سابك	2010
	شركة الأسمدة العربية السعودية	سافكو	2020
	شركة التصنيع الوطنية	التصنيع	2060
	شركة اللجين	اللجين	2170
	شركة نماء للكيماويات	نماء للكيماويات	2210
	المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	المجموعة السعودية	2250
	شركة الصحراء للبتروكيماويات	الصحراء للبتروكيماويات	2260
	شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات	ينساب	2290
	الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات	سيكيم العالمية	2310
	الشركة المتقدمة للبتروكيماويات	المتقدمة	2330
	شركة كيان السعودية للبتروكيماويات	كيان السعودية	2350
	شركة رابع للتكرير و البتروكيماويات	بترو رابع	2380
قطاع الاسمنت	شركة أسمنت حائل	أسمنت حائل	3001
	شركة الإسمنت العربية المحدودة	الاسمنت العربية	3010
	شركة إسمنت اليمامة المحدودة	اسمنت اليمامة	3020
	شركة الإسمنت السعودية	اسمنت السعوديه	3030
	شركة إسمنت القصيم	اسمنت القصيم	3040
	شركة إسمنت المنطقة الجنوبية	اسمنت الجنوبيه	3050
	شركة إسمنت ينبع	اسمنت ينبع	3060
	شركة إسمنت المنطقة الشرقية	اسمنت الشرقية	3080
	شركة اسمنت تبوك	اسمنت تبوك	3090
	شركة اسمنت الجوف	اسمنت الجوف	3091
	قطاع التجزئة	شركة أسواق العثيم	أسواق العثيم	4001
شركة المواسة للخدمات الطبية		المواسة	4002
الشركة المتحدة للإلكترونيات		إكسترا	4003
الشركة السعودية لخدمات السيارات		خدمات السيارات	4050
الشركة الوطنية للتسويق الزراعي		ثمار	4160
شركة أحمد حسن فتحي		فتحي	4180

	شركة جرير للتسويق	جرير	4190	
	الدريس للخدمات البترولية والنقلات	الدريس	4200	
	شركة فواز عبدالعزيز الحكير وشركاه	الحكير	4240	
	شركة الخليج للتدريب والتعليم	الخليج للتدريب	4290	
قطاع الطاقة والمرافق الخدمية	شركة الغاز والتصنيع الأهلية	الغاز والتصنيع	2080	
	الشركة السعودية للكهرباء	كهرباء السعودية	5110	
	مجموعة صافولا	مجموعة صافولا	2050	
قطاع الزراعة والصناعات الغذائية	شركة المنتجات الغذائية	الغذائية	2100	
	الشركة السعودية لمنتجات الألبان والأغذية	سدافكو	2270	
	شركة المراعي	المراعي	2280	
	شركة مجموعة أنعام الدولية القابضة	أنعام القابضة	4061	
	حلواني إخوان	حلواني إخوان	6001	
	شركة هرفي للخدمات الغذائية	هرفي للأغذية	6002	
	الشركة الوطنية للتنمية الزراعية	نادك	6010	
	شركة القصيم الزراعية	القصيم الزراعيه	6020	
	شركة تبوك للتنمية الزراعية	تبوك الزراعيه	6040	
	الشركة السعودية للأسماك	الأسماك	6050	
	شركة الشرقية الزراعية	الشرقية الزراعيه	6060	
	شركة الجوف الزراعية	الجوف الزراعيه	6070	
	شركة ببشة للتنمية الزراعية	ببشة الزراعيه	6080	
	شركة جازان للتنمية	جازان للتنمية	6090	
	قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات	شركة الاتصالات السعودية	الاتصالات	7010
		شركة إتحد اتصالات	اتحد اتصالات	7020
		شركة الاتصالات المتنقلة السعودية	زين السعودية	7030
		شركة إتحد عذيب للاتصالات	عذيب للاتصالات	7040
		الشركة السعودية للإتصالات المتكاملة	المتكاملة	7050
	قطاع التأمين	شركة التعاونية للتأمين	التعاونية	8010
شركة ملاذ للتأمين وإعادة التأمين		ملاذ للتأمين	8020	
شركة المتوسط والخليج للتأمين وإعادة التأمين التعاوني		ميدغلف للتأمين	8030	
شركة أليانز السعودي الفرنسي للتأمين التعاوني		أليانز إس إف	8040	
شركة أياك للتأمين التعاوني		سلامة	8050	
الشركة السعودية المتحدة للتأمين التعاوني		ولاء للتأمين	8060	
الدرع العربي للتأمين		الدرع العربي	8070	
ساب تكافل		ساب تكافل	8080	
شركة سند للتأمين وإعادة التأمين التعاوني		سند	8090	
الشركة العربية السعودية للتأمين التعاوني		سايكو	8100	
لشركة السعودية الهندية للتأمين التعاوني		السعودية الهندية	8110	
شركة إتحد الخليج للتأمين التعاوني		اتحد الخليج	8120	
شركة الأهلي للتكافل		الأهلي للتكافل	8130	
الشركة الأهلية للتأمين التعاوني		الأهلية	8140	
المجموعة المتحدة للتأمين التعاوني		أسيج	8150	
شركة التأمين العربية التعاونية		التأمين العربية	8160	
شركة الإتحاد التجاري للتأمين التعاوني		الإتحاد التجاري	8170	

	شركة الصقر للتأمين التعاوني	الصقر للتأمين	8180
	الشركة المتحدة للتأمين التعاوني	المتحدة للتأمين	8190
	الشركة السعودية لإعادة التأمين "إعادة" التعاونية	إعادة	8200
	بوبا العربية للتأمين التعاوني	بوبا العربية	8210
	شركة وقاية للتأمين و إعادة التأمين التكافلي	وقاية للتكافل	8220
	شركة الراجحي للتأمين التعاوني	الراجحي للتأمين	8230
	شركة آيس العربية للتأمين التعاوني	ايس	8240
	شركة إكسا للتأمين التعاوني	اكسا - التعاونية	8250
	شركة الخليجية العامة للتأمين التعاوني	الخليجية العامة	8260
	شركة بروج للتأمين للتأمين التعاوني	بروج للتأمين	8270
	شركة العالمية للتأمين التعاوني	العالمية	8280
	شركة سوليدرتي السعودية للتكافل	سوليدرتي تكافل	8290
	شركة الوطنية للتأمين	الوطنية	8300
	شركة أمانة للتأمين للتأمين التعاوني	أمانة للتأمين	8310
	شركة عناية السعودية للتأمين التعاوني	عناية	8311
	شركة المصافي العربية السعودية	المصافي	2030
	الشركة السعودية للصناعات المتطورة	المتطورة	2120
	شركة الأحساء للتنمية	الإحساء للتنمية	2140
	الشركة السعودية للخدمات الصناعية	سيسكو	2190
	عسير للتجارة والسياحة والصناعة	عسير	4080
	شركة الباحة للإستثمار والتنمية	الباحة	4130
قطاع شركات الأستثمار المتعدد	شركة المملكة القابضة	المملكة	4280
	شركة تكوين المتطورة للصناعات	تكوين	1201
	شركة الصناعات الكيماوية الأساسية	بي سي أي	1210
	شركة التعدين العربية السعودية	معادن	1211
	مجموعة أسترا الصناعية	أسترا الصناعية	1212
	مجموعة السريع التجارية الصناعية	مجموعة السريع	1213
	شركة الحسن غازي إبراهيم شاكرا	شاكرا	1214
	الشركة السعودية للصناعات الدوائية	الدوائية	2070
	شركة الصناعات الزجاجية الوطنية	زجاج	2150
	شركة تصنيع مواد التعبئة والتغليف	فييكو	2180
	الشركة الوطنية للتصنيع وسبك المعادن	معدنية	2220
	الشركة الكيماوية السعودية	الكيماويات السعودية	2230
	الشركة السعودية لصناعة الورق	صناعة الورق	2300
	شركة العبد اللطيف للإستثمار الصناعي	العبد اللطيف	2340
قطاع الأستثمار الصناعي	الشركة السعودية للصادرات الصناعية	الصادرات	4140
	شركة إتحاد مصانع الأسلاك	أسلاك	1301
	مجموعة محمد المعجل	مجموعة المعجل	1310
	الشركة السعودية لأنابيب الصلب	الأنابيب السعودية	1320
	شركة أبناء عبدالله عبدالمحسن الخضري	الخضري	1330
قطاع التشييد والبناء	شركة الخزف السعودي	الخزف	2040

	شركة الجيبس الأهلية	الجيبس	2090
	شركة الكابلات السعودية	الكابلات	2110
	الشركة السعودية للتنمية الصناعية	صدق	2130
	شركة إميانتيت العربية السعودية	إميانتيت	2160
	الشركة العربية للأنابيب	أنابيب	2200
	شركة الزامل للإستثمار الصناعي	الزامل للصناعة	2240
	شركة الباطين للطاقة والاتصالات	الباطين	2320
	الشركة السعودية لإنتاج الأنابيب الفخارية المحدودة	الفخارية	2360
	شرق الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة (مسك)	مسك	2370
	شركة البحر الأحمر لخدمات الإسكان	البحر الأحمر	4230
قطاع التطوير العقاري	الشركة العقارية السعودية	العقارية	4020
	شركة طيبة للإستثمار	طيبة للإستثمار	4090
	شركة مكة للإنشاء والتعمير	مكة للإنشاء	4100
	شركة الرياض للتعمير	التعمير	4150
	إعمار المدينة الاقتصادية	إعمار	4220
	شركة جبل عمر	جبل عمر	4250
	شركة دار الأركان	دار الأركان	4300
	مدينة المعرفة الاقتصادية	مدينة المعرفة	4310
قطاع النقل	الشركة الوطنية للنقل البحري	النقل البحري	4030
	الشركة السعودية للنقل الجماعي	النقل الجماعي	4040
	الشركة السعودية للنقل البري	مبرد	4110
	الشركة المتحدة الدولية للمواصلات	بجت السعودية	4260
قطاع الاعلام والنشر	شركة تهامة للإعلان والعلاقات العامة	تهامة للإعلان	4070
	المجموعة السعودية للأبحاث والتسويق	الأبحاث والتسويق	4210
	الشركة السعودية للطباعة والتغليف	طباعة وتغليف	4270
قطاع الفنادق والسياحة	الشركة السعودية للفنادق	الفنادق	4010
	شركة المشروعات والسياحية	شمس	4170

المصدر: <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/IY> ، تاريخ التصفح: 2012/04/29.

الملحق رقم(03): أسعار أسهم لأفضل سبع شركات مسعرة في سوق عمان المالي بالدينار الأردني

التاريخ	البنك العربي	التأمين الأردنية	بنك الإسكان	الأهلية للمشاريع	الإتصالات الأردنية	الخزف الأردنية	العالمية الحديثة للزيوت
03-01-2010	12.31	2.80	7.15	2.98	5.23	0.53	1.11
10-01-2010	12.30	2.75	7.15	2.54	5.42	0.54	1.13
17-01-2010	12.19	2.78	7.17	2.35	5.42	0.45	1.14
24-01-2010	11.86	2.71	7.15	2.15	5.35	0.39	1.16
31-01-2010	11.48	2.7	7.19	2.18	5.42	0.40	1.19
07-02-2010	12.14	2.07	7.20	1.90	5.47	0.38	1.18
14-02-2010	11.49	2.05	7.21	1.96	5.48	0.37	1.19
21-02-2010	11.00	1.97	7.20	2.07	5.49	0.34	1.19
01-03-2010	11.09	2.55	7.20	2.19	5.50	0.35	1.17
08-03-2010	10.87	2.55	7.29	2.25	5.39	0.37	1.21
15-03-2010	10.98	2.55	7.25	2.40	5.45	0.42	1.24
22-03-2010	10.82	2.65	7.22	2.35	5.45	0.40	1.25
29-03-2010	10.73	2.65	7.28	2.38	5.46	0.43	1.18
05-04-2010	11.01	2.50	7.17	2.17	5.64	0.40	1.14
12-04-2010	11.77	2.69	7.15	2.12	5.64	0.44	1.18
19-04-2010	11.53	2.51	7.10	2.09	5.67	0.41	1.12
26-04-2010	11.66	2.50	7.00	2.13	5.19	0.44	1.17
03-05-2010	11.45	1.88	7.10	2.28	5.07	0.39	1.15
10-05-2010	11.45	1.96	6.88	2.21	5.02	0.38	1.18
17-05-2010	11.05	2.57	7.10	2.02	5.05	0.37	1.08
24-05-2010	10.90	2.60	7.15	1.84	5.08	0.36	1.09
31-05-2010	10.67	2.70	7.15	1.85	5.07	0.34	1.10
07-06-2010	10.69	2.69	7.2	1.95	5.08	0.34	1.11
14-06-2010	10.56	1.93	7.20	1.93	5.05	0.40	1.15
21-06-2010	10.72	2.80	7.20	1.90	5.08	0.41	1.15
28-06-2010	10.60	2.70	7.29	1.90	5.15	0.43	1.14
05-07-2010	10.52	2.82	7.20	1.95	5.17	0.44	1.10
12-07-2010	10.69	2.07	7.25	1.91	5.18	0.51	1.14
19-07-2010	10.46	1.79	7.2	1.87	5.17	0.61	1.18
26-07-2010	10.28	1.97	7.25	1.86	5.11	0.71	1.10
02-08-2010	10.00	2.89	7.38	2.12	5.17	0.73	1.04
09-08-2010	9.59	2.75	7.20	2.16	5.22	0.71	1.05
16-08-2010	9.33	1.80	7.20	2.11	5.20	0.78	1.02
23-08-2010	10.33	2.89	7.22	2.25	5.25	0.89	1.04
30-08-2010	10.05	2.40	7.19	2.40	5.19	1.01	1.01
06-09-2010	10.10	2.26	7.20	2.64	5.20	1.04	1.01
13-09-2010	10.51	2.50	7.21	2.75	5.23	0.91	1.04
20-09-2010	10.55	2.46	7.37	2.58	5.27	1.02	1.03
27-09-2010	10.50	2.33	7.33	2.38	5.27	0.87	1.00

0.99	0.77	5.36	2.15	7.35	1.88	10.65	04-10-2010
1.01	0.63	5.26	2.00	7.45	2.40	10.50	11-10-2010
1.00	0.51	5.30	1.99	7.35	1.98	10.51	18-10-2010
0.99	0.48	5.31	1.96	7.45	7.45	10.53	25-10-2010
0.99	0.48	5.30	1.98	7.46	2.33	10.47	01-11-2010
1.02	0.44	5.33	1.77	7.50	2.09	10.49	08-11-2010
0.99	0.41	5.35	1.8	7.6	2.18	10.5	15-11-2010
0.96	0.38	5.37	1.72	7.60	2.16	10.52	22-11-2010
0.98	0.33	5.37	1.42	7.85	2.21	10.36	29-11-2010
0.98	0.30	5.40	1.07	8.00	1.95	10.30	06-12-2010
0.99	0.34	5.37	1.07	8.02	2.20	10.00	13-12-2010
0.94	0.33	5.35	1.53	8.00	2.31	9.99	20-12-2010
0.95	0.29	5.36	1.52	8.10	1.97	9.99	27-12-2010

المصدر : <http://www.ase.com.jo/ar/bulletins/daily/2010-12-27/2010-01-03> ، تاريخ التصفح:

.2012/04/26

الملحق رقم(04): أسعار أسهم لأفضل سبع شركات مسعرة في سوق السعودية المالي بالريال السعودي

التاريخ	البنك السعودي البريطاني	بنك الجزيرة	أسواق العثيم	الخزف السعودي	الزامل للاستثمار	الاتصات السعودية	السعودية للصناعات
03-01-2010	32.90	19.05	50.25	74.25	41.6	44.20	35.6
10-01-2010	32.90	19.00	52	74.25	41.8	45.10	35
17-01-2010	35.30	18.30	51.5	75.75	41.6	44.50	34.5
24-01-2010	35.30	17.90	54.75	77.75	45	44.70	34.1
31-01-2010	36.70	18.05	55.5	78.25	44.8	43.90	33.2
07-02-2010	36.00	18.10	53.5	80.75	43.9	43.50	32.7
14-02-2010	36.30	18.25	54.75	80.00	46.7	43.60	32
21-02-2010	39.00	18.25	55	81.25	46.1	44.00	32.5
01-03-2010	35.60	17.90	56.25	80.75	46.8	44.00	32
08-03-2010	36.80	17.95	56.75	84.75	47.4	44.80	32.1
15-03-2010	36.00	18.50	56.75	83.00	47.6	44.80	33.5
22-03-2010	35.90	18.95	57.75	82.50	46.9	45.70	32.9
29-03-2010	36.50	19.35	59	81.75	48.3	46.90	33.1
05-04-2010	36.40	18.95	61	81.25	48.3	47.80	32.9
12-04-2010	36.10	18.65	60.25	86.50	53.25	46.40	33.2
19-04-2010	36.10	17.65	59.75	91.75	54	45.90	32.9
26-04-2010	35.90	17.45	70	93.25	49.8	42.60	32.5
03-05-2010	35.30	18.15	72.5	92.00	47.7	41.50	32
10-05-2010	34.50	17.35	76.75	86.00	48.9	40.40	29.5
17-05-2010	33.90	17.15	71.5	82.25	47.9	39.70	27.5
24-05-2010	32.30	17.00	64	79.25	43.7	38.30	25.7
31-05-2010	32.60	16.80	72.75	80.00	43.9	35.70	24.1
07-06-2010	31.40	16.65	72.25	77.75	40.2	34.70	23.8
14-06-2010	33.00	17.30	78	77.50	42	38.20	24.05
21-06-2010	33.00	17.05	79	83.25	45.1	39.20	25.8
28-06-2010	32.50	16.95	77.5	82.00	45.7	38.40	27.9
05-07-2010	30.2	16.4	78	88	42.8	36.8	26.5
12-07-2010	32.3	16.6	76	85.25	43.8	38	25.4
19-07-2010	32.8	16.4	74.25	83.75	43.2	38.4	23.55
26-07-2010	33.4	16.6	73.5	93.25	43.9	38.7	23.7
02-08-2010	33.7	16.75	75.75	91.75	44.1	37.7	24.55
09-08-2010	33.9	17.05	74.5	91	43.9	37.4	26
16-08-2010	32.6	16.7	75.5	88	42.8	37.2	25.2
23-08-2010	32	16.6	76.75	86.75	42.3	37.1	25
30-08-2010	32.3	16.25	74.5	86.75	41.9	38.1	24.3
06-09-2010	34.1	17	70.75	91.25	42.9	39.9	24.7
13-09-2010	34.7	17.3	71.25	92.75	43.1	30.7	24.75
20-09-2010	34.7	17.65	69	93.75	43.9	39.5	25.2
27-09-2010	34.8	17.8	70.75	91.5	46	39.4	25.4
04-10-2010	35	17.2	69.75	93.75	47.6	38	24.65

23.3	38.5	46.1	97	70.75	16.7	32.6	11-10-2010
22.6	39.3	39.6	90.75	73.5	15.75	31.9	18-10-2010
22.95	40.7	39	91.75	69.75	15.85	31.7	25-10-2010
23.3	40	38.7	91.5	70.5	16.25	31.5	01-11-2010
24.15	40	37.1	92.5	70	16.35	31.3	08-11-2010
23.4	40	37.8	92.25	69	16	29.9	15-11-2010
23.35	40	33.3	92.5	70	16.1	30	22-11-2010
23.15	40.2	32.3	91.25	70.5	16.05	30	29-11-2010
23.6	40.2	34	91.25	72	16.1	28.7	06-12-2010
24.25	41	34.7	92.5	79.75	16.7	28.8	13-12-2010
24.75	42.7	36.1	95	76.5	16.5	30.2	20-12-2010
24.4	42.5	35.1	101.25	76.75	16.45	29.9	27-12-2010

المصدر: سوق السعودية المالي، <http://www.tadawul.com.sa/wts/portal!/ut/t/c0/04> ، تاريخ التصفح:

2012/04/26

الملحق رقم(05): معدلات المردودية الأسبوعية لأسهم الشركات الأردنية بالدينار الأردني لسنة 2010.

العالمية الحديثة للزيوت	الخزف الأردنية	الإتصالات الأردنية	الأهلية للمشاريع	بنك الإسكان	التأمين الأردنية	البنك العربي	لتاريخ
							03-01-2010
0.018018018	0.01886792	0.03632887	-0.14765101	0	-0.01785714	0.000812348	10-01-2010
0.008849558	0.16666667	0	-0.07480315	0.0027972	0.010909091	0.008943089	17-01-2010
0.01754386	0.13333333	0.01291513	-0.08510638	-0.0027894	-0.02517986	-0.02707137	24-01-2010
0.025862069	0.02564103	0.01308411	0.013953488	0.00559441	-0.00369004	0.032040472	31-01-2010
0.008403361	-0.05	0.00922509	-0.12844037	0.00139082	-0.23333333	0.057491289	07-02-2010
0.008474576	0.02631579	0.00182815	0.031578947	0.00138889	-0.00966184	-0.05354201	14-02-2010
0	0.08108108	0.00182482	0.056122449	0.00138696	-0.03902439	0.042645779	21-02-2010
0.016806723	0.02941176	0.00182149	0.057971014	0	0.294416244	0.008181818	01-03-2010
0.034188034	0.05714286	-0.02	0.02739726	0.0125	0	0.019837692	08-03-2010
0.024793388	0.13513514	0.01113173	0.066666667	0.00548697	0	0.010119595	15-03-2010
0.008064516	0.04761905	0	-0.02083333	0.00413793	0.039215686	0.014571949	22-03-2010
-0.056	0.075	0.00183486	0.012765957	0.00831025	0	-0.00831793	29-03-2010
0.033898305	0.06976744	0.03296703	-0.08823529	0.01510989	-0.05660377	0.026095061	05-04-2010
0.035087719	0.1	0	-0.02304147	-0.0027894	0.076	0.069028156	12-04-2010
0.050847458	0.06818182	0.00531915	-0.01415094	0.00699301	-0.0669145	0.020390824	19-04-2010
0.044642857	0.07317073	0.08465608	0.019138756	0.01408451	-0.00398406	0.011274935	26-04-2010
0.017094017	0.11363636	0.02312139	0.070422535	0.01428571	-0.248	0.018010292	03-05-2010
0.026086957	0.02564103	0.00986193	-0.03070175	0.03098592	0.042553191	0	10-05-2010
0.084745763	0.02631579	0.0059761	-0.08597285	0.03197674	0.31122449	0.034934498	17-05-2010
0.009259259	0.02702703	0.00594059	-0.08910891	0.00704225	0.011673152	0.013574661	24-05-2010
0.009174312	0.05555556	-0.0019685	0.005434783	0	0.038461538	0.021100917	31-05-2010
0.009090909	0	0.00197239	0.054054054	0.00699301	-0.0037037	0.001874414	07-06-2010
0.036036036	0.17647059	0.00590551	-0.01025641	0	-0.28252788	0.012160898	14-06-2010
0	0.025	0.00594059	-0.01554404	0	0.450777202	0.015151515	21-06-2010
0.008695652	0.04878049	0.01377953	0	0.0125	-0.03571429	-0.01119403	28-06-2010
0.035087719	0.02325581	0.0038835	0.026315789	0.01234568	0.044444444	-0.00754717	05-07-2010
0.036363636	0.15909091	0.00193424	-0.02051282	0.00694444	-0.26595745	0.016159696	12-07-2010
0.035087719	0.19607843	-0.0019305	-0.02094241	0.00689655	-0.1352657	0.021515435	19-07-2010
-0.06779661	0.16393443	0.01160542	-0.00534759	0.00694444	0.100558659	0.017208413	26-07-2010
0.054545455	0.02816901	0.01174168	0.139784946	0.01793103	0.467005076	0.027237354	02-08-2010
0.009615385	0.02739726	0.00967118	0.018867925	0.02439024	-0.04844291	-0.041	09-08-2010

-	-	-	-	0	-0.34545455	-	16-08-2010
0.028571429	0.09859155	0.00383142	-0.02314815	0	-0.34545455	0.027111575	16-08-2010
0.019607843	0.14102564	0.00961538	0.066350711	0.00277778	0.605555556	0.107181136	23-08-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.028846154	0.13483146	0.01142857	0.066666667	0.00415512	-0.16955017	0.027105518	30-08-2010
0	0.02970297	0.00192678	0.1	0.00139082	-0.05833333	0.004975124	06-09-2010
0.02970297	-0.125	0.00576923	0.041666667	0.00138889	0.10619469	0.040594059	13-09-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.009615385	0.12087912	0.00764818	-0.06181818	0.0221914	-0.016	0.003805899	20-09-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.029126214	0.14705882	0	-0.07751938	0.00542741	-0.05284553	0.004739336	27-09-2010
-0.01	0.11494253	0.0170778	-0.09663866	0.00272851	-0.19313305	0.014285714	04-10-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.02020202	0.18181818	0.01865672	-0.06976744	0.01360544	0.276595745	0.014084507	11-10-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
-0.00990099	0.19047619	0.00760456	-0.005	0.01342282	-0.175	0.000952381	18-10-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
-0.01	0.05882353	0.00188679	-0.01507538	0.01360544	2.762626263	0.00190295	25-10-2010
0	0	-	-	-	-	-	-
0	0	0.00188324	0.010204082	0.00134228	-0.68724832	0.005698006	01-11-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.03030303	0.08333333	0.00566038	-0.10606061	0.00536193	-0.10300429	0.00191022	08-11-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.029411765	0.06818182	0.00375235	0.016949153	0.01333333	0.043062201	0.000953289	15-11-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
-0.03030303	0.07317073	0.00373832	-0.04444444	0	-0.00917431	0.001904762	22-11-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.020833333	0.13157895	0	-0.1744186	0.03289474	0.023148148	0.015209125	29-11-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0	0.09090909	0.00558659	-0.24647887	0.01910828	-0.11764706	0.005791506	06-12-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.010204082	0.13333333	0.00555556	0	0.0025	0.128205128	0.029126214	13-12-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.050505051	0.02941176	0.00372439	0.429906542	0.00249377	0.05	-0.001	20-12-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.010638298	0.12121212	0.00186916	-0.00653595	0.0125	-0.14718615	0	27-12-2010
-	-	-	-	-	-	-	-
0.002597465	0.00668514	0.00061365	-0.00892816	0.00251828	0.045729194	0.003719233	الوسط الحسابي
0.030033	0.101642	0.016173	0.094922	0.011893	0.439743	0.027701263	الانحراف المعياري
0.3043	0.9675	0.3068	-0.6159	-0.01	1.315	1.2028	معامل بيتا

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات الملحق رقم (03)

الملحق رقم(06): معدلات المردودية الأسبوعية لأسهم الشركات السعودية بالريال السعودي لسنة 2010.

التاريخ	البنك السعودي البريطاني	بنك الجزيرة	أسواق العثيم	الخزف السعودي	الزامات للاستثمار	الاتصاف السعودية	السعودية للصادرات الصناعية
03-01-2010							
10-01-2010	0	-0.002624672	0.034825871	0	0.004807692	0.020361991	-0.016853933
17-01-2010	0.072948328	-0.036842105	-0.009615385	0.02020202	-0.00478469	-0.01330377	-0.014285714
24-01-2010	0	-0.021857923	0.063106796	0.02640264	0.081730769	0.004494382	-0.011594203
31-01-2010	0.039660057	0.008379888	0.01369863	0.006430868	-0.00444444	-0.01789709	-0.026392962
07-02-2010	-0.019073569	0.002770083	-0.036036036	0.031948882	-0.02008929	-0.00911162	-0.015060241
14-02-2010	0.008333333	0.008287293	0.023364486	-0.009287926	0.063781321	0.002298851	-0.021406728
21-02-2010	0.074380165	0	0.00456621	0.015625	-0.01284797	0.009174312	0.015625
01-03-2010	-0.087179487	-0.019178082	0.022727273	-0.006153846	0.015184382	0	-0.015384615
08-03-2010	0.033707865	0.002793296	0.008888889	0.049535604	0.012820513	0.018181818	0.003125
15-03-2010	-0.02173913	0.030640669	0	-0.020648968	0.004219409	0	0.043613707
22-03-2010	-0.002777778	0.024324324	0.017621145	-0.006024096	-0.01470588	0.020089286	-0.017910448
29-03-2010	0.016713092	0.021108179	0.021645022	-0.009090909	0.029850746	0.026258206	0.006079027
05-04-2010	-0.002739726	-0.020671835	0.033898305	-0.006116208	0	0.019189765	-0.006042296
12-04-2010	-0.008241758	-0.015831135	-0.012295082	0.064615385	0.102484472	-0.0292887	0.009118541
19-04-2010	0	-0.053619303	-0.008298755	0.060693642	0.014084507	-0.01077586	-0.009036145
26-04-2010	-0.005540166	-0.011331445	0.171548117	0.016348774	-0.07777778	-0.07189542	-0.012158055
03-05-2010	-0.016713092	0.040114613	0.035714286	-0.013404826	-0.04216867	-0.0258216	-0.015384615
10-05-2010	-0.02266289	-0.044077135	0.05862069	-0.065217391	0.025157233	-0.02650602	-0.078125
17-05-2010	-0.017391304	-0.011527378	-0.068403909	-0.043604651	-0.0204499	-0.01732673	-0.06779661
24-05-2010	-0.04719764	-0.008746356	-0.104895105	-0.036474164	-0.08768267	-0.03526448	-0.065454545
31-05-2010	0.009287926	0.011764706	0.13671875	0.009463722	0.004576659	-0.06788512	-0.062256809
07-06-2010	-0.036809816	-0.008928571	-0.006872852	-0.028125	-0.08428246	-0.0280112	-0.012448133
14-06-2010	0.050955414	0.039039039	0.079584775	-0.003215434	0.044776119	0.100864553	0.010504202
21-06-2010	0	-0.014450867	0.012820513	0.074193548	0.073809524	0.02617801	0.072765073
28-06-2010	-0.015151515	-0.005865103	-0.018987342	-0.015015015	0.013303769	-0.02040816	0.081395349
05-07-2010	-0.070769231	-0.032448378	0.006451613	0.073170732	-0.06345733	-0.04166667	-0.050179211
12-07-2010	0.069536424	0.012195122	-0.025641026	-0.03125	0.023364486	0.032608696	-0.041509434
19-07-2010	0.015479876	-0.012048193	-0.023026316	-0.017595308	-0.01369863	0.010526316	-0.072834646
26-07-2010	0.018292683	0.012195122	-0.01010101	0.113432836	0.016203704	0.0078125	0.006369427
02-08-2010	0.008982036	0.009036145	0.030612245	-0.016085791	0.004555809	-0.02583979	0.035864979
09-08-2010	0.005934718	0.017910448	-0.01650165	-0.008174387	-0.00453515	-0.00795756	0.059063136
16-08-2010	-0.038348083	-0.020527859	0.013422819	-0.032967033	-0.02505695	-0.00534759	-0.030769231
23-08-2010	-0.018404908	-0.005988024	0.016556291	-0.014204545	-0.01168224	-0.00268817	-0.007936508
30-08-2010	0.009375	-0.021084337	-0.029315961	0	-0.00945626	0.026954178	-0.028
06-09-2010	0.055727554	0.046153846	-0.05033557	0.051873199	0.023866348	0.047244094	0.016460905
13-09-2010	0.017595308	0.017647059	0.007067138	0.016438356	0.004662005	-0.23057644	0.002024291
20-09-2010	0	0.020231214	-0.031578947	0.010781671	0.018561485	-0.01002506	0.018181818
27-09-2010	0.002881844	0.008498584	0.025362319	-0.024	0.047835991	-0.00253165	0.007936508
04-10-2010	0.005747126	-0.033707865	-0.014134276	0.024590164	0.034782609	-0.03553299	-0.029527559
11-10-2010	-0.068571429	-0.029069767	0.014336918	0.034666667	-0.03151261	0.013157895	-0.054766734

-0.030042918	0.020779221	-0.14099783	-0.06443299	0.038869258	-0.056886228	-0.021472393	18-10-2010
0.015486726	0.03562341	-0.01515152	0.011019284	-0.051020408	0.006349206	-0.006269592	25-10-2010
0.015250545	-0.01719902	-0.00769231	-0.002724796	0.010752688	0.025236593	-0.006309148	01-11-2010
0.036480687	0	-0.04134367	0.010928962	-0.007092199	0.006153846	-0.006349206	08-11-2010
-0.031055901	0	0.018867925	-0.002702703	-0.014285714	-0.021406728	-0.044728435	15-11-2010
-0.002136752	0	-0.11904762	0.002710027	0.014492754	0.00625	0.003344482	22-11-2010
-0.00856531	0.005	-0.03003003	-0.013513514	0.007142857	-0.00310559	0	29-11-2010
0.019438445	0	0.052631579	0	0.021276596	0.003115265	-0.043333333	06-12-2010
0.027542373	0.019900498	0.020588235	0.01369863	0.107638889	0.037267081	0.003484321	13-12-2010
0.020618557	0.041463415	0.040345821	0.027027027	-0.040752351	-0.011976048	0.048611111	20-12-2010
-0.014141414	-0.00468384	-0.02770083	0.065789474	0.003267974	-0.003030303	-0.009933775	27-12-2010
-0.006786517	-0.00488987	-0.00223027	0.006697208	0.009360985	-0.002605863	-0.001308407	الوسط الحسابي
0.7806	0.7405	1.0152	0.3907	0.5351	0.5296	1.0658	معامل بيتا

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات الملحق رقم (04).

الملحق رقم(07): أسعار صرف الدينار الأردني بالريال السعودي و الريال السعودي بالدينار الأردني لسنة 2010 .

التاريخ	سعر صرف الدينار بالريال	سعر صرف الريال بالدينار
03-01-2010	5.2966	0.1888
10-01-2010	5.308	0.188394
17-01-2010	5.3051	0.188497
24-01-2010	5.3088	0.188366
31-01-2010	5.3041	0.188533
07-02-2010	5.3004	0.188665
14-02-2010	5.3016	0.188622
21-02-2010	5.3041	0.188533
01-03-2010	5.2966	0.1888
08-03-2010	5.3008	0.18865
15-03-2010	5.3032	0.188565
22-03-2010	5.3031	0.188568
29-03-2010	5.3035	0.188554
05-04-2010	5.2966	0.1888
12-04-2010	5.2989	0.188718
19-04-2010	5.3004	0.188665
26-04-2010	5.3029	0.188576
03-05-2010	5.3004	0.188665
10-05-2010	5.2987	0.188725
17-05-2010	5.3025	0.18859
24-05-2010	5.3026	0.188586
31-05-2010	5.2966	0.1888
07-06-2010	5.2966	0.1888
14-06-2010	5.297	0.188786
21-06-2010	5.298	0.18875
28-06-2010	5.3006	0.188657
05-07-2010	5.3004	0.188665
12-07-2010	5.2989	0.188718
19-07-2010	5.3032	0.188565
26-07-2010	5.3008	0.18865
02-08-2010	5.3214	0.18792
09-08-2010	5.3032	0.188565
16-08-2010	5.3003	0.188668
23-08-2010	5.2998	0.188686
30-08-2010	5.3014	0.188629
06-09-2010	5.3003	0.188668
13-09-2010	5.3018	0.188615
20-09-2010	5.3031	0.188568
27-09-2010	5.3008	0.18865
04-10-2010	2.6588	0.376109
11-10-2010	2.6595	0.37601
18-10-2010	2.5946	0.385415
25-10-2010	2.5531	0.39168
01-11-2010	2.6695	0.374601

0.189322	5.282	08-11-2010
0.18905	5.2896	15-11-2010
0.1887	5.2994	22-11-2010
0.188533	5.3041	29-11-2010
0.188544	5.3038	06-12-2010
0.188597	5.3023	13-12-2010
0.188572	5.303	20-12-2010
0.188593	5.3024	27-12-2010

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي،

تاريخ ، <http://www.sama.gov.sa/finance Exrate/ Exrate/pages/More currency.aspx>

التصفح: 2012/05/02.

الملحق رقم(08): مردودية أسهم أحسن ثلاث شركات سعودية مختارة بسعر الصرف الثابت و المتغير

(العوائد بالدينار الأردني)

مردودية الشركات السعودية حسب سعر الصرف المتغير			مردودية الشركات السعودية حسب سعر الصرف الثابت 1ريال سعودي=0.1893دينار أردني			التاريخ
أسواق العثيم	الخرزف السعودي	بنك الجزيرة	أسواق العثيم	الخرزف السعودي	بنك الجزيرة	
						03-01-2010
0.006560985	0	-0.000494472	0.006592537	0	-0.00049685	10-01-2010
-						
0.001812471	0.00380802	-0.006944626	-0.001820192	0.003824242	-0.006974211	17-01-2010
0.011887175	0.00497336	-0.00411729	0.011946117	0.00499802	-0.004137705	24-01-2010
0.002582644	0.001212431	0.001579885	0.002593151	0.001217363	0.001586313	31-01-2010
-						
0.006798739	0.006027636	0.000522618	-0.006821622	0.006047923	0.000524377	07-02-2010
0.004407056	-0.00175191	0.001563166	0.004422897	-0.001758204	0.001568785	14-02-2010
0.000860881	0.002945828	0	0.000864384	0.002957813	0	21-02-2010
0.004290909	-0.00116185	-0.003620822	0.004302273	-0.001164923	-0.003630411	01-03-2010
0.001676889	0.009344892	0.000526955	0.001682667	0.00937709	0.000528771	08-03-2010
0	-0.00389367	0.005777758	0	-0.00390885	0.005800279	15-03-2010
0.003322784	-0.00113595	0.004586789	0.003335683	-0.001140361	0.004604595	22-03-2010
0.004081255	-0.00171413	0.003980032	0.004097403	-0.001720909	0.003995778	29-03-2010
0.0064	-0.00115474	-0.003902842	0.006416949	-0.001157798	-0.003913178	05-04-2010
-						
0.002320303	0.012194086	-0.00298762	-0.002327459	0.012231692	-0.002996834	12-04-2010
-						
0.001565685	0.011450766	-0.010116086	-0.001570954	0.011489306	-0.010150134	19-04-2010
0.032349858	0.003082986	-0.002136839	0.032474059	0.003094823	-0.002145042	26-04-2010
0.006738036	-0.00252902	0.007568223	0.006760714	-0.002537534	0.007593696	03-05-2010
0.01106319	-0.01230815	-0.008318457	0.011096897	-0.012345652	-0.008343802	10-05-2010
-						
0.012900293	-0.0082234	-0.002173948	-0.01294886	-0.00825436	-0.002182133	17-05-2010
-						
0.019781748	-0.00687852	-0.00164944	-0.019856643	-0.006904559	-0.001655685	24-05-2010
0.0258125	0.001786751	-0.002221176	0.025880859	0.001791483	-0.002227059	31-05-2010
-						
0.001297595	-0.00531	-0.001685714	-0.001301031	-0.005324063	-0.001690179	07-06-2010
0.015024491	-0.00060703	0.007370024	0.015065398	-0.000608682	0.00739009	14-06-2010
0.002419872	0.014004032	-0.002727601	0.002426923	0.014044839	-0.002735549	21-06-2010
-						
0.003582095	-0.00283269	-0.001106493	-0.003594304	-0.002842342	-0.001110264	28-06-2010
0.001217194	0.013804756	-0.006121873	0.00122129	0.01385122	-0.006142478	05-07-2010
-						
0.004838923	-0.00589744	0.002301439	-0.004853846	-0.005915625	0.002308537	12-07-2010
-						
0.004341957	-0.00331786	-0.002271867	-0.004358882	-0.003330792	-0.002280723	19-07-2010
-						
0.001905556	0.021399104	0.00230061	-0.001912121	0.021472836	0.002308537	26-07-2010
0.005752653	-0.00302284	0.001698072	0.005794898	-0.00304504	0.001710542	02-08-2010
-						
0.003111634	-0.0015414	0.003377284	-0.003123762	-0.001547411	0.003390448	09-08-2010
0.002532456	-0.00621982	-0.00387295	0.00254094	-0.006240659	-0.003885924	16-08-2010
0.00312394	-0.0026802	-0.001129856	0.003134106	-0.00268892	-0.001133533	23-08-2010

-0.00552984	0	-0.003977117	-0.005549511	0	-0.003991265	30-08-2010
-						
0.009496711	0.009786813	0.008707754	-0.009528523	0.009819597	0.008736923	06-09-2010
0.001332968	0.003100521	0.0033285	0.001337809	0.003111781	0.003340588	13-09-2010
-						
0.005954779	0.002033078	0.00381496	-0.005977895	0.00204097	0.003829769	20-09-2010
0.004784601	-0.0045276	0.001603258	0.004801087	-0.0045432	0.001608782	27-09-2010
-						
0.005316028	0.009248582	-0.012677831	-0.002675618	0.004654918	-0.006380899	04-10-2010
0.005390824	0.013035013	-0.010930523	0.002713978	0.0065624	-0.005502907	11-10-2010
0.014980795	-0.02483344	-0.021924805	0.007357951	-0.012197165	-0.010768563	18-10-2010
-						
0.019983673	0.004316033	0.002486857	-0.009658163	0.00208595	0.001201905	25-10-2010
0.004027968	-0.00102071	0.009453653	0.002035484	-0.000515804	0.004777287	01-11-2010
-						
0.001342709	0.002069093	0.001165058	-0.001342553	0.002068852	0.001164923	08-11-2010
-						
0.002700714	-0.00051095	-0.004046942	-0.002704286	-0.000511622	-0.004052294	15-11-2010
0.002734783	0.000511382	0.001179375	0.002743478	0.000513008	0.001183125	22-11-2010
0.001346664	-0.00254774	-0.000585506	0.001352143	-0.002558108	-0.000587888	29-11-2010
0.004011574	0	0.000587364	0.00402766	0	0.00058972	06-12-2010
0.020300372	0.002583521	0.00702846	0.020376042	0.002593151	0.007054658	13-12-2010
-						
0.007684752	0.005096541	-0.002258347	-0.00771442	0.005116216	-0.002267066	20-12-2010
0.000616317	0.012407434	-0.000571494	0.000618627	0.012453947	-0.000573636	27-12-2010
0.001752263	0.001266698	-0.000824793	0.001772034	0.001267781	-0.00049329	الوسط الحسابي
0.5331	0.39	0.5096	0.5351	0.3907	0.5296	معامل بيتا

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم (06) و (07)