



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



مذكرة

مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير

في علوم التسيير

تخصص: مالية الأسواق

إعداد الطالب: يوسف خروبي

بعنوان:

تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج  
توازن الأصول المالية

دراسة حالة سوق مسقط (سلطنة عمان) للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2009

نوقشت و أجزت علنا بتاريخ: .....

رئيسا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ محاضر	د.عبد الوهاب دادن
مشرفا و مقررا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ محاضر	د.الياس بن ساسي.
مناقشا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ محاضر	د.هوارى سويسي
مناقشا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ محاضر	د.محمد فوزي شعوي

ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، كما زاد انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض إلى خلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الأوراق يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية؛

وبذلك توسعت أعمال البورصات لينتقل هذا المفهوم إلى الدول العربية. ومن بين الدول العربية التي انشأت أسواق المال دولة سلطنة عمان والتي تمثلت في سوق مسقط.

كما شهدت الأسواق المالية تطورات خاصة في السنوات الأخيرة، مما أدى تطور علم الإدارة المالية والذي اختص بمنظمة الأعمال، إلى علم يهتم بتعظيم قيمة المؤسسة واستثماراتها المالية، وهو ما أدى لجعل القرارات ذات أهمية قصوى، وذلك بغرض استثمار الأموال بكفاءة بما يكفل زيادة ثروة المستثمر، فقد أهمل في الحسبان درجة المخاطرة، مما أدى إلى ظهور الهدف الحديث والمتمثل في تعظيم قيمة الشركة، وهذا يعني أن وظيفة الإدارة المالية تتعلق بإدارة المحفظة الاستثمارية للشركة بشكل يعظم العائد على هذه الاستثمارات عند مستوى مقبول من المخاطرة، وتمويلها بمزيج مناسب بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، إذ يتطلب ذلك تواجد أسواق مالية ذات كفاءة أو تعظيم المردودية الاقتصادية أي الوصول إلى العائد المطلوب.

يعتبر مفهوم العائد والمخاطرة من المفاهيم التي يقوم عليها عالم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، برز هذا المفهوم انطلاقاً من العلاقة الموجودة بين العائد والمخاطرة، وذلك من خلال بناء نموذج بسيط وتقدير اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة وذلك باستخدام عوامل ذات تأثير على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ألا وهو نموذج توازن الأصول المالية.

### أولاً: إشكالية الدراسة

يعتبر الاستثمار في الأسهم كاستثمار في باقي الأوراق المالية ذو وجهان، وجه يمثل العوائد الممكن تحقيقها والوجه الآخر يبرز المخاطر الممكن تحملها ومن هنا تبرز لنا الإشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى إمكانية تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول

المالية في سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2006-2009؟

تدرج تحت هذه الإشكالية تساؤلات جزئية هي:

1. هل يعتبر سوق مسقط للأوراق المالية كفاء في المستوى الضعيف؟
2. هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة وما مستوها في سوق مسقط؟
4. هل يمكن تعويض المستثمرين بعلاوة نتيجة تعرضهم للمخاطرة في سوق مسقط للأوراق المالية؟

#### ثانيا: فرضيات الدراسة

للإجابة على هذه الإشكاليات نقترح مبدئيا الفرضيات التالية:

1. يعتبر سوق مسقط للأوراق المالية سوق كفاء على المستوى الضعيف؛
2. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة؛
3. يمكن تعويض المستثمرين بعلاوة نتيجة تعرضهم للمخاطرة.

#### ثالثا: مبررات اختيار الموضوع

تم اختيار الموضوع لجملة من الاعتبارات أهمها

- ✓ قلة الدراسات العربية التي تبرز العلاقة بين العائد والمخاطرة، وكفاءة السوق المالي؛
- ✓ تعتبر الدراسات الأجنبية المتعلقة بالأسواق المالية هي الرائدة خاصة ما يتعلق بالأساطروحات؛
- ✓ الرغبة في التعرف والتحكم على التقنيات القياسية والإحصائية.

#### رابعا: أهمية الدراسة

يعتبر هذا الموضوع ذو أهمية بالغة وذلك للاعتبارات التالية

- ✓ يركز هذا الموضوع على العائد والمخاطرة إذ يعتبر الركيزة التي يقوم عليها أي استثمار؛
- ✓ يعتبر موضوع بناء نموذج توازن الأصول المالية مرتبط بأهداف الإدارة المالية؛
- ✓ إمكانية توعية المستثمر من خلال اختيار التوليفة الأحسن المكونة لمحفظته المالية و إبراز نقاط الضعف والقوة للاستثمارات؛

#### خامسا: أهداف الدراسة

يسعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف يمكن حصرها فيما يلي:

- ✓ التعمق في طرق التقييم المستخدمة واختبار إمكانية تطبيقها، ومحاولة الوقوف على النقائص والصعوبات عند عملية التطبيق والتقدير؛

- ✓ التأكد من مدى إمكانية تجسيد نظريات المحفظة في سوق مسقط للأوراق المالية؛
- ✓ اختبار كفاءة سوق مسقط للأوراق المالية عند المستوى الضعيف؛
- ✓ الوقوف على القرارات الواجب اتخاذها من طرف المستثمر.

#### سادسا: حدود الدراسة :

تتمثل الحدود المكانية في سوق مسقط للأوراق المالية بسطنة عمان، في حين تتمثل الحدود الزمنية للدراسة في الفترة الممتدة 2006-2009 و يمكن تفصيل هذه الحدود الزمنية و المكانية للدراسة كما يلي:

تتمثل حدود دراسة كفاءة سوق مسقط المالي لسطنة عمان عند المستوى الضعيف، في سلوك الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة، والمعبر عنها بمؤشر السوق (سعر الإغلاق) خلال الفترة الممتدة ما بين 2003/01/01-2008/11/28 أي حوالي 1542 مشاهدة يومية.

أما فيما يتعلق بإشكالية تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة و مدى تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة فقد تم بناء نموذج توازن الأصول لعينة من الشركات المسعرة في سوق مسقط للأوراق المالية و تتمثل في 15 شركة مدرجة بسوق مسقط للأوراق المالية، موزعة بين كل من قطاع البنوك، قطاع الاستثمار، قطاع التأمين والخدمات وقطاع الصناعة، خلال 4 سنوات أي بين 2006-2009 وذلك بناء على جملة من الاعتبارات منها :

- أن تكون شركة وطنية؛

- أن يتم تداول الأوراق المالية لهذه الشركات لمدة لا تقل عن 30 شهراً؛

- أن هذه الشركات لم يتم إيقاف التداول في أسهمها بقرار من مجلس إدارة السوق خلال الفترة من

2006/1/2 - 2010/01/01.

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة ما بين 2006-2009 و التي تعتبر فترة كافية لتحليل و دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة و مدى إمكانية تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة خلال بناء نموذج . Medaf

#### سابعا: منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

تعددت المناهج المعتمدة في الدراسة للوصول إلى إجابة على الإشكاليات المطروحة فاستخدم المنهج الوصفي لدراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في نظرية المحفظة، و استخدام منهج دراسة حالة للاختبار مدى كفاءة سوق مسقط للأوراق المالية.

#### ثامنا: متغيرات الدراسة

لاختبار وتقدير العائد والمخاطرة باستخدام نموذج توازن الأصول المالية تم استخدام المعلومات والبيانات المتمثلة في أسعار الأسهم، والتي تم الحصول على بعضها من الموقع الإلكتروني لسوق مسقط للأوراق المالية، حيث يفترض أن هذه المعلومات المنشورة ذات مصداقية وتتمثل متغيرات الدراسة فيما يلي:

- ✓ عائد السهم السنوي: والذي تم حسابه بالاعتماد على بيانات السوق المالي؛
- ✓ عائد السوق (Rm): والمتمثل في مجموع عوائد الأسهم مقسوما على الشركات عينات الدراسة؛
- ✓ متوسط العائد للأسهم (Rj): تم احتسابه بقسمة مجموع عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة على عدد السنوات؛
- ✓ المخاطر: والمتمثلة في الانحراف المعياري؛
- ✓ معامل الارتباط ومعامل التحديد: يتم الحصول عليه عن طريق استخدام البرنامج الإحصائي Eviews؛
- ✓ معامل بيتا ( $\beta$ ): تم حسابه عن طريق ضرب المخاطر المنتظمة في الانحراف المعياري للسوق؛
- ✓ معدل العائد بدون مخاطرة (أذونات الخزانة) (Rf): والذي تمثل في 5%، تميز بالثبات خلال فترة الدراسة.

### تاسعا: تقسيمات البحث

تم تقسيم هذا البحث إلى مقدمة و خاتمة وثلاث فصول، خصص فصلان منه للجانب النظري، وذلك من أجل الإطاحة بجوانب الموضوع، كما خصص الفصل الثالث لدراسة حالة، إذ تم من خلالها اختبار الفرضيات من خلال دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق مسقط للأوراق المالية.

عُنون الفصل الأول بـ: أسس الاستثمار في الأسواق المالية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث المبحث الأول تم تخصيصه لإبراز ماهية الأسواق المالية، كما خصص المبحث الثاني لتسليط الضوء على مؤشرات السوق المالي وماهية الاستثمار والمضاربة، و تم التطرف في المبحث الثالث لأسس الاستثمار في الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني فقد عُنون: ماهية العائد والمخاطرة في النظرية الحديثة للمحفظة ونموذج توازن الأصول المالية، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، فقد ركز المبحث الأول منه على ماهية العائد والمخاطرة والمبحث الثاني إلى إبراز العائد والمخاطرة في محفظة الأوراق المالية ونظرياتها الحديثة، كما خصص المبحث الثالث لعرض نموذج توازن الأصول المالية ونموذج السوق؛

أما الفصل الثالث فقد خصص للدراسة التطبيقية، والذي تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، الأول لتعريف بسوق مسقط للأوراق المالية وتطور مسيرة نشأته وهيكله التنظيمي، كما خصص المبحث الثاني إلى تقديم أهم

الاختبارات المعتمدة لدراسة الكفاءة، ثم اختبار كفاءة سوق مسقط للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، كما تم تخصيص المبحث الثالث للاختبار الفرضيات الأساسية وذلك من خلال بناء نموذج توازن الأصول المالية.

عاشرا: مرجعية الدراسة :

حظي موضوع دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في الاستثمار بالأسهم في دول العالم المتقدمة اهتمام الكثير من الباحثين حيث كانت نسبة البحوث والدراسات التي أجريت في هذا الموضوع هي الرائدة في الدوريات التي نشرت خلال العقدين السابقين، ولكن نظرا لكون عينة الدراسة تتمثل في الشركات المسجلة في سوق مسقط للأوراق المالية، تم عرض أهم الدراسات التي أجريت على الأسواق الأجنبية والعربية للاستفادة من نتائجها في المقارنة والتحليل وذلك لتوافق بيئتها المالية مع بيئة سوق مسقط التي تتصف بحداتها وبمحدودية عدد وقيمة الصفقات المبرمة وذلك لكونها سوق ذات استثمارات خارجية ضئيلة، ويمكن إبراز أهم الدراسات السابقة على النحو الآتي:

**1. دراسة مروان جمعة درويش 2009** بعنوان اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 2000/10/17 إلى 2009/08/16 وقد استخدمت الدراسة مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية، وطبقت من خلالها نموذج GARCH ، حيث بينت نتائج هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، إلا أنها لم تكن ذات دلالة إحصائية، مما يشير إلى ضعف هذه العلاقة، وبالتالي عدم تأثير الأزمة المالية بشكل مباشر على السوق من خلال إمكانية تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة، الباحث لم يستخدم نموذج توازن الأصول المالية وهذا ما تقوم عليها دراستنا.

**2. دراسة فراس خضير الزبيدي ومؤيد محمد علي 2001** بعنوان تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة 1998/1/2 - 2001/12/31 وذلك لبحث طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة في الاستثمار بالأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية وتقديم تفسير يساعد من فهم سلوك أسعار الأسهم المدرجة في السوق، وقد تكونت عينة الدراسة من 45 شركة مسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة إلى جملة نتائج منها وجود تباين شديد في العوائد المحققة على الاستثمارات، كذلك العلاقة النظرية بين العائد والمخاطرة غير متوفرة في سوق بغداد للأوراق المالية إضافة لذلك فإن الاستثمارات التي تحقق أقل عائد هي الأقل مخاطرة وأن أكبر هذه الاستثمارات عائداً هي الأكبر مخاطره.

**3- دراسة قاسم نايف علوان 2009** بعنوان دراسة تطبيقية لنموذج توازن الأصول المالية في البيئة الليبية حيث تمت الدراسة على أسهم لعينة مكونة من 12 شركة مسعرة في سوق ليبيا للأوراق المالية موزعة على

ثلاث قطاعات خلال الفترة الممتدة بين 1999-2003، وقد توصلت الدراسة إلى أنه يمكن بناء نموذج Medaf في البيئة الليبية ، كما يمكن تعويض المستثمرين بعلاوة وقد أغفلت الدراسة مدى اختبار الكفاءة.

#### 4- دراسة Midaani, M. Ayman 1991 بعنوان Determiyayts of kuwati stock prices: An Empiricai luvestigation of Industial servis and food Company Share

تمت الدراسة بسوق الكويت للشركات المسعرة حتى سنة 1991، هدفت هذه الدراسة لتحديد العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم، وقد شملت عينة الدراسة 54 شركة موزعة على 8 قطاعات، حددت من خلالها أربعة متغيرات لاختيار أثرها على الأسعار هي معدل العائد للسهم الواحد ومعدل توزيعات الأرباح للسهم الواحد ونسبة المديونية وأخيرا نسبة الموجودات الثابتة إلى مجموع الموجودات، وقد خلصت الدراسة بأن هذه العوامل ليس لها تأثير على أسعار أسهم عينة الدراسة مما يعني أن سوق الأوراق المالية الكويتي لا تعكس المعلومات المتاحة وبالتالي فهو ضعيف الكفاءة.

5- دراسة وائل إبراهيم الراشد بعنوان حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟ وقد تمت هذه الدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2002 وتوصلت إلى أن أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية تتحرك عشوائيا، وقد تم الاعتماد على ثلاثة نماذج أساسية لاختبار فرضية السير العشوائي، النموذج الأول هو استخدام نموذج السير العشوائي، أي أن السعر الحالي هو نتيجة للسعر المتباطئ لفترة واحدة، والنموذج الثاني هو اختبار دكي فلر للفروق الأولى في السعر والنموذج الثالث هو نموذج دكي فلر للانحراف والاتجاه واختبار جذر الوحدة . وتوفر النماذج الثلاثة الدليل على أن الأسعار تسير عشوائيا مع انحراف قدرة صفر وجذر للوحدة؛

6. دراسة عبد الحفيظ محمد كريم 2004 بعنوان اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من 1994-2004 هدفت هذه الدراسة إلى اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال (معمدا في ذلك على التكلفة المرجحة لرأس المال والعوائد السوقية للأسهم) وقد هدفت الدراسة إلى معرفة نوع وطبيعة العلاقة بين تكلفة التمويل والعائد السوقي للأسهم، حيث تمثل مجتمع هذه الدراسة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من 1994-2004 وقد احتوت عينة الدراسة على عدد 37 شركة مساهمة صناعية، و بينت نتائج هذه الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التكلفة المرجحة لرأس المال والعوائد السوقية للأسهم، ولكن هذه الدراسة أغفلت المخاطر النظامية .

## أحد عشر: صعوبات الدراسة

لقي هذا البحث بعض الصعوبات نذكر :

- قلة المراجع فيما يخص هذا الموضوع باللغة العربية؛
- صعوبة الحصول على المعلومات بشفافية وثبات في السوق المالي موضوع الدراسة؛
- محدودية القطاعات المتواجدة بسوق مسقط للأوراق المالية مما يؤدي إلى بناء هذه الدراسة على عينة محدودة.



## تمهيد:

لقد كان ظهور الأسواق المالية كنتيجة التطور والتقدم العلمي والتكنولوجي في مختلف المجالات الاقتصادية والصناعية، وظهرت الشركات ذات الملكية المختلفة التي كانت بمثابة مجموعات مختلفة من الأفراد ترغب باستثمار أموالها الفائضة عن احتياجاتها في فترة زمنية معينة، ومثلما تطورت الحياة الاقتصادية تطورت الأسواق المالية والاستثمارية، حيث أصبحت المنشآت الاقتصادية قادرة على استخدام أدوات مختلفة لتمويل احتياجاتها ولتأمين الأموال لمشاريعها المختلفة، ومن تلك الأدوات إصدار الأوراق المالية كوسيلة لتمويل هذه الأنشطة.

و بصورة عامة فإن إصدار الأوراق المالية وتداولها بيعا وشراء لأغراض استثمارية بهدف تحقيق عوائد وأرباح على مستوى الأسواق المالية. بإيجاز فإن هذا الفصل يعني بإبراز:

- ✓ ماهية الأسواق المالية وتقسيماتها وكذا كفاءة السوق المالي؛
- ✓ مؤشرات السوق المالي وماهية الاستثمار والمضاربة؛
- ✓ المفاهيم الأساسية للاستثمار في الأوراق المالية.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية:

لقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة على مستوى الاقتصاديات العالمية خاصة ما يتعلق بالأسواق المالية، سواء ما يخص أسواق المال الناشئة أو المتقدمة ومحاولات التوحيد في التعامل، والمعالجات المحاسبية<sup>1</sup> وتقليل المخاطر الناتجة عن المشاكل والاختلافات الإيديولوجية بين الدول والاقتصاديات، حيث توجهت الأسواق المالية نحو التكامل والتعاون وازداد تدفق رؤوس الأموال بين الدول ودخول المستثمر الأجنبي. تعود كلمة بورصة إلى كبير التجار الذي كان يقطن في مدينة بروج البلجيكية، فان دار بورس ( ven derbourse)، وقد ارتبط المفهوم بالإطار الزماني والمكاني لها.<sup>2</sup> كما يقصد به مكان يجتمع فيه كبار التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين، إذ يعتبر دور الوسطاء الماليين في شراء الأوراق المالية من المقرضين النهائيين وإصدار دين غير مباشر لصالح المقرضين النهائيين<sup>3</sup>. سنحاول من خلال هذا البحث إبراز ماهية الأسواق المالية، تقسيماتها وكفاءتها.

### المطلب الأول: مفهوم السوق المالي:

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يعتبر مكان التقاء وتجمع التجار بهدف التبادل ومبادلة المنافع (سلع أو أوراق مالية...). بمقابل وفي مدة زمنية معينة بغض النظر عن المكان المادي لسوق.

### 1-تعريف السوق المالي:

-يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية (عارضى رؤوس الأموال والنقود) وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي تحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه<sup>4</sup>.  
- كما يعرف على انه المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، وذلك بعد تجمع حاملي هاته الاوراق المالية، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق المالي، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> رستميا أحمد ابو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، الأردن، طم، 2005، الصفحة 09.

<sup>2</sup>Salvador Ballada, Jean- Claude Coille, Outils et Mécanismes Gestion Financière, Édition maxima, paris. Page 402.

<sup>3</sup>عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، طم، 2004، الصفحة 73

<sup>4</sup>أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية، دار السيرة، عمان، الأردن، طم، 2004، الصفحة 112 .

<sup>5</sup>وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل لنشر، عمان، الأردن، طم، 2009، الصفحة 16

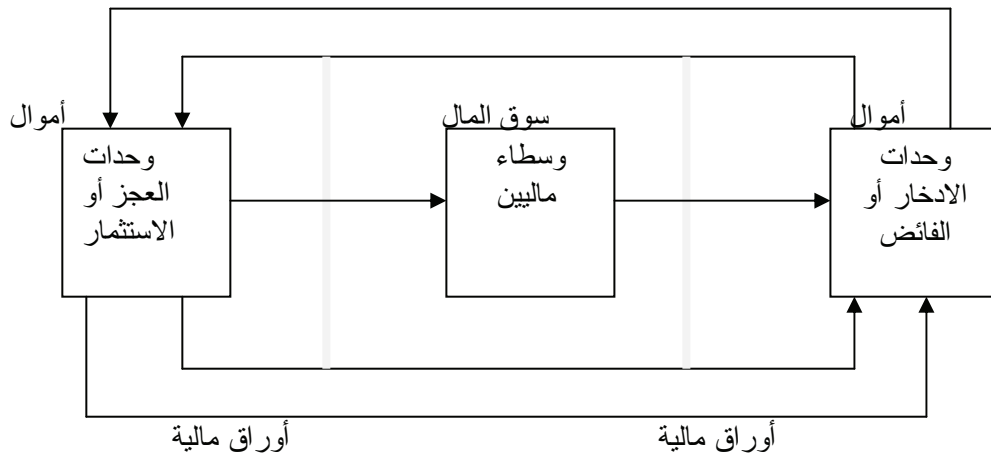
- ويعرف السوق المالي كذلك على أنه الموقع الذي تتم فيه ممارسة العمليات المالية، وذلك إما عن طريق الوساطة المالية أو بالطريقة المباشرة، بين وحدات ذات العجز ووحدات ذات الفائض من خلال تكييف التوازن بينهما.<sup>1</sup>

من خلال ما سبق يتضح لنا أن السوق المالي هو مكان التقاء الوحدات المختلفة للقيام بالعمليات المالية مباشرة أو عن طريق وسيط بغض النظر عن مكان الالتقاء.

## 2- أهمية السوق المالي:

لقد أدى طابع التخصص في الأسواق المالية إلى نشوء وحدات متخصصة من الأفراد والشركات تقوم بالمتاجرة وتقديم خدمة الوساطة في السوق، فالسوق المالي يحقق مزايا لكل من وحدات العجز ووحدات الفائض، والشكل التالي يبرز بوضوح هاته المزايا:

الشكل رقم (1-1) : سوق المال والمؤسسات العاملة به



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، سلامة، مرجع سابق، الصفحة 111

يبين الشكل أعلاه أن سوق المال يقدم خدماته إلى وحدات العجز وذلك عن طريق الحصول على الأموال من مختلف مصادرها بكفاءة وبتكلفة أقل أما بالنسبة لوحدات ذات الفائض فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية، استثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية، وتتحقق كفاءة هذه الخدمات من وخلال فاعلية الوحدات العاملة في السوق، كما يمكن أن يكون هناك مفهوم التمويل غير المباشر، وذلك عن طريق الوسطاء الماليين.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات اوراق بورصات، دار الشروق لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2005، الصفحة 38

فمن خلال ما سبق تتجلى لنا أهمية السوق المالي:

- تقوم الأسواق المالية بتهيئة الوسائل اللازمة كوسيط بين طرفين (المقرض والمقترض)، وذلك من أجل ربط الوساطة لجلب المدخرات من الأفراد ذو الفوائض المالية وتوزيعها على طالبي هاته المدخرات قصد التمويل\* .
- إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للموجودات المالية، أي تحويل الأوراق المالية التي ليس لها طابع السيولة المباشرة إلى أوراق مالية ذات سيولة لتسهيل التعامل بها؛
- توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات، ويقصد بها حرية استخدام الأموال إما باستثمارها في مشاريع لتحقيق عوائد مستقبلية أو تحويلها لإفراد ذوي الاحتياجات لتمويل قطاعات أو إنشاء مؤسسات تحقق فوائض وتؤدي خدمات؛
- توسيع قاعدة الملكية والمديونية لتمويل رأس المال؛
- مكان للتفاوض على الأخطار<sup>2</sup>؛

من خلال مفهوم وأهمية السوق المالي، يمكن القول أن العمق الزمني لوجود الأسواق وفعاليتها يستدعي مجموعة مقومات يجب توفرها، وبهذا الصدد يمكن أن نميز بين نوعين من المقومات، إحداهما أساسية والأخرى سائدة تساهم في تدعيم وفعالية السوق المالي، وفيما يلي إيجاز هذه المقومات؛

### 3-مقومات إنشاء السوق المالي:

#### 1-3-المقومات الأساسية (الرئيسية):

يقصد بالمقومات الأساسية توفر المناخ الملائم للاستثمار وذلك بقصد جذب رؤوس الأموال، قائم على عنصري الثقة والتنظيم، كما يجب توفر فلسفة اقتصادية واضحة وتنوع أدوات الاستثمار، يقصد بها سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات ومؤسسات مالية ومصرفية قادرة على جمع وتنويع المخاطر<sup>3</sup> ومواجهتها؛

#### 2-3- المقومات السائدة:

ويطلق عليها المقومات السائدة لأنها تساهم في تطور ونجاح السوق وإضفاء صفة العمق والاتساع ومن هذه المقومات:

- نظام فعال ومنظور ذو كفاءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة؛
- تشريعات تضمن صفة المنافسة الكاملة ومنح الابتكار، بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض

\* سواء كانت طريقة التمويل معقدة أو بسيطة، فإنها تستهدف في النهاية تحويل الأرصدة من القادرين على الادخار باتجاه الراغبين في الاقتراض

<sup>2</sup> Gerard Marie Henry, les marches financiers, ED Armond colin, paris, 1999, Les Pages 13-15

<sup>3</sup> انظر الفصل الثاني من البحث.

والطلب كما يجب وجود هياكل للمؤسسات منظمة، يعبر عنها بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحدد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية:

تعد السوق المالية النظام الأوسع والاشتمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقا لأغراض التمويل، منها يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية، أو تمويل عمليات التشغيل طبقا لهذا التصنيف يمكن تقسيم السوق المالية إلى سوق النقد وسوق رأس المال<sup>2</sup>.

#### 1- سوق النقد:

تعرف بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الآجال من خلال السماسرة والبنوك التجارية وكذا من خلال الجهات الحكومية، وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الآجال فيما بين المؤسسات المالية، كما تعرف بسوق السيولات وسوق رؤوس الأموال قصيرة الآجال \*  
إذ التداول بالأوراق المالية في هاته الأسواق و التي تعتبر دين ، تشترك جميعها في خاصية المخاطرة الأقل وأجل الاستحقاق القصير و هي :

– الأوراق التجارية: و تستخدم لتغطية احتياجات قصيرة الأجل؛

– حوالات الخزينة : تباع عن طريق المزاد العلني وذلك بعد الخصم عن بعد القيمة الاسمية ؛

– شهادات الإيداع المصرفية : وترتب لحاملها فوائد؛

– القبولات المصرفية : يستخدمها المستورد عند استيراد بضاعة من الخارج .

– قرض الاحتياطي الإلزامي : قيام البنك بإقراض بنك آخر لديه عجز في الاحتياطي المودع لدى البنك المركزي<sup>3</sup>

#### 2- سوق رأس المال:

وهي السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات وقروض طويلة الآجال، إذ تقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركة المساهمة، وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين وذلك بطرح السندات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، الصفحة112

<sup>2</sup> جبار محمد، البورصة وموقعها من العمليات المالية، ج 1، ط1، دار هومة الجزائر، 2002 ، الصفحات 64-65-71

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، الصفحات 112-120.

<sup>4</sup> Salvador Balada et Jean- Claude Coille, Op,Cit. paris, Page397.

### 3- تصنيفات سوق رأس المال:

يتم تصنيف سوق رأس المال من حيث أولوية الإصدار إلى سوق الإصدارات الجديدة، وأخرى للإصدارات الجديدة والقائمة على التحويل هاته الأوراق، وفيما يلي توضيح ما بين السوفين.

#### 3-1- السوق الأولية:

وهي السوق التي تنشأ فيها عملية إصدار الأوراق المالية التي يتم التعامل بها لصالح جهة عامة أو منشأة محققة بذلك أتمات التمويل غير المباشر،(التمويل الحديث)<sup>1</sup>.

#### 3-2- السوق الثاني:

وهي السوق الذي يتم فيها تداول الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار ويمكن التمييز بين الأسواق المنظمة والأسواق الغير المنظمة في هذا الصدد.<sup>2</sup>

#### 3-2-1- السوق المنظم:

وهي السوق أو المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بالأوراق المالية، وذلك بقصد البيع والشراء، باعتبار هاته الأوراق مسجلة بتلك السوق،\* كما تتم إدارته بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، أو جهات رقابية تقوم بوضع قوانين وإجراءات داخل البورصة.

#### 3-2-2- السوق غير المنظمة:

ويطلق عليها كذلك بالسوق الموازية حيث تتم المعاملات فيها خارج البورصات، والتي يطلق عليها عمليات التي يتولاها السماسرة\*، إذ لا يوجد مكان محدد لإجراء هاته المعاملات.

#### 3-3- السوق الثالث:

وتتكون هذه السوق من السماسرة و الغير متواجدين في السوق المنظم، إذ تتميز بصغر تكلفتها وسعر التنفيذ فيها، ويتم التعامل بالأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية ذات رؤوس الأموال الضخمة، وذلك بواسطة خدمات يؤديها السماسرة، كما نجد أن لهؤلاء المتعاملين الحق في استخدام الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، الصفحة 239.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 2002، الصفحات 94-95

\* كما يمكن تقسيم الأسواق المنظمة إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية.

يقومون بعمليات الوساطة المالية بين أطراف التعامل في هاته الأسواق ويهدفون من خلالها إلى تحقيق عوائد.

<sup>1</sup> احمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، الصفحة 07

### 3-4- السوق الرابع:

يتم التعامل بهاته الأسواق مباشرة بين المؤسسات الكبيرة والشركات وبين المستثمرين وبأقل تكلفة (ضعيلة) باستخدام وسائل اتصال متطورة، من خلال شبكة الكترونية وهاتفية، ويشبه التعامل في هذه السوق، التعامل في السوق الثالث لأن الإجراءات تجرى خارج البورصة (خارج السوق).

#### المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية:

مع زيادة توسع الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية الهادفة لتحقيق الفوائد، كان لابد من توفير القدر اللازم من المعلومات حول الأدوات المستخدمة في الاستثمار (الأوراق المالية) والمتداولة في هذه الأسواق حتى تصنف هذه الأسواق بالكفاءة، باعتبار أن هذه الأوراق تتميز بتقلبات في القيمة من فترة إلى فترة أخرى وذلك بتأثر المعلومات والبيانات حول الشركة والسوق إذ نقوم من خلال هذا المطلب بإبراز مفهوم كفاءة السوق المالي وخصائص السوق كما نميز بين أنواعها وصيغها، والكيفية التي تتحقق بها كفاءة السوق.

#### 1- مفهوم كفاءة السوق المالي:

##### 1-1- تعريف كفاءة السوق المالي:

هو أن تعكس أسعار الأوراق المالية في السوق توقعات المستثمرين سواء ما يخص المخاطر أو المكاسب أي أن تكون المعلومات متاحة للجميع المستثمرين في السوق المالي بالقدر الذي يتيح لهم تحقيق عوائد وتقديرات سليمة وغير مبالغ فيها، إذ يكون الاختلاف في العوائد حسب خبرة المستثمر.<sup>1</sup>

كما تعرف على أنها السوق الذي يعكس فيه سعر السهم المصدر كافة البيانات الحاضرة والمتاحة سواء كانت المعلومات تمثل معلومات تبثها تلك المؤسسة أو صادرة عن القوائم المالية لها أو وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام أو في الأسابيع أو في السنوات الماضية<sup>2</sup>

##### 1-2- أنواع الكفاءة في السوق المالي:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الكفاءة نذكر:

##### 1-2-1- الكفاءة الكاملة:

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن أسعار الأسهم وهذا ما يؤدي إلى تغيير فوري في أسعار هاته الأسهم، أو سعر السهم بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة.

<sup>1</sup>Pierre Ramage, **Finance de marches**, édition d Organisation, paris,2002. page59

<sup>2</sup>منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، منشأة المعارف مصر، الإسكندرية، 1995، الصفحة 13

وتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل تحقق الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات ذات شفافية، بدون تكلفة وتتميز بسرعة تداولها وانتقالها؛
- عدم وجود قيود على المعاملات أو تكاليف أو ضرائب أي إمكانية اقتناء أو التنازل عن أي كمية من الأسهم لأي شركة يرغب فيها المستثمر؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين، أي عدم تأثير أي مستثمر لوحده في أسعار الأوراق المالية؛
- تمتع المستثمرين بالرشادة، أي يهدف إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من العوائد والمنافع<sup>1</sup>.

### 1-2-2- الكفاءة الاقتصادية:

يقصد بها الفارق الزمني بين وصول المعلومات إلى السوق و انعكاس آثارها على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، كما يعتقد أن يكون الفارق بين السعرين كبيرا بسبب تكاليف المعاملات وكذا الضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل.

### 2- الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة:

- وهي مجموعة الخطوات الرئيسية تقوم عليها الكفاءة في السوق المالي:
- يجب توفير سوق مالي يتوفر على عدد كبير من المستثمرين، إذ يؤدي زيادة عدد المستثمرين إلى زيادة الكفاءة الهيكلية والتي تعكس درجة المنافسة في السوق.
- يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية وذلك في ظل مناخ تنافسي للسماسة إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة مباشرة لتعكس مباشرة على سعر الأوراق المالية.
- عند وصول المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمر على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو بالانخفاض.
- وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة، فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية، على وجه السرعة لكل معلومات جديدة ترد على المتعاملين فيه، والتي من شأنها تغيير نظرهم للمنشأة المصدرة لسهم حيث تتجه أسعار الأسهم ارتفاعا أو انخفاضاً، وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذ كانت سارة أو غير سارة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07 ، 2010/2009، الصفحات 183-185

<sup>2</sup>منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 1999، الصفحة 38



### 3- سمات وصيغ الكفاءة:

من أجل التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى يجب توفر سمتين أساسيتين لكفاءة السوق وهما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

#### 4-1-1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

وتتحقق هذه السمة عندما تحقق الأسعار السوقية شرط الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات المناسبة والمتوفرة بتكاليف ضئيلة ومناسبة لتقييم الأوراق المالية، وأن تكون أسعار الأسهم السوقية تعكس كافة المعلومات المتاحة للجميع وذلك قصد تحقيق أرباح اعتيادية.

#### 4-1-2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

يطلق عليها بكفاءة التشغيل لأنها ترتبط بتكلفة المعلومات، إذ يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب في ظل شروط تكلفة المعلومات تساوي الصفر، بمعنى أن بقية المتعاملين في السوق كالسماسرة والوسطاء الماليين وغيرهم، يعملون في بيئة تنافسية ويحققون هوامش ربحية عادية، إذ تحققت هاته السمة من خلال الطلب المتزايد على الأوراق المالية، وامتصاص فائض العرض من الأوراق المالية، عن طريق شراءها بهوامش منخفضة.<sup>1</sup>

#### 4-2- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي:

تحدد الأسواق المالية للكفاءة في ضوء سعة وشمول المعلومات التي تعكس بالأسعار السوقية للأوراق المالية ثلاث صيغ هي:

#### 4-2-1- الصيغة الضعيفة:

تعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية أي أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، وتتضمن إطارا محتواه أن المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم هي معلومات تاريخية (عن فترة سابقة)، وعليه فإن هذه المعلومات ليست ذات جدوى وأهمية لتنبؤ بالسعر مستقبلا لأن المتعاملين في السوق قد حصلوا عليها دون تكلفة، أي لا يوجد أحد من المستثمرين قادر على تحقيق أرباح غير اعتيادية (عوائد استثنائية).

#### 4-2-2- الصيغة شبه القوية:

بموجب هذه الصيغة، فإن المستثمرين يستخدمون ما هو متاح من معلومات ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة، كما أن جميع المعلومات متوفرة ومتاحة للجميع بشكل واضح وتعكس

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، الصفحة 140-141

الأسعار السوقية الجارية (الحالية)، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن الظروف الاقتصادية والمالية أو الدولية والمعلومات التاريخية والحالية عن الأسعار والحجوم التبادلية والائتمانية.

#### 4-2-3- الصيغة القوية:

إذ تقضي هذه الصيغة إلى أن سعر الورقة المالية الجاري (الحالي) يعكس المعلومات العامة (الشائعة) المتاحة للجميع بشكل علني وخاصة التي تمتلكها قنوات ذات صلة بمصدر هذه المعلومة، وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو متطلع إلى تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين ويعود السبب إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية، تغيرات عشوائية مستقلة فإذا كان هناك من يملك معلومات خاصة فإن أسعار السوق سوف لن تعكس بالكامل جميع المعلومات.

### المبحث الثاني: مؤشرات السوق المالي ومفاهيم حول الاستثمار والمضاربة:

سنقوم في هذا المبحث بعرض أهم المؤشرات المستخدمة في السوق المالي وإبراز ماهية الاستثمار والمضاربة إذ سنعرض في المطلب الأول المؤشرات المالية في السوق باعتبارها وسيلة تساعد في قياس حالة السوق وذلك من خلال المعلومات المتاحة والمساعدة في اتخاذ القرار السليم بشأن شراء أو التنازل عن الورقة المالية، كما سنتطرق في المطلب الثاني إلى ماهية الاستثمار والمضاربة وذلك بقصد توضيح التفرقة بينهما، وقد خصصنا المطلب الثالث لإعطاء مفاهيم أساسية للاستثمار المالي<sup>1</sup>.

#### المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية:

يهدف مؤشر السوق المالي إلى قياس الأسعار بصفة عامة، وذلك عن طريق الأدوات الإحصائية والقياسية على الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، إذ يتم اختبار عينة من أسهم وذلك طبقاً لما يتيح للمؤشر الحالة التي عليها السوق.

سنحاول من خلال المطلب الأول إبراز مفهوم المؤشر، كيفية بناءه وأهم المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية

#### 1- مفهوم المؤشر:

بعد المؤشر وسيلة وأداة إحصائية تقيس حالة السوق من المستوى العام للأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة كما يعبر عن أداء هذه البورصة، فهو بمثابة مرشد للمستثمرين فلا بد أن يكون ذا واقعية وموضوعية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج، عمان، الأردن، 2009، الصفحة 150

<sup>2</sup> Pirre Ramage.Op.Cit. Page38

## 1-1- تعريف المؤشر :

هناك عدة تعريف لمؤشر السوق نذكر:

" يعرف على أنه تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محافظته المالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى".<sup>1</sup>

- كما يعرف المؤشر على أنه " متوسط حسابي أو هندسي لمجموعة من القيم المالية هذا ما يفسر إمكانية الحصول على قيم مختلفة من خلال مؤشرات مختلفان يقيمان نفس السوق..."<sup>2</sup>

- ويمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية، والتغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات.<sup>3</sup>

من خلال كل ما سبق نلاحظ أن مؤشر السوق يقوم بقياس حالة وأداء الأسواق المالية وذلك بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للورقة المالية والمحفظة المشكلة لها.

## 2- كيفية بناء مؤشرات السوق وأهدافه:

### 1-2- ملائمة العينة:

يقصد بالعينة مجموعة الأوراق المستخدمة في حساب المؤشر، إذ يجب أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاثة جوانب : الحجم، والاتساع، والمصدر، إذ يقصد بالحجم زيادة الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر، تساعد في تمثيل ودقة حالة السوق، أما الاتساع فيقصد به مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه وهذا يعني عدم تحيز أسهم العينة، أما المصدر فيقصد به مصدر الحصول على أسعار الورقة المالية التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق.

### 2-2- الأوزان النسبية:

ويقصد بها القيمة النسبية للورقة المالية داخل العينة، وفي هذا الصدد توجد ثلاث أقسام لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية داخل مجموعة أوراق(الأسهم داخل مجموعة الأسهم) وهي:

<sup>1</sup> بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، علوم اقتصادية ، جامعة الجزائر، 2006 ، الصفحة 76

<sup>2</sup> فيصل حمدي، تفسير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة ، رسالة ماجستير، علوم اقتصادية، جامعة ورقلة، 2006، الصفحة 15

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، الصفحة 298

## 2-2-1- مدخل الوزن النسبي على أساس السعر:

ويتم تحديده على أساس سعر السهم إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية للمؤشر، إذ يتم تقييم سعر السهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والذي يمثل في هذه الحالة القيمة الحالية للمؤشر.

## 2-2-2- الترجيح على أساس تساوي الأوزان:

إذ يتم من خلال هذه الطريقة ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن نسبي متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر (معامل الترجيح) ويتم حسابه على أساس سعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم أي:

الوزن النسبي المتساوي = سعر السهم x معامل الترجيح

## 2-2-3- الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المؤشر:

ويتم من خلال هذه الطريقة ترجيح أسهم المؤشر على القيمة الحالية الإجمالية للأسهم، فهي تتحيز لأسهم ذات القيمة الحالية (السوقية) الأكبر<sup>1</sup>.

## 3- بعض مؤشرات الأسواق المالية الدولية:

هناك عدة مؤشرات تستخدم القياس أداء وحالة السوق ونذكر من أهمها:

### 3-1- مؤشر داوجتر الصناعي:

ويعتبر من أشهر المؤشرات الدولية، إذ يمثل مرجعا لبورصة نيويورك، إذ يتضمن حاليا 30 سهما ذات أكبر رأسملة بورصية في الولايات المتحدة الأمريكية، وطريقة حسابه بسيطة بحيث لا يستعمل الترجيح ويعكس أساسا القيم الصناعية، كما يتم حسابه كل نصف ساعة، إذ تضم المجموعة المعتادة في حساب مؤشرات 65 ورقة مالية لـ65 شركة موزعة كالتالي:

-ثلاثون شركة صناعية؛

-عشرون شركة لنقل؛

-خمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة والخدمات ؛

-يتم حساب مؤشرات داوجتر الصناعي على أساس سعر الإقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة السوق<sup>2</sup>.

### 3-2- مؤشر ستاندر أندبورز:

يعتمد هذا المؤشر على عينة 500 سهم يمثل 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة (الكهرباء والماء)

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق، 2002، الصفحة 249

<sup>2</sup> جمال جويدان الجميل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2002، الصفحة 287

و20 منشأة لنقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي ويتم حسابه عن طريق نسب القيمة السوقية لسهم في الفترة على قيمته في فترة الأساس.

### 3-3- مؤشر نيكاي الياباني:

يتكون من 225 مؤسسة وهو مؤشر استنادا لبورصة طوكيو، وطريقة حسابه مشابهة لطريقة حساب مؤشر داوجونز، وذلك عن طريق جمع أسعار 225 مؤسسة لعينة ثم يتم قسمته على عدد المؤسسات المكونة للعينة ومن نقائصه أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات الكبيرة.

### 3-4- مؤشر CAC كاك الفرنسي:

ويعبر هذا المؤشر عن سوق الأوراق المالية كليا يتم استعماله من طرف البورصات في فرنسا ويتكون من 300 مؤسسة حتى سنة 1991 ومن أهم مؤشراتنا نذكر:

### - مؤشر كاك CAC40 :

ويتم حسابه من عينة يكون من 40 شركة فرنسية مرسمة، ويتم حسابه باستمرار كل 30 ثانية، ويعتمد طريقة الترجيح في حسابه ويمثل 70% من رأسمالية البورصة.

### 3-5- مؤشر نازداك NASDAQ:

يمثل مقياس لقيم التكنولوجيا الأمريكية ويتميز بشدة تطايره

3-6- مؤشر داكس: DAX: ويمثل هذا المؤشر ابرز موقع مالي في ألمانيا ويعتمد عملية الترجيح عند حسابه ويحتوي على 30 ورقة تمثل 70% من الرسملة البورصية<sup>1</sup>.

3-7- مؤشرات الأسواق العربية: نذكر فيما يلي بعض المؤشرات للأسواق العربية، مؤشر مصر Cma، مؤشر الأردن Ase، مؤشر الكويت Kse، مؤشر المغرب Masi، مؤشر لبنان Bst، مؤشر عمان Msm، مؤشر قطر Cbq، مؤشر البحرين Bse، مؤشر الإمارات Nbad، مؤشر السعودية Mcfei<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: ماهية الاستثمار والمضاربة في السوق المالي:

باعتبار الاستثمار والمضاربة الوسيلتان الأساسيان في السوق المالي التي يهدف من خلالها المستثمر أو المضارب إلى الوصول لتحقيق عوائد وأرباح أو تحمل خسائر وسنحاول من خلال هذا المطلب إبراز مفهوم الاستثمار والمضاربة.

<sup>1</sup> فيصل حمدي، مرجع سابق، الصفحة 17

<sup>2</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2008، الصفحة 51

## 1- مفهوم الاستثمار والمضاربة:

هناك عدة مفاهيم للاستثمار والمضاربة:

### 1-1- تعريف الاستثمار:

ويمكن تعريف الاستثمار استنادا إلى أصول علم الاقتصاد ، على أنه:

" التخلي عن الأموال في لحظة معينة ولفترة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعويضا عن:  
- القيمة الحالية لتلك الأموال بدافع التضخم.

- الخطر الناتج عن احتمالات عدم وقوع التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع"<sup>1</sup>، فهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية من أهمها الدخل، الاستهلاك والادخار و الاقتراض.

- كما يعرف الاستثمار على أنه مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال اقتناء أصول تحقق فوائض فعلية نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول على تدفقات مالية مستقبلية آخذا بعين الاعتبار عنصري الزمن والمخاطرة.<sup>2</sup>

ويعرف كذلك بأنه "استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الاستثمار مقبولا إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة."<sup>3</sup>  
من خلال التعريفات السابقة يبرز لنا أن الاستثمار هو عملية التوظيف والاستخدام أو التضحية بأموال حالية للحصول عليها مستقبلا بفوائض .

### 1-2- الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي:

نميز هنا بين مفهومي الاستثمار الحقيقي والمالي إلا أن الجوهر واحد .

#### - الاستثمار الحقيقي:

ويطلق عليه كذلك الاستثمار الإنتاجي أو الاقتصادي وهو التوظيف الذي يتحقق من شراء وبيع أو استخدام الأصول الإنتاجية، والتي تعمل بهدف زيادة السلع والخدمات، بشكل فوائض وذلك لزيادة الدخل القومي .

<sup>1</sup> زياد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، ط 3 ، 2005، الصفحة 13

<sup>2</sup> جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، الصفحة 245

<sup>3</sup> الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالية الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2006، الصفحة 313

### - الاستثمار المالي:

كما يطلق عليه بالاستثمار الظاهري أو الإيرادي إذ لا ينتج عنه زيادة حقيقية في، إنما يتم من خلال نقل الملكية (وسائل الإنتاج والأموال المستثمر)، مما يعمل على تحقيق إيرادات مالية.<sup>1</sup>

### 1-3- تعريف المضاربة:

تعرف على أنها عملية توظيف للأموال في ظروف خاصة، بالاعتماد على توقعات المضارب بشأن الأسعار في المستقبل القريب، وذلك قصد تحقيق عوائد في صورة أرباح رأسمالية؛ ويمكن أن تقابل هذه الأرباح مخاطر إذا ما اختلفت التوقعات من خلال تعريف الاستثمار، ويمكن تحديد أهم الفروقات بينهما من خلال<sup>2</sup>:

- الأفق الزمني للعملية: يركز المضارب على الأجل القصير لتحقيق أكبر فوائض وعوائد بينما يركز المستثمر على الأجل الطويل إذ يهتم بتحقيق أكبر عوائد من استثماره ولأطول مدة ممكنة.
- موضع التركيز في القرار: إذ يقوم المضارب بالتركيز في قراراته على موعد الاستحقاق بينما يركز المستثمر في قراراته الاستثمارية على العائد.
- من حيث المخاطر: يكون المضارب على استعداد لتحمل درجات عالية من المخاطرة تفوق كثيرا درجة المخاطرة التي يقبلها المستثمر الفعلي.
- نوع الربح الذي يسعى إليه كلا منهما: يسعى المضارب لتحقيق أرباح سريعة بينما يهدف المستثمر إلى تحقيق أرباح إيرادية ومستثمرة ولآجال أطول.

### 2- أهداف الاستثمار

- مهما يكن نوع الاستثمار والمخاطر المحيطة به فإن المستثمر يسعى دوما لتحقيق الأهداف التالية:
  - تحقيق العائد الملائم: أي توظيف أموال قصد تحقيق عوائد وأرباح.
  - تكوين ثروة وتنميتها: إذ يكون ذلك نتيجة التضحية بأموال الحالية قصد تكوين ثروة في المستقبل وتنميتها.
  - المحافظة على قيمة الموجودات: إذ يسعى المستثمر إلى التنوع قصد المحافظة على قيمة الموجودات (الثروة) مع مرور الزمن بحكم عوامل ارتفاع الأسعار وتقلبها.

### 3- مخاطر الاستثمار:

تعرف مخاطر الاستثمار على أنها عدم التأكد من تحقيق العائد وراء هذا الاستثمار بل قد تمتد تلك المخاطرة لتشمل المال المستثمر (رأس المال) بالإضافة إلى العائد المتوقع<sup>1</sup>، إذ يمكن تعدد مخاطر الاستثمار إلى:

<sup>1</sup> أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج لنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2003، الصفحة 19  
<sup>2</sup> زياد رمضان، مرجع سابق، الصفحة 15.

\*مخاطر العمل: وينتج عن الاستثمار في أدوات عائدة إلى مجال عمل معين .  
\*مخاطر السوق: وينتج عن التغير العكسي في أسعار أدوات الاستثمار المتعامل بها.  
\*مخاطر السعر: إذ ينتج عن الاستثمار في أسعار الفائدة المنخفضة خسارة الفائدة المرتفعة.  
\*مخاطر القوة الشرائية للنقود: وتنتج عن ارتفاع المستوى العام للأسعار، الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض في قيمة النقود، كما يمكن إضافة المخاطر المالية الناتجة عن عدم القدرة على سداد الأموال المقترضة بهدف استثمارها.<sup>2</sup>

المطلب الثالث: مفاهيم حول الاستثمار المالي:

### 1- ماهية الاستثمار المالي:

لقد ارتبط مفهوم الاستثمار المالي بإنشاء شركات ذات المساهمة العامة، وتطورها وتوسع نشاطها، ونمو عددها إذ يمكن تعريف الاستثمار المالي على النحو التالي:  
يعرف الاستثمار المالي على أنه: "توظيف أموال في شكل أصول مالية ينتج عنها عوائد مستقبلية دورية أو غير دورية، إذ يهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع " .  
كما يعرف على أنه حصيلة امتلاك المستثمر أدوات ملكية أو أدوات مديونية لتحقيق عائد في ظل مخاطر متوقعة.<sup>3</sup>

### 2- طبيعة أدوات الاستثمار المالي وأدوات التحليل:

- لقد تم تصنيف أدوات الاستثمار المالي طبقاً لطبيعة الالتزام، إذ تعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأدوات هي إما حقوق ملكية تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا وتظم الأسهم العادية والممتازة أو هي أدوات مديونية، وتضم السندات الطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة وشركات الأعمال.<sup>4</sup>  
- كما أن طبيعة الأوراق المالية تختم على المستثمر المتابعة لحركة أسعارها وحجوم تداولها، وتلعب الخبرة والإمكانات الفنية في قراءة السوق واتجاهاته، الدور الكبير عند الاستثمار بالأوراق المالية، إذ يضع المستثمر في اعتباره تقلب أسعار الأوراق المالية وذلك لتحكم فيها بيعا وشراء، تجنباً للقراءات الخاطئة، إذ ترتبط هذه الاعتبارات عادة بسلوك المستثمر، الذي له أثر كبير في تحديد مسارات واتجاهات الأسعار السوقية، فقد يؤدي هذا السلوك إلى انتعاش السوق واستمرار انكماشه.

<sup>1</sup> طاهر جردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل، عمان الأردن، ط1، 2009، الصفحة 17  
<sup>2</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية لنشر، عمان، الأردن، 2009، الصفحة 31  
<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007، الصفحة 9-10  
<sup>4</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، الصفحة 17 .



## 2-1- التحليل الأساسي والتحليل الفني

**2-1-1- التحليل الأساسي:** هو وسيلة لتنبؤ بتحركات الأسعار المستقبلية لأي أداة مالية، بالاعتماد على البيئة الاقتصادية والسياسية وعوامل أخرى تتعلق بها، والإحصائيات التي سوف تؤثر على العرض والطلب الأساسي لبيئة هاته الاداة.

أي أن التحليل الأساسي يقوم بتحديد سعر الورقة المالية في السوق، عن طريق تجميع وتحليل القوائم المالية الكاملة و تشمل الميزانية العامة (حساب الأرباح و الخسائر، الموجودات و المطلوبات، قروض الشركة، بيان التدفقات النقدية، و بيان المتغيرات في حقوق المساهمين). و هناك معلومات كثيرة أخرى يجب الانتباه إليها عند تحليل شركة ما و هي على عدة مستويات، و هذه المستويات هي مستوى الاقتصاد بشكل عام، مستوى القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، و مستوى الشركة ذاتها، و المطلوب من ذلك هو إيجاد القيمة العادلة للشركة أو للسهم الذي ينبغي أن يدفع المستثمر للاستثمار في الأسهم<sup>1</sup>

**2-1-2- التحليل الفني:** هو دراسة الاتجاه الماضي لسعر الورقة المالية وكمية تداولها، لمحاولة التنبؤ باتجاهها المستقبلي ويتم استخدام برامج مختصة في تحويل تغيرات الأسعار إلى مخططات بيانية تربط السعر بالزمن. ويستعمل التحليل الفني بشكل واسع بين المتداولين ومحترفي المضاربة، وهو فن وليس علم كما يظن البعض، ولكن عيب هذا الفن انه يعتمد على التوقعات ويرجع البعض انتشار التحليل الفني إلى سهولة تعلمه؛

وتساعد المخططات البيانية المتداولين في اختيار نقاط الشراء المناسبة، ونقاط البيع أو الهروب، فمن المناسب لتداول الأسهم أن يشتري السهم بأدنى سعر ممكن ويبيعه بأعلى سعر ممكن. ومن خلال المخطط البياني يسعى المتداولون إلى شراء الأسهم في أقرب مكان إلى قاع المخطط البياني وبيعها في أعلى نقطة ممكنة من ذلك المخطط، ثم معاودة الشراء في السعر المنخفض ثانية والبيع عند الأسعار الأعلى.

لذلك فلا يهتم التحليل الفني عموماً بأداء الشركة أو أرباحها، فالمتداولون إنما يعتمدون على التحليل الفني للعثور على أنماط محددة، منها ما يسمى: خطوط الدعم والمقاومة، والمثلثات، والقيعان المزدوجة، والقمم المزدوجة، والرأس والكتفين وغيرها. وهذه الأنماط تعد مؤشرات تنبه المتداول إلى مرور السهم بمنطقة سعرية حرجة، تؤدي غالباً إلى تغير في الاتجاه، كما يعتمد المتداولون على معدلات التحرك الوسطية، والمؤشرات التقنية.<sup>2</sup>

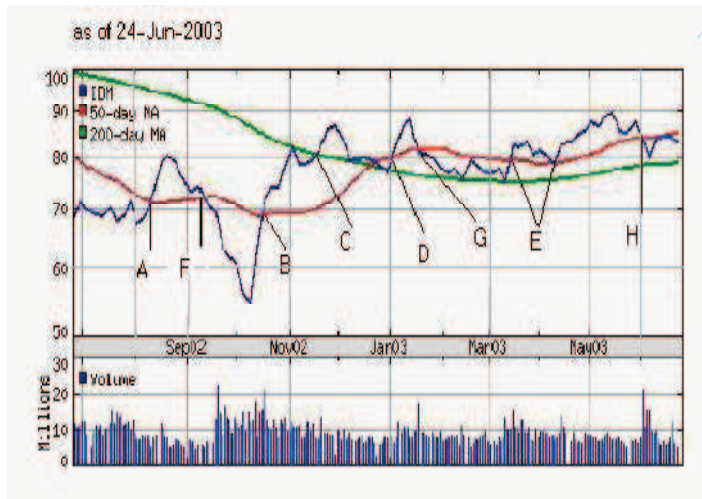
<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، الصفحات 217-218.

<sup>2</sup> محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، ط3، دار وائل للنشر، عمان، 2005، الصفحات 94-107.

### 2-1-3 أدوات التحليل الفني: هناك عدة أدوات تستخدم في التحليل الفني نذكر:

– **طريقة المتوسطات المتحركة:** تعتبر من أهم أدوات التحليل الفني انتشارا وأكثرها استخداما، يعرف المتوسط المتحرك\* بأنه متوسط سعر الورقة المالية في فترة زمنية محددة، فالمتوسط لا يسمح بالتنبؤ بالأسعار ذلك أنه يتبع الأسعار بطبيعته وطريقة حسابه (السعر مستقل والمتوسط تابع له) إذن يحسب بعد التداول، وتتم مقارنة المتوسط بتداولات الأسعار، كما يستخدم لإعطاء إشارة بداية اتجاه جديد للسعر ونهاية اتجاه سابق<sup>2</sup>، كما هو مبين في الشكل رقم (1-2) باعتبار عبور السعر لخط المتوسط إلى أعلى أو إلى أدنى، فإذا عبر السعر فوق خط المتوسط (العبور الذهبي golden cross) فهي إشارة للشراء، أما إذا عبر تحت خط المتوسط (عبور قاتل dead cross) فهي إشارة بالبيع، وكلما كان المدى الزمني للمتوسط المتحرك طويلا كان أفضل ويعطي نتائج جيدة.\*

الشكل رقم (1-2): المتوسط المتحرك وسعر الإقفال لإحدى الشركات



المصدر: رابعة عبد الرؤوف، خطاب سامي، "التحليل المالي وتقييم الأسهم"، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية (بورصة أبوظبي)، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005، الصفحة 27.

\* يعد المتوسط أحد الطرق المستخدمة لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينة للتخلص من الذبذبات الحادة التي قد توجد فيها بسبب التغيرات العارضة أو الموسمية، وذلك حتى يتبين اتجاهها صعودا أو هبوطا، وعملية التمهيد تساعد المحلل الفني على توضيح الرؤية والتركيز على المنحنى العام للأسعار، أي إزالة أو تنقية الأسعار من الشوائب أو ضوضاء السعر white noise وبالتالي التعرف على الاتجاه الحقيقي للأسعار.  
<sup>2</sup> Achelis, Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Relative Strength Index", Downloadable at: [www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=93](http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=93). consulter:07/01/2011

\* الاعتماد على المتوسطات المتحركة في اتخاذ قرارات البيع والشراء بناء على تقاطع المتوسط والسعر أو متوسطين ببعضهما يعطي نتائج جيدة جدا في حالة كون السوق ذو اتجاه واضح أما في حالة تحرك الأسعار جانبييا فإن الاعتماد على هذا المؤشر ينتج خسائر جمة لكثرة إشارات العبور (كثرة إشارات العبور دون استمرار الأسعار يعرض المضارب للساعات الأسعار Whipsaws).

- طريقة الشموع اليابانية:

لقد سجل اليابانيون الحركة اليومية للأسعار في شكل رسم بياني يشبه الشمعة\* وقد اختاروا أن يرمزوا بشمعة بيضاء لأيام ارتفاع الأسعار (سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح) وشمعة سوداء لأيام انخفاضها (سعر الافتتاح أعلى من سعر الإقفال)، وهناك أكثر من 60 شكلا فنيا أو نمطا شمعيًا للأسعار وفي هذه الأنماط من يمثل بشمعة واحدة، والبعض يتكون من شمعتين والبعض الآخر من ثلاث وسنحاول هنا التركيز على بعضها<sup>1</sup>:

✓ **دوجي DOJI**: كلمة يابانية تعني "الشيء نفسه"، وهو يطلق على شمعة يكون فيها سعر الفتح في نفس مستوى سعر الإقفال (لا فرق بين السعرين) فنكون أمام شمعة بلا جسم، ظهور Doji بعد فترة ارتفاع الأسعار يفسر بتآكل قوة المشترين أي فشلهم في دفع الأسعار إلى أعلى وهذا إنذار للمستثمرين بالبيع وظهوره بعد فترة تدهور الأسعار يدل على عدم قدرة البائعين على مواصلة الضغط على الأسعار مما يستدعي البدء في الشراء.

✓ **المطرقة**: عندما يكون اتجاه الأسعار في هبوط فإن هذه الشمعة تعرف بالطرقة، وهي تتكون من جسم صغير في الجزء العلوي وظل طويل نسبيا بحيث يجب أن يكون طوله مساويا على الأقل ثلاثة أضعاف طول الجسم، وليس للون الجسم أهمية فقد يكون أبيض أو أسود وهذه الشمعة تنبئ بانعكاس الاتجاه.

✓ **الرجل المعلق**: وهو نمط يأخذ نفس شكل المطرقة ولكن يظهر في اتجاه السوق الصاعد مما يشير إلى أن الأسعار عرضة للسقوط وأن السوق سيقوم بشنق المشترين.

✓ **المطرقة المقلوبة**: تتكون من جسم صغير يتدلى من خط علوي طويل يساوي على الأقل ضعف طول الجسم، وتظهر حين يكون اتجاه الأسعار في نزول وهي تنبئ بانعكاس الاتجاه وبدء صعود الأسعار.

✓ **النجمة الطائرة**: يشبه شكل المطرقة المقلوبة ولكن تظهر بعد ارتفاع كبير في الأسعار وهي تنبئ ببدء هبوط الأسعار.

\* تاريخيا ظهرت هذه الشموع منذ أكثر من 300 عام على يد أحد كبار التجار والمدعو "مينوهيسا هوما" وقد دون ملاحظاته عنها في كتاب عام 1755.

## .....الفصل الأول: أسس الاستثمار في الأسواق المالية

✓ **هجوم الثيران المضاد** : وتأتي بعد ظهور شمعة سوداء إذ يفتح السوق بسعر يقل عن أدنى سعر أو سعر إقفال الجلسة السابقة إلا أنه يصعد بقوة ليقفل عند سعر الإقفال السابق وهو ما يعني أن الثيران أخذوا زمام المبادرة وقاموا بهجوم مضاد.

✓ **هجوم الدببة المضاد**: بعد شمعة بيضاء يفتح السوق بسعر يعلو كثيرا عن أعلى سعر أو سعر إقفال الجلسة السابقة إلا أنه ينخفض بشدة خلال التعامل ليقفل عند سعر الإقفال السابق وهو ما يعني أن الدببة أخذوا زمام المبادرة وقاموا بهجوم مضاد.\* والشكل التالي يوضح نموذج لشموع اليابانية:

الشكل رقم (1-3): نموذج لطريقة الشموع اليابانية



Source: [www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9](http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9) (consulter 21/31/2010)

كما مبين في الشكل رقم (1-3) نلاحظ أنها عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي وسفلي، قمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة، وأدنى نقطة في الفتيل السفلي هي أدنى سعر، كما أن سعر الافتتاح

\* كانت وسيلة التسلية الوحيدة لعمال المناجم في كاليفورنيا، ثم ابتكروا نزلا من نوع خاص بين الدببة والثيران وعلى الرغم من أن هذا النزال اتسم بالشراسة إلا أنه في الغالب كان قصيرا، من هذا النوع من المصارعة استوحاه الكاتب الاسباني "دون جوزيه دي لا فيجا" وكان وراء إطلاق اصطلاح "الثيران والدببة" على المتعاملين في أسواق المال لأول مرة سنة 1688 ليعبر به عن الطرفين (البائع والمشتري) ثم شاع استخدامه في لغة البورصة، أن السوق هو الحلبة.

الثيران (Bullish) : هم المشترون أي الفريق الذي يتوقع ويأمل ويعمل على ارتفاع الأسعار (الصعوديون).  
الدببة (Bearish): هم البائعون الذين يعملون ويتوقعون انخفاض الأسعار (النزوليون).

والإقبال يمثلان إما الخط العلوي أو الخط السفلي للمستطيل؛ ويسمى المستطيل بالجسم body . والفتيل يسمى الظل shadow .

– طريقة الرأس والكتفين: هو من أكثر الأشكال الانعكاسية التي يمكن الاعتماد عليها، ويتكون من:

الرأس، الكتف اليسرى، الكتف اليمنى وخط الرقبة، ويمر هذا النمط بأربع مراحل:

- اتجاه الأسعار نحو الصعود إلى غاية وصولها إلى حد أعلى مشكلة الكتف اليسرى، يليها انخفاض في الأسعار ثم العودة للصعود من جديد إلى مستوى أعلى من السابق مكونة الرأس؛
- يبدأ الانخفاض من الرأس للوصول إلى خط الرقبة؛
- عودة خفيفة للصعود ولكن ليس إلى نفس المستوى الأول ويتم تشكيل الكتف اليمنى؛
- يبدأ الانخفاض من جديد ويتم اختراق خط الرقبة، (خط الرقبة هو الخط الذي يصل بين أدنى نقطتين) قد يظهر هذا النمط بشكل عكسي ويسمى: الرأس والكتفان المقلوبة<sup>1</sup>.

– القمة الثنائية (حرف M) والقاعدة الثنائية (حرف W)

هو نمط انعكاسي أيضا له نفس شكل الرأس والكتفين لكن من دون الرأس، بمعنى تكوين ما يشبه حرف M يفسر مثل الرأس والكتفين إذن:

✓ عند تصوير مرحلتين متتاليتين من ارتفاع الأسعار يتشكل حرف M.

✓ عند تصوير مرحلتين متتاليتين من انخفاض الأسعار يتشكل حرف W.

– القمة الثلاثية (القاعدة الثلاثية): هو نمط انعكاسي نادر الحدوث وله نفس شكل الرأس والكتفين إلا أن الرأس يكون في مستوى مماثل للكتفين ويفسر مثله تماما.

– القمة الحادة (حرف V مقلوب): يتشكل هذا النمط نتيجة الارتفاع الشديد للأسعار ووصولها إلى مستويات عليا يليه سقوط وتدهور كبير للأسعار، وهو نمط انعكاسي من الصعب التنبؤ به مما يجعل الاستفادة منه صعبة (قد يتشكل خلال يوم عادة)، وعند حدوث العكس أي انخفاض شديد يليه ارتفاع كبير يتشكل النمط العكسي أي القاعدة الحادة أو حرف V.

– الفجوات: تعرف الفجوة على أنها منطقة سعرية لم يحدث فيها أي تداول بحيث يحدث فراغ سعري في الرسم البياني، ولها دلالة كبيرة فهي إما ارتفاع وإما انخفاض شديد مفاجئ في الأسعار وتفسر بوجود طلب أو عرض قوي غير معتاد لا تستطيع تغطيته عروض البيع أو طلبات الشراء المطروحة في السوق، فقلة العرض مثلا تجعل الأسعار تقفز إلى أعلى، والشكل التالي يوضح نموذج لخريطة الرأس والكتفين:

<sup>1</sup>ربابعة عبد الرؤوف، حطاب سامي، مرجع سابق، الصفحة 29

الشكل رقم (1-4): نموذج عن خريطة الرأس والكتفين



المصدر: ربابعة عبد الرؤوف وحطاب سامي, مرجع سابق, الصفحة 29

### 3- مزايا وعيوب الاستثمار المالي:

توفر أدوات الاستثمار المالي مزايا متعددة أهمها:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى، فبجانب السوق الأولي لها، يوجد أسواق ثانوية، كما يوجد لها أحيانا سوق ثالث وسوق رابع.
- وبجانب الأسواق المالية المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر للأوراق المالية مرونة كبيرة في تدوالها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها، كما أن تكاليف المتاجرة بها منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى فأغلب الصفقات تتم بواسطة وسائل الاتصال المتطورة كالهاتف، وشاشات الكمبيوتر من خلال خدمة الانترنت، فتوفر على المستثمر كثيرا من النفقات الإضافية، هذا إضافة إلى أن الأوراق المالية لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال في الأصول الحقيقية كالعقار والسلع؛
- كما تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس فأسهم شركة معينة أو سنداها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها إذ يسهل ذلك في عملية تقييم هاته الأوراق واحتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية، وفي المقابل هناك عيوب للاستثمار في الأوراق المالية أهمها ما يلي:
- يتعرض المستثمر في الأوراق المالية لمخاطرة التقلبات في القيمة الشرائية لوحدة النقد خاصة إذا كانت من النوع طويل الأجل.

- كما تنخفض درجة الأمان عند الاستثمار في الأوراق المالية عن تلك المتوفرة في أدوات الاستثمار الأخرى وهذه الخاصية ترتبط بطبيعة الورقة المالية كأصل مالي لا أصل حقيقي.<sup>1</sup>

### **المبحث الثالث: أسس الاستثمار في الأوراق المالية:**

يحتل الاستثمار بالأوراق المالية حيزا كبيرا بين اهتمامات المختصين بشؤون المال والاقتصاد، وسعيا وراء مواكبة المستجدات الخاصة بمحقل الاستثمار بالأوراق المالية، لذا من المفيد أن يلقي الضوء على بعض المفاهيم الأساسية للاستثمار بالأوراق المالية، وذلك من خلال هذا المبحث الذي تم تقسيمه إلى ثلاثة مطالب، إذ سيتم إبراز المفاهيم الأساسية للاستثمار بالأسهم من خلال المطلب الأول، وكذا المفاهيم الأساسية للاستثمار بالسندات من خلال المطلب الثاني، كما تم تخصيص المطلب الثالث للإبراز مفاهيم الاستثمار بالمشتقات المالية.

#### **المطلب الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار في الأسهم (أدوات الملكية):**

تعتبر الأسهم أهم الأدوات المستخدمة في السوق المالي، وسنقوم من خلال هذا المطلب توضيح ماهية السهم وكذا أنواعه وخصائصه.

#### **1- ماهية السهم:**

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا سنحاول التفصيل فيها.

#### **1-1- تعريف السهم:**

\*هي الورقة التي تعطي لحاملها الحق في المساهمة برأس شركة أو منشأة، إذ يثبت هذا الحق القابل لتداول وفقا لقواعد القانون التجاري.<sup>2</sup>

"كما تعرف على أنها صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في السوق المالي، حيث يمثل مشاركة في رأس مال شركات الأسهم."<sup>3</sup>

"ويعرف كذلك على أنه رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي والمساهم فيه عن القيمة الكلية للأسهم كما يشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المساهمين."<sup>4</sup>

#### **1-2- الأساليب البديلة لتقييم الأسهم:**

تختلف أساليب تقييم الأسهم اختلافا بينيا في إجراءاتها، فيما سنشير إلى أساليب تقييم الأسهم كمايلي:

<sup>1</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل لنشر، الأردن، عمان، ط1، 2009، الصفحات 81-82

<sup>2</sup> شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، الأطلس لنشر، الجزائر، 1999، الصفحة 65.

<sup>3</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن، ط1، 2006، الصفحة 241

<sup>4</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، الصفحة 25



**-القيمة الاسمية لسهم:**

تشير القيمة الاسمية لسهم إلى قيمة السهم التي تم تحديدها من خلال عقد الشراء أو التي تمثل القيمة عند إصدار السهم أول مرة، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، ومن وظائف هذه القيمة هي تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة، إذ يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر.

**-القيمة الدفترية:**

وتمثل قيمة السهم في قائمة المركز المالي لشركة، ويتم احتسابها من خلال قيمة حقوق الملاك على عدد الأسهم كما تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليست إلى قيمة المستقبلية.

**-القيمة عند التصفية:**

وتمثل مقدار التدفق النقدي الذي يحصل عليه حامل السهم عند انتهاء نشاط الشركة وتصفيته وبيع أصولها.

**-القيمة البديلة:**

وتمثل قيمة الورقة أو السهم عند مقارنتها، بقيمة ورقة مالية بديلة لشركة أخرى أو لقطاع آخر.<sup>1</sup>

**-القيمة السوقية:**

وتمثل قيمة السهم عند التداول في السوق الثانوية، والتي تخضع لظروف العرض والطلب، و تعكس عادة البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية.

**- القيمة الاحلالية:**

وتشير إلى تكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدراته الإنتاجية بالسعر الحالي، وعليه ففي حالة عدم وجود تكلفة معاملات (مثل عمولات، البيع، مصاريف تفكيك والتخلص من الأصل.. ) فسوف تتعادل القيمة عند التصفية مع القيمة الاحلالية.<sup>2</sup>

**2-أنواع الأسهم وخصائص كل منها:**

يمكن أن نميز بين عدة أنواع من الأسهم

**2-1- أسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها حاملها: وتقسم كما يلي:**

**2-1-1- الأسهم العادية:**

تعرف على أنها أداة ملكية، تصدر عن شركة المساهمة، تعطي لحاملها حقوق اتجاه الجهة المصدرة لها متساوية مع قيمة المالكين لهاته الأسهم، إذ يتم الحصول عليها عن طريق الاكتتاب إذ يحق لحاملها التصويت في جمعية

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، الصفحات 55-57

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، الصفحة 191



مجلس الإدارة، ويحق استرجاع قيمته عند التصفية، كما له حصة من ملكية الشركة، والأولوية في استيفاء قيمة العوائد الناجمة عن الاستثمار في الأسهم العادية عند تحققها كما يحق لصاحبه التنازل عن السهم العادي متى يشاء بالقيمة السوقية له.<sup>1</sup>

## 2-1-2- الأسهم الممتازة:

تمثل شكل من أشكال الملكية، إذ تجمع بين صفات الأسهم العادية والسندات التي تصدرها بعض الشركات فهي كالأسهم العادية لكونها حقوق ملكية في الشركة إلا أنها تشبه السندات بحصول حاملها على الأرباح وذلك بصرف النظر عن النتائج والتي تحققها الشركة، إذ يحق لحاملها الحصول على عوائدها عند التصفية قبل حمله الأسهم العادية كما أن للأسهم الممتازة عدة مزايا:

إذ تعتبر كأداة تمويلية لا تتطلب إعادة تسديد قيمتها في تاريخ معين كالسند، وهناك كذلك ميزة الحفاظ على حقوق حملة الأسهم من الأرباح المستحقة للفترة السابقة قبل توزيع الأرباح للفترة الحالية الخاصة بالأسهم العادية ويكون ذلك عند عدم تحقيق الشركة لأرباح كافية لسنة ما فيتم الاحتفاظ بتلك الأرباح لسنة التي تليها ثم يتم توزيعها، باعتبارها أرباح تراكمية من حق أصحاب حملة الأسهم الممتازة.<sup>2</sup>

من خلال ما سبق يمكن أن نستخلص الفرق بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية فيما يلي:<sup>3</sup>

-عكس السهم العادي ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت في الإدارة؛

-السهم الممتاز لا يتأثر بوضع الشركة كما أن عائدته ثابت؛

-فيما يتعلق بالحصول على الأرباح القابلة لتوزيع؛

-لحملة الأسهم الممتازة الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة؛

-لحامل السهم العادي الحق في تحويله إلى سهم ممتاز؛

## 2-2- أسهم حسب حصة المساهم المدفوعة:

يتم تقييم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم كما يلي:

## 2-2-1- الأسهم النقدية:

وهي الأسهم التي يتم التداول بها عند صدور العقد التأسيسي لشركة وهي التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية.

<sup>1</sup> محمد صالح جابر، مرجع سابق، الصفحة 28

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، الصفحات 22-23

<sup>3</sup> زياد رمضان: مرجع سابق، 1999، الصفحة 39

## 2-2-2- الأسهام العينية:

وهي مجموع الحصص العينية من رأس المال المكتتب المحرر مثل (استثمارات المادية، قيم الاستغلال....)

## 2-2-3- أسهم المختلطة:

وهي الأسهم التي يمثل جزءاً منها حصص نقدية والباقي عينية.<sup>1</sup>

## 2-3- أسهم حسب الشكل الذي تظهر به:

إذ يمكن تصنيف الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به إلى:

## 2-3-1- أسهم اسمية:

وهي أسهم تحمل اسم صاحبها ونوع الشركة التي أصدرتها وعنوانها، رأسمال الشركة ومركزها كما يتضمن العملية التي يتم من خلالها التنازل عن السهم.

## 2-3-2- أسهم للأمر:

وهي الأسهم التي تصدرها الشركة، إذ يجب أن تكون كاملة الوفاء تدعى بالأسهم لأمر لأنها تدفع كامل قيمتها الاسمية عند الشراء.

## 2-3-2- أسهم لحامله:

وهو السهم الذي لا يذكر فيه اسم المساهم، إذ يعتبر حامله مالكا له بسبب الحيازة المادية وتعتبر الحيازة قرينة على وجود السبب الصحيح وحسب النية في مستند الملكية، ويتم التنازل عنه بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ممكنة إذ لا تعترف الشركة إلا بحامل هذا السهم والذي قام بحيازته ولو حصل عليه بطريقة غير قانونية.<sup>2</sup>

## 3- التوجهات بشأن الأسهم:

هناك أنواع أخرى للأسهم تتم استخدامها بالإضافة إلى الأنواع السابقة للأسهم.

## 3-1- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية:

يمكن تقسيم التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية إلى:

## 3-1-1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

إذ يرتبط مفهوم الأسهم العادية فيها بتوزيعات الأرباح، التي حققتها المؤسسة ككل، إذن فهذا النوع يرتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

<sup>1</sup> محمد يوسف ياسين، البورصة عمليات البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004، الصفحة 43.  
<sup>2</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، الصفحات 22-23.

### 3-1-2- الأسهم العادية المضمونة:

ويرتبط هذا النوع بحق حامله بطلب التعويض من المؤسسة في حالة انخفاض القيمة الاسمية لهذا السهم إلى حد معين وفي الفترة المتفق عليها والمنصوص عليها حسب قانون المؤسسة.

### 3-1-3- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

حسب هذا النوع فإن التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم العادي، لا تعتبر من بين المصاريف التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة أي يسمح للمؤسسات التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات.<sup>1</sup>

### 3-2- التوجيهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة:

هناك مجموعة التوجيهات الجديدة بشأن الأسهم نذكر:

#### - الأسهم الممتازة ذات التوزيعات على الأسهم المتغيرة:

ظهر هذا النوع في أمريكا سنة 1982م إذ يرتبط بالتوزيعات على الأسهم بمعدل عائد سندات الخزنة.

#### - الأسهم الممتازة التي لها الحق التصويت:

ويتم إصدار هذه الأسهم من قبل المؤسسة بهدف تعويض الملاك الجدد عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، إذ لها بعض صفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.<sup>2</sup>

كما أن هناك نوع آخر من الأسهم يطلق عليها بأسمهم التمتع تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة المؤسسة إذ تخول لحاملها حقوقا في التصويت و الأرباح.<sup>3</sup>

### 3-2- العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم:

- سعر الفائدة: تزداد تكاليف خدمة الديون بارتفاع سعر الفائدة يكون ذلك على حساب الأرباح الموزعة؛
- الأرباح الحقيقية: وينصح بشراء الأسهم المتوقع ارتفاع أسعارها، وتوزيعات الأرباح في نهاية كل سنة ؛
- القيمة الدفترية للسهم: وتربطهما علاقة طردية ؛
- التوقعات بخصوص مستقبل المؤسسة والشائعات في الأسواق المالية ؛
- حالة العرض والطلب على الأسهم؛
- الأوضاع الاقتصادية.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، الصفحات 10-11-19.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، الصفحات 43-44.

<sup>3</sup> محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق لنشر والتوزيع، ط2، عمان، 1993، الصفحة 411.

### 3-3- طرق التأثير على أسعار الأسهم

هناك بعض الأساليب المستخدمة في التأثير على أسعار أسهم الشركات سواءً باتجاه رفع أسعارها أو تخفيضها، وهي كالتالي:

- سياسة توزيع الأسهم المجانية؛
- اشتقاق الأسهم و تقسيمها<sup>1</sup>.

### 3-4- طرق تقييم الأسهم

تم عملية تقييم الأسهم كأسلوب تهدف من خلاله المؤسسة، لمعرفة وزن السهم مقارنة بأسهم الشركات الأخرى وذلك باستخدام الطرق والآليات التالية:

### 3-4-1- تحديد سعر السهم

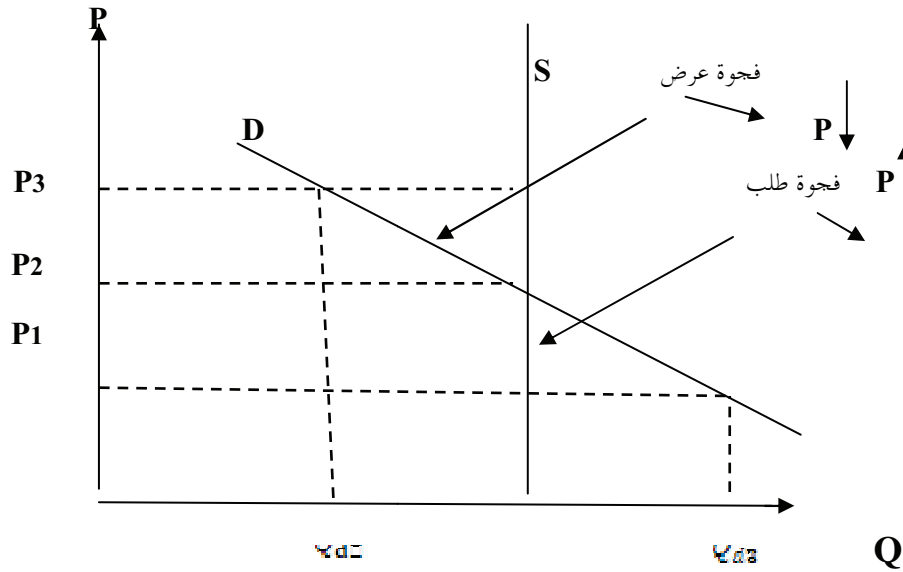
بطبيعة السهم فان قيمته تتحدد بناء على قوى العرض و الطلب في السوق ، فيعد عرض الأسهم لمؤسسة ما ثابتا عند لحظة زمنية معينة ويعبر عنه بمنحنى ذو مرونة صفرية، أما الطلب على الأسهم فيستجيب لتغيرات السعر عكسيا، كما يمكن الإشارة إلى بعض الملاحظات المستخدمة في تحليل آلية تحديد السعر مع خصائص السوق المالية :

- السعر السوقي للسهم يعكس رأي المستثمر الحدي الراغب في امتلاك السهم عند ارتفاع سعره ؛
- القيمة التوازنية تعكس الزمن المتوقع حيث تتضمن توقع متباين للمستثمر حسب تدفق المعلومات و حركة الأسهم<sup>2</sup>.

<sup>3</sup>رفيق مزاهدية ، كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، م.ماجستير، العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2007، الصفحات 22-23.

<sup>2</sup>محمود محمد الداغر، مرجع سابق، الصفحات 162-164.

الشكل (5-1): آلية تحديد قيمة السهم



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، الصفحة 163

عند ارتفاع سعر السهم يقل عدد المستثمرين المقبلين على الشراء، كما يلاحظ من خلال الشكل رقم (2-1) عند السعر  $P_3$  فان الطلب يكون بمستوى  $Q_{d1}$  أما عند السعر المنخفض  $P_1$  فالطلب يزداد ليصل  $Q_{d2}$ ، كما يمكن يتم توضيح آلية تحديد السعر التوازني النسبي بالتقاء قوى العرض  $S$  والطلب  $D$  عند السعر  $P_2$ ؛

كما تنعكس اختلافات التوقعات للمستثمرين في ميل منحنى الطلب  $D$ ، إذ أن تباين التوقعات يؤدي إلى انحدار شديد، بينما يؤدي تماثلها إلى مرونة لا نهائية لمنحنى طلب السهم، فيؤدي تدفق المعلومات إلى توفير سوق كفضو، كما تنعدم فيها الفجوات التي تخلف الانحراف ما بين القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة التي يقدرها المستثمر مقارنة بقيمة السهم السوقية.

### 3-4-2- طريقة التكلفة التاريخية أو القيمة الدفترية

حسب القيمة العادلة فان قيمة الأصول في الميزانية تطرح منها الالتزامات ليتم الحصول على صافي حقوق الملكية مقسوما على عدد الأسهم لإيجاد القيمة العادلة للأسهم، و انتقدت بسبب وجود أصول قد أهدتكت دفتريا غير أنها قيد الاستغلال .

### 3-4-3- التكلفة الدفترية المعدلة

ونعدلها بالتغيرات المؤثرة فنيا كتضخم الأسعار و تغير سعر العملة ، بعدها نكمل حسب الطريقة السابقة و انتقدت بسبب نوعية بعض الأصول مثل الأراضي .

### 3-4-4- طريقة القيمة السوقية

يتم من خلالها للوصول إلى سعر الأصول الحالية، و انتقدت بسبب اهتمام المستثمر بالإيرادات ما دامت الشركة مستمرة .

### 3-4-5- طريقة التدفقات النقدية

حسب التدفقات النقدية التي ستحققها الشركة لمدة طويلة لتحديد قيمتها و سعر أسهمها ، و انتقدت بسبب عدم الأخذ في الحساب تناقص القدرة الشرائية للنقود .<sup>1</sup>

### 3-4-6- طريقة السوق : بمقارنة المشروع محل التقييم مع أسعار بيع المشاريع المشابهة ؛

3-4-7- طريقة صافي حقوق الملكية :تقوم هذه الطريقة على طرح إجمالي القيمة العادلة للعوائد المطلوبة من إجمالي القيمة العادلة المحققة؛

3-4-8- طريقة الدخل : وذلك بتقدير الدخل المتوقع للمشروع خلال الفترات القادمة ، من خلال خصم مبلغ الدخل المتوقع لسنوات معينة بسعر خصم معين.

### 3-4-9- طريقة القيمة الحالية للتدفقات النقدية

وتسمى بطريقة معدل الخصم و هو عكس معدل الفائدة ، وتقييم الأسهم بواسطة تحيين التدفقات النقدية المستقبلية، إذ عند شراء سهم ما ننتظر عموما الحصول على نسبة أرباح كقيمة مضافة، و قد تم انتقاد هذه الطريقة لتعاملها مع مستقبل غير مضمون.

### 3-4-10- طريقة السيناريوهات

ويتم من خلال هذه الطريقة استخدام سيناريوهات متفائلة و أخرى متشائمة و أخرى متوسطة، إذ يتم تقييم كل طريقة بحسب إيراداتها و التدفق النقدي و القيمة الحالية لها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>عصام حسين ، مرجع سابق ،الصفحة185

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، الصفحة 190.

### 3-5- المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للسهم

هناك عدة عوامل مؤثرة على القيمة السوقية للسهم يتحددان على ضوء الظروف السائدة داخل المؤسسة وداخل القطاع الذي تنتمي إليها، كما تتحدد بالظروف الاقتصادية العامة السائدة في الدولة المتأثرة بالظروف الدولية .

-ظروف المؤسسة : تتباين ظروف المؤسسة فيما بينها رغم الانتماء لنفس الصناعة كتباين المستوى التكنولوجي و المركز التنافسي؛

-الظروف الاقتصادية المحلية : كاتجاه سعر الفائدة ودرجة النمو الاقتصادي , مستوى التضخم , نسبة البطالة ؛  
- الظروف العالمية : كالحروب أو التقلبات المحتملة أو تغيرات سياسية أو اقتصادية ، مما يؤثر على اقتصاد دولة ما و حركة أسواق رأس المال بها ؛

-ظروف الصناعة : يعتبر تأثير الظروف الاقتصادية العامة في الدولة يختلف من صناعة لأخرى نظرا إلى عوامل داخل الصناعة نفسها .

### المطلب الثاني: المفاهيم الأساسية للاستثمار في السندات (أدوات الدين):

تعتبر السندات من أهم الأدوات طويلة الأجل، المستخدمة للاستثمار في الأسواق المالية إذ يندرج تحت هذا الصنف عدة أنواع يمكن التطرق إليها في عدة نقاط، إذ سنخصص هذا المطلب للإبراز ماهية السندات أنواعها و خصائصها:

#### 1- ماهية السندات:

تقوم المؤسسة بإصدار أوراق مالية من أجل جلب الأموال كأسلوب من أساليب التمويل، حيث نجد المدين أي المؤسسة التي أصدرت ما يدعى بالسندات ويقابلها طرف آخر يدعى الدائن ويعتبر كطالب لهاته الأوراق ويمكن إعطاء عدة تعاريف لسندات نوجز أهمها في ما يلي:

#### 1-1- تعريف السندات:

- هي صكوك قابلة لتداول كقرض طويل الأجل له معدل فائدة أسمى ثابت ومحدد مسبقا، كما يقبل حاملها بشروط موحدة أي إقراض الشركة (المدين)، وتختص الشركة بتحديد هذه الشروط مسبقا، ويعني أن المكتبتين في هذه السندات يقبلون هذه الشروط بدون تحفظ<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، لنشر الإسكندرية، 2000، الصفحات 318-319

-وتعرف كذلك على أنها صكوك متساوية القيمة، غير قابلة لتجزأة وقابلة للتداول بالطرق التجارية تمثل قرضا جماعيا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام. ويجري العمل على أن تصدر السندات في شكل شهادات اسمية أو لحاملها ويوقع عليها مجلس الإدارة.<sup>1</sup>

-السند هو ورقة مالية، تمثل دين للمالكها، فهي أداة تمويلية مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض) لذلك فهي عبارة عن قرض مجزأ.<sup>2</sup>

من خلال التعاريف السابقة يتبين لنا أن السندات تمثل صكوك مالية، ودين على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، متساوية في القيمة، غير قابلة للتجزأة إذ تعتبر كأداة من أدوات التمويل طويل الأجل، كما يحق لحاملتها الحصول على حقوقهم قبل حملة الأسهم.

## 2- أنواع السندات وخصائص كل منها:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات نذكر :

### 2-1- تقسيم السندات حسب الشكل العام لها: كما يمكن تقسيمها حسب لشكل العام لها إلى:

#### - السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:

تقوم بعض الشركات بإصدار سندات تمنح للمكتتبين فيها بعض المزايا ترغب فيها حاملي رؤوس الأموال وتشجعهم على الاكتتاب فيها، ومن هاته المزايا إصدارها لسندات بمبلغ معين يسمى سعر الإصدار على أن يقرر هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا إليه مبلغ يسمى علاوة.

- سند النصيب : فالنصيب هو مبلغ يمنح إلى حامله هذا النوع من السندات التي تعينهم القرعة، إذ يتم إصداره بإذن من الحكومة ولا يعتبر مبلغ النصيب مقتطع من الفائدة إلا إذا قرر ذلك صاحب السند.

#### - السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار:

ويستعمل هذا النوع في القروض ذات العقد قصير الأجل كما يعطي فوائد مرتفعة.

#### - السند المضمون:

وهو قيمة السندات الصادرة نتيجة رهن المؤسسات والشركات لعقاراتها أو أملاكها رهنا تأمينيا، بقصد جذب رؤوس الأموال، أي تقديم ضمانات عينية لوفاء القرض.<sup>3</sup>

### 2-2- تقسيمات حسب جهة الإصدار:

ويمكن إعطاء تقسيمات أخرى لسندات وذلك حسب جهة الإصدار

<sup>1</sup> محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، الصفحات 45

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، الصفحة 103

<sup>3</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، الصفحة 28



## 2-2-1- السندات الحكومية (سندات الخزينة المركزية):

إذ تعتبر كوثائق الدين العام طويل الآجل ، كما تفيد في تغطية العجز السائد في الميزانية العامة وتلجأ لها الحكومات عند تجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة، و تعتبر هذه السندات كبديل أفضل على عملية الإصدار الجديدة.

## 2-2-2- السندات الصادرة مقابل ضمانات مادية أو ما يعرف برهون :

إذ تصدرها الحكومات مقابل قروض تدفعها بهدف شراء مساكن أو أراضي وغيرها .

## 2-2-3- سندات الهيئات المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية:

وتصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية وبالتالي تكون كالسندات الحكومية (المركزية)، وتنقسم هذه الأخيرة إلى سندات إجبارية عامة وسندات فوائد.

## 2-2-4- سندات شركات المساهمة:

وتصدر هذه السندات عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعينة.

## 2-2-5- سندات المؤسسات العالمية والبنوك الدولية:

وتتم إصدارها في مختلف الأسواق المالية إذ تجمع هذه السندات المدخرات الخاصة في فترات الفوائض المالية المتاحة للدول المصدرة للبتروول<sup>1</sup>.

## 2-3- تقسيم حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء:

ويقصد بها سندات تتضمن في العقد حقوق والتزامات كل من المصدر والمستثمر من الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء ، إذ يخول هذا الشرط للجهة المصدرة لسند الحق في استدعاء السندات المشمولة لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة، ويوجد نوعين من هذا الصنف.

## 2-3-1- سندات غير قابلة للاستدعاء:

وهي سندات يمكن لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء، ويكون هذا الشرط منصوص عليه في عقد الإصدار.

## 2-3-2- السندات القابلة للاستدعاء:

وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء بقصد تشجيع المستثمر على شرائها، وذلك لان شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي والمطالبة بقيمة السند مضاف إليه علاوة السند.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء لنشر، عمان، الأردن، ط1، 2003، الصفحات 114-115

وتتباين السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء فمنها من تكون قبليتها للاستدعاء مطلقة، وفي هذه الحالة يكون للجهة المصدرة الحرية المطلقة في استدعاء السند في أية لحظة تريد بعد إصداره، وعلى حامل السند الالتزام بتقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة، وهناك سندات تراوح بين 5 إلى 10 سنوات من تاريخ الإصدار، وبذلك لا يجوز لشركة المصدرة استدعاء السند قبل مضي هذه المهلة .

**2-4- تقسيمات حسب قابلية السندات للتحويل:** تعتبر قابلية السند للتحويل كميزة للمستثمرين عكس قابليتها للاستدعاء فهي ميزة للمصدر فإن قابلية السندات للاستدعاء وقابليتها لتحويل يصدران في الأغلب بقصد تحقيق نوع من التوازن بين حقوق المصدر والمستثمر، ومن حيث قابلية السندات للتحويل تقسم بشكل عام إلى نوعين:

**2-4-1- سندات غير قابلة للتحويل:** وهي سندات التي ينص في العقد عند إصدارها على أنها غير قابلة للتحويل، وتصدر السندات غير قابلة للتحويل في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

**2-4-2- السندات القابلة للتحويل:** ويرد بذلك في نص العقد على أنها قابلة للتحويل إلى أسهم، كما يرد في شروط القرض نفسه، مع ذكر الأسس التي يتم بموجبها التحويل ومهلته ويؤدي ذلك إلى زيادة رأس المال<sup>2</sup>.

**3- تقييم السندات خصائصها:**

سنحاول من خلال هذه النقطة أن نبرز خصائص السندات وطرق تقييمها

### **3-1- خصائص السندات**

تتميز السندات بخصائص متعددة نذكر منها:

- تعتبر السندات أدوات تعاقدية تقوم على شروط والتزامات بين المصدر والمستثمر، يتم فيها تحديد العوائد حتى نهاية فترة العقد، بمعدلات ثابتة، وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت رغبة الجهات المصدرة وظروفها المالية.

- فهي من الأدوات المالية القابلة للاستدعاء والإطفاء، كما تعتبر من الأدوات القابلة للتحويل إلى أسهم وقابلة للتسديد الجزئي، ويقصد به استعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية وقبل الموعد النهائي لإطفائها.

<sup>1</sup>محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2005، الصفحة104

<sup>2</sup>Abdelkadader Beltas , **marches des capitaux**, édition legendre, Alger ,2008, les pages 103

- من خصائص السندات كذلك طول فترة التسديد، وأسعار الفوائد الدنيا يؤدي إلى زيادة مخاطر تغيرات في أسعارها، علماً أن حساسية السند تتأثر بطول الفترة المستحقة لتسديد إذ تزداد عادة بمعدل متناقص.

- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية وهما، قيم أدنى عند بيعها بخخص وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة<sup>1</sup>.

- السند قابل للتداول كالسهم، وتتوقف طريقة تداوله على شكله، فإذا كان السند اسمياً فيتم تداوله عن طريق قيد التصرف في سجلات الشركة، وإن كان لحامله فيتم بالمناولة اليدوية، أي عن طريق تسليمه، وإن كان سند الأمر فيتم بعملية تظهيره.

- يتم إصدار السندات بشكل قرض جماعي تقوم به الشركة عادة عن طريق الاكتتاب العام ويعتبر كل منها جزء من إصدار واحد، معنى ذلك أن الشركة عندما تقتض عن طريق إصدار السندات تطرحها للاكتتاب العام.<sup>2</sup>

### 3-2- تقييم السندات:

تعتبر السندات من أهم الأدوات التي يستخدمها المصدر لتسهيل عملية للحصول على سيولة، ومن هذا المنطلق كان لابد من معرفة الطرق المستعملة في عملية التقييم .

#### -القيمة الاسمية:

وتتمثل في القيمة الأصلية لسند، كما يعبر عنها بالقيمة التي اصدر بها السهم، وتمثل كمية النقود التي تم اقتراضها والتزمت الشركة بسدادها في وقت لاحق، وقد تباع السندات بعلاوة على قيمتها أو بخخص، وذلك بناء على أسعار الفائدة السائدة.

#### -معدل الفائدة الفعلي:

تلتزم الشركة بدفع فوائد بناء على الاتفاق مع المدين حسب معدل الكوبون، إذ يحدد هذا المعدل عادة على السعر السائد في السوق، كما أن هذا المعدل يرتفع وينخفض بتأثيرات عوامل السوق ويتم مقارنته مع معدل الفائدة الاسمي.

#### تاريخ الاستحقاق:

ينتج عن التأثير الذي يحدثه الزمن على قيمة التدفقات الزمنية بالارتفاع أو بالانخفاض، وهذا ما يجعل تاريخ استحقاق الدين ذا أهمية على المشروع الاستثماري ذلك لاسترداد قيمة السند.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، الصفحة 110

<sup>2</sup> محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، الصفحات 49-50

ويمكن التمييز بين تاريخ استحقاق السند الأصلي وتاريخ الاستحقاق الفعلي، حيث يقصد بالأول الفترة الزمنية الفاصلة بين تاريخ إصدار السند وتاريخ استحقاقه. أما تاريخ الاستحقاق الفعلي فيقصد به الفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق.

#### -هيكل أسعار الفائدة:

تعتبر العلاقة بين سعر الفائدة أو معدل العائد والزمن حتى حلول موعد الاستحقاق ما يسمى بهيكل سعر الفائدة.

#### المطلب الثالث: المفاهيم الأساسية للاستثمار بالمشتقات المالية:

لقد قادت الثورة البارزة بين عالمي الاستثمار والتمويل، وما صاحبها من تفاقم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة لتسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر، وتوفير عنصر السيولة في السوق وإعطاء خاصية الاتساع والعمق، ونظرا لتعاظم دور المشتقات المالية كأدوات للمضاربة وللخطر أولتها الجهات الرسمية والمهنية عناية فائقة، سواء من ناحية وضع القوانين والتشريعات التي تحكم التعامل بها، أو من ناحية وضع المعايير المحاسبية التي تمنهج الجوانب الخاصة بالاعتراف بها وبتقييمها والإفصاح عنها في البيانات المحاسبية.

فقد تم إصدار المعيارين رقم 119 الصادر من طرف المعهد الأمريكي والمتعلق بالمشتقات المالية والمعيار رقم 39 والمتعلق بالأدوات المالية والذي أصبح ساري المفعول بداية من العام 2003، وبذلك أصبحت المشتقات المالية سببا في نشؤ منهج محاسبي جديد يعرف بمحاسبة التحوط، وسنقوم من خلال هذا المطلب بمحاولة تسليط الضوء على ماهية المشتقات المالية وأنواعها والمخاطر الناجمة عن استعمال هذه الأدوات.

#### 1- ماهية المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية الحديثة الاستعمال في السوق المالي وعلى هذا الضوء يمكن إعطاء عدة تعاريف للمشتقات نذكر:

#### 1-1 - تعريف المشتقات المالية:

- يمكن فهم المشتقات المالية على أنها عبارة " عن عقود فرعية تبني أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع...) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية

مشتقة، وذلك في نطاق مصطلح المعارف عليه حالياً بالهندسة المالية"، وذلك بغرض المضاربة والتحوط والمرجحة.<sup>1</sup>

- المشتقات derivatives هي "عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل موضوع العقد والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد".<sup>2</sup>

- كما تعرف على أنها عقود يتم اشتقاق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية.<sup>3</sup>

من خلال التعاريف السابقة نخلص إلى أن المشتقات المالية هي عقود تجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد، وتتوقف الخسائر والعوائد للأطراف المشتقة، على الأصل المالي محل التعاقد.

## 1-2- الشروط المتضمنة في عقد المشتقات المالية:

يتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب الآتية:

- وقت سريان العقد ويقصد به مدة العقد وفترته، وتاريخ انتهائه.

- الإتفاف على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.

- يتم تحديد الشيء محل التعاقد الذي قد يكون سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي مؤشر أسعار.

ويندرج المستثمرين في أسواق المشتقات المالية تحت الشرائح التالية:<sup>4</sup>

- المتحوطون:

تهتم هذه الشريحة بتخفيض المخاطرة الناجمة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، باعتبار المشتقات تعطي مستوى تأكيد أكبر من المستوى المحقق عند التعامل بالأوراق المالية الأصلية.

- المضاربون:

وتحاول هذه الشريحة المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة.

<sup>1</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل، عمان، الأردن، ط5، 2009، الصفحة 294

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، لطبع والنشر، الإسكندرية، ج5، 2001، الصفحة 5.

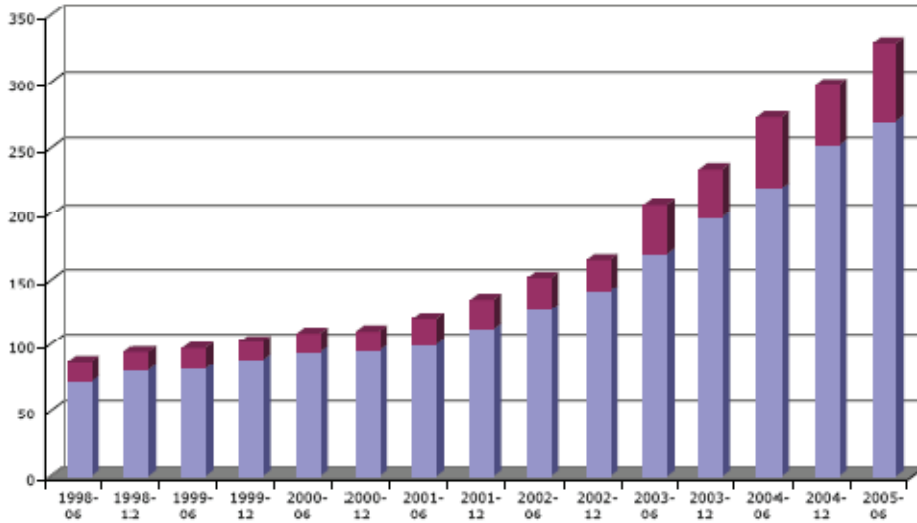
<sup>3</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، الصفحة 151

<sup>4</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، الصفحات 326-425

-المراجعون:

تتم هذه الشريحة بالتعامل في المشتقات عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تقوم بالشراء من السوق المنخفض في السعر وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار، أي تحقيق أرباح عديمة المخاطرة، ويوضح الشكل أسفله تطور المشتقات في الأسواق المنظمة خلال الفترة 1996-2006

الشكل رقم (1-6) : القيمة الاسمية للمشتقات خلال الفترة 1996-2006



المصدر: بلعزوز بن علي، مداخلعة بعنوان إستراتيجية التحوط وإدارة المخاطر،الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية إدارة المخاطر الواقع والآفاق، 26/25 نوفمبر 2008، جامعة الشلف، الصفحة 16.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (1-2) أن زيادة استخدام المشتقات ترتفع كل سنة خلال الفترة الممتدة بين 1996-2006 وهذا مايفسر دور المشتقات بالتعامل خاصة في الأسواق المنظمة وذلك كوسيلة لتقليل من المخاطر.

## 2- أنواع المشتقات المالية:

هناك عدة أنواع للأدوات المالية المشتقة وذلك بحسب استخدامها نذكر منها، عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات.

### 1-2- عقود الخيارات:

#### 1-1-2- تعريف عقود الخيارات:

يعرف الخيار على أنه اتفاق بين طرفين للتعامل بأصل مالي بسعر معين في تاريخ لاحق مستقبلي، دون أن يلزم الطرف الحامل للعقد بالتنفيذ على تكلفة قيام العقد ويقوم بموجبه محرر العقد (البائع الخيار). يمنح المشتري

(الحاصل على العقد) الحق في أن يشتري منه، أو يبيع له، أو الاثنان معا أصل معين بسعر معين وبكمية معينة خلال فترة زمنية معينة وبتاريخ محدد.<sup>1</sup>

يتضمن العقد منح حق الشراء ويدعى بخيار الشراء، أما العقد الذي يتضمن منح حق البيع يدعى بخيار البيع ويدعى السعر المتفق عليه بغرض تنفيذ العقد في الموعد بسعر التنفيذ، ويأخذ موعد تنفيذ العقد الذي تم إبرامه شكلين:

- عند الإلزام بممارسة الحق في تاريخ معين، يتبع عقود الخيار الأوروبية.

- عند إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال المدة المحصورة ما بين الاتفاق وحتى انتهاء صلاحية العقد، فإنه يدعى بعقود الخيار الأمريكية.<sup>2</sup>

## 2-1-2- أنواع عقود الخيارات:

يمكن أن نميز بين الأنواع الآتية لعقود الخيارات منها أنواع رئيسية ويتم توزيعها إلى نوعين:

● **عقود خيارات الشراء:** هو عقد يتم بين طرفين، بموجبه يمنح الطرف الأول (محرر العقد)، والبائع

للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه، وذلك في تاريخ مستقبلي متفق عليه ومحدد مسبقا، إذ يحصل مقابله مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق ويدعى بعلاوة أو سعر الخيار.

● **عقود خيارات البيع:** هو عقد يتم بين طرفين يمنح بموجبه، الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع

للطرف الآخر (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد ومتفق عليه مسبق كما يحصل مقابل ذلك من المشتري مبلغ يدعى بسعر الخيار.<sup>3</sup>

● **حسب تاريخ تنفيذ العقد:**

وتنقسم إلى نوعين عقود الخيار الأمريكية وعقود الخيار الأوروبية

## -عقود الاختيار الأمريكية:

وهي عقود يخول فيها للمشتري (المبرم للعقد) بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بتنفيذ العقد في أي وقت خلال فترة سريانه، وبالتالي فإن قيمة عقد الخيار (سعر التنفيذ) سوف تشتق أو تتوقف على الورقة المالية الأصلية التي تكون موضع حق الشراء أو البيع.

<sup>1</sup>Richard Brealey & Stewart Myers & Franklin Allen. **Principes de gestion financière**, Edition speciale pearson education France, paris, 8<sup>e</sup> edition, 2006. les pages 581 -582.

<sup>2</sup>Paul-jacques Lehman, **Bourse et marchés financiers**, Édition dunod, paris, 2<sup>e</sup> edition, 2005, Les Pages 103-104.  
<sup>3</sup>طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، الصفحات 44-43

### - عقود الاختيار الأوروبية:

هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحيته، أي أن هذا الخيار يتمثل في الالتزام بممارسة الحق في تاريخ المحدد والمتفق عليه.<sup>1</sup>

● **حسب التغطية:** وتنقسم إلى نوعين عقود الخيار المغطاة، وعقود الخيار الغير مغطاة

### -عقود الخيار المغطاة:

وهي عقود الخيار يحق فيها للبائع أو محرر العقد تغطية التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ ذلك العقد.

### - عقود الخيار غير المغطاة:

وهو حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية، التي يتم التعامل بها تعاقدًا.<sup>2</sup>

### 2-1-3- مزايا عقود الخيارات:

توفر عقود الخيار نوعين من المزايا :

- تحقيق عوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة، وذلك عن طريق تمكين المتعاملين فيها باستخدام مبالغ قليلة من الأموال للمتاجرة في السوق المالي.

- التحوط من تقلبات السوق أي انخفاض أسعار أصول محافظ الأوراق المالية، بالتالي استخدام الخيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق.<sup>3</sup>

كما أن دور الخيارات في الحماية أو التحوط ضد مخاطر الاستثمار يظهر عندما يكون اهتمام غالبية المستثمرين (بشراء بالأوراق المالية) بتركيز التحوط ضد هبوط العوائد أو ارتفاع أسعار السندات التي سيتم شراؤها في المستقبل، وينطبق ذلك على المقترضين الذين يستخدمون الخيارات لتجاوز مخاطر ارتفاع تكاليف الاقتراض، كشراء البنك لخيار البيع عند توقع ارتفاع أسعار الفائدة بأكثر من تكلفة فائدة الودائع، وبالتالي فإنه يعمل تحويل المستقبلات إلى نقود سائلة بهدف شراء عقود أخرى بسعر سوقي أدنى وبذلك يمكنه من تعويض جزء من تكاليف الاقتراض.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، الصفحة 159

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم والسندات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، الصفحة 232

<sup>3</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، الصفحات 268-269

<sup>4</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، الصفحات 161



## 2-1-4- تقييم الخيارات باستخدام نموذج black Sholes

قدم fischer blach و myron Scholes في سنة 1973 نموذجا يقدر القيمة السوقية لخيار الشراء وقد اقترح النموذج عدة فرضيات، أهمها<sup>1</sup>:

- 1- عدم وجود تكاليف أو ضرائب إضافية على تداول الخيارات، إذ يجب أن تكون هذه التكاليف في أدنى حد لها، وبالمقابل تتحمل الأطراف الأخرى (أطراف التداول) نفس المعدل الضريبي (الحددي).
- 2- بافتراض ثبات أسعار الفائدة.

3- يجب أن تكون الخيارات ذات تداول في السوق باستمرار.

وقد اعتمد نموذج blach Sholes على الصيغة الرئيسية الآتية لتحديد السعر الحالي والذي يرمز له

$$Pm = P_s N(d_1) - P_0 e^{(R_f t)} N(d_2) \quad \text{بالرمز } pm^2$$

حيث : الانحراف المعياري يهدف لقياس تقلب اتجاه الأسعار؛

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

$T$ : مدة الخيار؛

$P_0$ : سعر الخيار (التسليم)؛

ولحساب قيمتي  $(d_1)$  و  $(d_2)$  نستخدم الصيغة التالية:

$$d_2 = d_1 - \sqrt{t}$$

$$d_1 = \frac{[\ln \left( \frac{P_s}{P_0} \right) R_f]}{\sqrt{t}} + 0,5\sqrt{t} \quad (2-1) \dots \dots \dots$$

ولتحديد  $N(d_1)$  و  $N(d_2)$  يمكن الرجوع إلى جدول التوزيع الاحتمالي للقانون الطبيعي.

## 2-2- العقود الآجلة:

### 2-2-1- تعريف العقود الآجلة:

وهي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، ويكون العقد إما بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها.

إذ يتم الاتفاق على الشيء محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد من الطرف الأول للعقد، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، ويشار للسعر

<sup>1</sup> R. Brealey, S. myers et F. Allen, Op .Cit, les Pages 617- 618.

<sup>2</sup> هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص162-163

المحدد في العقد باسم سعر التسليم ويكون العقد الآجل صفرا عند الدخول فيه في بادئ الأمر، وفيما بعد يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب التحركات في سعر الأصل.

### 2-2-2- تعريف السعر الآجل:

وهو سعر التسليم الذي يجعل قيمة العقد صفرية، أي أن تساوي سعر التسليم والسعر الآجل وقت دخول العقد، ومع مرور الوقت يصبح السعر الآجل معرض للتغيير إلى أن يظل سعر التسليم كما هو وفي وقت لاحق يصبح السعر الآجل يختلف عن السعر في وقت ومدة معينة مع تفاوت مدة استحقاق العقد موضوع البحث<sup>1</sup>.

### 2-3- العقود المستقبلية:

#### 2-3-1- تعريف العقود المستقبلية:

وهي "التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهم أن يسلم الآخر، (أو يستلم منه)، وبواسطة طرف ثالث (وسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددان وبموجب سعر محدد"<sup>2</sup>؛ كما تعرف على أنها اتفاق موحد قابل للتحويل ينص على التسليم المؤجل لمستوى أو مرتبة أو كمية محددة من سلعة معينة في نطاق منطقة جغرافية محددة أو لأداة مالية ما إذ يتحدد سعر العملية والذي سيتم به هذا التبادل عند تاريخ استحقاق العقد.

من خلال التعريفين السابقين يتبين لنا أن العقود المستقبلية تقع بين طرفين يكون أحدهما مشتري للعقد والآخر بائعا له، ويتم التعامل بين أطراف العقد وذلك بالالتزام المتبادل إذ يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط بتاريخ نشوء العقد هامشا معيناً تتراوح قيمته عادة بين 5 إلى 15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد ويقوم الوسيط هنا بإجراء التسويات اللازمة بين أطراف العقد المستقبلي، كما أن نوع الأصل الذي يتم التعامل فيه بموجب العقد قد يكون إما من الأصول الحقيقية مثل السلع والعملات بأنواعها، وبين الأصول المالية كالأسهم والسندات أو مؤشرات السوق المالي.

#### 2-3-2- مزايا وعيوب العقود المستقبلية:

توفر العقود المستقبلية للمتعاملين فيها عدة مزايا متعددة لعل أهمها:

- المضاربة باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يمكن أن يدفع المتعامل في العقود وسواء كان مشتريا أو بائعا قيمة الهامش حتى يدخل السوق إما مستثمرا يسعى لتحقيق الأرباح أو مضاربا يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية.

- التحوط بهدف تخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرين والتي تشمل عادة :

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، الصفحات 12-13

<sup>2</sup> محمد مطر، مرجع سابق، الصفحة 306

\*مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية؛

\* مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية؛

\* مخاطر تقلبات أسعار السلع.

إذ يتم التحوط إما عن طريق شراء العقد أو عن طريق بيعه، وذلك حسب حالة كل من طرفي العقد، فمثلاً لو أن مستثمر يدير محفظة من السندات قد توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة لهذه السندات فإنه نجد إجراء بيع هذه السندات، وعلى العكس إذا توقع انخفاض أسعار الفائدة لهذه السندات فإنه يدخل السوق بقصد تجنب المخاطر المصاحبة لذلك السوق وبتالي يقوم بالشراء<sup>1</sup>.

### 2-3-3 مقارنة بين العقود المستقبلية:

يمكن التمييز بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية على النحو التالي:

- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر.
- تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت التسوية (المقايضة)، وذلك لضمان تنفيذ الصفقات.
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش يتراوح بين 5 إلى 15% لدى السمسار و إجراء تسوية يومية للسعر، وهذه هي أهم خصائص العقود المستقبلية والتي تميزها عن العقود الآجلة، كما يتضح أن هذه الخصائص متعلقة بتنظيم سوق العقود المستقبلية وضبط عمليات التعامل في السوق.

### 2-4-4 عقود المبادلة (المقايضة):

تعتبر عقود المبادلة أو المقايضة من أقدم الأدوات المستخدمة في السوق المالي إذ تهدف إلى تغطية المخاطر، من أهمها تغطية المخاطر المتعلقة بسعر الفائدة وتغيراته (تقلباته) وذلك بقصد تخفيض تكاليف التمويل

### 2-4-4-1 - تعريف عقود المبادلة:

هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، إذ يتم تسويتها على فترات دورية قد تكون (إما شهرية، سنوية، أو سداسية)، كما أن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في العقود ذات الخيارات، كما أن التحصيلات أو المدفوعات (الأرباح، أو الخسائر)، لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية.

### 2-4-4-2 - أنواع عقود المبادلات:

يمكن أن نميز بين عدة أنواع من عقود المبادلات نذكر:

### 2-4-4-1-2-1 عقود مبادلة أسعار الفائدة:

ويتم التعامل في هذا النوع من خلال استبدال معدلات الفائدة الثابتة، بالمتغيرة، وذلك عند تقلبات في الأسعار الفائدة السوقية، إذ تهتم البنوك بجمع المدخرات مقابل أسعار فائدة متغيرة، ثم إعادة توظيفها في شكل

<sup>1</sup> محمد مطر ، فايز تيم ، مرجع سابق، الصفحة 286

ائتمانات بمعدلات فائدة ثابتة، فإذا ارتفع المعدل السوقي يتحمل البنك مصاريف إضافية على عكس ذلك إذا انخفض سعر الفائدة فسوف تحقق أرباحاً إضافية ولتفادي ذلك تلجأ البنوك إلى القيام بعقود مبادلة تنص على استبدال معدل فائدة ثابت بمعدل آخر متغير محدد مسبقاً لتتم من خلاله التسوية مسبقاً، ويكون ذلك إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.<sup>1</sup>

#### - الطريقة المباشرة:

إذ تتم ظروف العقد في هذه الحالة دون وجود وسيط، فالطرف الذي يرغب في استبدال معدل الفائدة يلجأ إلى الطرف الآخر مباشرة.

#### - الطريقة الغير المباشرة:

وتتم من خلال هذه الطريقة عملية استبدال معدلات الفائدة بوساطة، أي تتوفر ثلاث أطراف في عقد المبادلة، إذ يتم من خلاله تحويل مخاطر من طرف سواء كانت منشأة أو بنك إلى طرف آخر.<sup>2</sup>

#### 2-4-2-2- مبادلة العملات:

هي عقود يتم من خلالها اتفاق طرفين على تبادل عملتين عند سعر صرف معين حالي (سائد)، مقابل سعر الفرق الآجل (مستقبلي) أو لاحق يحدد مسبقاً إذ تهدف هذه المبادلات المذكورة إلى تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الأطراف بالسعر الثابت، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعينة.

#### 2-4-2-3- مبادلة الضرائب:

تهدف هذه المبادلات إلى تخفيف بعض الالتزامات الضريبية المترتبة عن العوائد المحققة من الاستثمار في الأصول المالية خاصة أدوات المديونية، إذ تعتبر هذه الطريقة الأفضل لتخفيف العبء الضريبي على هذه العوائد ويتم من خلالها استبدال السندات المعنية بأخرى ذات مدة طويلة الأجل وتعاني من خسائر معادلة في رأس مالها .

#### 2-4-2-4- مبادلة الإحلال:

إذ يرتبط هذا النوع من المبادلات بالمخاطر المترتبة في تخفيف توقعات العوائد المتولدة خلال فترة قصيرة الأجل، إذ تعمل هاته المبادلات على توزيع الاختلالات (قصيرة الأجل) على الأصول ذات التعويض (الإحلال) لبعضها البعض من حيث العلاقات والنوعية وفترة التسديد.

<sup>1</sup> الحاج موسى منصور، أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية، رسالة ماجستير، تخصص مالية، جامعة ورقلة، 2008، الصفحة 73  
<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، الصفحة 329

## 2-4-2-5- مبادلة البضائع:

وهي عقود تتسم باستبدال سعر حالي ثابت بآخر متغير إذ يتم تحديد الفرق بين السعر الحاضر والسعر المحدد سلفاً، وذلك إذا كان السعر الحالي أقل من السعر المحدد سلفاً فإن الطرف الذي بادر باستبدال البضاعة يسدد الفارق للطرف الآخر، ويحدد هذا الموقف خلال فترة مبادلة طويلة الأجل<sup>1</sup>.

## 2-4-3- تقييم عقود المبادلات:

تجمع عقود المبادلات الأسلوب المزدوج في التقييم حيث تضم كلا من الأسعار الثابتة والتي يتم الاتفاق عليها في بداية التعاقد والأسعار المعومة والتي تعتبر مجهولة وتترك لحركات الأسواق، والاعتماد على تقديرات تقريبية للأسعار المعومة يمكن الاعتماد على بعض المؤشرات منها:

- القيام بعملية المتابعة الدورية لسندات الحكومية التي تعاد فوائدها بشكل دوري ولجال واسع من فترات التسديد، باعتبار أن ثبات أسعار فوائده هذه السندات لا يمنع تقلب عوائدها في الأسواق المالية؛  
- اعتماد مؤشر السعر الآجل والذي يتم اشتقاقه من خلال المقاصة بين السعر الحالي في السوق والسعر الآجل، ومن هنا يمتد منحى العائد الآجل والذي يعتمد بشكل رئيسي على ما توفره الأسواق من معلومات حول العوائد المتولدة من الأدوات المتداولة، وبذلك يمكن الوصول إلى السعر المعوم، وذلك باستخدام منحى العائد أما عن كيفية الوصول إلى السعر الثابت، فإن هذا المنحى لا يكفي وذلك لان القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية في البداية تكون مساوية للصفر، وهنا يمكن اشتقاق قيمة مدفوعات العوائد الثابتة من مدفوعات العائد المعوم ثم يخصم التدفق النقدي الصافي لكل فترة بمعدل ملائم<sup>2</sup>.

## 2-5- مقارنة بين عقود المبادلات والعقود المستقبلية وعقود الخيارات:

من خلال ما سبق نلاحظ أن عقود المبادلة تتشابه كثيراً مع العقود المستقبلية ولتفرقة بينهما وبين عقود الخيارات تحدد نقاط الاختلاف التالية:

- من حيث الزاميتها: تعتبر المبادلات والمستقبلات ملزمة على خلاف الخيارات فإنها غير ملزمة.  
- من حيث تسويتها: يتم تسوية المبادلات دورياً عكس المستقبلات فإنها يومية وليست مرة واحدة كما يميز العقود الآجلة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Roger Miller, David Van Hoose , Money, Banking and Financial Markets .south Western, Publishing, Thomson Learning, United States Of America, 2001 ,Page 228

<sup>2</sup> محمد صالح الخناوي وآخرون، مرجع سابق، 2003، الصفحة 321

<sup>3</sup> الحاج موسى منصور، مرجع سابق، الصفحة 75

### 3- عيوب التعامل بالمشتقات المالية:

- تمتلك الأدوات المالية المشتقة عيوب خاصة تتعلق بالمخاطر الناتجة عن التعامل بها ومن أهمها:
- التدفقات النقدية الداخلة والخارجة الناتجة عن التعامل بهاته الأدوات تكون ضئيلة أو معدومة.
- لا يوجد مبلغ ثابت يتم دفعه أو استلامه.
- المخاطر والعوائد المحتملة أكبر من المبالغ المعترف بها في قائمة المركز المالي؛
- قيمة أغلب الأدوات المالية المشتقة أكثر تقلبا من قيم الأدوات المالية الأخرى إذ تتقلب بين القيم الموجبة والسالبة في فترة زمنية قصيرة.

## خلاصة الفصل:

باعتبار السوق المالي مكان التقاء وحدات العجز ووحدات الفائض وتجمع عارضيه وطالبي رؤوس الأموال على اختلاف أشكالهم وأنواعهم، فإن بالرغم من تعدد أهدافهم ورغباتهم فإنها تجتمع من أجل المشاركة في النشاط الاقتصادي لهاته الأسواق، كما أن أهمية السوق المالي تضيئي طابع السيولة والمرونة للأدوات المستخدمة فيه، وتعتبر مكان لتفاوض على مختلف الأخطار والخيارات لأصحاب رؤوس الأموال، وتهدف مقومات السوق المالي للاستقطاب رؤوس الأموال من خلال توفير عنصري الثقة والتنظيم، وتشريعات تضيئي صفة المنافسة الكاملة ومنح الابتكار، بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة.

وتصنف الأسواق المالية إلى سوق النقد و سوق رأس المال وذلك طبقاً لأغراض التمويل، فمنها ما يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية وأخرى تمول عمليات التشغيل، فكلما كانت المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في السوق بالقدر الذي يتيح لهم تحقيق عوائد وتقديرات سليمة غير مبالغ فيها، تزيد مستويات كفاءة هاته الأسواق، كما أن استخدام الوسائل الإحصائية التي تقيس حالة السوق من المستوى العام لأسعار الأوراق المالية المتداولة يبرز فائدة مؤشرات الأسواق المالية.

وتتنوع أدوات السوق المالي بين أدوات الدين متمثلة في السندات وأدوات الملكية متمثلة في الأسهم والمشتقات المالية إذ تهدف في مجملها إلى تسهيل عمليات التعامل داخلها والربط بين المتعاملين فيها للوصول في النهاية إلى تحقيق أكبر عوائد عند مستويات مقبولة من المخاطر. فبرغم مساعي إنشاء الأسواق المالية و مميزاتها وإيجابياتها إلا أنها لم تسلم من التقلبات الناتجة عن الأزمات المالية المختلفة والتي في كثير من الأحيان أدت إلى اختفاء العديد من الأسواق المالية والبورصات، وذلك راجع لعدة أسباب لعل أهمها النظام العالمي والثغرات المتواجدة، أو عدم مراقبة المؤسسات المالية الكبرى في العالم.

## تمهيد:

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية كغيره من الاستثمارات ذو وجهان، وجه يمثل العوائد التي يمكن تحقيقها والوجه الآخر يمثل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر المالي عندما يربط أمواله بهذا الاستثمار، وتلعب نظرية المحفظة دورا هاما في عالم الاستثمار في الأوراق المالية؛

وتمثل محفظة الأوراق المالية أداة استثمارية مكونة من مجموعة الأوراق المالية مأخوذة كوحدة واحدة، يهدف من تكوينها المستثمر المالي تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق ما يدعى بتنوع الأوراق المالية المستثمرة بها وزيادة العائد من جراء احتفاظه بتلك الأوراق المالية، كما أن تسيير المحفظة في إطار العائد والمخاطرة يقتضي تجنب المخاطر محاولة لتعظيم العوائد، ولأي مستثمر مالي تفضيلات تعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة العاملان الرئيسيان في تسيير المحفظة وذلك بهدف اختيار المحفظة المثلى ذات الأداء الجيد، ولقد ظهرت عدة نظريات ونماذج جاءت لتبرز العلاقة بين العائد والمخاطرة في محفظة الأوراق المالية كنظرية ماركويتز الحاصل جائزة نوبل في الاقتصاد، كما قدم سمات لنموذج يدعى بنموذج توازن الأصول المالية وواصل فيه كل من شارب و لينتر،

وسنحاول من خلال هذا الفصل إبراز أهم النقاط التالية:

- ماهية العائد والمخاطرة في النظرية المالية،
- العائد والمخاطرة في محفظة الأوراق المالية ونظرياتها الحديثة،
- نموذج توازن الأصول المالية ودراساته التوسعية؛
- نماذج تقييم أداء المحافظ.



## المبحث الأول: ماهية العائد والمخاطرة :

تعتبر عملية ضبط المفاهيم والمصطلحات خطوة هامة لتحديد التفرقة والعلاقة بينها، فقد تم تخصيص المطلب الأول من هذا المبحث للمفاهيم الأساسية للعائد، كما خصص المطلب الثاني للمفاهيم الأساسية للمخاطرة وخصص المطلب الثالث لتسليط الضوء على إدارة المخاطر وكذا العلاقة بين العائد والمخاطرة.

### المطلب الأول: المفاهيم الأساسية للعائد

#### 1- مفهوم العائد:

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

#### 1-1- تعريف العائد:

هناك عدة تعاريف للعائد نذكر منها:

"هو المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى، فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدتها".<sup>1</sup>

- كما يمكن تعريفه على أنه: قدرة الوحدة النقدية في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين، إذ يهدف ذلك القياس في تحديد كفاءة الإدارة، ويتم استخراجها عن طريق المعادلة التالية.<sup>2</sup>

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{الربح صافي}}{\text{مجموع الاموال المستثمرة}} \dots\dots\dots (1-2)$$

- ويعرف على أنه مقدار الزيادة و الإضافة التي تحصل في الثروة نتيجة لهذا الاستثمار، ويمكن حساب العائد من خلال ذلك كمايلي:<sup>3</sup>

$$\text{العائد} = \text{الثروة في نهاية الفترة} - \text{الثروة في بداية الفترة} \dots\dots\dots (2-2)$$

<sup>1</sup> زياد رمضان، مرجع سابق، ط3، 1998، الصفحة 289

<sup>2</sup> أمين أحمد السيد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، الصفحة 10

<sup>3</sup> محمد البشير مبيروك ، محصول النعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية إدارة المخاطر الواقع والأفاق، 26/25 نوفمبر 2008، جامعة الشلف، الصفحة 04

- يقصد به الإيراد (الريع، الدخل) المتحصل عليه في شكل أرباح أسهم أو فائض القيمة المحقق أو المتوقع مرتبط بالمستقبل يأخذ شكلين: إما عائد في شكل ربح لرأس المال شبة أكيد أو غير أكيد.

من خلال التعريفات السابقة يتبين لنا أن العائد يقاس في شكل مطلق بينما معدل العائد يكون في شكل نسبة مئوية، حيث تنسب الزيادة في الثروة إلى الأموال المستثمرة، إذ يتم أخذ عوائد الأوراق المالية بناء على ثلاثة أشكال مهمة هي:

✓ توزيع الأرباح؛

✓ الفوائد؛

✓ الأرباح الرأسمالية؛

**2- أنواع العوائد:**

يمكن التمييز بين عدة أنواع من العوائد وذلك حسب التصنيف، فهناك العائد الفعلي العائد المتوقع والعائد المطلوب والعائد على الأسهم والسندات.

**1-2- العائد الفعلي:**

"هو العائد الذي يحققه المستثمر جراء اقتنائه أو بيعه لأداة استثمارية، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيراده أو عوائد رأسمالية، أو مزيجا بينهما"<sup>1</sup>، ويطلق عليه بالعائد التاريخي.

**2-2- العائد المتوقع:**

وهو الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوع ذلك العائد، فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية، وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي سيديره الاستثمار في ورقة معينة وبتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات العائد المحتملة.<sup>2</sup>

**2-3- العائد المطلوب:**

هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله الحالية وعادة ما يكون هذا العائد ملائما لمستوى المخاطر القابلة له، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار، ويتكون هذا العائد المطلوب من جزئين هما العائد الخالي من المخاطر وبدل المخاطرة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> زياد رمضان، مرجع سابق، ط3، 1998، الصفحة 294.

<sup>2</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، الصفحة 32

<sup>3</sup> أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، الصفحة 11

✓ العائد الخالي من الخطر:

وهو ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطر فهائيا أي مجالات خالية من الخطر.

✓ علاوة المخاطرة:

وهو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر الذي ينطوي عليه الاستثمار في الأوراق المالية. ويمكن التعبير عن العائد المطلوب باستخدام نموذج توازن الأصول المالية\*، من خلال معادلة خط السوق  
معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا ..... (2-3)

2- تقسيمات أخرى للعوائد وكيفية حسابها:

هناك تقسيمات أخرى للعوائد تم تصنيفها حسب استخدامها ونذكر:

1-2- عوائد الأسهم والسندات:

1-1-2- عائد السند:

- العائد الكلي: كما أشرنا سابقا أن السندات هي أدوات ديون طويلة الأجل يتضمن العائد الكلي عليها من العائد والتغيير في السعر خلال فترة زمنية معينة، ويتم احتسابها كما يلي:

$$TR = \frac{It(p_0+pb)}{pb} \dots\dots(4-2)$$

حيث  $It$  = الفائدة المدفوعة خلال فترة الاحتفاظ بالسند؛

$P_0$  = القيمة السوقية للسند؛

$P_b$  = سعر الشراء للسند؛

$TR$  = معدل العائد الكلي.

- العائد الجاري: هو نسبة الفائدة المدفوعة سنويا للقيمة السوقية الحالية لسند وتحسب بالعلاقة:

$$Kd = \frac{I}{P_0} \dots\dots(5-2)$$

حيث:  $I$ : الفائدة المدفوعة؛

$P_0$ : القيمة السوقية للسند؛

\* سوف نتطرق إلى هذا النموذج بالتفصيل في المبحث الثالث.

$K_d$ : معدل العائد الجاري.

-العائد حتى تاريخ الاستحقاق ( $YTM$ ): هو معدل العائد على سند يتم الاحتفاظ به حتى الاستحقاق، فهو معدل تقريبي ويتم احتسابه بالعلاقة التالية:

$$YTM = \frac{I(M+P_0)/N}{(M+P_0)/2} \dots\dots\dots(6-2)$$

حيث  $I$ : الفائدة المدفوعة سنويا؛

$M$ : القيمة الاسمية للسند؛

$N$ : الفترة المتبقية حتى استحقاق السند؛

$YTM$ : معدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق؛

### 2-1-2- عائد السهم:

-عائد السهم الممتاز: ويتمثل في التوزيعات النقدية الثابتة التي يحصل عليها حامل السهم الممتاز بصفة دورية

$$K_p = \frac{D_p}{P_0} \dots\dots\dots(7-2)$$

ويتم احتسابه بالعلاقة:

حيث:  $D_p$ : التوزيعات السنوية للسهم الممتاز؛

$P_0$ : القيمة السوقية للسهم الممتاز؛

$K_p$ : معدل العائد على السهم الممتاز؛

-عائد السهم العادي: وهو معدل ما يحصل عليه حامل السهم العادي من دخل بعد أن يتم الدفع لكل

المستحقين الآخرين ويتم احتسابها كما يلي:

$$TR = \frac{Dt + (P_0 + P)}{P_b} \dots\dots\dots(8-2)$$

حيث  $Dt$ : التوزيعات السنوية لسهم العادي؛

$P_0$ : القيمة السوقية لسهم العادي؛

$P_b$ : سعر الشراء؛

$TR$ : معدل عائد السهم العادي؛

-عائد الاحتفاظ بالسهم لفترة لانهائية<sup>1</sup>:

قد يكون نمو ثابت في التوزيعات على الأرباح، مع الاحتفاظ بالسهم لفترة غير محدودة ويحسب بالعلاقة

$$K_p = \frac{D_p}{P_0} + g \dots\dots\dots(9-2)$$

التالية:

<sup>1</sup> Josette peyrad , Gestation Financiere Internationals, edition vuibert , 5<sup>e</sup> edition , paris, Page322

$$D1 = (1+g) \dots\dots (10-2)$$

حيث:  $D1$  : التوزيعات السنوية للأسهم؛

$P0$ : القيمة السوقية لسهم العادي؛

$g$ : معدل النمو الثابت في التوزيعات؛

$Ks$ : معدل الاحتفاظ بالسهم لفترة لانهائية؛

### المطلب الثاني: المفاهيم الأساسية للمخاطر

تعتبر المخاطر جزءاً لا يتجزأ من النشاط الإنساني مهما كانت طبيعتها، وهي في النشاط المالي والاقتصادي أشد تأثيراً وأكثر وضوحاً، فقد استمرت المخاطر تتزايد مع التنوع الذي عرفته الأسواق المالية وأنشطتها الاقتصادية، بل وأصبحت صفة ملازمة للاقتصاديات المعاصرة وهذا التلازم بين النشاط الاقتصادي والمخاطرة يجعل التخلص من المخاطرة بشكل نهائي أمر غير ممكن، إذ سنقوم من خلال هذا المطلب إبراز مفهوم المخاطر وأنواعها وطرق قياسها.

#### 1- مفهوم المخاطر:

يعتبر مفهوم المخاطر موضوع عدد من العلوم الاجتماعية، منها علم الإحصاء وعلم الاقتصاد، وعلم الإدارة والمالية والتأمين، إذ ينظر كل علم من هاته العلوم إلى المخاطر بخصوصيته التي ينفرد بها عن الآخر، ومع كل التعقيدات النظرية التي تواجهها دراسة المخاطر فإن معناها لا يخرج من جميع هذه العلوم عما سيتم تناوله فيما سيأتي:

#### 1-1- تعريف المخاطر:

- ✓ " تعني عدم انتظام العوائد ودرجة عدم التأكد والخوف من وقوع خسائر في الاستثمار وذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والانخفاض".<sup>1</sup>
- ✓ وتعرف على أنها وضعية ما لمجموعة أحداث متتابعة أو متزامنة احتمال حدوثها غير مؤكد وحدثها يصيب أهداف المستثمر.<sup>2</sup>
- ✓ "هي إمكانية تحقق العائد أو ربما احتمال وقوع الخسائر الرأسمالية، وعن المبادئ المعروفة في الاستثمار فإن المخاطر تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، الصفحة 79

<sup>2</sup> Bernard Barthélémy, Gestion des risques, Edition d'organistion, paris, 2000 , Pges 13

<sup>3</sup> طاهر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، 1997، عمان، الأردن، الصفحة 95

✓ وتعرف المخاطرة على أنها " تتضمن الانحراف عن المسار الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة"<sup>1</sup> من خلال ماسبق يمكن أن نعرف المخاطرة على أنها الانحراف عن المسار المتوقع أو عدم انتظام العوائد أو مجموعة الأوضاع المترامنة والمتتابعة تتميز بأنها غير مؤكدة .

## 1-2- تصنيفات المخاطر:

تعرف تصنيفات المخاطرة على أنها مجموعات المخاطر التي تساعد على التنظيم والتحديد والتقييم والقياس والمراقبة المتعلقة طوال فترة التعرض للمخاطرة ويمكن أن نصنف المخاطر إلى عدة تصنيفات وفقا لعدة معايير نذكر منها:

### ✓ تصنيف المخاطر حسب شكلها:

#### • مخاطر المال والأعمال:

يمكن التمييز بين مخاطر الأعمال والمخاطر المالية والناجمة عن التقلبات في المتغيرات المالية، إذ تكون هذه المخاطر عادة مصاحبة لنظام الاستدانة ( الرافعة المالية ) ، و تتصف مخاطر الأعمال بأنها مرتبطة بالمؤسسة بعينها أو بنوع معين من الأصول، أما المخاطر المالية فتتصل بأحوال النشاط والسوق ككل أو الاقتصاد عامة.

#### • المخاطر البحتة والمخاطر المضاربية:

تأخذ المخاطر المضاربية وجهة تحمل إمكانية حدوث إما خسارة أو مكسب، ففي موقف المقامرة باعتباره مثلا للمخاطرة المضاربية تكون المخاطرة متعمدة على أمل تحقيق مكسب أو ربح؛ أما المخاطر البحتة فليس هناك إمكانية تحقيق أرباح باعتبارها فئة من المخاطر التي تكون فيها الخسارة هي النتيجة الوحيدة الممكنة، وترتبط المخاطر البحتة بأحداث أو عوامل خارجة عن السيطرة باعتبار أن التعرض لها يكون عادة من إدراك ويتم معالجة هذه المخاطر عن طريق التأمين.<sup>2</sup>

#### • المخاطر الاستاتيكية والمخاطر الديناميكية:

يقصد بالمخاطر الديناميكية تلك المخاطر الناشئة من حدوث تقلبات في الاقتصاد، وتنشأ من مجموعتين من العوامل: الأولى عبارة عن عوامل البيئة الخارجية مثل المنافسين، المستهلكون والعوامل الأخرى التي يمكن أن تحدث الخسائر و تشكل أساس المخاطر المضاربية، مثل قرارات الإدارة داخل المؤسسة في كيفية التمويل و تسويق المنتجات وغيرها؛

<sup>1</sup> Vaughan, Emmett and another, **Fundamentals of Risk and Insurance**, Johnwiley & sons, 1999. Page7.

<sup>2</sup> انظر : بلعوز بن علي، المرجع السابق

أما المخاطر الاستاتيكية فإنها تنشأ من أسباب ناتجة عن التغيرات في الاقتصاد مثل المخاطر الطبيعية وعدم نزاهة الأفراد الآخرين، كما تتضمن الخسائر التي ستحصل حتى لو لم تحدث تغيرات في الاقتصاد، فإذا أمكن لنا أن نثبت الناتج والدخل و أذواق المستهلكين والمستوى التكنولوجي فإن بعض الأفراد سيتأثرون بالرغم من ذلك خسارة مالية.<sup>1</sup>

#### ● المخاطر القابلة للقياس والمخاطر الغير قابلة للقياس:

يعتبر قياس وإدارة المخاطر من الأمور الصعبة، فنجد مثلا مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر أسعار الصرف يمكن قياسها، بينما هناك بعض المخاطر يصعب قياسها مثل المخاطر القانونية...<sup>2</sup>

#### ● المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية:

تطراً المخاطر النظامية نتيجة التقلبات التي تطراً على البنية الاقتصادية الاجتماعية والسياسية التي تمس السوق ككل، إذ تتميز بأنها غير قابلة للتنوع، أما المخاطر غير النظامية أو المخاطر الخاصة، فهي التي يمكن القضاء عليها عن طريق التنوع، كما تنفرد بها نشاطات معينة مثل الأخطاء الإدارية، دعاوي قضائية والتي تسبب في تقلبات عوائد المؤسسة، ومن أمثلتها: مخاطر النشاط، مخاطر السيولة، المخاطر المالية، مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر أسعار الصرف،..الخ.<sup>3</sup>

#### ✓ تصنيف المخاطر حسب طبيعتها:

#### ● المخاطر السياسية:

تتمثل في المخاطر الناجمة عن عدم الاستقرار السياسي والقرارات السياسية لمختلف الحكومات و الذي يميز الكثير من الأنظمة السياسية، كالتغير في الحكومات والانقلابات.<sup>4</sup>

#### ● المخاطر الاقتصادية:

ترتبط هذه المخاطر بالنشاط الاقتصادي أو بالتركيب الاقتصادية لنظام الاقتصادي العالمي أو للأنظمة الدول، مثل إلغاء الحواجز الجمركية وفتح الأسواق.

#### ● المخاطر القانونية:

تمثل تلك التغيرات الفجائية التي تحدث في التشريعات القوانين و المختلفة المنظمة لعمل المؤسسة أو السوق.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2003 ، الصفحات 25-26

<sup>2</sup> Louis Esch, Robert Kieffer et Theery Lopez, Asset et risk management, edition debook , 1<sup>er</sup> edition, paris, 2003, Les Pages 28-29.

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، الصفحة 197

<sup>4</sup> رضا بن عاشور، إدارة الأخطار الكبرى ،مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر ، 2008،الصفحة 53

## 2- أنواع المخاطر:

هناك عدة أنواع من نذكر:

### 2-1- مخاطر سعر الفائدة:

هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة لتغيرات في أسعار الفائدة، باعتبار العلاقة بين أسعار هاته الأوراق وأسعار الفائدة عكسية، وتحصل هذه المخاطر عندما تكون عوائد الاستحقاقات اقل من تكلفة الموارد وتنخفض بابتعاد تكاليف الموارد عن مردودية تلك الاستخدامات، كما يمس خطر سعر الفائدة جميع المتعاملين في البنوك سواء كانوا مقرضين أو مقترضين.<sup>1</sup>

### 2-2- مخاطر السوق:

وهي التقلبات والتذبذبات التي تطرأ على العوائد نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالحروب أو الركود الاقتصادي.<sup>2</sup>

### 2-3- مخاطر التضخم:

وهي المخاطر الناجمة عن الارتفاع الكبير في الأسعار دون أن يقابله إنتاج حقيقي، ففي حالة التضخم يتأثر العائد الحقيقي حتى لو كان العائد الاسمي مضمون مثل حالة السندات الحكومية.

### 2-4- مخاطر السيولة:

هي احتمال مواجهة مصاعب في توفير الأموال والسيولة اللازمة لمقابلة الالتزامات المطلوبة ومدى صعوبة بيع وشراء الأوراق المالية في الأسواق الثانوية.<sup>3</sup>

### 2-5- مخاطر سعر الصرف:

وهي المخاطر الناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف والتطور الغير متوقع فيها، إذ تبرز من خلال المبادلات والصفقات على السلع والعملات الأجنبية وما يقابلها من العملة المحلية حيث تظهر هاته المخاطر على امتداد فترة إنجاز الصفقة وفترة التسوية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Sylvie de Coussergues, **La gestion de la banque**, Edition Dounud, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, 1996, Les Pges 202-205.

<sup>2</sup> Erik Banks & Richard Dunn, **Practical risk management.an executive guide to avoiding surprises and losses**, John Wiley & Sons Ltd, England, 2003, Page15.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر**، مرجع سابق، الصفحة200.

<sup>4</sup> M .Jura, **Technique financière internationale**, Dounud, Paris.1999, Page 147.



## 2-6- مخاطر الائتمان:

وتعرف على أنها المخاطر التي تنشأ عن احتمال عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته وفقاً للشروط المتفق عليها.<sup>1</sup>

## 2-7- مخاطر الملائمة:

يمكن لهاته الخسائر أن تنشأ وتتضاعف عندما يطالب الطرف المقابل بتعويض مالي نتيجة معاملة معينة، وذلك بسبب قضايا الملاعة والمعاملات المالية .

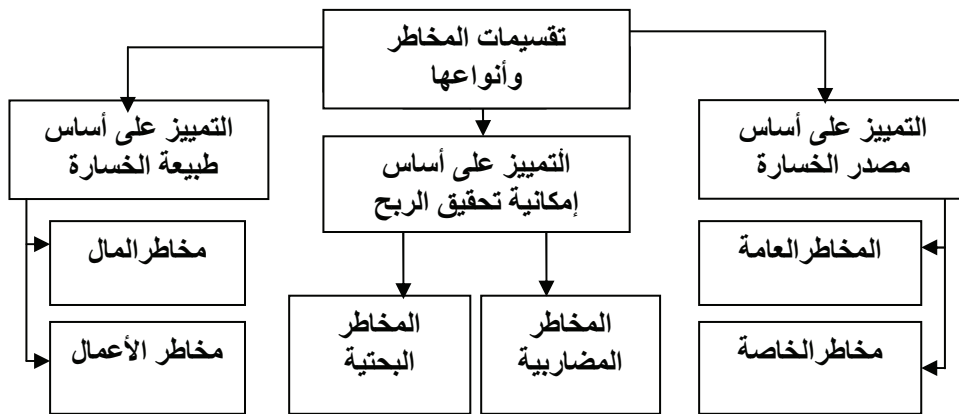
## 2-8- مخاطر العمليات (التشغيل):

وتظهر بسبب الفشل الناتج عن الخسارة في إجراءات الرقابة والنشاط الداخلي، إذ لا يتضمن عادة فرصة للربح، كما أن عدم ظهور خسائر للعمليات لا يعني عدم وجود أي تغيير، فمن المهم للإدارة العليا التأكد من وجود برنامج لتقويم وتحليل مخاطر العمليات كالاختيال المالي، الاختلاس، التزوير، السرقة والجرائم الالكترونية.

## 2-9- مخاطر النماذج:

تنطوي النماذج والطرق التي تستخدمها المؤسسة في قياس المخاطر وإدارتها على احتمالات الخطأ، مما ينتج عنه مخاطر أخرى تجعل البيئة التي تعمل فيها المؤسسة أكثر مخاطرة وتعقيد بسبب حالة عدم التأكد.<sup>2</sup>

الشكل رقم (2-1): تقسيمات المخاطر وأنواعها



المصدر: بلعزوز بن علي، مرجع سابق، الصفحة 9.

<sup>1</sup> انظر مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة مخاطر المؤسسات عدا التأمينية، ديسمبر 2003، الصفحة 26.

<sup>2</sup> Erik Banks and Richard Dunn, Op,cit,Page 22

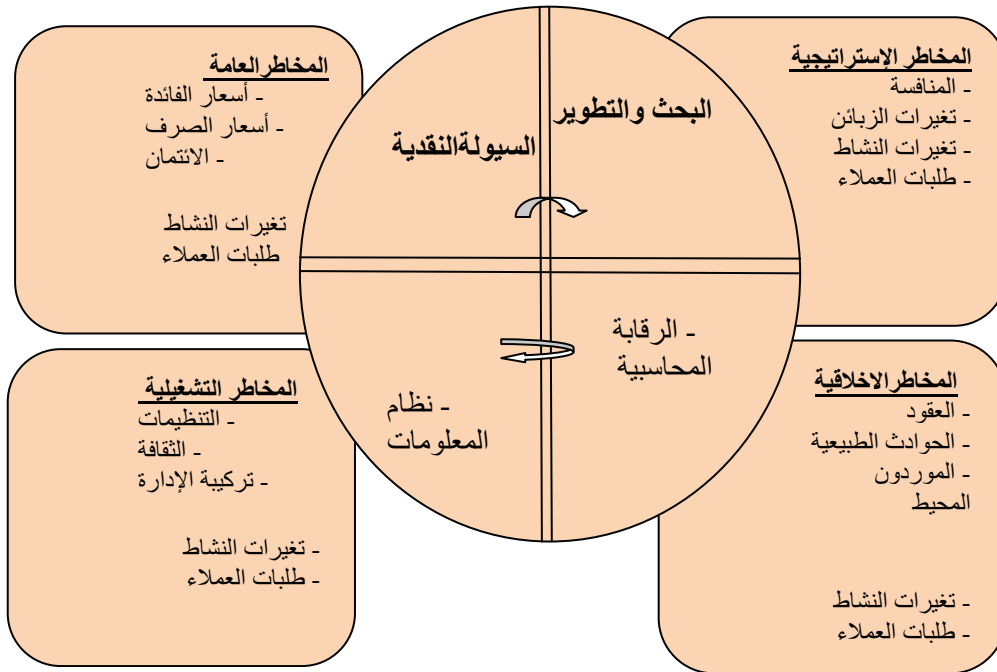
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنه يمكن التمييز بين المخاطر على أساس إمكانية تحقيق الربح إلى مخاطر مضاربية وأخرى بحتية، كما يمكن التمييز على أساس طبيعة الخسارة إلى مخاطر المال والأعمال، أما التمييز على أساس مصدر الخسارة فيمكن تقسيمها إلى مخاطر عامة وأخرى خاصة.

### 3- المسببات الرئيسية للمخاطر وكيفية قياسها:

#### 3-1- المسببات الرئيسية للمخاطر

يمكن أن تنتج المخاطر التي تواجه أي مستثمر أو أنشطة من عوامل خارجية أو داخلية خاصة بالمؤسسة ويلخص الشكل التالي أمثلة لأهم المخاطر الناتجة عن هذه العوامل كما يوضح أن بعض المخاطر ناتجة عن عوامل داخلية وخارجية معا، وبالتالي تظهر متداخلة في الرسم، ويكمن تقسيمها أكثر إلى أنواع من الأخطار مثل إستراتيجية، مالية، تشغيلية بيئية...<sup>1</sup>

الشكل رقم (2-2): أهم مسببات المخاطر



المصدر: بلعوز بن علي، مرجع سابق، الصفحة 5.

<sup>1</sup> بلعوز بن علي، مرجع سابق، الصفحة 5

كما نلاحظ في الشكل رقم (2-2) أن أهم مسببات للمخاطر قد تكون إما مخاطر إستراتيجية بالمنافسة، أو مخاطر عامة كالمخاطر الناتجة عن تقلبات سعر الصرف، أو مخاطر أخلاقية أو تشغيلية، كما قد تكون ناتجة عن عدم أمثلة البحث والتطوير.

### 3-2- كيفية قياس المخاطر:

هناك عدة طرق لقياس المخاطرة منها الرياضية أو الإحصائية نذكر الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف وبيتا

#### ■ الانحراف المعياري:

يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد وتوضح المعادلة التالية كيفية قياس المخاطرة باستخدام هذا المقياس

$$\sigma = \sqrt{\sum P_i (r_i - r)^2} \dots\dots\dots(12-2)$$

حيث أن:  $\sigma$ : يمثل الانحراف المعياري؛

$r_i$ : العائد المحتمل  $i$ ؛

$r$ : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة؛

$P_i$ : احتمال العائد  $i$

#### ■ معامل الاختلاف:

يكون الانحراف المعياري مقياساً مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين مشروعين (أو سهمين) تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية. ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة للمشاريع، يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد، ويقاس معامل الاختلاف بالعلاقة الآتية:

$$\sigma = \frac{Cv}{r} \dots\dots\dots(13-2)$$

حيث:

$\sigma$  : الانحراف المعياري

$r$  : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة

▪ معامل بيتا "BETA" :

يعد معامل بيتا من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية فهو يقيس حساسية الورقة نتيجة التغير في عائد محفظة الأوراق المالية، إذ يصنف هذا المقياس الأوراق المالية إلى أوراق ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد (1) صحيح أي مخاطرها ستكون أقل من مخاطر السوق، ولحساب معامل بيتا يجب توفر معلومات عن معدلات العائد لأسهم شركة معينة أو محفظة معينة لفترات تاريخية سابقة وكذلك معلومات عن معدلات العائد لأسهم السوق عن الفترة نفسها ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة الآتية:<sup>1</sup>

$$Beta_i = \beta_i = \frac{Covariance(r_i - r_m)}{Variance m} = \frac{p_{im} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2} \dots \dots (12-2)$$

حيث:  $Covariance (r_i - r_m)$  : التباين المشترك بين معدل العائد على السهم  $i$  ومعدل العائد على المحفظة  $m$

$Variance m$ : التباين في العوائد على محفظة السوق؛

$P_{im}$ : معامل الارتباط بين السهم  $i$  والمحفظة  $m$

$\sigma_i$ : الانحراف المعياري للسهم ؛

$\sigma_m$ : الانحراف المعياري للمحفظة  $m$  .

<sup>1</sup>Josette peyrad,Op,Cit, Page32.

### المطلب الثالث: إدارة المخاطر والعلاقة بين العائد والمخاطرة

نبرز من خلال هذا المطلب أهم الطرق المستخدمة للإدارة المخاطر، كما سنبين العلاقة بين العائد والمخاطرة.

#### 1- مفهوم إدارة المخاطر:

#### 1-1- تعريف إدارة المخاطر:

- ✓ هي المنهج العلمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ اجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة ، أو الأثر المالي للخسائر التي تقع.<sup>1</sup>
- ✓ وتعرف كذلك على أنها " تحديد ،تحليل والسيطرة الاقتصادية على المخاطر التي تهدد أهداف المستثمر وأصوله الاقتصادية أو القدرة الايرادية لمشروع ".<sup>2</sup>

#### 1-2- خطوات إدارة المخاطر:

تقوم إدارة المخاطر على عدة خطوات نذكر منها:

- التحضير: ويتضمن التخطيط ووضع إطار للعملية ورسم خريطة نطاق العمل وكذا الأساس الذي سيستعمل في تقييم المخاطر.
- تحديد المخاطر: ويتم من خلال التعرف على المخاطر ذات الأهمية، وذلك بالتحديد المعتمد على الأهداف والسيناريوهات والتصنيف ويقصد به تفصيل جميع المصادر المحتملة للمخاطر، كما يجب مراجعة المخاطر الشائعة لتفادي الوقوع فيها.
- تقييم المخاطر المحتملة: وذلك من خلال شدتها في إحداث الخسائر واحتمالية حدوثها.<sup>3</sup>

#### 2- أساليب التعامل مع المخاطر:

- عند التعرف على المخاطر وتقييمها يجب على المستثمر المالي أن يقوم باستخدام تقنيات للتعامل معها ومن أهمها:
- التجنب: وتعني محاولة تفادي النشاطات المؤدية إلى حدوث خطر، ومثال ذلك عدم شراء ملكية ما أو الدخول في عمل ما لتجنب تحمل المخاطر.
- التقليص: وهي استخدام الطرق لتقليل من حدة الخسائر الناتجة عن عمليات التشغيل .
- النقل والتحوط: هي عملية تستخدم لقبول الخطر من قبل طرف آخر، و تكون عادة عن طريق العقود أو الوقاية المالية، والتأمين هو أحسن مثال لنقل الخطر عن طريق العقود وقد يتضمن العقد صيغة تضمن نقل الخطر إلى طرف آخر.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر، مرجع سابق،الصفحة50.

<sup>2</sup> خالد وهيب الرواي ،إدارة المخاطر المالية ، دار المسيرة ، عمان ، الأردن ،2009 ، الصفحة 10.

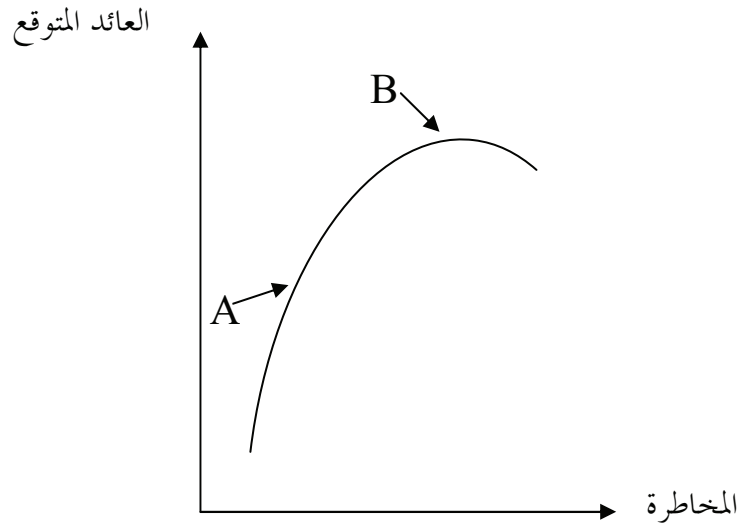
<sup>3</sup> حوري زينب ،إدارة المخاطر ومعالجتها، مجلة العلوم الإنسانية ، عدد 22 ديسمبر 2004 ، جامعة قسنطينة ،2004 ،الصفحة79.

- القبول والاحتجاز: إذ تعتبر كإستراتيجية مقبولة خاصة في حالة المخاطر الصغيرة والتي تكون فيها تكلفة التأمين ضد المخاطر على المدى الزمن أكبر من احتمال الخسائر.
- وضع الخطة: وتتضمن أحد قرارات تتعلق باختيار مجموعة الطرق التي ستتبع للتعامل مع المخاطر.
- التنفيذ: وفي هذه الحالة يتم تطبيق كل الإجراءات الواجبة لتقليل من المخاطر، فعند إمكانية التجنب يجب تجنبها دون تضحية ويجب استخدام التأمين في حالة المخاطر.
- المراجعة والتقييم : تعد الخطط الموضوعية ليست كاملة، فمن خلال الممارسة والخبرة وتحمل الخسائر تظهر الحاجة إلى إحداث تعديلات على الخطط واستخدام المعرفة المتوفرة لاتخاذ قرارات مختلفة<sup>1</sup>.

### 3-العلاقة بين العائد والمخاطرة:

كما سبق وأن اشرنا أن المخاطر هو احتمال عدم تحقيق المستثمر للعائد المتوقع ، فإذا كان معدل التغير بين العائد المتوقع والعائد الحقيقي مرتفعاً فعند هذه الحالة تكون درجة الخطر مرتفعة، وإذا كان معدل التغير صغيراً فعندها تنخفض درجة المخاطرة، وبصفة عامة فإن هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطر المتوقع، حيث يتحمل المستثمر مخاطر أعلى على أمل زيادة العائد المتوقع، والشكل التالي يوضح تلك العلاقة<sup>2</sup> :

الشكل رقم (2-3): العلاقة بين العائد والمخاطرة

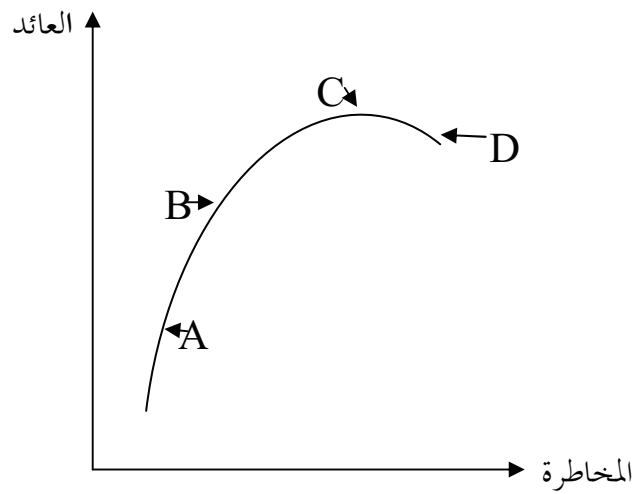


المصدر: نفس المرجع السابق، الصفحة 21

<sup>1</sup> حوري زينب، مرجع سابق، الصفحة 79  
<sup>2</sup> أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار بالبورصة، دار السحاب لنشر، القاهرة، 2008، الصفحات 20-21-22

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنه كلما زاد الخطر المتوقع زاد العائد حتى نقطة معينة (B) بعد هذه النقطة فإن أي زيادة في الخطر قد تؤدي إلى توقع انخفاض العائد، كما يمكن تمثيل العلاقة السابقة على منحنى الاستثمار الكفاء، من خلال الشكل رقم (2-3) والذي يمثل جميع أنواع فرص الاستثمار على منحنى العائد والخطر في وقت معين وحجم من الأموال المستثمرة .

الشكل رقم (2-4): منطقة الاستثمار الكفاء



المصدر: نفس المرجع، الصفحة 21

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أن الاستثمارات التي تقع على منحنى (A.B.C) تعتبر كاستثمارات ذات كفاءة وذلك لأنها تعطي أعلى معدل عائد عند درجة خطر معينة وأقل خطر ممكن عند مستوى معين من العوائد، ويفترض أن المستثمر الرشيد سوف يفضل اختيار محفظة استثمار داخل منطقة الاستثمار الكفاء والتي تعظم له العائد المتوقع أي نقطة على المنحنى بعد النقطة (C) مثل (D) تمثل معدل خطر أعلى ومعدل عائد أقل ومن ثم بداية الاستثمارات غير الكفئة .

## المبحث الثاني: العائد والمخاطرة في محفظة الأوراق المالية ونظرياتها الحديثة

أدى التطور البارز على مستوى المحافظ المالية إلى ظهور نظريات حديثة تسعى إلى دعم القرارات الاستثمارية في محاولة جادة للوصول إلى أهداف مدراء المحافظ أي تحقيق أعلى عائد مقابل مستوى معين من المخاطرة فالكثير من النظريات كانت ومازالت تدعو إلى أن يكون الاستثمار في المحفظة يتوزع توزيعاً ذا ارتباط سالب بين مكونات أصولها أي تؤكد دور التنوع، كما أن هناك نظريات نادت بما يسمى بمنحنى الكفاءة، وتعتبر أن كل الاستثمارات التي تقع على هذا المنحى تعتبر جيدة، وبتالي فإن النظريات الرائدة في مجال المحافظ تهدف جليها إلى محاولة إيجاد التوليفة الأنسب الذي تحقق أعلى عائد وأقل مخاطرة<sup>1</sup>؛ وسنحاول من خلال هذا المبحث إبراز عائد ومخاطرة محفظة الأوراق المالية، كما سنتطرق إلى أهم النظريات الحديثة للمحفظة وكذا مبادئ التنوع فيها.

### المطلب الأول: العائد والمخاطرة في محفظة الأوراق المالية

خصصت بداية الدراسة من خلال المبحث الأول من هذا الفصل إلى تسليط الضوء على كيفية حساب العائد والمخاطرة بشكل عام، ولقد تم تخصيص هذا المطلب لتسليط الضوء حول كيفية قياس عائد ومخاطرة في المحفظة، قبل التطرق إلى عائد والمخاطر في محفظة الأوراق المالية نقوم بإعطاء مفاهيم حول المحافظ؛

#### 1- ماهية محفظة الأوراق المالية:

يحدد مفهوم المحافظ الاستثمارية بناء على أهداف المستثمر التي تتلاءم مع فلسفته واحتياجاته، ومدى تقبله للمخاطرة، فهي تخضع لشخص يدعى مدير المحفظة.

#### 1-1- تعريف محفظة الأوراق المالية

-تعرف على أنها "توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع وغيرها من الأدوات التي تركز للأهداف الاستثمارية وتحقيق أرباح."<sup>2</sup>  
- "هي مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال."<sup>3</sup>

1مفتاح صالح، معارفي فريدة، مداخلة بعنوان إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية إدارة

المخاطر الواقع والآفاق، جامعة الشلف، 2008، الصفحة 11

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، الصفحة 222

<sup>3</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان، الأردن، ط1، 2009، الصفحة 73



## 1-2- أنواع المحافظ:

تنقسم المحافظ إلى عدة أنواع، من أبرزها:

### - محفظة الدخل:

هي المحفظة التي يهدف من خلالها المستثمر إلى تحقيق دخل مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطرة، وكما نعلم بان الدخل الناتج عن التدفق الحاصل من الأصول المالية للمحفظة قد يكون ثابت أو متغير حسب نشاط المؤسسة، وبالتالي فان قيام إدارة المحفظة باختيار الأوراق المالية التي تولد دخلا مستقرا نسبيا مثل أسهم الشركات الكبرى والسندات جيدة الدخل، تساعد في الوصول إلى محفظة الدخل.<sup>1</sup>

### - محفظة النمو:

يتركز مفهوم محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، وهنا فان معدلات النمو تكون المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة وتقويم أداء المدراء.<sup>2</sup>

### - المحفظة المتوازنة:

وتهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، ويمكن استثمارها من خلال ربط التوازنين القصير الأجل في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى سيولة، والطويل الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد.

### - المحفظة المتخصصة:

وهي النوع الذي لا يتلاءم مع مبادئ المحافظ الأخرى وخاصة من خلال مبدأ التنوع.<sup>3</sup>

## 1-3- أهداف بناء المحافظ الأوراق المالية:

هناك عدة أهداف تدفع المستثمر إلى بناء محفظة بدلا من الاستثمار المنفرد نذكر:

### - المحافظة على الرأس المال الأصلي:

فلاستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتعدى فقدان العائد المطلوب، باتجاه تآكل رأس المال، لذلك فان المحفظة تساعد في الحفاظ على رأس المال الأصلي عن طريق تنويع الأوراق المالية والتي بدورها تنوع درجة المخاطرة والعائد.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، الصفحة 204

<sup>2</sup> حسين خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مؤسسات التجهيز المكتبية، عمان، الأردن، الصفحة 67

<sup>3</sup> الحاج موسى منصور، مرجع سابق، الصفحة 19

-تحقيق مستوى مقبول من السيولة:

إذ أن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت في أسواق النداول، كفييل بتوفير تدفق نقدي مستمر عند الحاجة إلى التغير في المحفظة الاستثمارية.<sup>1</sup>

-توفير درجة عالية من النمو:

إذ يمكن للمستثمر أن يشتري أوراق مالية ذات أرباح عالية، بالمقابل تحمله لمخاطر عالية، وذلك بهدف زيادة النمو المستقبلي لمحفظته.<sup>2</sup>

#### 1-4- قواعد "أسس" وسياسات المحافظ الأوراق المالية

لتكوين وإدارة المحافظ الاستثمارية هناك عدة سياسات وقواعد تتخذ من طرف المستثمر المالي:

#### 1-4-1-1- سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية:

-السياسة الهجومية:

تبنى هذه السياسة عندما يكون الهدف الرئيسي هو تحقيق أعلى قدر ممكن من الأرباح الرأسمالية بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار أدوات الاستثمار المستخدمة،<sup>3</sup> وكما يكون هدف المستثمر تنمية رأس المال أكثر من الدخل، إذ يتم استخدام هذه السياسة في حالة وجود مؤشرات ازدهار اقتصادي.

-السياسة الدفاعية:

يكون المستثمر المالي من خلال هذه السياسة متحفظا اتجاه المخاطرة، وبذلك يعطي أولوية مطلقة لعنصر الأمان، فيركز اهتمامه على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، والتي تستخدم عادة في حالة الركود الاقتصادي، من مميزاتهما أنها توفر هامش أمان مرتفع على رأس المال المستثمر.<sup>4</sup>

-السياسة المتوازنة:

يتبنى هذه السياسة أغلب المستثمرين إذ يتم من خلالها مراعاة تحقيق توازن نسبي في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عند مستويات معقولة من المخاطرة، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة، دون أن تحرمه من فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها.<sup>5</sup>

#### 1-4-2- القواعد "الأسس" لإدارة المحفظة الاستثمارية:

هناك عدة قواعد وأسس تجتمع فيما بينها لإدارة المحفظة الاستثمارية نذكر منها:

<sup>1</sup> أحمد زكريا صيام، مرجع سابق، ص92

<sup>2</sup> Jossette Peyrad. La bourse. Edition vuibert. , 5<sup>eme</sup> edition.paris. 1997. Page212.

<sup>3</sup> وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، الصفحة 208

<sup>4</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، الصفحات 183-184

<sup>5</sup> طاهر حردان، مرجع سابق، الصفحة 82

- **التخطيط:** ويقصد به تحديد قائمة الشركات التي تلائم المستثمر وإلا فإن المستثمر يجد نفسه يملك أسهما لا تناسب مع حاجاته، وأهدافه ونلاحظ أن التخطيط يقلل من احتمالات المخاطرة.
- **التوقيت:** إذ يسعى مدير المحفظة الاستثمارية إلى اختيار الوقت المناسب لعمليات الشراء والبيع سواء كانت الأوراق المالية طويلة الأجل أو قصيرة الأجل بحيث لا يتم شراء الأسهم مثلا إذا كانت أسعار عالية ومتوسطة ولا تتم عملية البيع إلا في حالات انخفاض وتدهور القيمة وذلك لمحاولة تفادي الخسارة أو التقليل منها.
- **التحفظ والتعقل:** يجب على المستثمر أن يكون متحفظا في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتفيد هذه النقطة في الابتعاد عن المخاطر، ويجب عدم تجاوز التحفظ والتعقل حتى ولو كان يريد تحقيق أرباح عالية ويقبل تحمل مخاطر عالية إلا أنه لا يتجاوز حدود إمكانياته وقدراته.<sup>1</sup>
- **الإشراف والمتابعة:** إذ أن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي لها، تجعل مدير المحفظة يعمل على القيام بمراجعة دورية وإشراف مباشر لموقف مكونات محفظته، فنبالي فإن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ضرورة السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر التي قد تصل رأس مال المستثمر.<sup>2</sup>
- **الاعتماد على المتخصصين:** ويقصد بها الاعتماد على أصحاب الخبرات المالية وبيوت الخبرة المالية لمساعدة الفرد المستثمر على إدارة محفظة الاستثمارية، فالاقتصادي يحاول تجنب وقوع المستثمر في تحمل مخاطر عالية جدا، ويوجد العديد من المؤسسات المالية والادخارية التي تقوم بعمل إدارة المحفظة الاستثمارية لحساب ولصالح الغير مقابل الحصول على عمولة أو أجر مدفوع.<sup>3</sup>
- 1-5- وظائف المحافظ الاستثمارية:**
- من أهم الوظائف التي تعمل المحفظة الاستثمارية على إنجازها نذكر:
- توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وإنجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأدوات الاستثمارية والتداول الحر لها؛
- تعزيز قيم الموجودات داخل المحفظة الاستثمارية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر؛
- تحديد أنواع الأصول الاستثمارية على بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية وذلك بناء على الفرص المتاحة؛

<sup>1</sup> وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، الصفحة 209

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، الصفحة 195

<sup>3</sup> غازي فلاح المؤمني، مرجع سابق، الصفحة 31

- تحصيل المحفظة وعملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية خاصة بالنسبة للضرائب المختلفة؛ وهو ما يكون بالابتعاد عن أي تصرف أو مخالفة مالية أو إدارية أخرى؛<sup>1</sup>

- بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى إدارة أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق؛

- إقرار السياسة الاستثمارية لما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة؛

- توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال ربط هادف بين سلوكي النمو والعقلانية مع القبول بhamش ضروري للمخاطرة، وذلك بالاستناد إلى تنوع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية؛

- دراسة التغذية الخلفية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية منها والإيجابية لهذه القرارات، وهناك على الأداة تشخيص درجة حساسية الأدوات المختلفة للاستثمار اتجاه تغيرات بعض مؤشرات السوق والاقتصاد؛<sup>2</sup>

#### 1-6-6- ضوابط وأساليب تكوين المحافظ:

تعتبر محفظة الأوراق المالية الطريقة الأنسب التي تساعد المستثمر في المحافظة على أمواله وذلك من التكوين والضوابط التي تحكم هاته المحافظ، وسنحاول من خلال هذا المطلب إبراز أهم الضوابط التي يقوم عليها تكوين المحافظ وكذا أساليب إعادة التكوين؛

#### 1-6-6-1- ضوابط بناء المحافظ الاستثمارية:

إن أصعب قرار يقوم باتخاذ المستثمر هو الاختيار بين عدة إستثمارات جيدة موجودة في السوق، فعادة ما يتطلع المستثمر إلى متغيرين مهمين وهما العائد والمخاطرة، فإذا قمنا بالمفاضلة بين شركتين فبطبيعة الحال نختار ذات العائد الأكبر إذا تساويا من حيث المخاطرة، أو اختيار الشركة أو الاستثمار الذي يكون به المخاطرة أقل وعند اختيارنا لعدة شركات أو استثمارات تكون لدينا محفظة استثمار، فهنا يجب أن يفكر المستثمر بجديّة حول مكونات هذه المحفظة ويمكن أن يكون المستثمر في وضع خطير إذا انخفضت القيمة السوقية للمحفظة التي اشتراها بسبب عدم التفكير أو التخطيط لمكونات محفظته؛ إذ يجب التقيد بضوابط عند عملية إنشاء هاته المحافظ نذكر منها:

✓ يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل المحفظة دون أن يلجأ إلى الاقتراض؛

<sup>1</sup> هو شيار معروف، مرجع سابق، الصفحة 222

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، الصفحة 223

- ✓ يجب أن يكون جزء من المحفظة يحتوي على أسهم الشركات منخفضة المخاطر بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها على أن يحتوي على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعاً وذلك وفقاً لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر؛<sup>1</sup>
- ✓ تحديد الفترة الزمنية للاستثمار مسبقاً، إذا كان الاستثمار قصير أم طويل الأجل؛
- ✓ أن يقوم المستثمر بين فترة وأخرى بإجراء التغييرات في مكونات المحفظة إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأوراق أو المكونات لهاته المحفظة كإنخفاض سعر الأسهم؛
- ✓ تحقيق مستوى ملائم من التنوع بين قطاعات الصناعة، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى إن كان رأس المال المستثمر صغيراً، إذ كلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة انخفضت المخاطر.<sup>2</sup>

#### 1-6-2-أساليب تكوين المحافظ الاستثمارية:

يتم تكوين المحفظة الاستثمارية وفقاً لظروف واحتياجات السياسة المنتهجة من طرف المستثمر سواء كانت هذه السياسة متحفظة أو متحررة، إذ سنحاول من خلال هذه النقطة إبراز نوعين من الأساليب لإعادة تكوين المحافظ الاستثمارية نذكر:

#### -التكوين على أساس تقلبات الأسعار:

كنتيجة حتمية لظروف المتمثلة في تقلبات أسعار الأوراق المالية يكون المستثمر مجبراً على إعادة النظر في هيكل محفظته، مع عدم المساس باحتياجاته المأخوذة بعين الاعتبار عند تكوين المحفظة لأول مرة، إذ يجب على المستثمر إعادة النظر في تكوين محفظته عند تقلبات الأسعار؛

فيهدف المستثمر، إلى المحافظة على مكونات محفظته وكذا تقليل الخسائر أي عدم الرغبة في تحقيق أي ربح والرغبة في تجنب الخسارة فيضطر للشراء أو البيع بالسعر السائد في السوق مثل شراء أوراق مالية جديدة أو إعادة استثمار بعض الأموال التي كانت مستثمرة في سندات حل ميعاد استحقاقها، كما قد يلجأ إلى بيع أوراق مالية أخرى إذا أصبحت لا تتناسب وأهدافه.

كما يستخدم المستثمر السياسة المتحررة والغرض من هذه السياسة هو تحقيق أرباح أي تأجيل البيع على أمل ارتفاع الأسعار وتأجيل شراء الأوراق المالية على أمل انخفاض الأسعار، وكذا ارتفاعاً جديداً فالأوراق المالية التي تناسب هذه السياسة هي الأسهم العادية، كما تناسب هذه السياسة المستثمرين الذين يستطيعون

<sup>1</sup> عصام حسين، مرجع سابق، الصفحة 209

<sup>2</sup> سيد سالم عرفة، مرجع سابق، الصفحات 75-76

ترك أموالهم مستثمرة لمدة أطول في الأسهم، كما يكون لديهم قدر كبير من الأموال لاستثمارها في عدة أنواع من الأوراق المالية حيث تتوزع المخاطر المالية بين هذه الأنواع من الأسهم.<sup>1</sup>

– التكوين على أساس التنبؤات المستقبلية:

يحاول المستثمر المالي أمام تقلبات الأسعار الأوراق المالية أن يتجنب الخسائر، إذا ما كان قادراً على تحقيق الأرباح من خلال هذه التقلبات، وبالتالي فمن الطبيعي أن يهتم بتقدير ما سيحدث لأسعار الأوراق المالية، وأن يضع الأساليب التي تؤدي للاستفادة من هذه التنبؤ ومما يلي بعض هذه الأساليب<sup>2</sup>:

✓ **التعديل على أساس التنبؤ بالأسعار خلال الدورة الاقتصادية:**

ينص هذا الأسلوب على أن أسعار الأوراق المالية تسير في نفس اتجاه الدورة الاقتصادية فترتفع أسعارها في فترة الرواج، فيعمل المستثمر على تعديل محفظته وعندما يبلغ هذا الارتفاع مستواه يتوقع المستثمر بداية فترة الكساد والتي يصاحبها انخفاض الأسعار، بحيث يقلل ما لديه من الأسهم العادية والأوراق المالية من الدرجة الثانية ويشترى بحصيلة البيع أوراق مالية من الدرجة الأولى، بالاستفادة من سعرها المنخفض.<sup>3</sup>

✓ **تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بسعر الفائدة:**

من المعروف أن التغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة تؤثر بدرجة كبيرة على أسعار السندات قصيرة الأجل وعليه فإن المستثمر إذا ما توقع انخفاض في أسعار الفائدة فإنه يتخذ قرار زيادة بنسبة السندات طويلة الأجل في مكونات محفظته، كما يقلل السندات قصيرة الأجل، وهذا بهدف التقليل من الخسارة الناتجة عن انخفاض الأسعار في المستقبل، إذ الأرباح التي يحققها المستثمر جراء إتباعه هذه السياسة تكون ضئيلة، ومن ناحية أخرى تكون الخسائر محدودة إذا أخطأ في تقديره لأسعار الفائدة مستقبلاً.

– تعرف على أنها "توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشتقات

والودائع وغيرها من الأدوات التي تركز للأهداف الاستثمارية وتحقيق أرباح."<sup>4</sup>

– "هي مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو

تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوضيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال."<sup>5</sup>

<sup>1</sup> A. Black. P wright. J Bachman, **Gestion de la valeur Actionnaire**. ED. Dounud. Paris. 1999. Page09

<sup>2</sup> Idem

<sup>3</sup> جموح سهيلة، **الاستثمار في الأوراق المالية- نظرية ماركوفيتز**- مذكرة ماجستير، مالية ونقود، جامعة الجزائر، 2003، الصفحة 94

<sup>4</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، الصفحة 222

<sup>5</sup> سيد سالم عرفة، مرجع سابق، الصفحة 73

## 2- عائد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية:

يتم تقدير العائد الفعلي الذي حققه المستثمر من مسك المحفظة، عن طريق المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان النسبية للاستثمار<sup>1</sup>، فلو أن محفظة مستثمر ما تتكون من عدد الاستثمارات قدره  $n$  فإنه يمكن حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في تلك المحفظة باستخدام المعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$R_p = \sum P_i R_i = P_1 R_1 + P_2 R_2 + P_3 R_3 + \dots + P_n R_n \dots\dots (13-2)$$

حيث  $R_p$ : تمثل معدل العائد على الأموال المستثمرة في المحفظة؛

$P$ : تمثل وزن الاستثمار داخل المحفظة، حيث  $\sum P_i = 1$

$R$ : معدل العائد الفعلي على الاستثمار الفردي لكل مكون من مكونات المحفظة؛

$n$ : تمثل عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة.

كما يتمثل العائد المتوقع لمحفظة المستثمر في العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها، مرجح بأوزان مساهمتها برأس مال المحفظة وتحسب وفق الآتي:

$$E(R_p) = \sum P_i E(R_i) = P_1 E(R_1) + P_2 E(R_2) + \dots + P_n E(R_n) \dots\dots (14-2)$$

حيث  $E(R_p)$ : معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المحفظة؛

$R_1 \leftarrow R_n$ : معدل العائد المتوقع على الاستثمار الفردي لكل مكونات المحفظة.

## 3- مخاطر الاستثمار في محفظة الأوراق المالية:

قياس مخاطر محفظة الأوراق المالية لا ينحصر فقط على المخاطر التي تنطوي عليها الاستثمارات الفردية المكونة لها، بل تتوقف أيضا على طبيعة الارتباط بين تلك الاستثمارات الفردية، ففي حالة الارتباط العكسي تكون درجة تقلب عائد المحفظة أقل، أما عندما يكون الارتباط بين عوائد الاستثمارات موجبا تكون درجة تقلب المحفظة أكبر؛

وتوضح المعادلة التالية كيفية قياس مخاطر محفظة تتكون من أصلين ماليين باستخدام الانحراف المعياري<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، مرجع سابقة الصفحة 140

<sup>2</sup>NOEL AMENC et VERONIQUE LE SOURD, Gestion quantitative des portefeuilles d actions, economica ,paris. 1998 , Page21

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma^2_1 P^2_1 + \sigma^2_2 P^2_2 + 2\sigma_1 \sigma_2 P_1 P_2 \text{cov}(R_1, R_2)} \dots \dots \dots (15-2)$$

حيث  $\sigma$  : الانحراف المعياري؛

$P_1 P_2$ : الوزن النسبي لكل استثمار فردي داخل المحفظة؛

$\sigma_1 \sigma_2$  : الانحراف المعياري لكل استثمار فردي داخل المحفظة؛

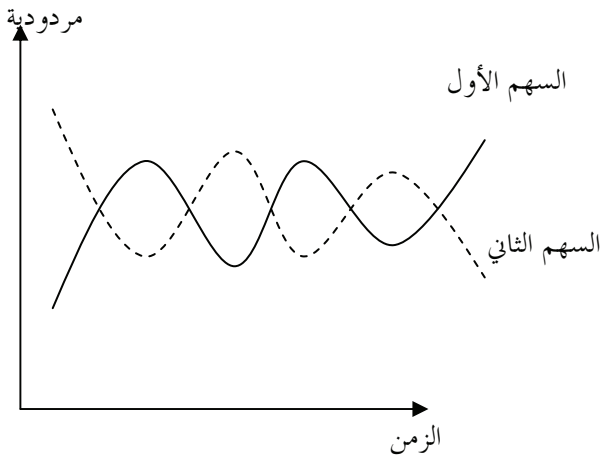
$R_1 R_2$ : عائد كل استثمار داخل المحفظة؛

$\text{Cov}(R_1, R_2)$  : تمثل التغير بين الاستثمارين (1) و(2)

يتوقف هذا التغير على علاقة الارتباط بين عائد الاستثمارين والانحراف المعياري لعائد كل استثمار والشكلان التاليان يمثلان تطور أسعار سهمين في محفظة أوراق مالية:

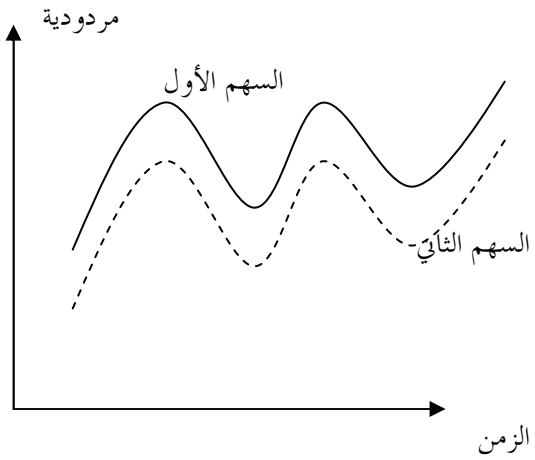
الشكل رقم(2-6)

تغيرات سهمين (ارتباط سالب)



الشكل رقم(2-5)

تغيرات سهمين (ارتباط موجب)



Source: B. Jacquillat & B. solnik , Op .cit, Page 86.

من خلال الشكلان السابقان نلاحظ أن تقلبات السهمين مرتبطة بشكل تام، اذ عندما ترتفع قيمة أحدهما تنخفض قيمة الآخر والعكس، ففي الحالة الأولى تشتت المحفظة سيكون نفسه تشتت كل قيمة منفردة ويمكن تفسير ذلك بأن الحدث الذي يسبب انخفاض القيمة الأولى يسبب كذلك انخفاض القيمة الثانية وكذلك في حالة الارتفاع.

<sup>1</sup> Jacques Telilie & Patrick Topascalian, **Finance**, Vuibert, Paris, 3<sup>e</sup> edition, 2000, Les Page 59-60



أما في الحالة الثانية، فإن الارتباط السلبي لتغيرات السهمين يعني أنهما يتأثران بظروف أخرى، مما يخفض من مخاطر المحفظة أي عند تعرض القيمة الأولى للانخفاض ستكون القيمة الثانية في حالة ارتفاع وبتالي تقل أو تنعدم نظريا المخاطرة في المحفظة التي تجمع القيمتين<sup>1</sup>.

كما يتم استخدام معامل بيتا لتقدير مخاطر المحفظة، باعتباره مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه معدل عائد السوق؛

ولحساب قيمة بيتا للمحفظة يعتمد على بيتا لكل سهم مكون للمحفظة مضروبا في وزنه النسبي، وفق الصيغة التالية<sup>2</sup>:

$$\beta_p = \sum B_i P_i = B_1 P_1 + B_2 P_2 + \dots + B_n P_n \dots (16-2)$$

حيث  $B_p$ : تمثل بيتا المحفظة مقياس للمخاطر النظامية؛

$B_1 \rightarrow B_n$ : بيتا كل سهم من أسهم المحفظة،

$P_i \rightarrow P_n$ : الوزن النسبي للسهم داخل المحفظة.

يجدر بالذكر أن مخاطر السهم في المحفظة تختلف عن مخاطره لو كان السهم منفردا وهذا راجع إلى الأوزان النسبية التي تساهم بها مكونات المحفظة ومخاطرها، لذا فإن حصول أي تغير في مخاطر أحد مكونات السهم أو وزنه النسبي، سيترك أثره في تغيير مخاطر المحفظة.

— نتائج دراسة فارال 1989 Farrell:

غالبا ما تستخدم المعطيات التاريخية لتقدير خطر مستقبلي لورقة مالية، إذ يجب الأخذ بعين الاعتبار تقلبات العوائد التي تهم المستثمر والتي يمكن أن تكون سيئة؛

فقد أثبتت دراسة قام بها "Farrell" في السوق الأمريكية خلال الفترة 1890 إلى 1989، ويظهر هذا التغيرات المحسوسة في الفارق النوعي من عشرية إلى أخرى، مترجمة إلى فوارق نوعية سنوية\* وقد توصل من خلال هذه الدراسة إلى أن الفوارق النوعية هي بمعدل 18.52% بأدنى حد 11.93% أقصاه

<sup>1</sup> Idem.

<sup>2</sup> JACQUES HAMON, Bourse et Gestion portefeuille, Economica, Paris, 2000. Page 130.

\* لتحويل فارق نوعي يومي إلى سنوي نقوم بضرب هذا الأخير في الجذر التربيعي ل 365

36.36% وبتالي فان استعمال فارق نوعي تاريخي كتوقع لفارق نوعي مستقبلي قد يؤدي إلى أخطاء في التقييم في محفظة الأوراق المالية<sup>1</sup>.

● استخدام بيتا في إدارة المحفظة وتصميم المحفظة:

هناك عدة استخدامات لمعامل بيتا نذكر:

-استخدامات بيتا "BETA":

يعتبر معامل بيتا مؤشر لدرجة المخاطرة، فكلما ارتفع كلما دل ذلك على ارتفاع المخاطر السوقية للأصل المالي المكون للمحفظة، أي أنه يقيس حساسية الأصل المالي (عائد السهم) التي تطرأ على عائد السوق، وبناءً عليه فإن الأسهم قد تكون حساسة للسوق إذا كان معامل بيتا فيها أكبر من (1) بكثير<sup>2</sup>، و لمعامل بيتا استعمالات متنوعة في تسيير محفظة الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

- معرفة حساسية مكونات محفظة السوق:

يساعد معامل بيتا في الكشف عن الأوراق الحساسة للسوق على اعتبار أن الأوراق ذات المعامل الذي يزيد على (1) تكون حساسيتها للسوق أكثر من الأوراق ذات المعامل الذي يقل كثيراً عن (1)، وبذلك يتم تصنيف الأوراق المالية من حيث حساسيتها للسوق إلى أوراق حساسة و أخرى ذاتية الحساسية.

- التنبؤ بمخاطر محفظة الأوراق المالية :

يستخدم مدير المحافظ معامل بيتا في التحكم بمخاطرة المحافظ التي يديرونها، إذ يعتبر كمؤشر مقيد سواء في عملية بناء المحفظة أو في عملية إحلال الأوراق المكونة منها إذ نميز بين حالتين:

حالة التنبؤ بانتعاش في السوق المالي : إذا كان لدى مدير محفظة الأوراق المالية توقعات بأن سوق الأوراق المالية نشيط فمن الطبيعي أن يسعى حينئذ لزيادة العائد المتوقع من محفظته، مما يتطلب منه أن يرفع معامل بيتا ( $\beta$ ) للمحفظة.

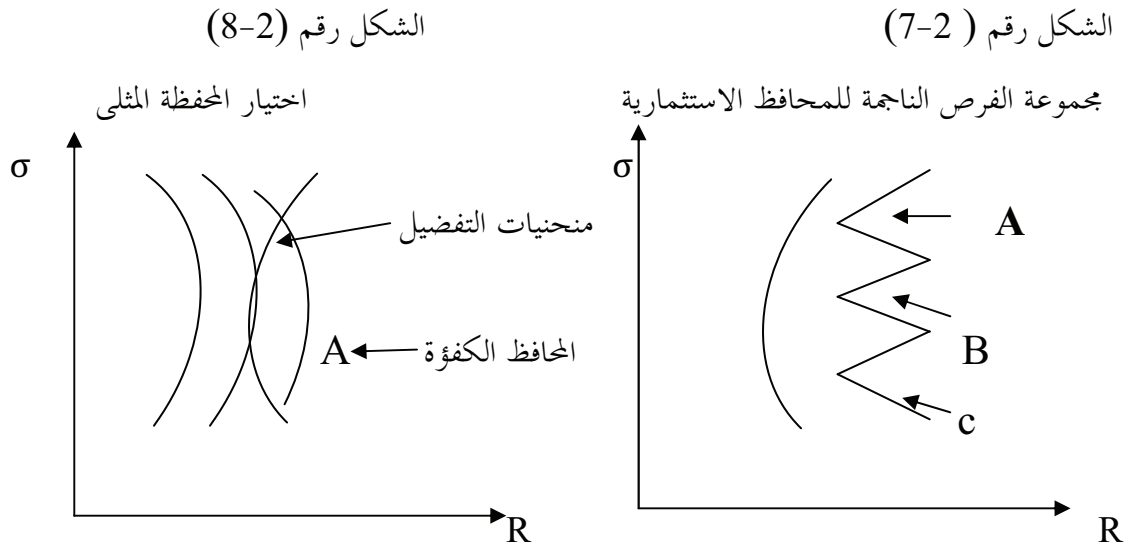
حالة التنبؤ بانكماش في السوق المالي: في هذه الحالة على مدير المحفظة أن يستبدل الأصول ذات معامل ( $\beta$ ) المرتفع. بأصول أخرى ذات المعامل المنخفض، وذلك لتخفيض خسارته المحتملة إلى حدها الأدنى، أو بمعنى آخر على مدير المحفظة أن يسعى جاهداً لجعل درجة الاستجابة المرجحة أو معامل ( $\beta$ ) أقل من (1) صحيح<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> BROUET.COBBAUT et GILLET. Van den BERG, Gestion de portefeuille, édition de boeck, 4<sup>e</sup>.édition.2004, paris, Page40

<sup>2</sup> زباد رمضان، مرجع سابق، الصفحات 350-351  
<sup>3</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، الصفحات 213-215

- تصميم المحفظة المثلى:

ساعدت نظرية المحفظة المستثمرين على تحديد المحافظ المناسبة في ظل العائد و المخاطرة و المحافظ التي تحقق أفضل مبادلة بينهما تسمى المحافظ الكفوة و الشكلان رقم ( 2-7 ) و ( 2-8 ) يوضحان الحد الكفاء والمحافظ الكفوة واختيار المحفظة المثلى، إذ يأخذ الحد الكفاء شكل دالة مقعرة فضاء العائد المتوقع والمخاطرة المقاسة بالانحراف المعياري في حين المحفظة المثلى تكون أقرب إلى نقطة التماس المنحنيات التفضيل والحد الكفاء.



المصدر: ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، الصفحة 205

نلاحظ من خلال الشكل رقم ( 2-7 ) والذي يمثل مجموعة الفرص المتاحة للمستثمر في المحفظة، إذ تزيد هاته الفرص وتنخفض وذلك بناء على مؤثرات خارجية، فهناك الفرصة (A) و (B) و (C) والتي تكون فيها أحسن تشكيلة للمحفظة، إذ يأخذ فيها شكل دالة مقعرة كما هو مبين في الشكل .

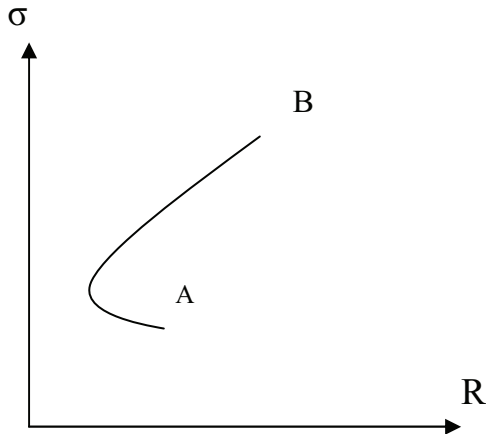
كما نلاحظ من خلال الشكل رقم ( 2-8 ) أن المحفظة الكفوة تكون عند تقاطع منحنيات التفضيل فهي تمثل مجموعة التوليفات من المحافظ ذات الفرص المتاحة للاستثمار، فالمحفظة المثلى في ظل حالة السوق التامة الكفاءة يعبر عنها بمحفظة السوق، وتتضمن جميع الأوراق المالية المدرجة في السوق، وتكون كاملة التنوع وموزونة بأوزان مناسبة<sup>1</sup>؛ وللحصول على مجموعة المحافظ الكفوة، يتم استخدام مصفوفة التباين، تغاير<sup>1</sup> - Variance Covariance".

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص 205

فإذا قمنا بتمثيل الخطر المرجو لكل سهم فردي، سنحصل على الشكلين الآتيين:

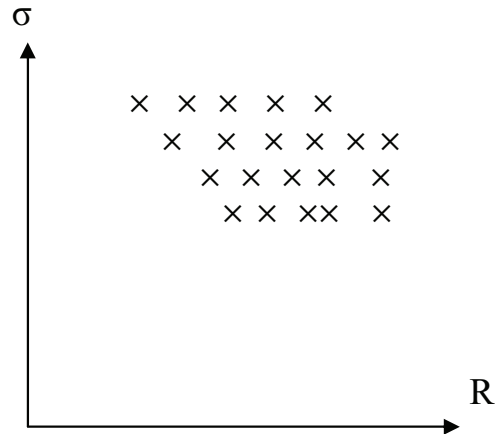
الشكل رقم (2-10)

العائد و الخطر لتركيبية سهمين



الشكل رقم (2-9)

العائد و الخطر لأسهم فردية



Source: B.Jacouillat & B,solnik ,**Les marches financiers et Gestion**  
**portefeuille**, edition DUNOD ,Paris, Page 88.

من خلال الشكل رقم (2-10) نلاحظ تجمع النقاط الممثلة للسهمين A و B عكس الاستثمار في أسهم فردية فإن هناك تشتت مثل ما هو ملاحظ في الشكل رقم (2-9)، وبإجراء جميع التركيبات الممكنة لمحافظ القيم المنقولة نحصل على مجموعة من المحافظ المثلى والتي تدعى بحدود الكفاءة الممثلة بالخط AB وهي تمثل المحافظ التي تعظم العائد عند كل مستوى الخطر وتدعى من المخاطر عند كل مستوى للعائد المرجو.

### المطلب الثاني: نظريات المحفظة ونموذج السوق

تعتبر النظرية الحديثة للمحفظة أو ما يطلق عليها بنظرية " ماركوفيتز " من أهم النظريات الناتجة عن التطور في التحليل المالي والمعنية بتوليفات الأصول المالية، تفسر هذه النظرية أثر المخاطرة، الارتباط والتنويع في العائد المتوقع على مجموع الأصول وسنحاول من خلال هذا المطلب إبراز النظريات الحديثة للمحفظة.

#### 1- نظرية ماركوفيتز "1952"

تنسب نظرية المحفظة المالية إلى " هاري ماكس ماركوفيتز "، فقد عرض هذه النظرية في مقالة له بعنوان " اختيار الأوراق المالية " نشرت عام 1952 فقد قدم إسهاماً رائداً في هذا المجال، وتناول مشكلة تكوين المحفظة المالية. مع لومية تقديرات المحللين للعوائد المستقبلية المحتملة للأوراق المالية، وقد برهن من خلال هذه النظرية إلى

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, **Finance d entreprise**, 3<sup>e</sup> edition, Dalloz, Paris, 1998, Page 352

أن المحفظة يجب أن تخضع للعائد والمخاطرة، وقدم إطارا للقياس الكمي لكليهما، وكيف يمكن أخذ العلاقة بين عائد الأوراق المالية ومخاطرها عند بناء المحفظة<sup>1</sup>.

### 1-1-1- فرضيات نظرية ماركوفيتز:

تقوم نظرية ماركوفيتز على عدة فرضيات أساسية هي:

- يستند البديل الاستثماري على توزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات المالية؛
- يتم تقدير المخاطر من طرف المستثمرين على أساس تغير العوائد المتوقعة؛
- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد لفترة واحدة علما بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة المتناقصة للثروة<sup>2</sup>؛
- لا وجود للضرائب ولا لتكاليف المعاملات؛
- رشادة وعقلانية المستثمر من أجل حصوله على أكبر قدر من المنفعة؛
- مجانية الإعلام وقابلية التوظيفات لتجزأة<sup>3</sup>.

### 1-1-1-1- المبادئ الأساسية لنظرية ماركوفيتز:

بالإستناد على الفرضيات السابقة الذكر تقوم نظرية ماركوفيتز على مبدئين أساسيين هما:

- إظهار العلاقة الطردية بين مستوى المردودية ومستوى المخاطرة؛

- استعمال الثنائية الأمثل -مردودية-مخاطرة للاختيار ما بين مالا نهاية من التراكيب لأصل مالي.

من خلال الفرضيات والمبادئ التي تقوم عليها نظرية ماركوفيتز، فإن هذه النظرية تبرز المنهج الذي ينبغي على المستثمرين إتباعه في اختيار الأصول إذا كانت معايير القرار الاستثماري تقتصر على التباين والانحراف المعياري لعوائد المحفظة في فترة زمنية واحدة<sup>4</sup>.

### 2- مراحل وحدود نظرية ماركوفيتز:

تعتبر طريقة "متوسط - تباين" كما جاء بها ماركوفيتز نادرة التطبيق كطريقة عملية في الواقع فهي لا تتعدى كونها أداة مساعدة لمسيري المحافظ، لذلك قام خبراء المؤسسات العامة بتطوير علمي لنموذج ماركوفيتز وسنقوم باختصار ثلاث مراحل لهذا التطبيق لتحديد الأكثر ملاءمة:

<sup>1</sup> أوكيل نسيم، تحليل الاستثمار في الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2003، الصفحة 111

<sup>2</sup> الحاج موسى منصور، مرجع سابق، الصفحة 28

<sup>3</sup> J. HAMON, Op.Cit, 2004, Page 103

<sup>4</sup> فيصل حمدي، مرجع سابق، الصفحة 40

### المرحلة الأولى :

إذا تستخدم من خلال هذه المرحلة أدوات التحليل المالي، فعلاوة على تنبؤات المحللين بالأسعار المستقبلية وأرباح الأسهم الموزعة، و كذا قياس درجة عدم التأكد المتعلق بتنبؤاتهم وتقدير حساسية كل قيمة لتغيرات المستوى العام أي (بيتا)، كما أنها تستخدم معطيات ماضية لتقدير الخطر الكلي (الانحراف المعياري) ومعامل بيتا، كما أنها تؤدي الى عدم توظيف للأكثر من نسبة معينة من الأموال المتاحة في نفس القطاع بتالي فإن هذه القيود تخفض في عدد المحافظ الممكنة وربما تخفض من المردودية لكنها تسمح يوصف أكثر واقعية لأهداف وموقف كل مستثمر.

### المرحلة الثانية :

من خلال هذه المرحلة، فإن هذه النظرية تعطي كيفية التوصل إلى حدود الكفاءة (مدى) استجابة المستثمر للمعلومة وكذا تأثيرها على المحفظة ) ، كما تبين تركيبات كل محفظة.

### المرحلة الثالثة:

تبين هذه المرحلة العلاقة بين مدير المحفظة وعملائه وذلك من خلال اختيار المحفظة التي تناسب أكثر كل مستثمر على أساس نتائج النموذج ، بالأخذ مواقف وميولات كل مستثمر والتي تمثل إحدى اهتمامات النظرية الحديثة للمحفظة.<sup>1</sup>

نستخلص إلى أن نموذج "ماركوفيتز" ليس بالنموذج لتسيير اليومي للمحفظة ، فهو نموذج هيكلية متوسط الأجل ، كما أن هذا النموذج لا يعوض المسير المعني باتخاذ القرار ولا المحلل الذي يقوم بجمع ومعالجة المعلومة ولكنه يقيس أخطار سياسة الاستثمار و الأسعار.<sup>2</sup>

### 3- نموذج السوق:

يعتبر نموذج السوق من أشهر نماذج تقدير العائد و المخاطرة للإستثمار في الأوراق المالية فهو نموذج مبسط نسبياً، تم تصوره من قبل ماركوفيتز وتطويره من طرف "شارب" نظراً لصعوبات تطبيق النظرية الأولى كما تم تحسينه من "لينتر" و"فاما" ثم انتشر استعماله بعد ذلك في مختلف المنشآت الدولية، ويرتكز نموذج السوق على فكرة ارتباط التغيرات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية بتأثيرات السوق من جهة وبأساليب خاصة بكل أصل مالي ، إذ يقسم نموذج السوق التغير الإيجابي لسعر سهم إلى قسمين:

- جزء ينتج عن تأثير السوق و هو ما يدعى بالخطر النظامي؛

<sup>1</sup> Abdelfettah BOURI ,Gestion Financière, OPU ,Alger,2007, Page222

<sup>2</sup> هوشيار معروف،مرجع سابق،الصفحات246-247

- جزء ناتج عن الخصائص المتعلقة بالسهم، و التي تتمثل في التغيرات الطارئة على السعر و هو ما يدعى بالخطر القابل لتنوع أو الخطر الخاص بالقطاع الصناعي الذي ينتمي إليه الأصل المالي المكون للمحفظة<sup>1</sup>.

### 3-1- شرح معلمات النموذج:

يمثل ميل خط الانحدار بطريقة المربعات الصغرى تطاير السهم ، إذ يعني ذلك قرب جميع النقاط إلى خط الانحدار ووجود سلوك نظامي لمردودية السهم من فترة لأخرى، و عدم وقوع النقاط في الخط بالضبط يعني وجود جانب غير نظامي (أو غير مرتبط بالسوق) لمردودية السهم .

ويشير معامل ( $\beta$ ) من خلال نموذج السوق إلى حساسية تغيرات القيمة للتغير في المؤشر العام للسوق بحيث تنتج التغيرات الهامة في السوق عن تقلبات معنوية في الظروف الاقتصادية العامة.

### -معامل ألفا $\alpha$ (Alpha):

وتمثل المردودية الممكن الحصول عليها من السهم إذا كانت مردودية السوق معدومة فهي نقطة تقاطع خط الانحدار مع محور الترتيب، وقد تأخذ هذه المعلمة قيما سالبة أو موجبة كما يمكن أن تكون معدومة.

### - معامل أسبلون $\epsilon$ (Epsilon):

وتشكل مقياس للخطر الخاص من خلال انحرافها المعياري، تعتبر المتغيرة العشوائية للبواقي فإذا كان سعر السهم يتبع السوق، (معامل التطاير قريب من الواحد) فإن جميع النقاط ستكون على خط الانحدار، كما يعتبر مقياس لتباعد الملاحظات عن خط الانحدار وبالتالي فان الخطر الكلي للسهم يعطى بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$\sigma_t = \beta_t \sigma_m + \sigma_\epsilon \dots \dots \dots (17-2)$$

من خلال النموذج السابق نلاحظ أن الخطر النظامي وغير النظامي يساويان الانحراف المعياري لكل من مركبتي المردودية، فالخطر النظامي لسهم حسب هذا النموذج يساوي إلى معامل ( $\beta$ ) مضروبا في الانحراف المعياري لمعدل مردودية السوق ( $\beta\sigma_m$ )، والخطر الغير نظامي يساوي إلى الانحراف المعياري لمعامل البواقي أي ( $\sigma_\epsilon$ )

<sup>1</sup> B. Jaquillat et B, Solink, Op.Cit, Les Page 28-29

<sup>2</sup> Idem

### المطلب الثالث : مبادئ وأشكال التنويع في محفظة الأوراق المالية

يهدف مبدأ التنويع إلى جمع عدد من الأوراق المختلفة في محفظة، وذلك لتمكين المستثمر من تحقيق درجة معينة من الاستقرار والثبات للعوائد دون إضعاف العائد المتوقع، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنويع سوف نتعرض إلى هذه الأسس بشيء من التفصيل فيما يلي :

#### -التنويع بناء على جهة الإصدار :

ويقصد بذلك توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة وعدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، ويدخل تحت هذا المبدأ أسلوبان للتنويع<sup>1</sup> وهما التنويع الساذج (البسيط) و أسلوب ماركويتز.

#### 1-1-التنويع الساذج (البسيط):

يستخدم هذا الأسلوب من التنويع الاختيار العشوائي للأوراق المالية لغرض تكوين المحافظ ويهدف هذا المبدأ إلى تقليل المخاطر التي تتعرض لها عوائد المحفظة من خلال زيادة تنويع الاستثمارات التي تحتويها المحفظة.<sup>2</sup>

#### 1-2- تنويع ماركويتز :

يهدف تنويع "ماركويتز" بضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات، فإذا كانت العلاقة عكسية (مستقلة) فإن المخاطر التي يتعرض لها تكون أقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد تلك الاستثمارات<sup>3</sup>.

#### 2-تنويع تواريخ الاستحقاق:

تؤثر تقلبات أسعار الفائدة على القيمة السوقية للأوراق المالية ، أي أن درجة استجابة القيمة السوقية للأوراق المالية، تزداد كلما زادت فترة الاستحقاق ، أي أن خسارة المستثمر نتيجة ارتفاع سعر الفائدة تزداد في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، وستتعرض لثلاث أساليب لتنويع تواريخ الاستحقاق.<sup>4</sup>

#### - الأسلوب الهجومي:

تقوم فكرة الأسلوب الهجومي في تسيير المحفظة على التغير المستمر في مكونات المحفظة من الأوراق المالية بناء على توقعات حركة سعر الفائدة، فإذا توقع مدير المحفظة ارتفاع سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل واستبدالها بأوراق مالية قصيرة الأجل، أما إذا توقع انخفاض سعر الفائدة

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، الصفحة 171

<sup>2</sup> الحاج موسى منصور، مرجع سابق، الصفحة 78

<sup>3</sup> غازي فلاح المؤمني، مرجع سابق، الصفحة 130

<sup>4</sup> حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، الأردن، ط2، 2001، الصفحة 201



فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل ، إذ نجاح هذه السياسة يعتمد على مدى صحة التوقعات .

#### - تدرج تواريخ الاستحقاق :

حسب هذه الإستراتيجية فإن المستمر يقوم بتوزيع استثماراته داخل المحفظة بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متتالية .

#### - توزيع الاستثمارات بين أوراق مالية قصيرة الأجل و طويلة الأجل:

ويقوم هذا المبدأ على توزيع الاستثمارات بالتساوي على الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل، ويعود السبب في ذلك إلى أن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة ، في حين الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر استقرار العائد كما تحقق له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية.<sup>1</sup>

#### 3- أشكال التنوع في محفظة الأوراق المالية :

توالى عدة نظريات لتحليل أشكال التنوع في محفظة الأوراق المالية منذ ظهور هذا المفهوم في التحليل المالي ويمكن التمييز بين أربع أشكال لتنوع :

#### 3-1- حسب طبيعة الورقة المالية:

إذ يتم تنوع الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك حسب طبيعتها ومدى استجابتها للمخاطرة، إذ تمثل الأسهم أوراق مالية أكثر خطورة من السندات ، وقد ظهرت عدة دراسات تؤكد أن احتمال خسارة رأس المال على المدة القصيرة أعلى بثلاث مرات في السندات.

#### 3-2- التنوع حسب أساليب التسيير:

حسب هذا الشكل فإنه يتم إتباع أسلوب التسيير للمؤسسة وقفا لاختيار المسير، وذلك بناء على أهدافها وطريقة تقييم الأصول المعتمدة فيها، إذ نميز من خلال ذلك أسلوب النمو و أسلوب القيمة.

#### 3-3- التنوع على أساس القطاعات الاقتصادية :

ويقصد به بالتنوع القطاعي توزيع استثمارات المحفظة على عدة قطاعات باعتبار أن القطاعات تسلك سلوكا مختلفا تجاه الظروف الاقتصادية المختلفة .

#### 3-4- التنوع الجغرافي (الدولي) :

ويقصد به الاستثمار في عدة نطاقات جغرافية مختلفة، من خلال المقارنة بين أخطار محفظة مكونة من أسهم محلية ، وأخطار محفظة ذات تنوع دولي (الأجنبية) <sup>1</sup>، (مثلا 50% أسهم محلية و 50% أسهم أجنبية) تكون المحافظ المختلطة أقل خطر من المحافظ المحلية وبصفة متفاوتة.

<sup>1</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، مداخلة بعنوان إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، مرجع سابق، الصفحة 5

### المبحث الثالث: نموذج توازن الأصول المالية ونماذج تقييم الأداء

توصلنا سابقا إلى أن نظرية المحفظة تهدف من أجل وضع القرارات الرشيدة الواجب على المستثمر اتخاذها لإيجاد صيغة توازنية بين العائد المخاطرة، وارتبط مفهومها بمفهوم التنويع؛ كما قام "هاري ماركويتز" بإدخال بعض التعديلات على هذه النظرية بشأن إسقاط فرص الاقتصار على الاستثمار في أصول خطرة، وكذا اعتماد المستثمر على موارده الذاتية لتمويل المحفظة، وبالرغم من ذلك التعديل، لم تسلم هذه النظرية من النقد، كما وجهت لنظرية الحد الكفاء على أنها أغفلت إمكانية الإقراض والاقتراض، فكان لظهور المحافظ الكفؤة في صورة أخرى سببا في وضع الأساس لنموذج توازن الأصول المالية كما أن حتمية قيام المستثمر بتوزيع محفظة الأوراق المالية للتخلص من المخاطر غير النظامية يصبح أمرا لا قيمة له من وجهة نظرا المستثمر، ومن ثم لا يصبح للقرار أي تأثير على القيمة السوقية للاستثمار؛ إذ سنحاول من خلال هذا المبحث إبراز ماهية نموذج توازن الأصول المالية وأهم الانتقادات والتوسعات التي طرأت على هذا النموذج وكذا نماذج تقييم الأداء.

#### المطلب الأول: نموذج توازن الأصول المالية "MEDAF"

ترجع صعوبة بناء نموذج رياضي لتحديد سعر أصل معين من الظروف المختلفة التي تؤثر سعر هذا الأصل المالي: كالمعمولة، الضريبة والبيع على المكشوف أو البيع السريع والمضاربة والمنافسة وكذا اختلاف مفهوم العائد والمخاطرة<sup>2</sup>؛

فنموذج توازن الأصول المالية "Medaf" أو نموذج تسعير الأصل الرأسمالي "Camp" يدلنا عن كيفية وضع موازنة أو تسعير لأصل مالي في السوق، ويعتبر امتداد لنظرية المحفظة المقدمة من طرف ماركويتز؛ قدم هذا النموذج وطور من طرف "ويليام شارب" سنة 1964، كما طوره كل من "لينتر" سنة 1965 و"هومادا" سنة 1973، وقد استمد من العلاقة الطردية ما بين العائد والمخاطرة<sup>3</sup>

#### 1- فرضيات نموذج توازن الأصول المالية

يقوم نموذج توازن الأصول المالية على مجموعة فرضيات:

- ✓ فرضية السوق التامة، أي الحصول على المعلومات بسهولة ومجانا؛
- ✓ لا وجود لضرائب ولا لتكاليف الصفقات والمبادلات على التعامل في السوق<sup>4</sup>؛

<sup>1</sup> فيصل حمدي، مرجع سابق، الصفحات 50-51

<sup>2</sup> غازي فلاح المؤمني، مرجع سابق، الصفحة 194

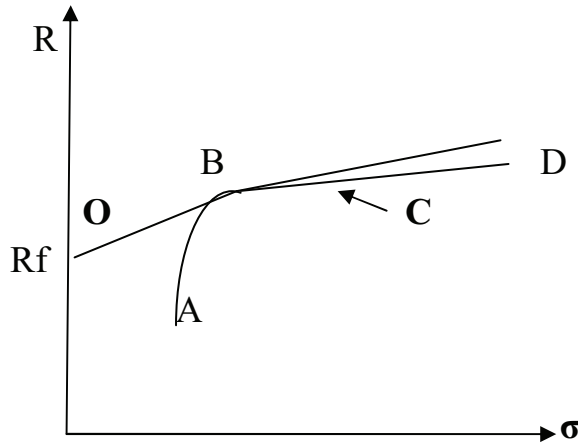
<sup>3</sup> Pascal Alphonse etc, **Gestion portefeuille et marches financiers**, edition pearson, 2010, Page 96

<sup>4</sup> Aswath DAMODARAN. **Finance d'entreprise**. Edition de boeck. 2<sup>ème</sup> edition. paris. 2005. Page 238.

- ✓ إمكانية البيع على المكشوف أو السريع، كما يمكن للمستثمر الإقراض والاقتراض على أساس أن معدل الفائدة يساوي إلى معدل العائد؛
- ✓ توقعات المستثمرين متجانسة فيما يخص العوائد والمخاطر؛
- ✓ المنافسة الكاملة، أي عدم سيطرة أي مستثمر مهما كان حجم استثماراته؛<sup>1</sup>
- ✓ قابلية الأصول لتفاوض، التجزأة والتوزيع؛
- ✓ الاعتماد على مقدار العائد والمخاطرة لاتخاذ القرارات الاستثمارية.<sup>2</sup>

بناءً على الفرضيات السابقة الذكر يتضح لنا أنه من الصعب قبولها، لكن من وجهة نظر الاقتصاد الايجابي، فإن هذا النموذج لا يخضع لواقعية تلك الفرضيات في الواقع الملاحظ، فلو أخذنا فرضية أن للمستثمر إمكانية الإقراض أو الاقتراض دون مخاطرة، فإن لكل مستثمر خط يدعى بالخط الفعال يختلف عن الآخر، وذلك بسبب الاختلاف في التوقعات، فالإقراض يكون من خلال الاستثمار في الأوراق المالية الخالية المخاطرة مثل أذونات الخزنة، والاقتراض يكون خلال المكسب المحقق من الفرق بين الفائدة المدفوعة والعائد المحقق من الاستثمار بالقرض، وبتالي فإن الإقراض والاقتراض في هذه الحالة يحول الخط الفعال من منحنى إلى خط مستقيم، والشكل التالي يبين الخط الفعال مع العائد الخال من المخاطرة والإقراض؛

الشكل رقم (2-11) منحنى الخط الفعال مع العائد الخالي من المخاطرة



المصدر: غازي فلاح المؤمني، مرجع سابق، الصفحة 197

<sup>1</sup> Zvi Bodie et Robert Merton. **Finance**. Edition française. 2<sup>ème</sup> édition. Paris 2005. Page 385.

<sup>2</sup> BROUET, COBBAUT et GILLET. Van den BERG, Op.cit. Page 159.

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه أن الخط الفعال الأصلي قبل أن يكون في المحفظة ، (Rf) يمثل العائد الخالي من المخاطرة عندما تكون المخاطرة صفر، مما يؤدي بالمستثمر الى تحويل معظم أمواله أو البعض منها إلى الاستثمار في الأصول الخالية من المخاطر، الجزء الآخر يمثل الأوراق المالية أو الأصول ذات المخاطرة ، فالمحفظة في هذه الحالة هي خط يصل بين الأوراق الخالية من المخاطر و الأوراق التي بها مخاطر بخط مستقيم و ذلك ما يبينه الشكل<sup>1</sup> (11-2)

## 2-تحليل النموذج :

لو فرضنا أن محفظة مكونة من أصلين أصل بدون مخاطرة، وهو أذونات الخزانة و أصل له مخاطرة ، فإذا كان الأصل المالي قد وزع بين أصلين نصف يحمل المخاطرة (X) لذا يكون النصف بدون مخاطر (1-X) و تكون معادلة عائد الأصل كالتالي<sup>2</sup> :

$$RP= XRm+(1- X) Rf....(18-2)$$

RP : يمثل العائد المتوقع؛

X: الوزن النسبي من رأس المال المستثمر في الورقة عديمة المخاطرة؛

(1-x) : الوزن النسبي من رأس المال المستثمر في الورقة عديمة المخاطرة؛

Rf : العائد الخالي من المخاطرة.

و ينتج خطر المحفظة المقترحة المكونة من أصل بدون خطر والأصل بخط و يكتب بالمعادلة التالية عند تعويض قيمة X في المعادلة السابقة:

$$RP= Rf+ x( Rm - Rf).$$

يمكن أن نتوصل إلى صيغة النموذج النهائية من خلال المعادلة<sup>3</sup> :

$$Ri= Rf+ \beta_i(Rm -Rf) ....(19-2)$$

Ri: معدل العائد؛

Rf: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

<sup>1</sup>غازي فلاح المومني،مرجع سابق، الصفحة197

<sup>2</sup> P.Vernimmen.Op.cit.les Pages 433-436

<sup>3</sup> Ipid. Les Page 362-363

$R_m$ : معدل العائد على محفظة السوق؛

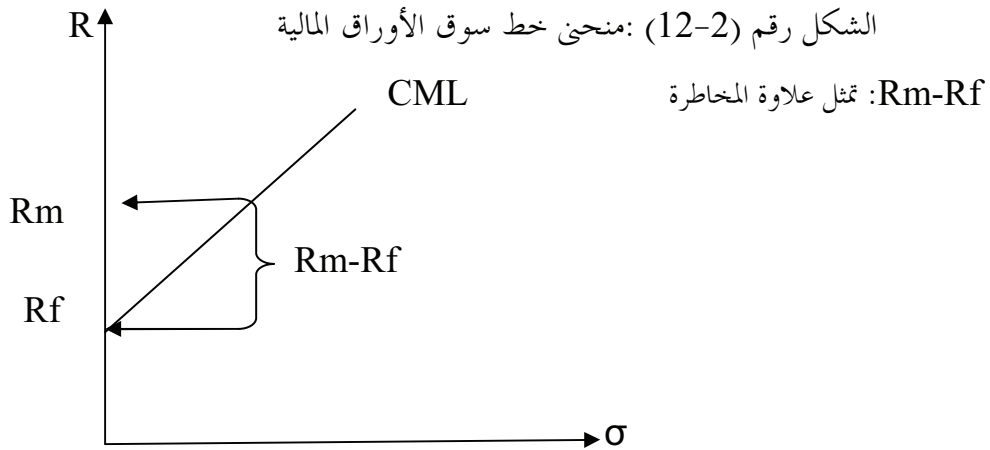
$(R_m - R_f)$ : علاوة مخاطرة السوق؛

$\beta_i$ : معامل حساسية معدل العائد للأصل بالنسبة لمعدل العائد السائد في السوق؛\*

من خلال المعادلة النموذج النهائية يتضح أن العائد المتوقع يتكون من العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة، وقد تم التوصل إليها عن طريق استخدام معادلة الخط المستقيم وتدعى المعادلة السابقة كذلك بمعادلة خط سوق الأوراق المالية.

-خط سوق الأوراق المالية:

يتم التمثيل البياني لنموذج medaf من خلال معادلة الخط المستقيم، كما يشير إلى معدل العائد المطلوب في السوق عند مقدار معين من المخاطر النظامية ويتم تمثيله من خلال الشكل التالي<sup>2</sup>:



المصدر: فايز سليم حداد، مرجع سابق، الصفحة 156

من خلال الشكل رقم (2-12) يظهر لنا أن نقطة تقاطع خط سوق الأوراق المالية مع المحور العمودي والذي يمثل معدل العائد المطلوب عند معدل خالي من المخاطرة ( $R_f$ ) تمثل انعدام علاوة المخاطرة  $(R_m - R_f) = 0$ ، وبالتالي يتطلب أن يكون العائد المطلوب مساوياً لمعدل العائد الخالي من المخاطرة، فكلما زادت المخاطرة فإن علاوة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب يزيدان معاً.

\* طريقة حساب معامل المخاطر أو معامل الحساسية: أنظر المبحث الأول من هذا الفصل.  
<sup>2</sup> فايز سليم حداد، مرجع سابق، الصفحة 156

### 1- استخدامات نموذج توازن الأصول المالية " medaf "

- يستخدم " medaf " لتحديد الأصول المالية ذات الحد الأدنى من العوائد المطلوبة والمتوقعة من قبل المستثمر وذلك لاتخاذ قرار الاحتفاظ أو التخلص من المحافظ المشككة؛
- كما يفيد في تحديد الأوراق المالية التي تحقق فروقا ايجابية، يكون عائدها الفعلي أكبر مما هو مطلوب تحقيقه فبتالي فان الاحتفاظ بها هو القرار السليم للمستثمر؛
- تقدير العائد والمخاطرة لأي أصل مالي وذلك من خلال معامل ( $\beta$ )؛
- من خلال قراءة لنموذج توازن الأصل المالي، نجد أن معدل الخالي الخطر ثابت بالرغم من اختلاف الأصل ، وكذلك الفرق بين عائد السوق عائد عديم المخاطرة ثابت، لذا يتم الاعتماد على معامل الحساسية فهو يعتبر المحدد الرئيسي لعائد الورقة المالية.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: دراسات توسعية والانتقادات الموجهة لـ "Medaf"

بالرغم من الأهمية التي تجسد مفهوم " medaf " في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة، ووضع أسلوب مبسط لتقديرهما، فقد كانت له مجموعة من الانتقادات والتوسعات

### 1- انتقادات نموذج توازن الأصول المالية

- اعتماده على فرضية السوق الكفاء والتي تبقى نظرية؛
- فرضية استقرار معامل الحساسية  $\beta$ ، فهو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية، كما يهدف إلى تحديد العائد كدالة من المخاطر النظامية، بتالي يتوجب حساب  $\beta$  التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن؛
- يقضي تحت نظرية المحفظة إلى أن التنويع يقلل من المخاطر غير النظامية؛
- الاعتماد على البيانات التاريخية<sup>2</sup>؛
- فرضية أن تقدير بواقي النموذج ذات تشويش أبيض وذات تباين ثابت، فقد أثبتت العديد من النماذج العكس مثل نماذج ARCH، GARCH؛
- صعوبة تطبيق هذا النموذج خاصة في تحديد معدل الخالي من المخاطرة والذي يبقى نظري؛

<sup>1</sup> Aswath DAMODARAN, Op.cit, Page 239

<sup>2</sup> Ibid. Les pages 240-241

- اعتماده على عامل واحد لتفسير معدل العائد<sup>1</sup>

## 2- الدراسات التوسعية لنموذج توازن الأصول المالية:

عرف نموذج "medaf" مجموعة من التطورات والتوسعات، فهناك ما تعلقت بالفرضيات التي يقوم عليها لمحاولة تقريب النموذج أكثر للواقع، وأخرى تتعلق بمصدر المخاطرة الذي لم يعد وحيدا وإنما تم التفكير في إدراج العديد من العوامل كمصادر للمخاطرة مثل: الضرائب، وعوامل أخرى.

### 2-1- نتائج بعض الدراسات:

#### ✓ نتائج دراسة Douglas et Linter :

قدم كل من Douglas (1965) و Linter (1968) طرحا يناقض ما جاء به مفهوم نموذج توازن الأصول المالية؛

فقد توصل Douglas من خلال دراسته التي اهتمت بالعائدات لـ 3 أشهر وتضمنت عينة لـ 616 شركة خلال الفترة 1926-1960 وقد قسم فترة ملاحظته الى 7 فترات خلال 5 سنوات ، واستخدم في ذلك المعادلة التراجعية التالية:

$$(1+R_i) = \alpha_0 + \alpha_1^2 \sigma R_i + \alpha_2 \sigma (R_i - R_M) + \epsilon_i \dots \dots \dots (20-2)$$

حيث:

$\alpha$ : معامل الثابتة

$(1+R_i)$ : يمثل العائد الثلاثي المتوسط لـ  $i$  عقد مضاف اليه 1؛

$\sigma^2 R_i$ : الانحراف المعياري للعوائد الثلاثية؛

$\sigma(R_i - R_M)$ : الانحراف المعياري للعائد الثلاثي للعقد  $i$  ومحفظة السوق.

توصل الباحث من خلال هذه الدراسة بالنسبة لـ 5 فترات من 7 إلى أن الانحراف موجب، بينما الانحراف المشترك سالب أي لا معنى له؛

وقد استخلص أن معدل العائد لمختلف الفترات مرتبط بتغيرات هاته الفترات، بمجموع مخاطرها الكلية.

<sup>2</sup>علي بن الضب، دراسة أثر الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، علوم التسيير، 2008 الصفحة 90

كما قام Linter بإبراز التأثير الممارس عند قياس الخطر الكلي على معدل عائدات كل سهم، وقد أنجزت الدراسة على قاعدة عائدات سنوية ل 301 شركة خلال الفترة 1954-1963، وقد قسم الدراسة إلى مرحلتين:

الأولى أجرى فيها تقييما للمخاطر الكلية، والثانية أجرى تحليلا مقطعي، وقد توصل إلى أن هناك تراجع في العوائد السنوية لمجموع عقود العينة، كما أستخدم لذلك معامل الحساسية  $\beta$  و المعادلة التراجعية؛ أستخلص الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن عائد العقد هي دالة موجبة لخطرها الكلي والفردي<sup>1</sup>.

#### ✓ نتائج دراسة Scholes et Miller (1972):

توصل كل من Miller et Scholes من خلال دراستهم لنموذج افتراضي ل600 شركة وهمية، البحث عن أخطاء القياس لمعامل  $\beta$ ، وذلك من خلال تحليل العوائد السنوية ومدى تأثير التنوع في التقليل من المخاطر توصل إلى أن هناك استجابة لمعامل الحساسية وكذا دور التنوع في التقليل من الخطر غير النظامي.

#### ✓ نتائج دراسة B. Jensen et scholes (1972):

اقتصرت هذه الدراسة على عينة مكونة من أسهم مسعرة في NYSE خلال الفترة 1926-1966، ولقد تم تقييم الخطر الكلي لسهم بداية من سنة 1931 وذلك باستعمال العائدات الشهرية ل 5 سنوات سابقة، كما تم توزيع العقود إلى 10 محافظ حسب الترتيب التصاعدي لمعامل  $\beta$  والمعادلة التالية توضح ذلك:

$$R_{it}-R_{ft} = \alpha_j + \beta_j(R_{m,t} - R_{f,t}) + \epsilon_{j,t} \dots \dots \dots (21-2)$$

توصلت هذه الدراسة أن هناك ارتباط بين معاملي  $\alpha$  و  $\beta$  أي عندما يكون  $\beta$  أكبر من (1) فإن  $\alpha = 0$ ، كما أن خصائص الخطر تبقى مستقرة عبر الزمن.<sup>2</sup>

#### ✓ نتائج دراسة Fama et Mac Beth (1973):

أنجزت هذه الدراسة على بورصة نيويورك، وقد أستخدم فيها معادلة "medaf" وأستخرج منها علاقة ثانوية ذات متغيرات  $Y1t.Y2t.Y3t$ ، بتقسيم الدراسة إلى ثلاث مراحل وذلك للوصول إلى تقديرات شهرية، الأولى لمدة 7 سنوات واستخدمت لتقييم  $\beta$  وتوزيعها على 20 محفظة والثانية لمدة 5 سنوات لإعادة تقييم المعامل بفعل نظام توزيع عقود المحفظة، أما المرحلة الثالثة فهي أكثر تعقيدا تمتد لـ 4 سنوات، يتم فيها حساب معامل الحساسية لكل شهر وقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

<sup>1</sup> BROUET.COBBAUT et GILLET. Van den BERG, Op.cit. Page 178

<sup>2</sup> Ipid, Les Page 180-181



- هناك علاقة خطية بين عائد متوقع لأصل دون خطر؛
- يعتبر  $\beta$  مقياس الخطر الكلي لأي أصل مالي؛
- العلاقة بين المخاطرة والعائد موجبة في سوق ينفر فيه المستثمر من المخاطرة.

### ✓ نتائج دراسة Fama et French (1992) :

نشرت نتائج هذه الدراسة في مقال بعنوان "هل من الممكن انتقاد  $\beta$ ?" سنة 1992 وقد أثبتت الدراسة أن هذا المعامل والذي يستخدم كأساس لبناء نموذج medaf غير قادر على تفسير تقلبات العائد عند استخدامه منعزلا، إضافة إلى خطر المديونية ونسبة القيمة المحاسبية للقيمة البورصية للأموال الخاصة<sup>1</sup>.

### ✓ ادراج الظرائب<sup>2</sup>:

قام " Bremon " بدراسة أثر الضريبة على تسعير الأصل المالي، فقد بحث في أثر فروقات الضريبة على الأرباح والقيمة المضافة، بتالي يضيف للنموذج معامل ثاني إلى جانب معامل المخاطرة وهو عائد الأرباح الموزعة ويلخص بالمعادلة التالية:

$$E(R_i) = \mu_1 R_f + \mu_2 \beta_i + \mu_3 Div_i \dots \dots \dots (22-2)$$

حيث  $Div_i$ : عائد الربح للأصل  $i$

### ✓ نموذج MEDAF لـ "Black" بـ $\beta$ صفري

تم وضع نموذج يقضي بإلغاء فرضية عدم وجود أصول مالية بدون مخاطرة فهو يعوض العائد المضمون في النموذج الأصلي بمحفظة مكونة من أصول معرضة للمخاطرة والتي تكون غير مرتبطة بمحفظة السوق إذ تعرف بنموذج توازن الأصل المالي بـ  $\beta$  معدوم و يرجع ذلك لانعدام التباين المشترك.

### ✓ نموذج Medafi: لـ " Merton "

إذ تم من خلاله اسقاط فرضية السوق الكفاء و المتمثلة في عدم وجود تكلفة المعلومة و بناء على هذا النموذج فإن معدل العائد المطلوب انطلقا من نموذج الأصلي مع إدخال تكاليف المعلومات، و قد وضع<sup>3</sup> الصيغة الرياضية التالية لإبراز هذا النموذج:

$$R_T = R_S + (R_M - R_{SR}) + \mu_T - \beta \mu_m \dots \dots \dots (23-2)$$

<sup>1</sup> Pascal Alphonse etc, Op.cit. Page 99

<sup>2</sup> BROUET, COBBAUT et GILLET. Van den BERG, Op.cit. Les Page 171-173

<sup>3</sup> على بن الضب مرجع سابق، الصفحة 93

### ✓ النموذج المستمر لـ " MEDAF " :

هذه الدراسة تدخل على النموذج الأصلي اهتمامات المستثمر بالفرص المستقبلية، وتفترض أن تشكيل المحافظ يكون من أصول مضمونة، مثل محفظة السوق المعيارية محافظ أخرى يكون عائدها مرتبط ارتباط سلبيا تماما مع الأصل المضمون. و هناك توسعات أخرى لنموذج توازن الأصول المالية منها:

#### - نموذج توازن الأصول المالية الشرطي :

إذ يسمح هذا النموذج للمخاطرة  $\beta$  بأن تكون متغيرة عبر الزمن و ليست ثابتة كما هي في النموذج الأصلي .

#### - نموذج MEDAF الدولي :

حيث يقوم هذا النموذج على استعمال محفظة السوق العالمية و هي عبارة عن سلة من الأوراق المالية من مختلف أسواق العالم.<sup>1</sup>

### 3- نموذج التسعير بالمراجعة "APT":

على أعقاب الانتقادات اللاذعة لنموذج توازن الأصول المالية ظهرت عدة مقاربات ونماذج حاولت تقديم معدل العائد كدالة خطية تابعة لعدة متغيرات، نذكر من أهم هذه النماذج نموذج التسعير بالمراجعة ؛ يقوم نموذج التسعير بالمراجعة على ركائز نموذج توازن الأصول المالية فهو يبحث عن العلاقة بين العائد والمخاطرة، لكنه يبحث عن طريقة بديلة لقياس وتفسير هذه العلاقة، قدم هذا النموذج من طرف "ستيفن روس" سنة 1976 إذ يعد تعميما لنموذج الأصلي ويفترض نموذج التسعير بالمراجعة أن علاوة المخاطرة مرتبطة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، وكذا بتشويش البواقى خاص بالمؤسسة، فهذا النموذج لا يعطي قائمة محددة لهذه المتغيرات، كما اعتمد هذا النموذج على العديد من المتغيرات كالتغير غير المتوقع في التضخم والإنتاج الصناعي، التغير غير المتوقع في علاوة المخاطرة، الارتفاع في منحني المعدلات<sup>2</sup>.

يقوم النموذج على عدة فرضيات أساسية نذكر:

- المنافسة الكاملة في الأسواق المالية ؛

- لا وجود لضرائب أو رسوم خدمات ولا تكاليف صفقات؛

- إمكانية تكوين محافظ ذات تنوع<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> الحاج موسى منصورى، مرجع سابق، الصفحة 32

<sup>2</sup> علي بن الضب مرجع سابق، الصفحة 91

<sup>3</sup> R.Brealy & S.Myers & E.Allen,Op,cit,Les Page 213-214

- قياس علاوة المخاطرة الصافية لكل متغير ولمحددات البيع على المكشوف،
  - خاصية السعر الواحد؛
  - عوائد الأسهم تتولد عن طريق عدد من العوامل على مستوى السوق والقطاع؛
  - تفضيل المستثمر لزيادة الثروة في ظروف عدم التأكد<sup>1</sup>.
- من خلال الفرضيات السابقة الذكر فان هذا النموذج يستند إلى نظرية التسعير في ظل قانون السعر الواحد فيتم التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء بناء على توقعات المستثمرين بشأن العوائد المحققة في ظل هذا القانون إذ يعني التعامل بأصلين متماثلين بأسعار غير مختلفة، كما ترتبط العوائد بمجموعة من المؤشرات، التي تؤثر على عائد أي أصل، ولتطبيق هذا النموذج يجب إتباع مجموعة من الخطوات هي كمايلي:
- تحديد عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية؛
  - قياس منحة الخطر الصافية لكل متغير من هذه المتغيرات؛
  - تقدير حساسية كل سهم بالنسبة لهذه المتغيرات<sup>2</sup>.
- ويركز نموذج التسعير بالمراجعة على فكرة أن الأصول المالية تتأثر جميعها بمعطيات الاقتصاد الكلي وبعض المتغيرات الأخرى، ويمكن التعبير عن العلاقة بين العائد والمخاطرة والعوامل الأخرى بالمعادلة التالية<sup>3</sup>:
- $$R_{it} = a_{0t} + b_{i1}F_{1t} + b_{i2}F_{2t} \dots b_{in}F_{nt} + e_{it} = a_{0t} + \sum b_{ik} F_{kt} + e_{it} \dots \dots \dots (24-2)$$
- حيث  $F_{kt}$ : تمثل العوامل\* في فترة زمنية واحدة؛
- $F_{1t}$ : النمو الحقيقي لدخل القومي خلال السنة  $t$ ؛
- $B_{ik}$ : حساسية عوائد الاوراق المالية  $i$  عند مستوى  $k$ ؛
- $a_{0t}$ : العائد المتوقع في الفترة  $t$ ؛
- $e_{it}$ : عائد الورقة المالية  $i$  في الفترة  $t$ ؛
- $R_{it}$ : المردودية العشوائية في الفترة  $t$  للأصل  $i$

<sup>1</sup> P.Vernimmen.Op.cit.3<sup>eme</sup> edition.2001,Les Page 368-369

<sup>2</sup> R.Brealy & S.Myers, 7<sup>eme</sup> edition.2003, Page234

<sup>3</sup>Idem

\*يرى مؤيدو نظرية العوامل أن العوائد المتوقعة على محفظة مالية تعتمد على عائد ثابت لمصاحب لجميع الادوات المالية مضافا اليها تأثيرات حساسية الاحداث الاقتصادية المختلفة.

### المطلب الثالث: نماذج تقييم الأداء للمحفظة

تعتبر عملية تقييم الأداء من الأساليب الرقابية التي تؤدي تحسين أداء المحفظة، وقد تعددت مداخل تقييم الاداء، سوف نتعرض في هذا المطلب لثلاثة نماذج اقترحت، نموذج (Trey nor 1956) و (Sharpe 1966) ونموذج (Jensen 1968).

#### 1- نموذج شارب (Sharpe 1966):

اقترح شارب نموذجا مركبا على أساس قياس العائد والمخاطر الكلية سواء المنظمة أو غير المنظمة وذلك عند تقييم أداء المحافظ أطلق عليه المكافأة التي تشبه التقلب في العائد، اذ يهدف هذا النموذج الى تحديد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نضير المخاطر الكلية الناتجة عن الاستثمار في المحفظة<sup>1</sup>، كما اقترح أن الاداء التاريخي يبني على أساس مفهوم خط سوق رأس المال والمعادلة التالية توضح نموذج شارب<sup>2</sup>

$$Sp = \frac{Rp - Rf}{\sigma} \dots\dots(25-2)$$

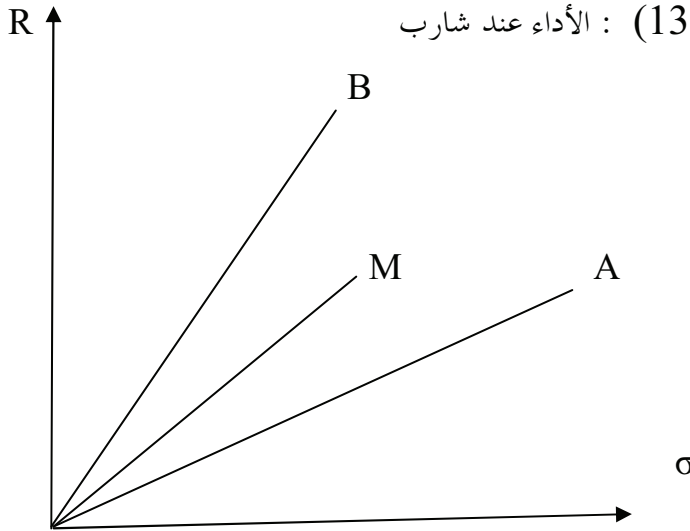
$Rp$  : متوسط عائد المحفظة؛

$Rf$  : معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر؛

$\sigma p$  : مخاطر مقاسة من خلال الانحراف المعياري للمحفظة؛

والشكل البياني التالي يبين الأداء حسب هذا النموذج:

الشكل رقم (2-13) : الأداء عند شارب



Source: B. Jaquillat et B. Solink, Op.cit, Page 117

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة 438  
<sup>2</sup> خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، الصفحة 398

تشكل النقطتين A و B حسب الشكل السابق الأداء للعائد والمخاطرة، وتمثل النقطة M الاستثمار في أصل بدون خطر (أذونات الخزانة)؛

ويتضح من المنحنى أن النقطة B أحسن من المحفظة A باعتبار أنه من أجل أي مستوى للمخاطر، فإنه يمكن الحصول على تركيبة من المحفظة B وأذونات الخزانة أحسن من A، كما نلاحظ أن المحفظة B تحقق أداء أعلى من أداء السوق M باعتبار المستقيم B يقع أعلى من المستقيم M .

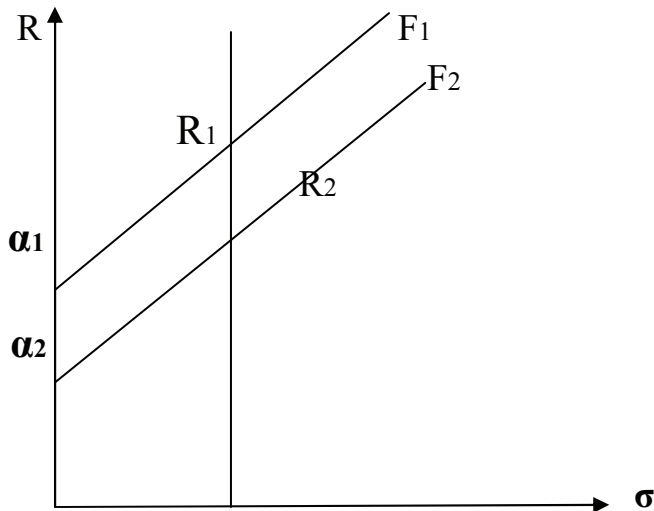
## 2- نموذج ترينور (1968 Treynor):

يرتكز نموذج ترينور على أساس الفصل بين المخاطر النظامية وغير النظامية، يفترض أن المحافظ تم تنويعها تنويعاً جيداً، وعلى هذا الأساس تم قياس المخاطر النظامية، باستخدام معامل  $\beta$  كمقياس للمخاطر المحفظة والمعادلة التالية تعطي كيفية قياس مؤشر ترينور:

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta} \dots\dots\dots (26-2)$$

والمنحنى البياني التالي يفسر لنا طريقة استخدام مؤشر ترينور من خلال خط الانحدار أو المستقيم:

الشكل رقم (2-14): الأداء حسب ترينور



Source: B. Jaquillat et B. Solink, Op.cit, Page 117.

نلاحظ من خلال النقطتين  $F_1, F_2$  واللذان تمثلان قيمتين ماليتين خطيي الانحدار، كما هو في الشكل ونلاحظ أن الخطين متوازيين وهذا يعني أن القيمتين  $F_1, F_2$  لهما نفس القيمة  $\beta$  وبتالي نفس مستوى المخاطرة كما أن القيمة  $F_1$  أحسن أداء من القيمة  $F_2$ ، وبما أنه مها كانت مردودية مؤشر السوق فان القيمة  $R_2$  الموافقة لـ  $F_2^1$ .

### 3- نموذج جنسن (1968 Jensen) :

قدم " جنسن " نمودجا يقوم على فكرة إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد عرف " الفا " وتمثل متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي يطلق عليها بعلاوة الخطر لسوق، وقد ترجم ذلك من خلال المعادلة<sup>2</sup>:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta p (R_m - R_f) \dots \dots (27-2)$$

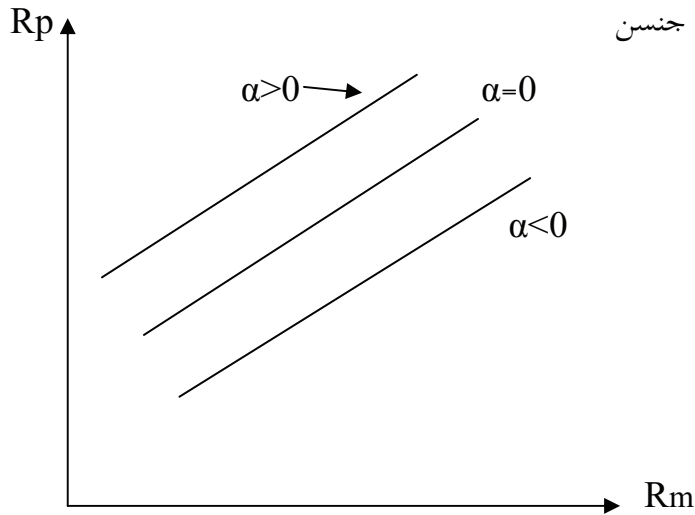
$\alpha$ : يمثل معامل ألفا؛

$R_p$ : متوسط عائد المحفظة؛

$R_f$ : متوسط عائد السوق (عائد محفظة السوق)؛

وتشير المعادلة السابقة إلى أنه إذا كانت  $\alpha$  أكبر من الصفر، فان أداء المحافظ في مستوى جيد، وإذا كانت أقل من الصفر فان أداء المحافظ سيئ، أما إذا كانت قيمة  $(\alpha=0)$  فيشير ذلك إلى التوازن، أي أن عائد المحفظة لا يختلف عن عائد السوق والمنحنى البياني التالي يفسر لنا هذا النموذج:

الشكل رقم (2-15) : الأداء حسب جنسن



Source: B. Jaquillat et B. Solink.Op,cit,p124.

<sup>1</sup> محمد شاکر، المحافظ الاستثمارية تكوينها وإدارتها، ورقة عمل، هيئة سوق الاوراق المالية، بورصة ابوظبي، الامارات، 2005، الصفحة 30

<sup>2</sup> : B. Jaquillat et B. Solink ,Op.cit,Page126

نلاحظ من خلال الشكل رقم (2-15) أن المحفظة الأحسن هي المحفظة الأولى لأنها ذات أداء جيد حسب جنسن وذلك لان معامل  $\alpha > 0$ ، أما المحفظة الثانية فهي في حالة توازن لأن  $\alpha = 0$  أي أن العائد المحقق فيها يساوي إلى عائد السوق، أما المحفظة الثالثة فهي ذات عائد سيئ لأن  $\alpha < 0$

لوقمنا بالمقارنة بين الطرق الثلاثة فانه يتضح لنا مايلي:

- يختلف مقياس شارب عن مقياس ترينور في قياس المخاطر، إذ يعتمد شارب على الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر، أما ترينور فيعتمد على معامل بيتا، كما أن ترينور يفسر أداء المحفظة من زاوية مدى قدرة مديرها تفادي المخاطر غير النظامية عن طريق التنويع، في الأخير فان هذان النموذجان يصلان إلى نفس النتائج<sup>1</sup>؛

- يعتمد نموذج جنسن مباشرة على " medaf " لتطوير أو تكوين تقدير الأداء، ومع ذلك فهو لا يشبه إلى حد ما مقياس ترينور من صلة قياس الأداء، فإذا كانت الاستثمارات المقيمة قد تم تنويعها بصورة كاملة فان مؤشر ترينور يساوي مؤشر شارب مضروبا في الانحراف المعياري للسوق، فإذا كانت الاستثمارات المقيمة لم تكن مصنفة بصفة بصورة جيدة فان تدرج الأداء يكون مختلفا إذا استخدمنا ترينور؛

- كما اعتمد نموذج شارب وترينور على نفس المقاييس لمعدل العائد التاريخي من المعدل بدون خطر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، الصفحة 280  
<sup>2</sup> خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، الصفحة 398

## خلاصة الفصل:

كنتيجة حتمية لطبيعة الفرد سواء كان مستثمرا أو مضاربا وميله نحو الرغبة في تحقيق أهدافه كتضحيته بأمواله الحالية للحصول عليها مع فوائض مستقبلا، ظهر مفهوم العائد وقد تعلق هذا الأخير بالمخاطر الناتجة عن الانتظار أو تكلفة الوقت؛

فقد ظهرت نظرية المحفظة لتجسد مفهوم العائد والمخاطرة والعلاقة بينهما، واستخدام العلاقة: - مردودية مخاطرة- كما جاء بها ماركويتز، واستمدت هذه النظرية مفهومها من العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة؛ وامتدادا لهذه النظرية ظهر نموذج توازن الأصول المالية ليدلنا على كيفية وضع تسعير للأصل الرأسمالي؛ وقد وضع هذا النموذج كأساس لتنظيم الاستثمار في الأوراق المالية، كما أكد أن المخاطر التي يتحملها المستثمر هي المخاطر النظامية والتي تقاس بمعامل بيتا، كما تم التوصل إلى النقاط التالية :

- يمكن للمستثمر تحمل المخاطر النظامية عندما يكون هناك عائد يعوضه عن تحمل هاته المخاطر؛
- تصرفات المستثمر تبنى على العلاقة ما بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية والتي يمكن السيطرة عليها؛
- تهتم نظرية السوق في كيفية تحديد الأصول المختلفة، والتي يرغب المستثمر من خلالها في بناء محفظته؛
- المخاطر غير النظامية يمكن السيطرة عليها عن طريق التنويع أو الإدارة الكفئة؛
- الهدف من استخدام نموذج توازن الأصول المالية هو بناء وتكوين محفظة ذات توليفة تحقق للمستثمر أكبر عائد عند مستوى مقبول من المخاطرة؛
- علاوة المخاطرة توفر للمستثمر مستوى من الأمان للوصول إلى العائد المطلوب والذي يغطي العائد المتوقع.



أظهرت الدراسات السابقة التي بدأها ماركويتز عام 1952 وهي المحاولة الأولى لتطوير المحافظ المالية وهو بذلك يهدف إلى تجسيد سلوك المستثمر نحو العائد والمخاطرة من خلال استخدام المنطق العلمي الذي ظهر في علاقات رياضية باستخدام البرمجة الخطية وما اتصف به ذلك النموذج من التعقيد الأمر الذي حدى بالباحثين إلى تطوير النماذج بما يسهل استخدامها في اختبار المحافظ المالية حسب رغبات وحاجات المستثمرين حيث قام شارب باستخدام البرمجة الخطية وبناء نموذج بسيط ولم يتوقف البحث في هذا المجال، إذ تم تطوير تلك الأساليب من خلال دراسة متغيرات النموذج المتمثلة بالعوائد ودرجات المخاطرة المتوقعة ويتم التعبير عنها بقيم كمية ومع ذلك فإن اختيار المحفظة المالية بموجب النماذج الكمية لم يحل المشكلة وهنا يأتي دور مدير المحفظة في المحافظة على خصائص المحفظة من حيث العائد والمخاطرة، لذلك فإن الدراسات التي قام بها الباحثون في الأسواق المالية العالمية لمعرفة أثر حساب المخاطرة والتنويع على أداء المحافظ المالية ارادو من ذلك تعزيز مهارات مديري المحافظ العقلية والفكرية والتي تجعل من عملية بناء المحفظة وما تحمله من مخاطرة وعائد متوقع حسب رغبات المستثمرين أمر سهل.

ونظرا لتطور الذي شهدته نظريات المحفظة، والفرضيات التي قامت عليها أهم النماذج التي جاءت لتبرز العلاقة الموجودة بين العائد والمخاطرة، للإيجاد توليفة مكونة من مجموعة استثمارات تحقق للمستثمر أكبر عائد عند مستوى معين من المخاطرة، كما أن هاته النماذج ما يعاب عليها صعوبة تحقيقها في الواقع كنموذج توازن الأصول المالية، وهذا راجع للإرتباطها بفرضية السوق الكفاء .

حاولت هذه الدراسة تقدير و اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام نموذج توازن الأصول المالية للأسهم الشركات المدرجة بالبورصة لعينة تتكون 15 شركة مدرجة بسوق مسقط للأوراق المالية، وذلك بعد اختبار كفاءة السوق المالي لمسقط العماني عند المستوى الضعيف، خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

استنادا إلى مختلف الاختبارات الخاصة بدالتي الارتباط الذاتي والجزئي والاختبارات الخاصة باستقرارية السلاسل الزمنية والمتمثلة في اختبار (ADF(1981), PP(1988) والمطبقة على سلسلة أسعار الأسهم المدرجة بسوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين -01/01/2003 11/28/2008 (حوالي 1542مشاهدة يومية) تم التوصل إلى أن سلسلة مؤشر مسقط بها جذر وحدوي، وغير مستقرة يعني أن الأسعار تحدد عشوائيا، كما أن العوائد عشوائية ذات تذبذب ومنه سوق مسقط للأوراق المالية لا يتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف، وهي نتيجة مطابقة لدراسة كل

من فراس خضير الزبيدي ومؤيد محمد علي خلال الفترة 1998/1/2 - 2001/12/31 في سوق بغداد للأوراق المالية ومنه نكون قد أجبنا على الإشكالية الأولى وعليه نرفض الفرضية الأولى.

كما أسفرت نتائج تقدير واختبار العائد والمتوصل إليها سابقا إلى أن العلاقة النظرية بين العائد والمخاطرة غير متوفرة وتتسم بالضعف نظرا لعدم توفر أهم فرضيات النموذج ألا وهي فرضية السوق الكفاء أي عدم انعكاس المعلومات على أسعار الأسهم، وبالتالي نرفض الفرضية الثانية.

مما تقدم يتضح أهمية نموذج توازن الأصول المالية بالرغم من الانتقادات الموجهة له فهو يفيدنا في تقييم أي مشروع استثماري، كما أنه يقدم مقياس مناسب عن المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها المستثمر باعتبارها المتغير الوحيد الذي يتأثر بالعائد الذي يطلبه، كما أن العلاوة التي يطلبها المستثمر تزيد كلما زادت هاته المخاطرة، وبالتالي يمكن تعويض المستثمرين بعلاوة نتيجة تعرضهم للمخاطرة ومنه نقبل الفرضية الثالثة.

#### توصيات وآفاق الدراسة

إن أهم التوصيات التي يمكن أن تذكر في هذا المجال أن العائد والمخاطرة مرتبطان ببعضهما البعض وأن مدير المحفظة يولي هذه العلاقة أهمية كبيرة لأنها تشكل تفضيلات المستثمر في بناء المحافظ المالية حيث يمكن تقسيم التوصيات إلى:

#### 1. توصيات تخص الأسواق المالية:

- ✓ التأكيد على ضرورة إيجاد نظام يهدف إلى تكتل الأسواق المالية خاصة العربية؛
- ✓ العمل على تجسيد وتطبيق مفهوم حوكمة الشركات وذلك بهدف التقليل من الاحتكار والوصول إلى مستوى من الشفافية في عرض وإفصاح القوائم ذات العلاقة بالسوق المالي، أي عدم تحقيق الربح غير العادي والوصول إلى الكفاءة الاقتصادية؛
- ✓ محاولة التوسيع القطاعي في سوق مسقط المالي، وذلك بهدف جلب الإستثمارات الخارجية؛

✓ استخدام الوسائل المتطورة والتي تساعد على وصول الأحداث المتعلقة بأسعار الأوراق المالية؛

✓ تكوين مؤسسات ذات الخدمات المالية، وذلك بهدف تمكين المستثمرين والباحثين للحصول على المعلومات والبيانات بسهولة وبأقل تكلفة؛

## 2. توصيات تخص مدراء المحافظ والمستثمرين:

✓ يجب أن يكون مدير المحفظة أو المستثمر يتمتع بالرشادة والخبرة مما يمكنه من إدارة استثماراته؛

✓ على المدير أن يضع توقع احتمالي للخسارة والعائد المتوقع؛

✓ هناك إمكانية لحساب الخسارة المحتملة والتي تشكل درجة المخاطرة التي يرغب فيها المستثمر؛

✓ يجب أن يكون مدير المحفظة على دراية كاملة بالأساليب التي تجعل من اتخاذ الإجراءات الوقائية مقبولة للحد من فرص احتمال تحقق الخسارة؛

✓ امتلاك بعد النظر الاستثماري إذ هناك مدة زمنية مناسبة لإنضاج وتنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد.

✓ كما ينبغي على المستثمر أن يهتم بالابتكارات وتنويعها لتقليل هامش الخطأ وتضييق احتمال حدوث الخسارة.

## آفاق الدراسة:

✓ إمكانية بناء نموذج متعدد العوامل و نموذج التسعير بالمراجعة APT بناء على انتقادات نموذج MEDAF.

✓ إعادة تطبيق الدراسة على بورصة القيم بالجزائر.

✓ محاولة بناء النموذج في الأسواق المالية التي تتمتع بالكفاءة .

- 1- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية، دار السيرة، عمان، الأردن ط2 2004
- 2- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 3- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالية الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر عمان، الأردن، 2006.
- 4- أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج لنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2003.
- 5- الحاج موسى منصور، اثر محطّر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية، رسالة ماجستير تخصص مالية، جامعة ورقلة، 2008 .
- 6- أمين أحمد السيد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005
- 7- إبراهيم بختي، الدليل المنهجي في أعداد وتنظيم البحوث العلمية (المذكرات)، جامعة ورقلة الجزائر: <http://bekhti.online.fr> 2010/11/23
- 8- إبراهيم كراسية، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، ابوضبي، مارس 2006.
- 9- أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار بالبورصة، دار السحاب لنشر، القاهرة 2008
- 10- أوكيل نسيم، تحليل الاستثمار في الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2003
- 11- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- 12- بلعزوز بن علي، مداخلة بعنوان إستراتيجية التحوط وإدارة المخاطر، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية إدارة المخاطر الواقع والآفاق، 25/ 26 نوفمبر 2008، جامعة الشلف، الصفحة 16.
- 13- تومي صالح، مدخل نظرية القياس الاقتصادي، ج2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1999.
- 14- جبار محمد، البورصة وموقعها من العمليات المالية، ج 1، ط1، دار هومة، الجزائر، 2002 . 15-
- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ط1، 2002 .

- 16- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ط1، 2002
- 17- جموح سهيلة، الاستثمار في الأوراق المالية- نظرية ماركوفتيز - مذكرة ماجستير، مالية ونقود جامعة الجزائر، 2003 .
- 18- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، الأردن، ط2، 2001.
- 19- حوري زينب، إدارة المخاطر ومعالجتها، مجلة العلوم الإنسانية ، عدد 22 ديسمبر 2004 ، جامعة قسنطينة 2004.
- 20- حسين خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مؤسسات التجهيز المكتبية، عمان، الأردن.
- 21- خالد وهيب الرواي، إدارة المخاطر المالية ، دار المسيرة ، عمان ، الأردن ، 2009 .
- 22- ربابعة عبد الرؤوف، خطاب سامي، "التحليل المالي وتقييم الأسهم"...، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية (بورصة أبو ظبي) ، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005.
- 23- رستمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط1، 2005.
- 24- رضا بن عاشور، إدارة الأخطار الكبرى، دراسة حالة الصناعة الصيدلانية الجزائرية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 2008
- 25- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل لنشر، الأردن، ط3 ، 2005.
- 26- طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل، عمان الأردن، ط1، 2009.
- 27- \_\_\_\_\_، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الأردن، 1997 .
- 28- طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2003 .
- 29- \_\_\_\_\_، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 30- \_\_\_\_\_، المشتقات المالية، الدار الجامعية، لطبع والنشر، الإسكندرية ، ج5، 2001.
- 31- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية 2002.

- 32 - \_\_\_\_\_، مستقبل أسواق رأس المال العربية، منشأة المعارف مصر، الإسكندرية 1995.
- 33- \_\_\_\_\_، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 1999.
- 34- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق لنشر والتوزيع عمان الأردن، ط1، 2005.
- 35- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث 2007.
- 36 - \_\_\_\_\_، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية 2007.
- 37- \_\_\_\_\_، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 38- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 39- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط3 2005.
- 40- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07، 2010/2009.
- 41- \_\_\_\_\_، مداخلة بعنوان إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية إدارة المخاطر الواقع والآفاق، جامعة الشلف، 2008، الصفحة 11
- 42- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل لنشر، عمان، الأردن، ط1، 2005.
- 43- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل لنشر، الأردن، عمان، ط5، 2009.
- 44- \_\_\_\_\_، إدارة المحافظ الاستثمارية الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق لنشر والتوزيع ط2، عمان 1993 .
- 45- محمد يوسف ياسين، البورصة عمليات البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004 .
- 46- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة مخاطر المؤسسات عدا التأمينية، ديسمبر 2003.

- 47- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان الأردن ، ط1، 2004 .
- 48- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة لنشر، عمان، الأردن، ط1، 2008.
- 49- عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2004.
- 50- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية، لنشر الإسكندرية ، 2000.
- 51- علي بن الضب، دراسة أثر الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، علوم التسيير ، 2008.
- 52- غازي فلاح المؤمني ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار المناهج لنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2009 .
- 53- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن، ط1، 2006 .
- 54- فيصل حمدي، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة ، رسالة ماجستير، علوم اقتصادية، جامعة ورقلة، 2006 .
- 55- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة لنشر، عمان، الأردن، 2009 .
- 56- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية ، عين شمس، 2006.
- 57- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية لنشر، عمان، الأردن، 2009
- 58- شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، الأطلس لنشر، الجزائر، 1999.
- 59- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار الصفاء لنشر، عمان، الأردن، ط1، 2003،
- 60- وليد صافي، انس البكري، الأسواق المالية والدولية ، دار المستقبل لنشر، عمان ، الأردن ط 1, 2009 .

- 1- Abdelkadader Beltas , **marches des capitaux**, édition legendre, Alger ,2008.
- 2- A. Black. P wright. J Bachman, **Gestion de la valeur Actionnaire**. ED. Dounud. Paris. 199
- 3- Achelis, Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Relative Strength Index",Downloadable at:  
**[www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=93](http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=93)**.consulte r:07/01/2011
- 4- Abdelfettah BOURI ,**Gestion Financière**, OPU ,Alger,2007.
- 5- Aswath DAMODARAN. **Finance d,entreprise**.Edition de boeck.2<sup>eme</sup> edition. paris.2005.
- 6- B.Jacouillat & B,solnik ,**Les marches financiers et Gestion portefeuille**, édition DUNOD ,Paris, Page 88.
- 7- Bernard Barthélémy, **Gestion des risques**, Edition dorganiston, paris, 2000.
- 8- BROUET.COBBAUT et GILLET. Van den BERG, **Gestion de portefeuille** , ediition de boeck,4<sup>e</sup>.edition.2004, Paris.
- 9- Erik Banks & Richard Dunn , **Practical risk management.an executive guide to avoiding surprises and losses**, John Wiley & Sons Ltd , England, 2003
- 10-Jacques Telilie & Patrick Topascalian, **Finance**, Vuibert, Paris, 3<sup>e</sup> edition, 2000
- 11- Jossette Peyrad. **La bourse**. Edition vuibert. , 5<sup>eme</sup> edition.Paris. 1997.
- 12- JACQUES HAMON, **Bourse et Gestion portefeuille**, Economica, Paris, 2000.
- 13- Gerard Marie Henry, **les marches financiers**, ED Armond colin, paris, 1999
- 14- NOEL AMENC et VERONIQUE LE SOURD, **Gestion quantative des portefeuilles d actions**, economica ,Paris. 1998
- 15- Paul-jacques lehman , **Bourse et marchés financiers**, Édition dunod paris ,2<sup>e</sup> edition ,2005.



- 16- Pierre Vernimmen, **Finance d entreprise**, 3<sup>e</sup> edition, Dalloz ,Paris, 1998.
- 17- Pierre Ramage, **Finance de marches**, édition d Organisation, paris,2002
- 18- Pascal Alphonse etc,**Gestion portefeuille et marches financiers**, edition pearson,2010.
- 19- Richard Brealey & Stewart myers & Franklin Allen .**Principes de gestion financière** .Edition speciale pearson education France ,paris,8<sup>e</sup> edtion ,2006.
- 20- Roger Miller, David Van Hoose , **Money,Banking and Financial Markets**, south Western, Publishing,Thomson Learning, United States Of America, 2001
- 21- R.BOURBONNAIS, **Économétrie**.5<sup>eme</sup> edition Dunod, Paris.2005.
- 22- Sylvie de Coussergues, **La gestion de la banque** , Edition Dounud, 2<sup>eme</sup> édition, Paris, 1996.
- 23-Salvador Ballada,Jean- Claude Coille, **Outils et Mécanismes Gestations Financière**, Édition maxima, paris.
- 24- Vaughan, Emmett and another, **Fundamentals of Risk and Insurance**, Johnwiley & sons, 1999.
- 25- Louis Esch, Robert Kieffer et Theery Lopez, **Asset et risk management**, edition debook ,1<sup>er</sup> edition, paris, 2003.
- 26- Zvi Bodi et Robert Merton. **Finance**. Edition francaise.2<sup>eme</sup> edition paris 2005.

المواقع الالكترونية:

- 1-www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=32: le 07/01/2011
- 2-www.cma.gov.om/template/?c=1&s=59 , le 11/12/2010
- 3-www.msm.gov.om/pages/default.aspx?c=351&id=227 , le 28/12/2010
- 4-www.msm.gov.om/pages/default.aspx?c=100 -28/12/2010 : تاريخ الاطلاع:
- 5-www.mof.gov.om/files/pupdf , Le 26/01/2011.
- 6-www.knowledgemanager.com/arabic/forums/showthread.php?2136s=724eac02292f05883a73e7dc5b1af221 le 26/01/2011

7-[www.mubasher.info/portal/msm/homePage.html](http://www.mubasher.info/portal/msm/homePage.html) ,26/01/2011

8- [www.al-sharq.com/articles/print.php?id=120187](http://www.al-sharq.com/articles/print.php?id=120187) le 11/12/2010