جامعة قاصدي مرباح ورقلة – الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

في الميدان: علوم اقتصادية و التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

تخصص: مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة: فاطمه الزهره حلاسه

بعنوان:

تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية

دراسة مقارنة بين قطاع البناء، الأجهزة البرمجية، التأمين والخدمات المالية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء المغرب خلال الفترة 2013-2017

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:2018/05/08

أمام اللجنة المكونة من السادة:..

الأستاذ/ محمد قوجيل(أستاذ محاضر أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الأستاذ(ة)/ لمياء عماني(أستاذ(ة) محاضرأ جامعة قاصدي مرباح– ورقلة) مشرفا

الدكتور/عبد الباقي بوضياف (أستاذ محاضرب، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2018/2017

الإهـــداء

إلى التي إرضائها بعد الله كنز ثمين إلى العين الساهرة ، إلى النور الذي يدفعني إلى من تشاركني أفراحي وأحزاني،أمي العزيزة

– أم الخير – أطال الله في عمرها

إلى الذي رباني وأحاطني برعايته وحبه و دعواته أبي الغالي –محمود– أطال الله في عمره

إلى الذي زرع في قلبي حب العلم إلى الذي بنصائحه وإرشاداته وصلت إلى الطريق أخي العزيز – عزالدين–

حفظه الله ورعاه

إلى الذين تعلمت معهم كيف أعيش وتقاسمت معهم الأفراح والأحزان إلى إخوتي وأخواتي

إلى الذين جمعتني بهم ألطف الأهداف وأحلى الأيام فكانوا لي خير الأحبة و الصديقات

إلى كل من قدم لي يد المساعدة في انجاز هذه المذكرة من قريب أو بعيد.

فاطمه الزهره

شكر وعرفان

الحمد لله الذي بشكره تدوم النعم والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد صلى عليه وسلم. كما يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بخالص الشكر إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا البحث،وأخص بالذكر الدكتورة" لمياء عماني" التي صخرة وقتها وجهدها في متابعة هذا البحث من أوله إلى أخره، فكانت توجيهات القيمة وملاحظاتها النيرة حافزا وسندا قويا على إتمام هذا البحث.كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة لإثراء هذا البحث بملاحظاتهما لقيمة.

وفي الأخير أزف عبارات الشكر والتقدير إلى كل من قدم يد العون والمساعدة من قريب أو بعيد بتقديمهم للمعلومات والنصائح القيمة أو حتى بالتشجيع

فاطمه الزهره

ملخـص:

تهـدف هـذه الدراسـة إلى حسـاب المخاطـر النظاميـة و العوائـد المرتبطـة بهـا، و المقارنـة بـين ثلاثـة قطاعـات، مـن خـلال18سـهم لشـركات مدرجـة في بورصـة الـدار البيضـاء المغـرب لـلأوراق الماليـة خـلال الفـترة 2013-2017، موزعـة علـى قطـاع البنـاء، قطـاع التأميـن، قطـاع الأجهـزة البرمجيـة. و ثـم حسـاب معامـل بيتـا لقيـاس درجـة المخـاطر النظاميـة مـن أجـل إجـراء مقارنـة بيـن الأسـهم وقطاعـات المدرجـة ضمنهـا، و للإيجـاب علـى إشكاليـة الدراسـة، ثـم تشكيـل ثلاثـة محافـظ مـن أجـل اختيـار أفضـل محفظـة يمـكن أن تخلق ثروة من الأخرى من خلال معيار مؤشر القيمة.

توصـلنا في هـذه الدراسـة إلى أن قطـاع الأجهـزة البرمجيـة هـو أفضـل قطـاع مـن بـين القطاعـات الثلاثـة و أن مستويـات المخاطـر النظاميـة تخـتلف بدرجـة اختـلاف تـأثير المردوديـة المحققـة علـى المردودية المطلوبة.

الكلمـات المفتاحيـة: مخـاطر نظاميـة، عائـد، معـدل العائـد المطلـوب، معـدل العائـد المحقـق، نمـوذج تقـيم الأصول الماليـة.

Abstract:

This study aims to the calculate the systemic risk and associated returns , and The comparison of three sectors, Through 18 shares For companies listed on the Casablanca Stock Exchange Securities during the period 2013-2017, Distributed over the construction sector, Insurance Sector, Software Hardware Sector. And then calculate the beta coefficient to measure the degree of systemic risk In order to make a comparison between stocks And the sectors listed therein, And to answer the Problematic of study, Then forming Three wallets In order to choose the best purse Can create wealth From the other Through the standard value indicator

We arrived at this study The software hardware sector is the best Sector among the three sectors And that the levels of systemic risk vary to the extent that the impact of the realized profitability on the required cost is different.

key words: Systemic risks, Returning, Rate of return required, The rate of return realized, Financial Assets Assessment Form.

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات	الصفحـة
إهداء	III
الشكر	VI
الملخص	V
قائمة المحتويات	IIV
قائمة الجداول	IIIV
قائمة الأشكال البيانية	XI
قائمة الملاحق	X
المقدمة	ا
الفصل الأول: تقدير المخاطر النظامية في الأسواق المالية	
تمهيد	2
المبحث الأول:المخاطر النظامية ونموذج تقيم الأصول المالية	3
المبحث الثاني: الدراسات السابقة	21
خلاصة الفصل	25
الفصل الثاني :الدراسة الميدانية لبورصة دار البيضاء المغرب	
تمهيد	27
المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة	28
المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها	33
خلاصة الفصل	57
خاتمة	58
قائمة المصادر والمراجع	61
الملاحق	64
الفهرس	74

قائمة الجداول

قائمة الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(2-1)	عينة الدراسة	30
(2-2)	نتائج تقدير معامل بيتا	31
(2-3)	نتائج المقارنة مخاطر النظامية بين لأسهم المدرجة في قطاع البناء ومواد البناء	32
(2-4)	نتائج المقارنة مخاطر النظامية بين لأسهم المدرجة في قطاع الأجهزة البرمجيات	33
(2-5)	نتائج المقارنة مخاطر النظامية بين لأسهم المدرجة في قطاع التأمين والخدمات المالية	35
(2-6)	المخاطر النظامية للقطاعات الثلاثة	36
(2-7)	نتائج معدل عائد المطلوب المردودية المالية المحققة ومؤشر القيمة	38
(2-8)	الأسهم التي حققت أقل معدل عائد مطلوب وأكبر معدل عائد محقق	39
(2-9)	الأسهم التي حققت أكبر معدل عائد مطلوب وأقل معدل عائد محقق	40
(2-10)	تشكيل محفظة للقطاعات الثلاثة	41
(2-11)	نتائج المحافظة المشكلة للقطاعات الثلاثة	42

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	مخاطر نظامية للأسهم المدرجة في قطاع البناء ومواد البناء	33
(2-1)	مخاطر نظامية للأسهم المدرجة في قطاع الأجهزة البرمجيات	34
(3-1)	مخاطر نظامية للأسهم المدرجة في قطاع التأمين والخدمات المالية	36
(4-1)	يمثل مخاطر نظامية للقطاعات الثلاثة	40
(5-1)	الأسهم التي حققت أقل معدل عائد مطلوب وأكبر معدل عائد محقق	42
(6-1)	الأسهم التي حققت أكبر معدل عائد مطلوب وأقل معدل عائد محقق	43
(5-1)	ترتيب نتائج معدل عائد مطلوب لمحفظة قطاع البناء، الأجهزة البرمجية وقطاع التأمين	44
(6-1)	ترتيب نتائج المردودية المالية المحققة لمحفظة قطاع البناء الأجهزة البرمجية وقطاع ،	49
(7-1)	ترتيب نتائج خلق الثروة لمحفظة قطاع البناء، الأجهزة البرمجية وقطاع التأمين	50

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
(1)	عائد السوق الشهري	56
(2)	عائد الأسهم الشهري	57
(3)	الأموال الخاصة	60
(4)	نتيجة الصافية	61

مقدمـــة

– توطئة:

تعـد الأسـواق الماليـة مـن أهـم الركـائز الإقتصـادية في بلـدان العـالم، حيـث يعتـبر الاسـتثمار المـالي عمليـة قائمـة بـذاتها لهـا أهـدافها ووسـائلها كمـا تتطلـب اسـتخدام اسـتراتيجيات وقـدرة كبـيرة علـى قـراءة التوجهـات المسـتقبلية، كمـا أصـبح مـن المواضـيع الـتي تحتـل مكانـة مهمـة وأساسـية في أولويـات الدراسـات الاقتصـادية، الماليـة، المصـرفية، الإداريـة وغيرها من التخصصات.

نظـرا لمـا لـه مـن أهميـة كبـيرة بسـبب التطـورات الـتي شـهدها مـن عـدة نـواحي فقـد ظهـرت بعـض الدراسـات المهتمـة بكيفيـة التعامـل مـع المخـاطر عنـد اختيـار الاسـتثمارات المناسـبة كمـا يجـد المسـتثمرين أنفسـهم في تـردد كبـير في اختيـار مجـال الاسـتثمار الـذي يوظفـون فيـه أمـوالهم وكـذا اختيـار الأداة المثلـى مـن الاسـتثمار الـتي تسـمح لهـم بتحقـق أكـبر عائد ضمن مستوي معين من المخاطرة.

كمـا يعتـبر وجـود سـوق أوراق الماليـة قـادر علـى خلـق وتخصـيص المـوارد الماليـة بكفـاءة لخدمـة لتمويـل المتطلبـات الأساسـية لتحقيـق معـدلات نمـو عاليـة وقابلـة لاسـتمرار، والـدول العربيـة كغيرهـا مـن الـدول الناميـة تتطلـع إلى تحـديث وتقويـة هـذه الأسـواق، رغـم الإصـلاحات الكبـيرة الـتي قامـت بهـا الـدول العربيـة علـى مسـتوي أسـواقها فـإن نقـاط الضـعف عديدة، و لازالت قائمة.

فـإن وسـائل الاسـتثمار في الأوراق الماليـة وأسـاليبه تعـددت و تنوعـت في توجـه المسـتثمر أموالـه نحـو الاسـتثمار في الأسـهم والسـندات وغيرهـا مـن الأوراق الماليـة لتحقيـق عوائـد متوقعـة ولعـل مـن أهـم هـذه الوسـائل أو الأدوات هـو تكـوين محفظـة ماليـة لـتخلص مـن المخـاطر غـير النظاميـة وتقليـل مـن المخـاطر النظاميـة حيـت كـان هـاري ماركويتز أول مـن نـاقش فكـرة المخـاطر وعلاقتهـا بتغـيرات العائـد، كمـا طهـر نمـوذج تقـيم الأصـول الماليـة امتـداد لنظريـة المحفظـة الـذي أنشـأه وليام شرب سنة 1994 و الذي يقوم على بناء العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية.

ب– إشكالية الدراسة:

مـن المعـروف أنـه مـن وراء كـل عمليـة اسـتثمارية تحقيـق عائـد بأقـل مخـاطرة، ومـع ذلـك فـان الاسـتثمار في الأوراق الماليـة ذات العائـد الأعلـى والـتي تنطـوي علـى مقـدار مخـاطرة عاليـة يمكـن أن يـؤدي إلى خسـارة الثـروة كلهـا وفـق مـا خطـط لـه المستثمر. ومن هنا يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية كالتالي:

- **هـل توجـد علاقـة بـين المخـاطر النظاميـة و العوائـد للقطاعـات الـثلاث، قطـاع البنـاء، قطـاع التـأمين و قطـاع الأجهـزة البرمجيـة لعينـة مـن شـركات مدرجـة فـي بورصـة دار البيضـاء المغـرب خـلال الفتـرة 2013–2017؟**

وتتفرع تحت هده الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

1-هل تختلف العلاقة بين المخاطر النظامية و العائد المطلوب والمحقق بين الشركات داخل نفس القطاع

2-هل تختلف العلاقة بين المخاطر النظامية و العائد المطلوب والمحقق بين القطاعات؟

3- هل تختلف القطاعات من حيث قدرتها على خلق الثروة بمؤشر القيمة

ت- فرضيات البحث:

على ضوء ما تم طرحه من أسئلة حول موضوع البحث، وأملا في تحقيق أهداف البحث، يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات التي نسعى لاختبارها وهي على النحو التالي:

1- هناك اختلاف بين المخاطر النظامية و العائد المطلوب والمحقق بين الشركات داخل نفس القطاع

2- هناك اختلاف العلاقة بين المخاطر النظامية و العائد المطلوب والمحقق بين القطاعات؟

3- تختلف القطاعات من حيث قدرتها على خلق الثروة بمؤشر القيمة.

ث مبررات اختيار الموضوع:

- الاهتمام المتزايد بموضوع الدراسة من قبل المستثمرين والمساهمين؛
- الرغبة و الميول الشخصي للبحث في هدا النوع من المواضيع بهدف التحكم في المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية؛
- الرغبة في التعرف على ما يدور في الأسواق المالية.

ج -أهمية الدراسة:

- تسلط الضوء على خصائص البيئة المالية في بورصة الدار البيضاء المغرب؛
- إبراز المخاطر المالية وكيفية قياسها، بإحدى السبل المتاحة التي تضمن تدنئتها إلى أنى مستوى عند مستوى عائد مقبول؛
- محاولة التحكم في الأساليب الحسابية وربطها بالتحليل المناسب؛
- يعتبر بناء نموذج تقيم الأصول المالية مرتبط بأهداف التسيير المالي.

ح- أهداف الدراسة:

تهدف هده الدراسة إلى:

- نحاول في هده الدراسة التعرف على السوق المغربي للأوراق المالية؛
- الوقوف على القرارات الواجب اتخاذها من طرف المستثمر؛
- كيفية تقدير المخاطر النظامية؛
- تقديم تفسير وتحليل يساعد فهم سلوك أسعار الأسهم المدرجة في السوق بالشكل الذي يمكن المستثمر من رسم سياساتهم الاستثمارية في اختيار الأسهم المراد استثمار فيها.

خ – حدود الدراسة:

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في سوق المغربي للأوراق المالية، أما الحدود الزمنية للدراسة فتمتد من 2013-2017، ويمكن التفصيل في الحدود الزمنية والمكانية للدراسة كمالي:

تتمثل حدود دراسة تقدير معامل بيتا لقياس المخاطر النظامية لسوق المغربي المالي، في سلوك الأسعار الشهرية لأسهم الشركات المدرجة، والمعبر عنها بأسعار الإغلاق ومؤشر السوق خلال الفترة الممتدة من 2013/01/01- 2017/12/31، وقد تم تقدير المخاطر النظامية ومعدل العائد المطلوب لعينة من الشركات المسعرة في بورصة دار البيضاء وتتمثل في 18شركة موزعة على 3 قطاعات (قطاع البناء ومواد البناء، قطاع التجهيزات البرمجية والالكترونية، قطاع التأمين والخدمات المالية)،خلال 5 سنوات.

د- منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

قصد دراسة هذا الموضع للإجابة على الإشكالية المطروحة و اختيار فرضياته والبحث في جوانبه المختلفة والحصول على نتائج وإعطاء تفسيرات استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي، من خلال دراسة الإطار النظري حول العائد، المخاطرة و نموذج تقييم الأصول المالية، أما الجانب التطبيقي فاستعمل منهج دراسة حالة لتحليل النتائج المتوصل إليها.

ذ- صعوبات البحث:

- صعوبة جمع المعطيات وتلخيصها من الموقع الإلكتروني للبورصة محل الدراسة؛
- صعوبة الربط بين التحليلات النظرية وإسقاط ذلك على الجانب التطبيقي في تحليل النتائج؛
- صعوبة حصر الفرضيات؛

– صعوبة إيجاد الدراسة السابقة المتعلقة مباشرة بالموضوع.

ر– هيكل البحث:

للإجابة على إشكالية الدراسة، ولتحيق أهدافها قسمت هذه الدراسة إلى مقدمة، خاتمة، وفصلين، حيث خصص الفصل الأول للجانب النظري وذلك للإحاطة بجوانب الموضوع، كما خصص الفصل الثاني للدراسة التطبيقية وذلك لاختبار الفرضيات والتوصل إلى النتائج.

الفصل الأول:دراسة نظرية حول المخاطر النظامية في الأسواق المالية، حيث قسم إلى مبحثين الأول بعنوان المخاطر النظامية ونموذج تقييم الأصول المالية، والذي يتفرع إلى مطلبين، المطلب بعنوان أمثلية العائد والمخاطرة للاستثمار في الأوراق المالية، المطالب الثاني بعنوان نموذج تقيم الأصول المالية ، أما البحث الثاني يخص الدراسات السابقة، وقد قسم إلى مطلبين، المطلب الأول بعنوان الدراسات السابقة والمطلب الثاني بعنوان تعقيب عام حول الدراسات السابقة.

الفصل الثاني: خصص هدا الفصل لإسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي من خلال دراسة تقدير معامل الخطر النظامي ومعدل العائد المطلوب وفق نموذج تقييم الأصول المالية، وقد اخترنا بورصة دار البيضاء لدراسة من خلال تقسمنا هدا الفصل إلى مبحثين المبحث الأول بعنوان طريقة وأدوات الدراسة المستخدمة، والذي يتفرع إلى مطلبين، المطلب الأول بعنوان الطريقة المستخدمة في الدراسة، المطلب الثاني بعنوان أدوات الدراسة، بينما المبحث الثاني بعنوان عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها و يتضمن مطلبين، المطلب الأول بعنوان عرض نتائج الدراسة، المطلب الثاني بعنوان مناقشة النتائج وتحليلها.

الفصل الأول:دراسة نظرية حول المخاطر النظامية في الأسواق المالية

تمهيـد:

يعـرف الاسـتثمار بأنـه التضـحية بقـيم ماليـة مؤكـدة في سـبيل الحصـول علـى قـيم غـير مؤكـدة في المسـتقبل، فالمسـتثمر يضـحي بجـزء أوكـل ثروتـه حيـث يقـرر تجميـد أموالـه في اسـتثمارات علـى أمـل تنميـة هـذه الأمـوال. إلا أن الاسـتثمار في الأوراق الماليـة يقـوم علـى الرغبـة في الحصـول علـى أعلـى عائـد عنـد أقـل مسـتوى مـن المخـاطرة، ولتقليـل مـن هـذه المخـاطر يجـب علـى المسـتثمر بنـاء محفظـة ماليـة مناسـبة و ذلـك حسـب النظريـة الحديثـة لإدارة المحافظـة الماليـة مـن خـلال تنويـع الأصـول الماليـة بهـدف تجنـب المخـاطر غـير النظاميـة وتقليـل مـن المخـاطر النظاميـة الـتي لا يمكـن تجنبهـا بواسـطة التنويـع ولهـذا ثم اختيـار نمـوذج تقـيم الأصـول الماليـة لتقـدير المخـاطر النظاميـة، وهـذا مـا سـنتطرق لـه مـن خـلال هذا الفصل .

وذلـك مـن خـلال تطـرق في بدايـة هـذا الفصـل أهـم المفـاهيم المتعلقـة بالعائـد والمخـاطرة، أصـنافها، نمـوذج تقيـيم الأصـول الماليـة ثم نتطـرق إلى الدراسـات السـابقة الـتي لهـا علاقـة بموضـوع دراسـتنا وأهـم النتـائج المتحصـل عليهـا ومـن ثم مقارنتها مع دراستنا من خلال أوجه الشبه والاختلاف ، وعليه كان تقسيم الفصل كالتالي:

- ✓ **المبحث الأول:المخاطر النظامية ونموذج تقيم الأصول المالية.**
- ✓ **المبحث الثاني : الدراسات السابقة.**

المبحث الأول : المخاطر النظامية و نموذج تقيم الأصول المالية

عند الاستثمار في الأوراق المالية يجب على المستثمر أن يراعي عاملين أساسيين هما العائد والمخاطرة،وكل قرار مالي ينطوي عليه تحقيق أكبر عائد عند مستوي معين من المخاطرة، ويمكن النظر إلى المخاطر إما أنه مرتبط بأصل مالي واحد أو مجموعة من الأصول مالية (محفظة مالية)،ولهدا يسعى المستثمر التقليل من المخاطر المالية وخاصة المخاطر النظامية التي لا يتم التخلص منها بواسطة التنويع، لهذا أخترع بعض الباحثين نماذج لتقدير هده المخاطر النظامية من بينها نموذج تقيم الأصول المالية MEDAF.

و من خلال هذا المبحث سنحاول إبراز أهم المفاهيم المتعلقة بالعائد والمخاطر وكيفية قياسها، بالإضافة إلى نموذج تقيم الأصول الرأسمالية وأهم فرضياته.

المطلب الأول:أمثلية العائد والمخاطرة للاستثمار في الأوراق المالية

الفرع الأول: مفاهيم الأساسية حول العائد

1 – تعريف العائد: هو بمثابة الهدف الأساسي لأي مستثمر، سواء كان فرد أو شركة أو صندوق استثماريا،ويكون العائد مضمونا كأدوات العائد الثابت بصفة عامة مثل سندات الخزينة والسندات المضمونة من قبل السلطات العمومية ،كما يكون العائد غير مضمون بالنسبة لبعض الاستثمارات أخرى مثل الأسهم، لدلك فإن العائد هو التدفق النقدي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة[1].

2– قياس العائد:يتم قياس العائد باستخدام الطرق التالية.

1–1 المعدل أو المتوسط الحسابي AutithmeticAverage وهو عبارة عن مجموع العوائد مقسومة على

عدد الفترات أي:$\mathbf{Ri=\Sigma\frac{Ri}{n}}$...(1-1)

1–2 المعدل أو المتوسط الهندسيGeometricAverageوهوقياس العائد خلال الفترة المراد قياسها مع

عدم تجاهل تركيب الفوائد ويمكن قياسه عن طريق المعادلة التالية:

$$\mathbf{GA=[(1+R_1)\times(1+R_2)\times\ldots\ldots\ldots\times(1+Rn)]^{1/n}-1\ldots\ldots\ldots\ldots(1\text{-}2)}$$

[1] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن – عمان،الطبعة الثانية، 140هـ-2009م، ص128

حيث أن:

GA: الوسط الهندسي.

R1 ,R2,R3…Rn: يعبر عن العائد في الفترة الأولى والثانية ...الخ[2].

الفرع الثاني: تعريف المخاطر من حيث ارتباطها بالمؤسسة

1. تعريف المخاطر

يوجد الكثير من تعريف المخاطر نذكر البعض منها:

– تعرف المخاطر على أنها التقلبات المنتظمة أو غير منتظمة، الدورية أو الغير دورية، الشاملة أو الجزئية التي تحدث في القيم الأصول المالية والعوائد المتوقع في ظروف عدم التأكد.[3]

– كما تعرف المخاطرة في مجال الاستثمارات المالية بأنها التباين أو تقلب في العوائد المتوقعة أو احتمال اختلاف العائد المحقق عن العائد المتوقع من الاستثمارات وفي حالة الاستثمارات الخالية من المخاطر يتساوى العائد المحقق مع العائد المتوقع.[4]

– المخاطر هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار في الأوراق المالية.[5]

ومن خلال هده التعريفات نستخلص تعريف المخاطر بأنها:

حالة تذبذب وعدم تأكد من تحقيق العائد المتوقع واحتمال الوقوع في الخسارة في الاستثمارات الأصول المالية.

2. تصنيفات المخاطر من حيث ارتباطها بالمؤسسة

وفق التصنيف الذي ينسجم مع المحفظة حيث ستمد من نموذج تقيم الأصول المالية صنفت المخاطر الكلية إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية.

أولا: المخاطر النظامية SystematicRisk

وتسمي أيضا المخاطر السوقية أو العادية وهي الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بصفة عامة ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية،

[2] طارق عبد العال حماد، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية للنشر،2002، الإسكندرية، ص2061.

3هوشيار معروف، **الاستثمارات ولأسواق المالية**، دار صفاء لنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2015-1436هـ ص253

4 محمد علي العامري، **الإدارة المالية**، دار المناهج للنشر والتوزيع،عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2007م- 1428 هـ، ص 420

5 محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، دار وائل للنشر،عمان الأردن،الطبعة السابعة، ص52

فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الاتجاه ولكن بدرجات متفاوتة، فإن أكثر الشركات تعرضا للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وأسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية.[6]

ونقول كذلك أن المخاطر النظامية هي مقدار التقلب في العوائد الناجمة عن الظروف الاقتصادية العامة، وفي إطار الاستثمار بالأوراق المالية يكون التأكيد الأكبر على المخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها لأن تأثيرها يشمل جميع الأسهم المتداولة في الأسواق المالية بدرجات متفاوتة ولكن يمكن التخفيف منها وتنجم المخاطر النظامية عن العديد من المصادر منها:

– مخاطر تغير أسعار الفائدة: يعد تغير أسعار الفائدة من المصادر الرئيسية للمخاطر النظامية، وذلك عند ارتفاع سعر الفائدة في السوق هدا يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الأسهم ويترتب على ذلك ارتفاع مخاطر النظامية لهدا السهم والعكس صحيح، [7]

– مخاطر السوق: تمثل هده المخاطر احتمال وقوع بعض أحداث هامة محليا أو عالميا مثل حدوث اضطرابات سياسية أو تغيرات في النظام الاقتصادي للدولة مثل هده الأحداث قد تؤثر على الحالة الاقتصادية العامة لدولة أي تؤثر بتالي على التدفقات النقدية للاستثمارات في كافة المنشآت ؛

– مخاطر القوة الشرائية: وهي احتمال حدوث تضخم أو كساد في المستقبل، بحيث تؤثر في قيمة التدفقات النقدية للاستثمار.[8]

ثانيا: المخاطر غير النظاميةUnsystematicRisk

هي عبارة عن المخاطر المتبقية المنفردة التي تقع على شركة محددة، يتأثر سعر سهم هذه الشركة و لا يتأثر فيها السوق بشكل عام ويمكن السيطرة عليها وتفاديها من خلال الإدارة الكفأة وأهم طريقة لتفاديها هي التنويع في الاستثمار وتوزيع رأس المال على عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة أو بواسطة تحسين كفاءة الإدارة المالية، ويمكن حصر مصادر المخاطر غير النظامية في:

– المخاطر الصناعية: وهي المخاطر التي تقع على نوع معين من الصناعات كظهور اختراعات جديدة ومنافسين جدد؛

– مخاطر سوء الإدارة: وتنشأ هذه المخاطر من القرارات الخاطئة(غير الصائبة) [9]

[6] محمد مطر، نفس المرجع السابق ،ص58

[7] محمد علي إبراهيم العامري،نفس المرجع، ص423

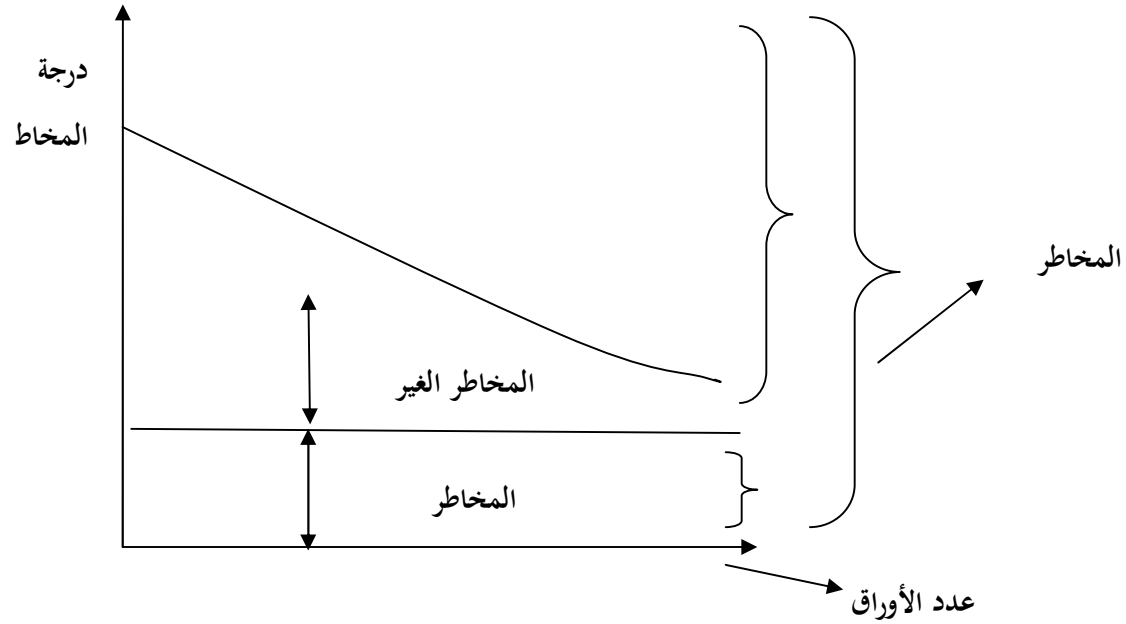
[8] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث**، الإسكندرية، الطبعة الرابعة، 1999،ص 462-463.

[9] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 1435هـ-2015م ص72

ومن خلال هدا التصنيف نستطيع كتابة معادلة للمخاطر الكلية كما يلي:

المخاطر الكلية = المخاطر النظامية + المخاطر الغير نظامية

الشكل رقم(1-1) : العلاقة بين أنواع المخاطـر



المصدر: محمد الحناوي نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار،المكتب الجامعي الحديث،2006 ص362

الفرع الثالث:أدوات قياس المخاطر

من خلال تعرفنا للمخاطر المالية و وأنها تصنف إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية، لهذا علينا معرفة أدوات قياس هذه المخاطر، هناك العديد من المقاييس الإحصائية التي يمكن استخدامها لقياس المخاطر منها الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لقياس المخاطر الغير النظامية، ومعامل بيتا كأداة لقياس المخاطر النظامية.

1- الانحراف المعياري Standard Deviation

يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي، حيث يأخذ في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكدا احتمال حدوثها،ويعتبر مقياس كمي مطلق للمخاطر التي ينطوي عليها الاقتراح الاستثماري، ويتم حسابه بإيجاد الجذر التربيعي لمجموعة مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، وذلك وفق المعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\Sigma pi(ri - r)^2} \dots (1-1)$$

حيث أن: **δ**: يمثل الانحراف المعياري؛

ri: العائد المتوقع i؛

R: القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة؛

Pi: احتمال تحقيق العائد المتوقع[10].

2- معامل الاختلافCoefficient of Variation

يعتبر معامل الاختلاف أداة لقياس المخاطر لكل وحدة من وحدات العائد محسوبة على أساس الانحراف المعياري مقسومة على العائد المتوقع، وهو يوفر أساسا أكثر منطقية للمقارنة بين المشاريع لاختيار أفضلها، معنى أنه كلما ارتفع معامل الاختلاف زادت المخاطرة، ويقاس وفق العلاقة الآتية:

$$\mathbf{CV} = \frac{\boldsymbol{\delta}}{\boldsymbol{E(ri)}} \dots \mathbf{(1-2)}$$

حيث أن **Cv**: تمثل معمل الاختلاف؛

δ: الانحراف المعياري؛

$E(r_i)$: يمثل متوسط الحسابي(معدل العوائد)[11].

3- معامل بيتا كأداة لقياس المخاطر النظامية

لقد قام Sharpe williams، تطوير معامل بيتا لاستخدامه لقياس المخاطر بدلالة المخاطر النظامية، كما يدرى حساسية عائد لورقة المالية تجاه تقلبات السوق،والمخاطر النظامية يجب أن يهتم بها المستثمر لأنها تصيب الاقتصاد ككل ولا يمكن التخلص منها بالتنويع.[12]

[10] عبد الغفار حنفي د.رسمية زكي قرياقص، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004،ص100

[11] علي عباس، **الإدارة المالية**، دار إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، الطبعة الأولى، 2008،ص153 .

[12] عبد الغفار حنفي،**الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية**، الإسكندرية 2003-3004، ص27

3/1-تعريف معامل Beta

- يستخدم معامل β للتعبير عن مدى حساسية أو كيفية استجابة عائد السهم إلى المخاطر النظامية[13].
- كما يعتبر معامل β مقياس إحصائي يقيس المخاطر النظامية للورقة المالية الواحدة أو مجموعة من الأوراق المالية (محفظة مالية)، أي يقيس حساسية عائد الورقة المالية تجاه عائد محفظة السوق، وهدا يعني إدا ارتفعا مؤشر السوق عند قطاع معين بنسبة1٪ فإن سعر السهم سوف يرتفع بنفس المقدار،[14]والذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$\beta=\frac{cov(ri,rm)}{\delta^2 rm} \dots (1-3)$$

حيث أن :

$cov(ri,rm)$: التباين المشترك لمتوسط عائد السهم ومتوسط عائد محفظة السوق؛

$\delta^2 rm$: يمثل تباين المشترك بين عائد الاستثمار وعائد محفظة السوق.

يفسر معامل بيتا i بالنسبة لمعامل بيتا السوق والذي يساوي1.

- ✓ إذا كان $\beta>1$: هذا يعني أن عائد الورقة يتقلب أكثر من تقلب عائد محفظة السوق وهي استجابة قوية؛
- ✓ إذا كان $\beta<1$: وهذا يعني أن عائد الورقة يتقلب بأقل من تقلب عائد محفظة السوق وهي استجابة ضعيفة؛
- ✓ إذا كان $\beta=1$:ويعني هذا أن خطر الورقة المالية وخطر ورقة السوق متساويين، ويسمي استثمار حيادي وهي استجابة تامة[15].

تقدير معامل β يسمح بتقدير المخاطر النظامية[16].

$$\text{المخاطر النظامية} = \beta\ \delta_M^2 \dots (1-4)$$

[13] محمد الحناوي نهال فريد مصطفى، **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006،ص352

[14] Jacqueline, D, f, P. (2009). **Finance d'entreprise** : 2e édition, DALLOZ, Paris, p14

[15] محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011،ص432

[16] Leutenngger, M-A. (2010). Gestion de portefeuille et théorie des marches financiers: Economica, 3e édition France, p125.

المطالب الثاني: نموذج تقيم الأصول المالية

الفرع الأول: التعريف بنموذج تقيم الأصول الماليةMEDAF

نظرية سوق رأس المال تهتم في بناء العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية التي لا يمكن السيطرة عليها، هي امتداد لنظرية المحافظ المالية التي أسسهاHarry Markowitz من خلالها يستطيع المستثمر بناء محفظة كفأة، بينما نظرية سوق رأس المال تدلنا على كيفية تقيم الأصول في سوق رأس المال من خلال نماذج من بينها نموذج تقيم الأصول الرأسمالية[17]

فنموذج تقيم الأصول الرأسمالية أو ما يطلق عليه بنموذج تسعير الأصل الرأسمالي CAPM[18]، حيث يقوم هذا النموذج على فكرة العلاقة التوازنية بين العائد و المخاطرة، والذي قام بإنشائه harpe williams سنة 1964، ويعتبر امتداد لنظرية المحفظة.[19]

يقوم نموذج الأصول الرأسمالية على تحديد العائد الخالي من المخاطرة باعتباره حد أدنى من العائد الذي يمكن تحقيقه دون مخاطر، بالإضافة إلى علاوة المخاطر التي تتحقق بسبب قبول المستثمر بأن يتحمل المخاطرة باعتبار الاستثمار يحقق عائد أكبر من العائد الخالي من المخاطرة،كما يعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية كونها تتأثر بالظروف العامة للسوق التي لا تستطيع المحفظة التخلص منها عند تنويع الأوراق المالية ورفع كفاءة إدارة الشركات.[20]

1- فرضيات نموذج تقيم الأصول المالية:

يقوم النموذج على مجموعة من الفرضيات نذكر منها:

- يتمتع السوق بكفاءة تامة وهناك تماثل بالمعلومة بين جميع المستثمرين ويستطيعون تحديد نقاط القطع لتشكيل المحفظة الكفأة ولذلك فان الاختلاف في اختيار المحفظة سوف يعتمد على شخصية كل مستثمر والمخاطر المستعد لقبولها في ضوء منحنى السواء؛
- أن جميع المستثمرين في السوق يخططون لفترة احتفاظ واحدة ويشتركون برؤية اقتصادية واحدة، ويتماثلون في توزيعاتهم الاحتمالية للتدفقات النقدية المتوقعة[21]؛
- أن المستثمر يمكنه أن يقرض ويقترض على أساس معدل يساوي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، وأن هذا المعدل متماثل لكافة المستثمرين؛

---

[17] غازي فلاح المومني، نفس المرجع السابق،1429هـ-2009، ص194

[18] Pierre vernimmen ,P. 2011, **Finance d'entreprise** :9e édition , DALLOZ, p 460

[19] Eugene, F, K, P.(2004),**the capital Asset Pricing Model** : the ory and Evidence, jounal of Economic pers pectivrs-volume18,N03, sommer,p25

[20] دريد كمال أل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأول، 2010،ص200-203

[21] عدنانتايه النعيمي- د. أرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوي العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009،ص96.

– المعلومات تصل إلى المستثمرين بسرعة ودون تكلفة؛

– يتميز أغلب المستثمرين بخوفهم من المخاطر؛

– المستثمر يجرى تقييمه للمحافظ البديلة على أساس متغيرين هما العائد والمخاطرة، ولكي تتحقق هذه الفرضية يشترط أن يكون توزيع طبيعي، وهذا معقول حقا لأن هناك حد أقصى للخسارة 100 ٪ من قيمة الاستثمار، في الوقت الذي لا يوجد فيه حد أقصى للربح، ولكن ندرك أن فرضية التوزيع الطبيعي في نموذج تقيم الأصول الرأسمالية هو للمحفظة وليس الورقة مالية مفردة، وعليه عندما تتكون محفظة من عدة استثمارات فردية، يتوقع أن يكون توزع عائدها طبيعي[22]؛

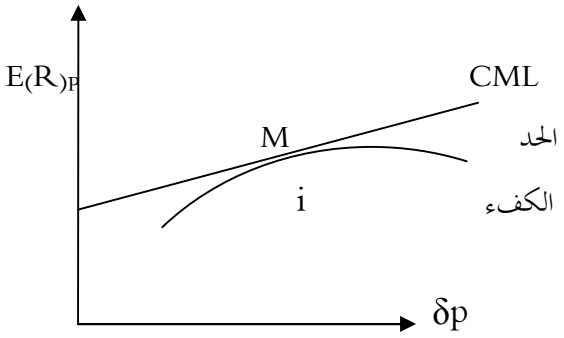
– لا يوجد ضريبة على الدخل الناتج من الاستثمار في الأصول المالية المقيمة على أساس هذا النموذج، مهما كان العائد من توزيع الأرباح أو من أرباح الرأسمالية[23]؛

2– معادلة نموذج تقيم الأصول الماليةMEDAF

من خلال اهتمام نظرية رأس المال أو الأصول الرأسمالية التي تشكل منها المحفظة الاستثمارية بالاستناد على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة التي يتم قياسها بمعاملβ، حيث تم صياغة نموذج تقيم الأصول الماليةMEDAFلتقيم الأصل الماليiكما يلي[24]

– اشتقاق معادلة النموذج

Pمحفظة مالية مكونة من محفظة السوق M والأصل المالي i الذي يراد تقييمه من خلال إيجاد معدل العائد المطلوب عليه.



[22] منير إبراهيم هندى، **أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية**، توزيع المكتب المعربي الحديث، الإسكندرية، 2015،ص248-2049.

[23]غازي فلاح المومني، نفس المرجع سابق،ص195.

[24]لمياء عماني و عبد الوهاب دادن،**إدارة المحافظ المالية**، مطبوعة بداغوجية غير منشورة،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسير،جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2018ص،110-111.

❖ **كتابة معادلة العائد للمحفظة المالية E(R)p بدلالةw_i**(w_i نسبة الإنفاق على الأصل المالي i)

$$E(R)_p=W_iE(R)_i+ W_ME(R)_M=W_iE(R)_i+(1-W_i)\ E(R)_M$$
$$E(R)_p=[E(R)_i- E(R)_M]\ W_i+ E(R)_M\ldots(1)$$

❖ **كتابة معادلة الخطر للمحفظة المالية δpبدلالةw_i:**

$$\delta^2_p=W^2_i\delta^2_p + W^2_M\ \delta_i{}^2+2\ W_i\ W_M = W^2_i\delta^2_i+(1-W_i)^2\ \delta^2_M +2W_i(1-\ W_i)\ \delta_{iM}$$
$$\delta^2_p=[\delta^2_i+ \delta^2_M-2\delta_{iM}]\ W^2i+[2\ \delta_{iM}- 2\ \delta^2_M]\ W_i+ \delta^2_M\ \ldots\ (2)$$

❖ **تقييم الأصل الماليi: معادلة نموذج تقييم الأصول المالية *MEDAF***

$$\frac{\Delta\ E(\ R)p}{\Delta\delta p} =\frac{\Delta\ E(\ R)p/\Delta Wi}{\Delta\delta p/\Delta Wi}\ \ldots\ldots..(3)$$

حساب مشتقة دالة العائد بالنسبة لنسبة الإنفاق

$$\frac{\Delta\ E(\ R)pi}{\Delta Wi} = E(R)i - E(R\ )M\ldots(1')$$

حساب مشتقة دالة الخطر (الانحراف المعياري) بالنسبة الإنفاق

$$\frac{\Delta\delta p}{\Delta Wi} = \frac{1}{2}\left[\frac{2Wi(\delta i^2 +\ \delta M^2 - 2\delta iM^2) + (2\delta iM - 2\delta M^2)}{\delta p}\right]$$

$$\frac{\Delta\delta p}{\Delta Wi} = \frac{Wi(\delta i^2 +\ \delta M^2 - 2\delta iM^2) + (\delta iM - \delta^2 M)}{\delta p}$$

2- في النقطة M يكون:

$$Wi=0 \qquad \delta p =\delta_M \Rightarrow \frac{\Delta\delta p}{\Delta Wi}\Big/_{(Wi=0)}=\frac{\delta iM-\delta^2 M}{\delta M}$$

$$\frac{\Delta\ E(\ R)p}{\Delta\delta p} = \frac{(1')}{(2')} = \frac{E(R)i-E(R)M}{\frac{\delta iM-\delta^2 M}{\delta M}}\ldots$$ (3') ميل الحد الكفء

أيضا في النقطةM:

ميل الحد الكفء (3') = ميل خط السوق المالي CML

$$E(\ R)p =R_f +\left[\frac{E(R)M-Rf}{\delta M}\right]\delta p\ldots\ (4)$$

$$\delta_M\frac{E(R)i-E(R)M}{\delta iM-\delta^2 M}=\frac{E(R)M-Rf}{\delta M}$$

$$E(R)i - E(R)M=\frac{E(R)M-Rf}{\delta^2 M}(\delta iM - \delta^2 M)$$

$$E(R)i = \frac{E(R)M\delta iM - Rf\delta iM - E(R)M\delta^2M + E(R)M\delta^2M}{\delta^2M}$$

$$E(R)i = R_f + \frac{\delta iM}{\delta^2 M}(E(R)M - Rf) \quad \dots \quad (5)$$

$$(\hat{\beta} = \frac{\delta iM}{\delta^2 M})$$

معدل العائد المطلوب على الأصل المالي i يساوي مجموع معدل العائد من الخطر R_f وعلاوة الخطر المرجحة بدرجة الخطر النظامي β.

ومنه فإن معادلة MEDAF كالتالي:

$$E(R)i = Rf + \beta(E(R)M - Rf) \dots (1\text{-}2)$$

E(R)i: تمثل معدل عائد المطلوب على السهم ؛

Rf: تمثل معدل العائد الخالي من المخاطر؛

β_i: تمثل بيتا السهم درجة حساسية عائد السهم إلى عائد السوق؛

$E(R)_M$: تمثل معدل عائد السوق.

يتضح من الصيغة الرياضية لمعادلة نموذج MEDAF أن معدل المطلوب من قبل المستثمر على الأصول المالية ذات المخاطر يتكون من العائد الخالي من المخاطر ، وعلاوة مخاطر الورقة المالية β(Rm-Rf) وهي تعد سعر المخاطر الذي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي لقبوله للاستثمار، وعليه فإن المستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب،والحكم على جاذبية الورقة المالية للاستثمار إذا أن الورقة المالية (السهم) تكون جذابة إذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب أو من خلال خط سوق الأوراق المالية الذي يعتبر المعادلة الثانية للنموذج[25].

2-1 تعريف خط سوق الأوراق المال SML يعتبر خط سوق الأوراق المالية العلاقة الثنائية لنموذج تقيم الأصول الرأسمالية ويقصد بأنه الخط المستقيم الذي يوضح توازن العلاقة بين المخاطر النظامية ومعدل العائد المتوقع للورقة المالية ، بمعني أن علاوة المخاطر تقع على خط طول خط سوق الأوراق المالية ،ويتضح من المعادلة (1-2) أن علاوة الخطر الخاصة بالسهم هي[26]:

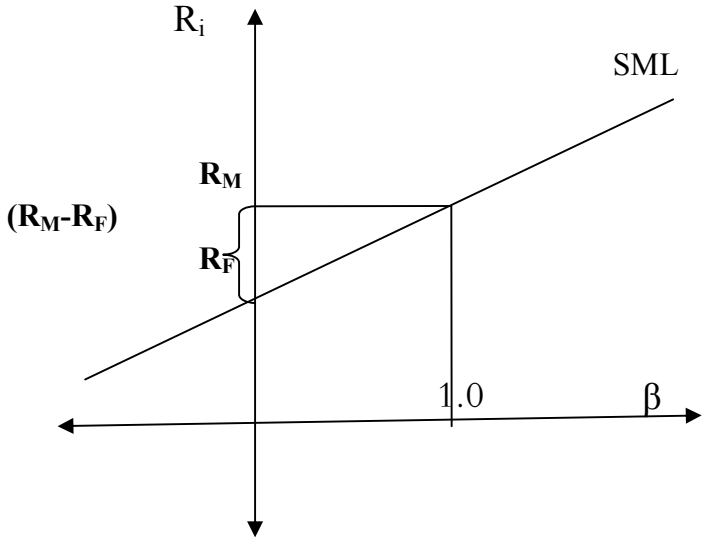
$$Ri - Rf = \beta(Rm - Rf) \dots\dots\dots\dots\dots\dots (2\text{-}2)$$

[25] عدنان تايهالنعمي، ارشد فؤاد التميمي، ص97

[26] Pascal, A, G, et Desmuliers, L, P.(2013) **Gestion portfeuille et marchésfinanciere**, 2édition,France, PEARSON, p214.

وعلى هذا الأساس فإن تعديل الأسعار السوقية سوف يستمر إلى أن تقع جميع العوائد على خط SML لتعكس حالة التوازن، ولذلك سمىMEDAF بنموذج توازن السوق[27]، ويوضح من خلال الشكل الأتي:

الشكل (2-1): يمثل خط سوق الأوراق الماليةSML



Ramage, P. 2002. **finance de marché** :d'organisation, France, p67

يتضح من خلال الشكل أن خط سوق الأوراق المالية SMLيوضح التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر للاستثمارات الكفأة وغير الكفأة، وأن ميل علاوة المخاطر المحفظة السوق (Rm-Rf)وأن β=1، وفي هذه الحالة تكون جميع الأوراق المالية المكونة للمحفظة السوق متساوية تقع على طول خط سوق الأوراق المالية أي معدل العائد المتوقع يساوي معدل العائد المطلوب، إذا وقعت جميع الأوراق فوق خط سوق الأوراق المالية وهذا يعني أن β>1، ومعدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب هنا يكون سعر السوقي الحالي للورقة المالية(السهم) أقل من قيمته الحقيقية ، قرار المستثمر في هذه الحالة قرار المستثمر شراء، ويحدث العكس في حالة وقوع الأوراق تحدت تحت خط سوق الأوراق المالية وهنا يكون تسعير مرتفع وقرار المستثمر بيع هذه الورقة (السهم)[28].

2-2تعريف خط سوق رأس المالCML وفق لفرضية كفاءة وفعالية السوق المالي لنموذج تقيم الأصول المالية تماثل المعلومة لجميع المستثمرين، فإن خط سوق رأس المال يمثل العلاقة يبن العائد المتوقع والمخاطر لجميع المحافظ الكفأة أي تحتوي على أصول ذات مخاطر وأصول خالية من مخاطر، إذا كانت المحفظة المالية مكونة من أصول خالية من

[27] عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية**، مؤسسة شباب الجامعة لنشر،الإسكندرية، 2005،ص34.

[28] Pierre RAMAGE, P. (2002, **finance de marché** : d'organisation, France, p67

المخاطر فإن معدل العائد المتوقع مساوي لمعدل العائد الخالي من الخطر[29]، أما إذا كانت المحفظة المالية ذات أصول لها مخاطر فالمستثمر يتوقع على عائد إضافي يسمي علاوة المخاطر وهي التي تحدد في السوق، وتحقق علاوة المخاطرة من خلال مجموع مخاطر المحفظة،حسب اشتقاق معادلة نموذج تقييم الأصول المالية فإن معادلة خط سوق الرأس المال كالأتي[30]:

$$E(R)_P = W_F + W_M\, E\,(R_M) \ldots . 1$$

$$\delta p = WM\, \delta M \ldots (2)$$

$$CML: E(R)_P = RF + \frac{E(Rm - Rf)}{\delta Rm}\, \delta(R)p$$

و يتمثل الفرق بين خط سوق الأوراق المالية SMLوخط سوق رأس المالCML

خط سوق الورقة المالية يوضح التوازن بين العائد المتوقع و المخاطر للاستثمار في الأوراق المالية الكفأة وغير الكفأة، بينما خط سوق رأس المال يكشف العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر للاستثمار في الأوراق المالية الكفأة فقط[31].

3- تطبيقات نموذج تقيم الأصول المالية MEDAF:

إن نموذج تقيم الأصول المالية أستخدم من أجل الاستثمار في الأوراق المالية ومن أهم تطبيقاته المعروفة نذكر:

- ✓ تطبيق نموذج تقيم الأصول الرأسمالية لتقدير العائد والمخاطرة مع تقدير العلاقة بينهما للأي أصل مالي وذلك من خلال معامل β للأصل مالي أو لمحفظة مالية؛
- ✓ تطبيقه لغرض المفاضلة مستقبليا للاختيار بين المشاريع الاستثمارية؛
- ✓ تطبيقه في حساب تكلفة رأس المال ودلك من خلال حساب لمعدل العائد المطلوب؛
- ✓ يفيد في تحديد الأوراق المالية التي تحقق فروقا ايجابية ، بحيث يكون عائدها الفعلي أكبر مما هو مطلوب تحققه[32].

[29] Portait, P. (2012**).finance de marché** :3 édition ,DALLOZ, ,p770

[30] لمياء عماني عبد الوهاب دادن، مرجع سابق، ص91

[31] منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار مرجع سابق ص262

[32] Portait, Op cit, p761.

الفرع الثاني: الانتقادات الموجهة لنموذج تقيم الأصول المالية ونموذج التسعير بالمراجحةAPT

1- انتقادات نموذج تقيم الأصول المالية

- الاعتماد على فرضية كفاءة السوق المالي وهده الفرضية بقية نظرية لم تجسد بعد؛
- الاعتماد على البيانات تاريخية؛
- الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل العائد؛
- تجاهل نموذج للمخاطر الغير نظامية كما يفترض أن عوائد الأسهم تتأثر بالمخاطر النظامية فقط؛
- صعوبة التطبيق الخاصة في تحديد معدل العائد بدون مخاطرة؛
- فرضية ثباتβ، نموذج MDAF هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات التاريخية يسمح بتحديد العائد المتوقع كدالة للمخاطر النظامية ومن ثم يستوجب حسابβ التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن[33].

2- نموذج التسعير بالمراجحةAPT

بعد هده الانتقادات الموجه لنموذج تقيم الأصول الرأسمالية MDAF لوليام شارب طهر نموذج تسعير بالمرجحة APT كامتداد له، وتعتبر من أحدث نظرية لتفسير العائد على الاستثمار في الأوراق المالية، قدمت عام 1976 من طرف ستفين روز واستنادا إلى هده النظرية فإن المخاطر التي تؤثر على سعر الأوراق المالية تتمثل في مجموعتين أولهما مجموعة المخاطر النظامية والثانية مجموعة المخاطر الغير نظامية، والذي يميز نموذج التسعير بالمراجحة على نموذج تقيم الأصول المالية هو أن نموذج التسعير بالمراجحة هو شموليته لجميع المخاطر[34].

2-1 فرضيات نموذج التسعير بالمراجحةAPT

بينما يقوم نموذج APT على جملة من الفرضيات نوجز أهمها في نقاط التالية:

- ✓ كل المستثمرين لهم معتقدات متماثلة أي لهم نفس التوقعات؛
- ✓ إن المستثمر يهمه تعظيم المنفعة إلى أقصي حد؛
- ✓ إن الأسواق المالية مثالية؛
- ✓ لاوجد الاستثمار لمدة عام؛
- ✓ غياب وعدم وجود ضرائب ورسوم؛

[33] على بن الضب، سيدي امحمد عياد، **تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد2012/02،ص118

[34] دريد كامل أل شبيب، مرجع سابق، ص206

تستند نظرية التسعير بالمراجحة على وجود قانون سعر واحد، ويعنى أن أي أصلين متماثلين لا يتم بيعهما بأسعار مختلفة، وأن العوائد مرتبطة بمجموعة من المؤشرات حيث يمثل كل مؤشر عامل يؤثر على عائد أي أصل ويبني المتعاملون السوق المالية توقعاتهم على أساس درجة حساسية هذا الأصل مقارنة بهذا العامل، لهذا يتم البيع والشراء لأوراق المالية في ضل قانون السعر الواحد، حيث تتأثر هذه الأوراق المالية بنسب متساوية نتيجة هذه العوامل وبالتالي تحقق عوائد متساوية.[35]

2-2 معادلة نموذج APT

يتركز نموذج التسعير بالمراجحة على فكرة أن الأصول تتأثر جميعها بمعطيات الاقتصاد الكلي وبعض المتغيرات الأخرى[36]، وحسب فرضية المستثمر يعتقد أن العوائد الأصل تتوقف عشوائيا على عدد من العوامل وعليه يمكن التعبير عن العلاقة بين العائد والمخاطرة والعوامل الأخ

ى من خلال المعادلة الآتية:

$$R_i = E(R_i) + b_{i1} f_1 + b_{i2} f_2 + \ldots + bin\ fn + ei \ldots (3\text{-}3)$$

حيث أن:

R_i: تمثل العائد الفعلي (العشوائي) للسهم (i) في أي فترة t؛

$E(R_i)$: يمثل معدل العائد المتوقع للسهم (i)؛

F: يمثل انحراف عنصر حساسية السهم (f) عن القيمة المتوقعة ؛

b_i: تمثل درجة حساسية السهم (i)مع العامل؛

ei: تمثل درجة الخطأ العشوائي[37].

[35] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق ص377-378

[36] على بن الضب سيدي امحمد عياد، مرجع سابق، ص119

[37] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق،ص381

3- نموذج french et fama

قام كل من fama et french عام1993 بتطوير نموذج ثلاثي العوامل على نطاق واسع لدرجة أنه يعتبر حاليا العمود الفقري لضبط المخاطر، حيث كان أداء النموذج جيدا مقارنة مع نموذج تقيم الأصول المالية (MEDAF) لوليام شارب كما كان نموذج ثلاثي العوامل يكفي لتفسير عوائد الأسهم المختلفة في الأسواق المالية وخاصة عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم والتي تكون نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية عالية، وأن عوائد الشركات صغيرة الحجم تزيد عن عوائد الشركات كبيرة الحجم

كما أكد كل من fama et frenchأن عوائد المتوقع على الأسهم يمكن تفسيرها من خلال نموذج ثلاثي العوامل حيث وتوصلا إلى أن العوائد العالية للأسهم تعكس المخاطر العالية لها التي لا يمكن التخلص منها بالتنويع ودلك حسب المعادلة الآتية:

$$E(R_i)-R_f = b_1 [E(R_m)-R_f]+b_2 (SMB)+b_3 (HML)$$

حيث أن:

E(Ri): يمثل العائد المتوقع؛

R_f: يمثل العائد الخالي من المخاطر؛

b_i:يمثل معامل الخطر؛

$(E(R_m)-R_f)$: علاوة الخطر؛

SMB، HML:يمثل أقساط المخاطر المتعلقة بالحجم الشركات على التوالي؛

b_2 ،b_3:تمثل عوامل العامل المتعلق بأقساط المخاطر.[38]

[38]Ruzita, A.R. 2006.**A comparison Between french and fama model and liquidity-based three-factor models in predicting the portfollo returns**: aslan academy of management journal of accounting and financ, N°.2,43-60, ,p45.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

سنتطرق في هذا المبحث إلى اختيار وطرح أهم الدراسات السابقة المتعلقة بدارستنا بعرض الأهداف والنتائج المتوصل إليها، ومقارنتها مع دراستنا من خلال طرح أوجه التشبه و الاختلاف وكذا الإضافة المقدمة من قبل دراستنا.

المطلب الأول: الدراسات العربية و الأجنبية السابقة.

الدراسة الأولى: يوسف خروبي، بعنوان " **تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول**"، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة**2011-2012**

هدفت هذه الدراسة إلى تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق مسقط للأوراق المالية بسلطنة عمان، وللوصول إلى الإجابة على **الإشكالية المطروحة** و المتمثلة في "ما مدى إمكانية تقدير العلاقة بين العائد و المخاطرة باستخدام نموذج توازن الأصول المالية في سوق مسقط للأوراق المالية ؟"وتتمثل **عينة الدراسة** في 15 شركة مدرجة بسوق مسقط للأوراق المالية موزعة بين ثلاثة قطاعات للفترة 2006-2009،**باستخدام الأدوات** والمتمثلة في اختبار (988)ppو اختبار(1981)ADFالخاصة بدالتي الارتباط الذاتي الجزئي لسلسلة مؤشر سوق ،كما تم التوصل إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطرة غير متوفرة وتتسم بضعف نظرا لعدم توفر أهم فرضيات النموذج ألا وهي فرضية السوق الكفء أي عدم انعكاس المعلومات على أسعار الأسهم كما يمكن تعويض المستثمر بعلاوة مخاطرة نتيجة تعرضهم للمخاطرة .

الدراسة الثانية: عبد الطيف مصطفي، عبد الله عنيشل بعنوان" **العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية** " ، مقال في مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية-العدد3/2017

هدفت هدا الدراسة إلى تحديد طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في الواقع العلمي في سوق المغرب لبورصة دار البيضاء لإجابة على **الإشكالية المطروحة:** ومتمثل في ما مدى مساهمة معامل بيتا في دراسة العلاقة بين لعائد والمخاطر النظامية في بورصة دار البيضاء؟ وتتمثل **عينة الدراسة**في21 شركة مدرجة في بورصة دار البيضاء بالمغرب خلال الفترة الممتدة مابين 2015/01/20 إلى 2016/12/31، باستخدام الأدوات برنامج ExcelEviews, لمعالجة المعطيات في تقدير معاملات الانحدار، كما توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية تكمن في معامل بيتا Betaوهي علاقة طردية وايجابية ذات دلالة إحصائية في علاقة بين عائد المحفظة ومخاطرها وهدا يؤكد تطابق نظريات المحفظة المالية مع الواقع العملي.

الدراسة الثالثة: شقيري نوري موسى، بعنوان" **إمكانية تطبيق تقييم الأصول المالية(MEDAF) في بورصة الأوراق المالية**"مقال من مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البليدة 2– العدد13 ديسمبر 2015.

هدفت هده الدراسة إلى قياس أثر المخاطر النظامية بمعامل بيتا على العائد المطلوب من قبل المستثمر في الأصول المالية لبورصة عمان، للإجابة على **الإشكالية المطروحة** ما علاقة تقلبات أسعار الأوراق المالية في سوق عمان المالي من خلال نموذج تقييم الأصول المالية للاقتراح العلاقة الخطية بين العائد والمخاطر على الاستثمار؟، وتمثل عينة الدراسة في أخد كافة الأسهم لأربعة قطاعات مدرجة في بورصة عمان، **باستخدام** برنامج spss من نماذج الانحدار التي يمكن من خلالها وصف العلاقة بين معدلات العائد الفعلية ومعدلات العائد المقدرة و استخدام نماذج الانحدار ، **كما توصل الباحث إلى النتائج التالية**:وجود علاقة ارتباط ايجابية ذات دلالة إحصائية بين العوائد الفعلية والعوائد المقدرة وأن نموذج الانحدار من الدرجة الثالثة هي الأفضل لوصف العلاقة وتبين من خلال ذلك أن المخاطر النظامية أثر واضح على العوائد الفعلية المحققة عل الاستثمار في الأصول المالية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وبتالي فإن نموذج تقيم الأصول الرأسمالية ينطبق في بورصة عمان للأوراق المالية.

الدراسة الرابعة: حسن مشرقي، أيمن الشهاب بعنوان" **اختبار نموذج تقييم الأصول المالية في سوق دمشق للأوراق المالية** " مقال من مجلة البعث المجلد 36 العدد –2014.

هدفت هده الدراسة إلى اختبار نموذج تقييم الأصول المالية (MDAF)في سوق دمشق للأوراق المالية، للإجابة على **الإشكالية المطروحة** ما مدى تأثير تقلب عائد المحفظة السوق على عوائد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وهل يعتبر نموذجMDAF صالحا لتطبيق في سوق دمشق؟**للفترة الممتدة** من (2013-2014)، كما **استخدم الباحث** برنامج SPSS للوصول إلى معادلة نموذج، عن طريق عائد مؤشر السوق، حيت **توصل الباحث إلى النتائج التالية**: أن نموذج الأصول المالية غير صالح في سوق الأوراق المالية دمشق.

الدراسة الخامسة:سرمد كوكب الجميل بعنوان " **تطبيق نموذج تقيم الأصول الرأسمالية في سوق الأوراق المالية الكويت**" مقال من مجلة الرافدين، العدد 94 مجلد31 سنة 2009

هدفت هده الدراسة إلى تقدير نموذج تقيم الأصول الرأسمالية، حيث شملت **عينة الدراسة** على178 شركة مدرجة في بورصة الكويت لبناء محافظ مالية فترت الدراسة ممتدة من 2007/01/01 إلى غاية 2007/12/30، **استخدم** الباحث البيانات اليومية للأسهم الشركات المدرجة ومؤشر السوق اليومي، حيث **توصل الباحث إلى النتائج** : أن مؤشر ارتفاع درجة المخاطر المرتبطة بالعائد المرتفع،حيث هدف تنويع المحافظ التي تم بنائها والمتمثلة في 18محفظة وكانت النتائج مشجعة في تطبيق النموذج حيث أظهر النموذج قدرته في قياس العائد و المخاطرة للشركات، السوق وتنويع المحافظ حتى في الأسواق الناشئة كسوق الكويت.

الدراسة السادسة: فؤاد عبد الحميد النوجحة بعنوان "**قدرة نموذج تقيم الأصول المالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**"، مذكرة ماجستير.

هدفت هده الدراسة إلى التعرف على قدرة نموذج تقيم الأصول المالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ودلك للإجابة على **الإشكالية المطروحة** والمتمثلة في مدى قدرة نموذج تقيم الأصول المالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟، و تتمثل **عينة الدراسة** في 49 شركة موزعة على 5 قطاعات مختلفة للشركات التي يتم التداول أسهمها في بورصة فلسطين في الفترة الممتدة من (2011-2013) **باستخدام** التحليل الكمي للبيانات المالية من برنامج SPSS للاختبارات الإحصائية اللازمة للاختبار. توصل الباحث إلى أن نموذج خصم التدفقات النقدية أفضل من كل النماذج المستخدم، كما أكدت الفروق ذات الدلالة إحصائية بين متوسط أسعار الأسهم اليومية وأسعار الأسهم المدرجة في بورصة فلسطين.

الدراسة السابعة: By Abdullah Ibrahim Bello, Lowal wahab Adedokun، بعنوان:

"Empricalanlysis of the Risk– Return characteristics Quotedfirms in Nigerian stok markt"

مقال من مجلة الدولية للإدارة الأعمال والعلوم الاجتماعية– العدد 2رقم 17

هدفت هده الدراسة إلى تقدير المخاطر النظامية معامل بيتا المرتبطة بالعائد الأسهم الشركات المدرجة في سوق المالي النيجري (بورصة نيجرية للأوراق المالية)، **للفترة الممتدة** من 200إلى 2004، **استخدمت هذه** الدراسة المربعات الصغرى العادية للإجراء تقدير الانحدار الخطي البسيط لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF ، حيث **توصلت نتائج هده الدراسة** لنتائج المقدر لمعمل بيتا ،أي أن معامل بيتا تفاوت بشكل إيجابي مع مقدار العائد و بإضافة إلى دالك فإن 65٪ من مقدار المخاطر النظامية ذات دلالة إحصائية، وأن معظم مخاطر النظامية للشركات المدروسة أقل من مخاطر المحفظة المشكلة لهم، ولذلك فإن معظم أسهم الشركات قابلة لتنويع لتقليل من المخاطر النظامية وأن هذه الدراسة تتوافق مع نتائج مماثلة لدراسات في الأسواق الأوراق المالية الناشئة.

المطلب الثاني: تعقيب عام حول الدراسات السابقة.

من خلال عرضنا للدراسات السابقة التي تم إجراءها في مجال الدراسة، سنقوم بذكر أوجه التشابه و الاختلاف فنلاحظ من حيث:

أوجه الشبه: أن أغلب الدراسات ركزت على اختبار العلاقة بين العائد و المخاطرة وتقدير لمخاطر النظامية وفق نموذج تقييم الأصول المالية، أما عن المنهج المتبع فكل الدراسات استخدمت المنهج الوصفي في الجانب النظري، والمنهج الإحصائي و التجريبي في الجانب التطبيقي.

أوجه الاختلاف: فأغلب الدراسات اختلفت من حيث استخدام الأدوات الإحصائية المطبقة وكذلك من حيث مكان الدراسة. وما يميز دراستنا الحالية عن الدراسات السابقة أنها طبقت في بورصة دار لبيضاء خلال الفترة الممتدة من 2013- 2017، ولم نستخدم نموذج القياسي في الدراسة، وكانت الطريقة المطبقة دراسة مقارنة بين ثلاثة قطاعات مدرجة في بورصة دار البيضاء.

خلاصة الفصل:

يتصف الاستثمار في الأسهم بخاصية عدم معرفة العوائد المتوقعة، مما يجعل عملية اتخاذ القرار مبنية على العوائد والمخاطر المصاحبة للأصل المالي المراد الاستثمار فيه،لذلك تناولنا في هذا الفصل المخاطر النظامية ونموذج تقيم الأصول المالية، التي انطلقت من أعمال "ماركوفيتز" و التي قام بتطويرها وليام شارب من خلال إضافة نموذج تقييم الأصول المالية ، الذي يعتبر أساس تنظيم الاستثمار في الأوراق المالية،حيث يؤكد على أن تصرفات المستثمرين تبني على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية التي يمكن التحكم فيها وتقليل منها عن طريق التنويع الفعال في بناء المحافظ المالية.

كما ركزنا في الجزء الثاني على الدراسات السابقة وذلك للإحاطة بجوانب الظاهرة، وسنحاول من خلال الدراسة الميدانية في الفصل الثاني من إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، لمعرفة ما إذا أمكان تقدير المخاطر النظامية بواسطة نموذج تقييم الأصول المالية.

الفصل الثاني:الدراسة الميدانية لبورصة الدار البيضاء المغرب

تمهيـد:

بعـد اسـتكمالنا للجانـب النظـري للدراسـة والـذي تناولنـا فيـه الإطـار المتعلـق بالمفـاهيم الأساسـية حـول "العائـد والمخـاطرة" ونمـوذج تقـيم الأصـول الماليـة وأهـم فرضـياته بالإضـافة إلى نمـوذج التسـعير بالمراجحـة ، والتطـرق إلى بعـض الدراسات السابقة لتوضيح الأساليب و الأدوات المستخدمة في الدراسة.

وسـعيا لتحقيـق أهـداف المرجـوة مـن الدراسـة والإجابـة علـى الإشـكالية نقـوم في هـذا الفصـل بإسـقاط الجانـب النظـري وتطبيقـه علـى بورصـة دار البيضـاء الأوراق الماليـة (المغـرب) وذلـك مـن أجـل تقـدير مخـاطر النظاميـة للأسـهم شـركات مدرجـة في البوصـة، وللإلمـام أكثـر بالجانـب التطبيقـي وللاختبـار مـدى صـحة فرضـيات الدراسـة لـذلك نقسـم هـذا الفصـل إلى مبحثين نتطرق في كل مبحث إلى الجوانب الآتية:

المبحـث الأول: طريقـة وأدوات المسـتخدمة في الدراسـة حيـث يـتم التطـرق فيـه إلى مجتمـع الدراسـة المتمثـل في بورصـة دار البيضـاء لـلأوراق الماليـة المغـربي، عينـة الدراسـة و أسـاليب اختيارهـا، وتلخـيص المعطيـات المجمعـة ومـن تم الانتقـال إلى توضيح الأدوات التي تم استخدامها في الدراسة.

المبحـث الثـاني: عـرض ومناقشـة النتـائج المتوصـل إليهـا حيـث يـتم عـرض النتـائج المتوصـل إليهـا بطريقـة متسلسـلة ومناقشة هده النتائج.

المبحث الثاني: طريقة وأدوات الدراسة.

يتم التطرق في هدا المبحث إلى توضيح طريقة جمع بيانات الدراسة من خلال اختيار المجتمع و العينة، كذلك مصادر جمع المعلومات، بالإضافة إلى الأدوات المستخدمة و محددات الدراسة.

المطلب الأول: الطريقة الدراسة

حتى تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة كان من الضروري الإحاطة بمجتمع، عينة الدراسة و الأساليب الإحصائية المستعملة لحساب النتائج .

أولا: مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من 25 قطاع وتكون من 76 شركة موزعة على حسب القطاعات مدرجة في سوق الأوراق المالية المغربي (بورصة دار البيضاء)، قطاع البناء ومواد البناء يتضمن 6 شركات، قطاع الأجهزة البرمجيات والخدمات الحاسوبية يتضمن 5 شركات، قطاع التأمين وشركات التمويل والخدمات المالية يتضمن 7 شركات ، قطاع لأبناك 2 شركتين ، قطاع المشروبات 2 شركتين، قطاع الكيمياء 2 شركتين، قطاع المزارعون 8شركات، قطاع الكهرباء 1 شركة، قطاع التغليف والتعبئة 1 شركة، قطاع التجهيز الالكتروني والكهربائي1 شركة،قطاع الصناعة الصيدلية 2شركتين، قطاع الهندسة 2 شركتين، قطاع الترفيه 1 شركة، قطاع المناجم 4 شركات، قطاع الترويج العقاري 3 شركات، قطاع النفط والغاز 3شركات، قطاع الخدمات للجماعات1شركة، قطاع خدمات النقل 3شركات، قطاع الاستثمار العقاري 1شركة، قطاع شركات المساهمة 2 شركتين، قطاع الحراجة والورق 1 شركة، قطاع الاتصالات1شركة، قطاع النقل 1 شركة، قطاع التأمين 5 شركات، قطاع المشروبات 2 شركات،كما استثنينا 22 قطاع وقمنا بدراسة على ثلاثة قطاعات لتوفر بيانات المليية للموقع الالكترونية،خلال الفترة الدراسة الممتدة من 2013/01/01إلى غاية 2017/12/31.

– نظرة عامة حول بورصة دار البيضاء المغرب

1– نبده تاريخية

تم تأسيس بورصة الدار البيضاء سنة 1929، حيث كانت أنداك تحمل اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة"، وبعد الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة وضع نظام لمراقبة عملية الصرف ودلك لتحسين وتنظيم سير هذا السوق، وفي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يعني من قلة اجتذاب المدخرين في الوقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتمام متزايدا،بعدها وضعت مبادرة إصلاحية سنة 1967لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني وتم

دلك سنة 1968،شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وتمكن منه تعزيز التوازنات الأساسية ،التحكم في مشكلة الذين والتضخم لمدة سبع سنوات، بعد ذلك في سنة 1993 شاهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة وأما من حيث تنظيم السوق فقد اتخذت عدة تدابير أهمها:

- انطلاق تسعير والتداول الإلكتروني في مارس 1997؛
- تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل سنة 1998؛
- اعتماد لامركزية التداول الإلكتروني وتحويل عماليات البيع وشراء إلى مقرات شركات البورصة في يناير /كانون الثاني 2001؛
- تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاثة أيام سنة 2011؛
- إطلاق مؤشرات الجديدة مؤشر مازي ، مؤشر مادكس، مؤشرا القطاعية، مؤشرات العملات ومؤشر المردودية، ودلك في سنة 2002 وبدأ عمل بها سنة 2004، بالقيمة السوقية للرأسمال العائم(الرسملة) في طريق هذه المؤشرات.

2- تعريف بورصة دار البيضاء

هي شركة مجهولة الاسم، حيث كان سابقا اسمها شركة بورصة دار البيضاء للقيم SBVC، وفي سنة 2000 تغير أسمها ليصبح بورصة دار البيضاء، مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الإقتصاد و المالية،تزاول نشاطها بناء على دفتر للمتحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة،وفي سنة 2007 بادرت في إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبة للتحولات الهامة التي تشهدها، حيث بلغ رأس مالها نهاية يونيو 2016 إلى 900 517 387 درهم.

3- أهداف التي قامت عليها بورصة دار البيضاء

وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها وتطبيقا للمهام التي سندت إليها، رؤية واضحة وطموحة لأهدافها ومتماثلة في:

- مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد وذلك للمساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة؛
- تلبية حاجيات الفاعلين في السوق، لمنح المستثمرين والفاعلين سوقا عصرية سائلة وشفافة، كما بتم اقتراح خدمات ذات جودة عالية لمختلف العملاء فاعلون ماليون وجهات مصدرة ومستوردة؛
- تطوير سوق البورصة أي تعزيز وتسريع تطور سوق البورصة؛

– احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في أفريقيا، بصفتها تحتل المرتبة الثالثة على الصعيد الإفريقي، كما تسعى إلى تقليص الفجوة من أجل احتلال الصدارة في أفريقيا الغربية، كما تعمل على أفضل الممارسات الدولية على مستوى التنظيم والسوق.[39]

ثانيا: عينة الدراسة

تمحورت دراسة الحالة ضمن ثلاثة قطاعات وكل قطاع يحتوي على مجموعة من الشركات التي تم اختيارها على أساس المعلومات المالية المتعلقة بأسهم الشركات المدرجة متاحة على موقع الالكتروني لبورصة دار البيضاء خلال الفترة الممتدة من 2013/01/01 إلى غاية 2017/12/31، والجدول رقم (2-1) يوضح هذه القطاعات والشركات المنتمي لها ورمز كل شركة.

الجدول رقم (2–1): يمثل عينة الدراسة

القطاعات	الشركات	الرمز
قطاع البناء ومواد البناء	– اسمنت المغرب ciment du Maroc – كولورادو Colorado – جيت كونترjet –الافارج هولسيم المغرب LafavgeHolcimMavoc –صوناسدSonasid – ألمنيوم المغرب aluminium du Maroc	CSM COL JET LHM SOND ALU
قطاع الأجهزة، البرمجيات والخدمات الحاسوبية	– دسواىdisway – أب مغرب كومibmaroc – مجموعة م2مm2m grop – مكرودانا Micro Data SA –انفوليسInvolys	DWY IBC M2M MIC INV
التأمينات وشركات التمويل والخدمات المالية	– أتلانتاATLATA – سهام لتأمين SAHAM ASSURANCE – تأمين الوفاء WAFA ASSURANCE – أغما لحلو التازي AGMA LAHLOTAZI – سلا فين SALAFIN – تسليف TASLIF – المغربية للإجار MAROC LEASING	AFM ATL SAH WAA AGM SLF TSF MLE

من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع البورصة.

[39] بدون مؤلف، http://www.casablanca-bourse.com، تاريخ تصفح 2018/03/03

ثالثا: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2013/10/01 إلى غاية 2017/12/31، اختيرت هذه الفترة وفقا للمعطيات المقدمة وذلك للإجابة على الإشكالية المطروحة ومناقشة الفرضيات المقترحة، أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق المغرب للأوراق المالية بتحديد (بورصة الدار البيضاء).

المطلب الثاني: أدوات الدراسة

الفرع الأول: مصادر جمع البيانات الدراسة

لقد تم الاعتماد على مجموعة من المصادر الأولية والثانوية ذات العلاقة المباشرة

المصادر الأولية: وهي البيانات التي اعتمادنا عليها في إعداد الجانب في الجانب التطبيقي من الدراسة وتتمثل في البيانات التي تم الحصول عليها من المواقع الإلكترونية من بينها موقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء والمعلومات المتعلقة بالقطاعات والشركات المكونة لعينة الدراسة وهي كالأتي:

- أسعار الإقفال و الافتتاح بالنسبة للشركات محل الدراسة خلال الفترة الممتدة من 2013/01/01 إلى 2017/12/31
- البيانات المتعلقة بالقطاعات والشركات المنتمية لها.

المصادر الثانوية: وهي البيانات التي اعتمادنا عليها في إعداد الجانب النظري من الدراسة حيث تنوعت بين الكتب والمجلات العلمية والمذكرات، وكذلك الأبحاث و الدراسات السابقة المتعلقة بالمخاطر النظامية أو نموذج تقييم الأصول المالية .

الفرع الثاني: الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

تهدف الدراسة في مرحلة الأولى إلى اختيار أفضل الأوراق المالية وذلك وفق للمعايير الإحصائية والمالية المعتمدة في تقدير معامل بيتا لقياس المخاطر للسهم و المحفظة المالية،المردودية المطلوبة، المردودية المالية، مؤشر القيمة.

- R_iعائد السهم خلال فترة الدراسة: وهو الفرق بين سعر الإغلاق السنة N_1 و سنة N_{-1} مقسوم على السنة N_{-1}.

- R_m عائد السوق خلال فترة الدراسة: هو الفرق بين مؤشر السوق لسنة N_{-1}ومؤشر السوق لسنةN_1مقسوم على مؤشر السوق لسنةN_{-1}[40]

$$R_m = \frac{Int - Int-1}{Int-1}$$

- معامل β للسهم: و هو قسمة التباين المشترك لمتوسط عائد السهم ومتوسط عائد السوق على تباين عوائد السوق.

$$B = \frac{cov(rirm)}{\delta^2 rm}$$

- معامل βللمحفظة: وهي مجموع الأصل مالي مضروب في بيتا السهم

$$\beta_p = \Sigma w_i \, \beta_i$$

- معد عائد المطلوب: ويمثل مجموع معدل العائد الخالي من المخاطر R_f وعلاوة الخطر مرجحة بمعامل الخطر β.

- معدل الخالي من المخاطرR_f: والذي يمثل سندات الحكومية، تم الحصول عليه من موقع البنك المركزي المغربي لمدة سنتين[41].

- المردودية المالية: وتتمثل النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، وذلك بقسمة نتيجة الصافية على الأموال الخاصة.

- المردودية المالية المتوسطة (المحققة) ثم حسابها بقسمة مجموع المردودية المالية لأسهم خلال فترة الدراسة على عدد السنوات.

- IV مؤشر القيمة ويمثل المردودية المالية مقسوم على معدل العائد المطلوب[42].

$$IV = \frac{Rf}{RMEDAF}$$

[40] عبد الرزاق كبوط، **محاضرة في مقياس النظرية المالية**، للموسم الجامعي 2009-2010، ص8

[41] بدون مؤلف، http://www.bkam.ma، تاريخ التصفح 2018/04/01.

[42] لمياء عماني، **مطبوعة في مقياس الهندسة المالية غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير**، للموسم الجامعي 2016-2017،ص114.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد أن حددنا في المبحث السابق الطريقة المتبعة في الدراسة من خلال تقديم مجتمع وعينة الدراسة وكيفية اختيارها وتوضيح متغيرات الدراسة، طرق جمعها وكيفية قياسها وتلخيص المعطيات المجمعة، إضافة إلى التعريف بالأدوات المستعان بها والمتمثل في مصدر المعلومات، الأدوات المختارة في تحليل النتائج دراسة.

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى عرض نتائج الدراسة بطريقة متسلسلة، وفق مجموعة من الخطوات تهدف إلى الإجابة على الفرضية الدراسة، بعد ذلك تحليل هذه النتائج وفق تسلسلها السابق.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة وتحليلها

حتى تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة كان من الضروري في المرحلة الأولى عرض نتائج الوصفية في جدول لتسهيل طريقة المقارنة و التحليل، والمتمثلة في معامل بيتا للأسهم الشركات، متوسط بيتا لكل قطاع من جهة ومن جهة أخرى معدل العائد المطلوب، المردودية المالية المحققة، مؤشر القيمة للأسهم مدرجة خلال سنوات الدراسة من 2013/01/01 إلى غاية 31 /2017/12، بعدها تشكيل محفظة لثلاثة قطاعات من خلالها يتم اختيار أفضلها وذلك بالمقارنة بين نتائج محفظة كل قطاع.

الفرع الأول:دراسة نتائج حساب معامل بيتا المعتمد عليها في تحليل و المقارنة بين القطاعات.

سنتمكن من خلال هذه النتائج معرفة مقدار معامل بيتا لأسهم شركة حسب كل قطاع من ثلاثة قطاعات المدرجة في بورصة دار البيضاء أي من هده الشركات تحقق أقل أو أكبر معامل بيتا.

الجدول رقم(2-2) يوضح نتائج حساب معامل بيتا

القطاعات	الأسهم	β
قطاع البناء ومواد البناء	ciment du Maroc	-0.350
	Colorado	0.365
	Jet	0.792
	LafavgeHolcimMavoc	0.194
	Sonasid	0.57
	aluminium du Maroc	-0.527
قطاع الأجهزة البرمجيات والخدمات الحاسوبية	Disway	0.732
	Ibmaroc	0.207
	m2m grop	0.777
	Micro Data SA	0.409
	Involys	0.702
التأمين والشركات التمويل والخدمات المالية	ATLATA	1.137
	SAHAM ASSURANCE	-0.802
	WAFA ASSURANCE	0.827
	AGMA LAHLOTAZI	0.780
	SALAFIN	0.0542
	TASLIF	0.017
	MAROC LEASING	0.290

من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1)

نلاحظ من خلال لجدول أعلاه يوضح نتائج تقدير معامل بيتا، حيث تراوحت قيم تقدير معامل بيتا β للأسهم الشركات مدرجة في القطاعات الثلاثة، قطاع البناء، قطاع الأجهزة البرمجية وخدمات الحاسوب، قطاع التأمين والخدمات المالية، في بورصة دار البيضاء المغرب خلال كامل فترة الدراسة بين الموجب والسالب، وتدل الإشارة الموجة على و جود علاقة طردية بين تقلب عائد سهم تجاه تقلب عائد السوق و العكس إذا كانت القيم سالبة تكون علاقة عكسية بين تقلب عائد سهم تجاه عائد السوق، و إذا كانت مرتفعة تدل على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر، إذا كانت منخفضة تدل على انخفاض درجة الحساسية و بالتالي انخفاض درجة الخطر، وعلى هذا الأساس تحديد السهم الأكثر تقلبا أو الأكثر مخاطرة ضمن كل قطاع.

أولا: عرض نتائج مقارنة المخاطر النظامية لكل قطاع

من خلال هده نتائج يمكننا مقارنة بين الأسهم المدرجة لكل قطاع من قطاعات الثلاثة أي من السهم الأكثر تقلبا أو أكثر مخاطرة ضمن كل قطاع.

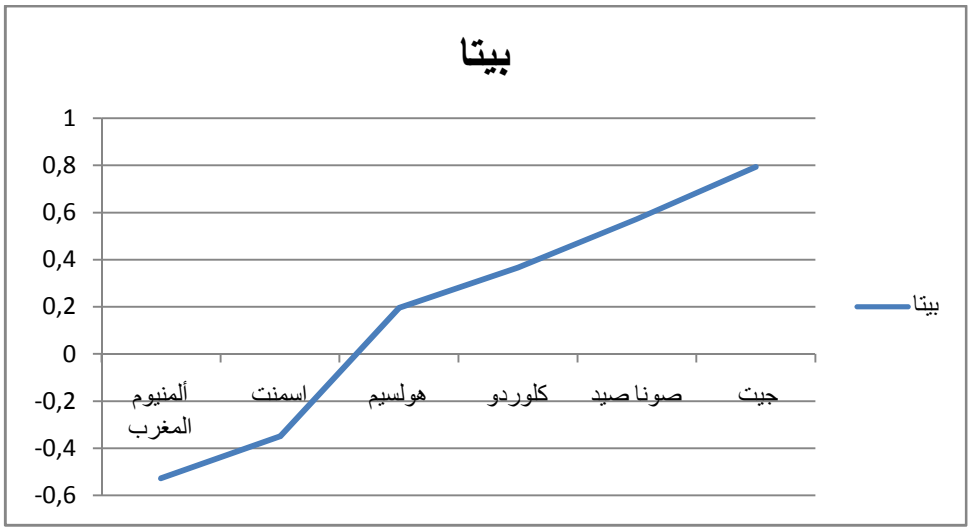
الجدول رقم (2-3): نتائج المقارنة مخاطر النظامية بين لأسهم المدرجة في قطاع البناء ومواد البناء

القطاع	الأسهم	β
قطاع البناء و مواد البناء	aluminium du Maroc	-0.5273108
	ciment du Maroc	-0.3500374
	LafavgeHolcimMavoc	0.1942277
	Colorado	0.36516451
	Sonasid	0.5721306
	Jet	0.792752177

من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (2-2)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن سهم ألمنيوم المغرب وسهم إسمنت المغرب من ضمن الأسهم مدرجة في قطاع البناء ومواد البناء حقق قيم سالبة أي توجد علاقة عكسية بين عائد سهم وعائد محفظة السوق، وهذا يعني أنه لا توجد استجابة بين تقلب عائد السهم باتجاه تقلب عائد محفظة السوق، كما حقق سهم هولسيم (0,194)، كلوردو(0.365)، سوناصيد(0.572)، جيت (0.792)، قيم موجبة أي هناك علاقة طردية بين عائد السهم وعائد محفظة السوق و هذا يعني وجود استجابة بين تقلب عائد السهم تجاه تقلب عائد محفظة السوق ولكن استجابة ضعيفة لأن القيم أقل من الواحد، وكان سهم جيت أكثر مخاطرة في هذا القطاع (قطاع البناء ومواد البناء).

المنحنى البياني رقم (1-1) يوضح مخاطر نظامية للأسهم المدرجة في قطاع البناء ومواد البناء



من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-3)

المنحنى البياني أعلاه يوضح ترتيب الأسهم حسب معامل بيتا لقياس المخاطر النظامية، تمثل قيم معامل بيتا على محور الترتيب مرتبة من أقل معامل بيتا إلى أعلى معامل، وعلى محور الفواصل الأسهم المدرجة في القطاع البناء

ومواد البناء مرتبة على حسب معامل بيتا. نلاحظ نزول المنحنى إلى القيم السالبة لسهم ألمنيوم المغرب واسمنت بعدها يتصاعد نحو القيم الموجبة إلى حدوده في سهم جيت.

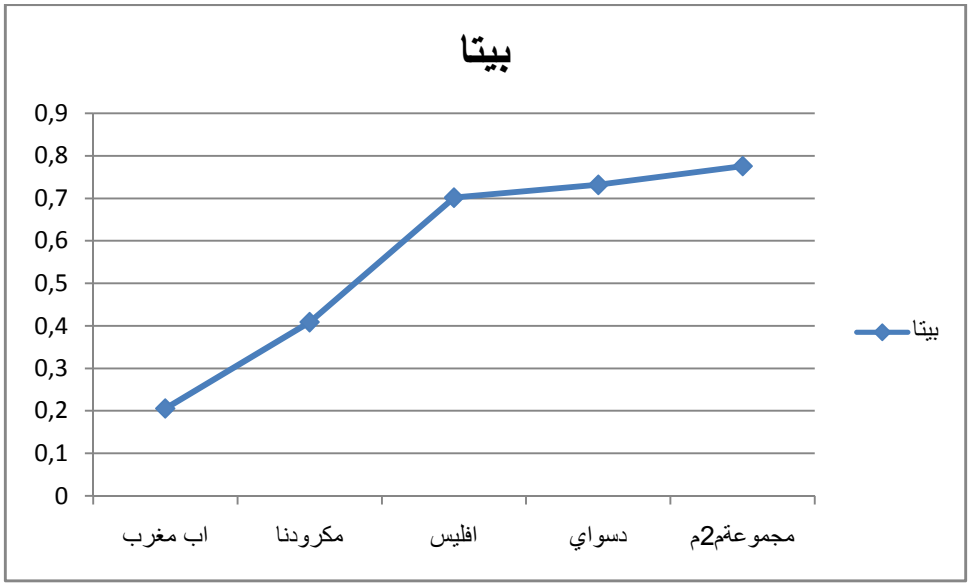
الجدول رقم (2-4) يوضح نتائج المقارنة مخاطر النظامية بين لأسهم المدرجة في قطاع الأجهزة البرمجيات

القطاع	الأسهم	بيتا
قطاع الأجهزة البرمجيات والخدمات الحاسوبية	Ibmaroc	0.20683214
	Micro Data SA	0.40968829
	Involys	0.70275568
	Disway	0.73261262
	m2m grop	0.77666341

من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (2-2)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن جميع الأسهم المدرجة في قطاع الأجهزة البرمجية والخدمات الحاسوبية، حققت قيم معامل بيتا موجبة وأقل من الواحد وهذا يعني عائد الأسهم مدرجة في قطاع الأجهزة البرمجية يتقلب بأقل من تقلب عائد محفظة السوق أي استجابة ضعيفة، كما تبين قيم بيتا للأسهم على الترتيب، سهم أب مغرب يقدر معامل بيتا 0.206، يليه سهم مغربية للإيجار 0.409،أنفوليس 0.709، دسواي0.732، مجموعة م2م0.776، كما نلاحظ من خلال النتائج أن سهم مجموعة م2م كان أكبر معامل خطر أي أكثر مخاطرة.

المنحنى البياني رقم (2-1) يوضح مخاطر نظامية للأسهم المدرجة في قطاع الأجهزة البرمجيات



من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-4)

نلاحظ من خلال المنحنى البياني أعلاه ترتيب الأسهم حسب قيم معامل بيتا والمتمثلة على محور الترتيب، وعلى محور الفواصل الأسهم المدرجة في قطاع الأجهزة البرمجية، وأن منحنى يتصاعد من أقل قيمة لعامل بيتا لسهم أب مغرب إلى أكبر قيمة لسهم مجموعة مغرب م2م.

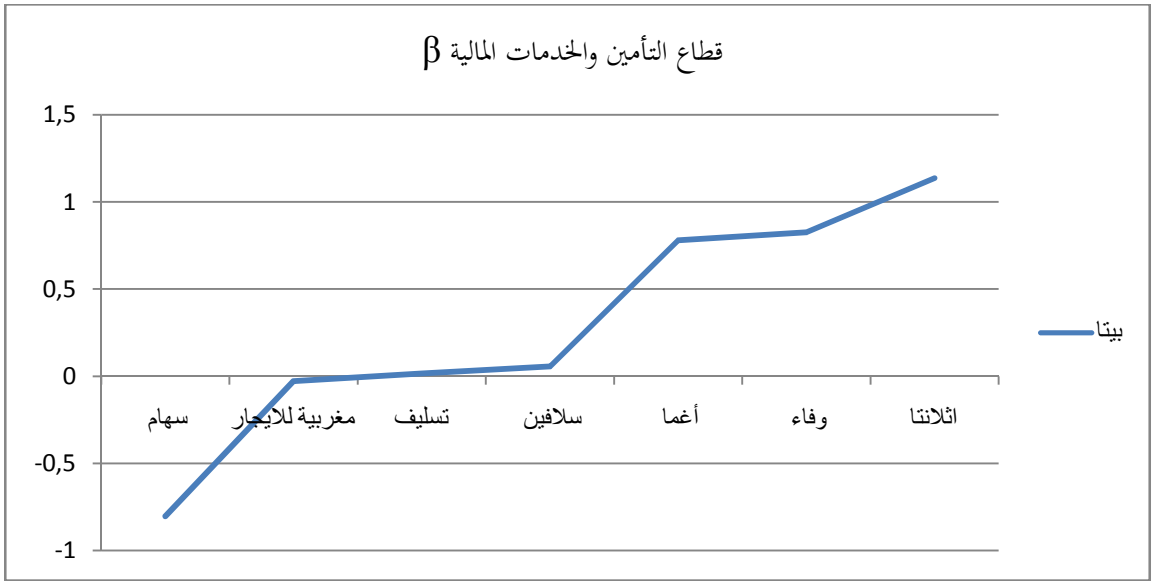
الجدول رقم (2-5): نتائج مقارنة المخاطر النظامية بين الأسهم المدرجة في قطاعالتأمين والخدمات المالية

القطاعات	الأسهم	β
قطاع التأمين، شركات التمويل والخدمات المالية	SAHAM ASSURANCE	-0.802
	MAROC LEASING	-0.026
	TASLIF	0.016
	SALAFIN	0.054
	AGMA LAHLOTAZI	0.780
	WAFA ASSURANCE	0.827
	ATLATA	1.137

من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (2-2)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الأسهم المدرجة في قطاع التأمين والخدمات المالية، تراوحت قيم معامل بيتا للأسهم بين موجبة وقيم سالبة، حيث حقق سهم سهام للتأمين ومغربية للإيجار قيم سالبة وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين تقلب عائد هده الأسهم تجاه تقلب عائد محفظة السوق أي لا توجد استجابة، كما حقق سهم تسليف، سلافين، أغما، وفاء لتأمين، أثلانتا، قيم موجبة و أقل من الواحد وهذا يعنى أن الأسهم المدرجة في قطاع التأمين تتقلب بأقل من تقلب عائد محفظة السوق أي استجابة ضعيفة، باستثناء سهم أثلانتا معامل بيتا (1.237) أكبر من الواحد يعني أن تقلب عائد هدا السهم يتقلب أكثر من تقلب عائد محفظة السوق أي توجد استجابة قوية.

الشكل البياني رقم (1-3):المخاطر النظامية للأسهم المدرجة في قطاع التأمين والخدمات المالية



من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-5)

نلاحظ من خلال المنحنى البياني أعلاه ترتيب الأسهم حسب قيم معامل بيتا والمتمثلة على محور الترتيب، وعلى محور الفواصل الأسهم المدرجة في قطاع التأمين والخدمات المالية، حيث تكون بداية المنحي من القيم السالب لسهم سهام ومغربية وبعدها يتصاعد للأعلى قيمة بيتا للسهم أثلانثا.

ثانيا: عرض نتائج للمقارنة بين مخاطر النظامية لكل قطاع

بعد عرض نتائج معامل بيتا لقياس المخاطر النظامية للمقارنة بين الأسهم المدرجة لكل قطاع من قطاعات الثلاثة، سنتمكن من دراسة نتائج مقارنة المخاطر النظامية للقطاعات.

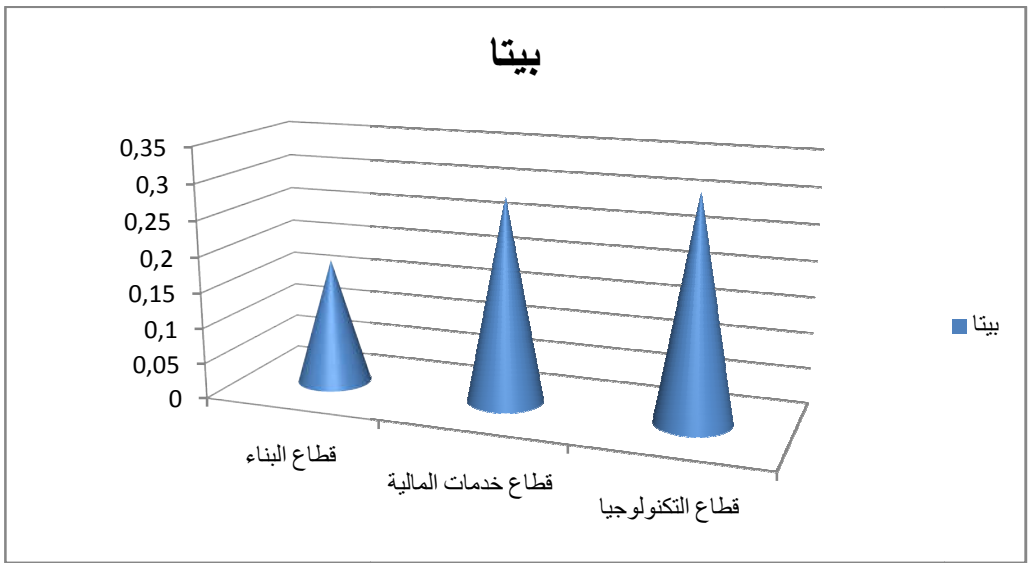
الجدول رقم (2-6) يوضح المخاطر النظامية للقطاعات الثلاثة

القطاعات	قطاع البناء ومواد البناء	قطاع التأمين والخدمات المالية	قطاع الأجهزة البرمجيات
β	0.178	0.284	0.308

من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-3)، (2-4)، (2-5)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه معامل بيتا لكل قطاع من القطاعات الثلاثة للمقارنة بين هده القطاعات أي من القطاعات ذات درجة مخاطرة نظامية عالية، حيث قدر معامل بيتا لقطاع البناء ومواد البناء 0.178، قطاع، يليه قطاع التأمين والخدمات المالية 0.284، بعدها قطاع الأجهزة البرمجية 0.306 الذي حقق أكبر معامل بيتا ولهدا يكون خطر النظامي لهدا القطاع مرتفع على باقي القطاعات الأخرى.

الشكل البياني رقم (1-4) يمثل مخاطر نظامية للقطاعات الثلاثة



من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-6)

نلاحظ من خلال شكل البياني أعلاه نلاحظ ترتيب قطاعات حسب معامل بيتا لقياس درجة الخطر نظامي، يمثل معامل بيتا على محور الترتيب و القطاعات على محور الفواصل من أقل قطاع حقق معامل بيتا أقل إلى أعلى قطاع حقق معامل بيتا أكثر على الترتيب، و كان قطاع التكنولوجيا ذات درجة مخاطرة مرتفعة.

الفرع الثاني:دراسة نتائج معدل العائد المطلوب، المردودية المالية المحققة ومؤشر القيمة.

قمنا في الفرع الأول بعرض نتائج تقدير معامل بيتا لقياس المخاطر النظامية، وبعدها الفرع الثاني سنقوم بعرض نتائج مقارنة معدل العائد المطلوب، المردودية المالية المحققة حسب مؤشر القيمة للأسهم شركات المدرجة في كل قطاع من جهة ومن جهة أخرى مقارنة معدل العائد المطلوب و المردودية المحققة حسب مؤشر القيمة للمحفظة لثلاثة قطاعات .

الجدول رقم (2-7): نتائج معدل عائد المطلوب المردودية المالية المحققة ومؤشر القيمة

القطاعات	الأسهم	ER_{MDAF}	R_F	TV
قطاع البناء ومواد البناء	ciment du Maroc	0,074	0,092	1,239
	Colorado	0,036	0,060	1,655
	Jet	0,049	0,067	1,356
	LafavgeHolcimMavoc	0,031	0,020	0,648
	Sonasid	0,042	0,061	1,440
	aluminium du Maroc	0,047	0,064	1,351
قطاع الأجهزة البرمجيات والخدمات الحاسوبية	Disway	0,047	0,077	1,615
	Ibmaroc	0,031	-0,071	-2,246
	m2m grop	0,049	0,075	1,527
	Micro Data SA	0,037	0,045	1,189
	Involys	0,046	0,066	1,427
التأمين والشركات التمويل والخدمات المالية	ATLATA	0,060	0,047	0,790
	SAHAM ASSURANCE	0,005	0,016	2,942
	WAFA ASSURANCE	0,050	0,083	1,644
	AGMA LAHLOTAZI	0,049	0,094	1,929
	SALAFIN	0,027	0,029	1,078
	TASLIF	0,026	0,043	1,661
	MAROC LEASING	0,024	0,063	2,585

من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (2)-(3)برنامج Microsft Excel

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه نتائج معدل العائد المطلوب (المردودية المطلوبة) و تمثل تقدير العائد المطلوب حسب درجة المخاطرة الناتجة عن أداء السهم في السوق ، ومتوسط المردودية المحققة أي قسمة نتيجة

الصافية على الأموال الخاصة و تمثل انعكاسا للأداء الداخلي للشركة و ربحيتها،و للمقارنة بينها نرصد مؤشر القيمة وذلك بقسمة المردودية المالية المحققة على معدل العائد المطلوب من خلال حكم على قدرة كل سهم للحكم على قدرة المؤسسات على خلق ثروة للمستثمرين بمعيار IV.

– الحالات الممكنة لاختيار أفضل سهم لكل قطاع

من خلال الجدول رقم (2-2) تحديد الحالات الممكنة للحكم على الأداء المالي من خلال المردودية المالية للأسهم في كل قطاع.

- ✓ السهم أقلم عدل عائد مطلوب و أكبر معدل عائد محقق
- ✓ السهم أكبر معدل عائد مطلوب وأقل معدل عائد محقق

كما هو موضح في الجدولين التاليين، علما أن معدل العائد المحقق هو المردودية المالية المتوسطة.

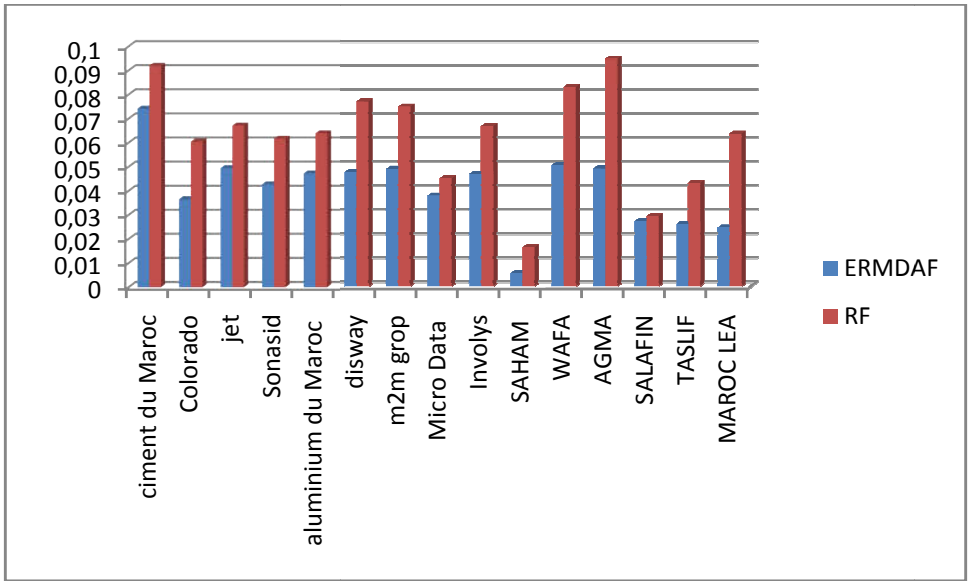
الجدول رقم (2–8) يوضح الأسهم التي حققت أقل معدل عائد مطلوب وأكبر معدل عائد محقق

الحالات الممكنة	الأسهم	ER_{MDAF}	R_F	IV
أقل معدل عائد مطلوب وأكبر معدل عائد محقق في قطاع البناء ومواد البناء	ciment du Maroc	0,074	0,092	1,239
	Colorado	0,036	0,060	1,655
	Jet	0,049	0,067	1,356
	Sonasid	0,042	0,061	1,440
	aluminium du Maroc	0,047	0,064	1,351
أقل معدل عائد مطلوب وأكبر معدل عائد محقق في قطاع الأجهزة البرمجية	Disway	0,047	0,077	1,615
	m2m grop	0,049	0,075	1,527
	Micro Data SA	0,037	0,045	1,189
	Involys	0,046	0,066	1,427
أقل معدل عائد مطلوب وأكبر معدل عائد محقق في قطاع التأمين وشركات التمويل	SAHAM ASSURANCE	0,005	0,016	2,942
	WAFA ASSURANCE	0,050	0,083	1,644
	AGMA LAHLOTAZI	0,049	0,094	1,929
	SALAFIN	0,027	0,029	1,078
	TASLIF	0,026	0,043	1,661
	MAROC LEASING	0,024	0,063	2,585

من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول رقم (2–7)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ الجدول أعلاه و الذي يوضح ترتيب الأسهم مدرجة داخل القطاعات الثلاثة، البناء ومواد البناء، الأجهزة البرمجية و قطاع التأمن وشركات التمويل، حسب الحالات الممكنة أي من الأسهم التي حققت أقل معدل عائد مطلوب و أكبر معدل عائد محقق (مردودية محققة) و تعد أفضل وضعية بالنسبة لشركة.

التمثيل البياني (1-5):الأسهم التي حققت أقل معدل عائد مطلوب وأكبر معدل عائد محقق



من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-8)

من خلال الشكل البياني أعلاه نلاحظ قيم معدل العائد المطلوب (المردودية المطلوبة)، ومعدل العائد المحقق (المردودية المالية المحققة) على محور الترتيب، و الأسهم القطاعات الثلاثة على محور الفواصل يوضح الأسهم التي حققت أقل معدل عائد مطلوب و أكبر عائد محقق (مردودية محققة).

الجدول رقم (2-9) يوضح الأسهم التي حققت أكبر معدل عائد مطلوب وأقل معدل عائد محقق

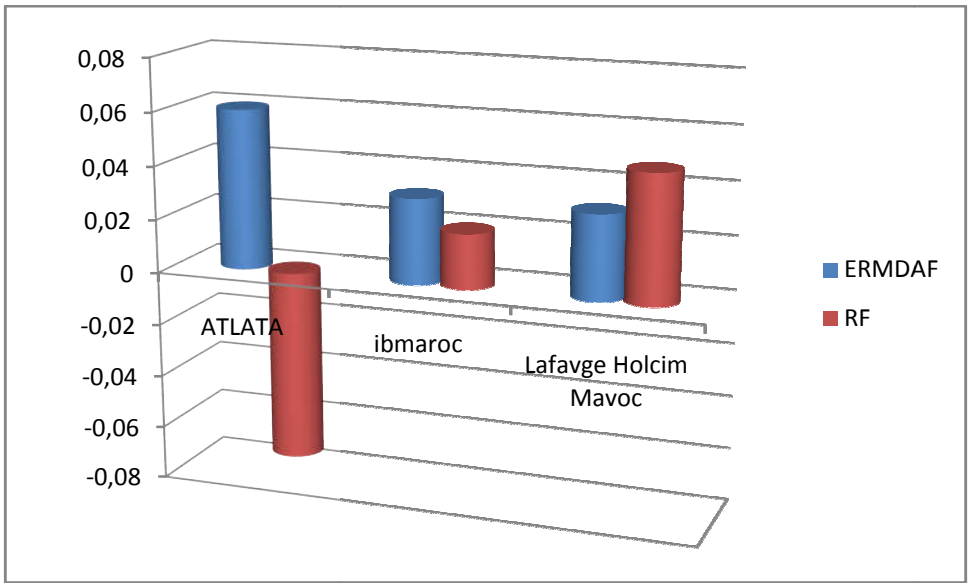
IV	R_F	ER_{MDAF}	الأسهم	الحلات الممكنة
0,6489	0,020	0,0314	LafavgeHolcimMavoc	أكبر معدل عائد مطلوب وأقل معدل عائد محقق في قطاع البناء ومواد البناء
-2,2461	-0,071	0,0317	ibmaroc	أكبر معدل عائد مطلوب وأقل معدل عائد محقق في قطاع الأجهزة البرمجية
0,7908	0,0475	0,060	ATLATA	أكبر معدل عائد مطلوب وأقل معدل عائد محقق في قطاع التأمين والخدمات المالية

من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-7)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه و الذي يوضح ترتيب الأسهم المدرجة داخل القطاعات الثلاثة، البناء ومواد البناء، الأجهزة البرمجية وقطاع التأمين وشركات التمويل، حسب الحالات الممكنة أي من الأسهم التي

حققت أكبر عائد مطلوب وأقل معدل عائد محقق) مردودية محققة وتعد وضعية سيئة بالنسبة للشركة لأن معدل الذي يطلبه المستثمرين أكبر من معدل العائد الذي تحققه الشركة.

التمثيل البياني رقم(1-6): الأسهم التي حققت أكبر معدل عائد مطلوب وأقل معدل عائد محقق



من إعداد الطالبة بالاعتماد على جدول رقم(2-9)

نلاحظ خلال الشكل البياني أعلاه نلاحظ قيم معدل العائد المطلوب (المردودية المطلوبة)، ومعدل العائد المحقق (المردودية المالية المحققة) على محور الترتيب، و الأسهم القطاعات الثلاثة على محور الفواصل يوضح الأسهم التي حققت أكبر معدل عائد مطلوب و أقل عائد محقق (مردودية محققة).

ثانيا:تشكيل محفظة لكل قطاع

حسب الجدول (2-2) تم تشكيل محفظة لثلاثة قطاعات، قطاع البناء ومواد البناء، قطاع الأجهزة البرمجيات والخدمات الحاسوب، قطاع التأمينات وشركات تمويل الخدمات المالية، وعليه تتضمن محفظة كل قطاع الأسهم الشركات مدرجة في كل قطاع كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-10) يوضح تشكيل محفظة للقطاعات الثلاثة

محفظة قطاع البناء ومواد البناء	محفظة قطاع الأجهزة البرمجية	محفظة قطاع التأمينات وشركات تمويل
Ciment du Maroc	Disway	ATLATA
Colorado	Ibmaroc	SAHAM ASSURANCE
Jet	M2M grop	WAFA ASSURANCE
LafavgeHolcimMavoc	Micro Data SA	AGMA LAHLOTAZI
Sonasid	Involys	SALAFIN
Aluminium du Maroc		TASLIF
		MAROC LEASING

من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-7)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه د تشكيل المحفظة المالية لكل قطاع من القطاعات الثلاثة من أجل تحديد أفضل محفظة ممكنة للمستثمر.

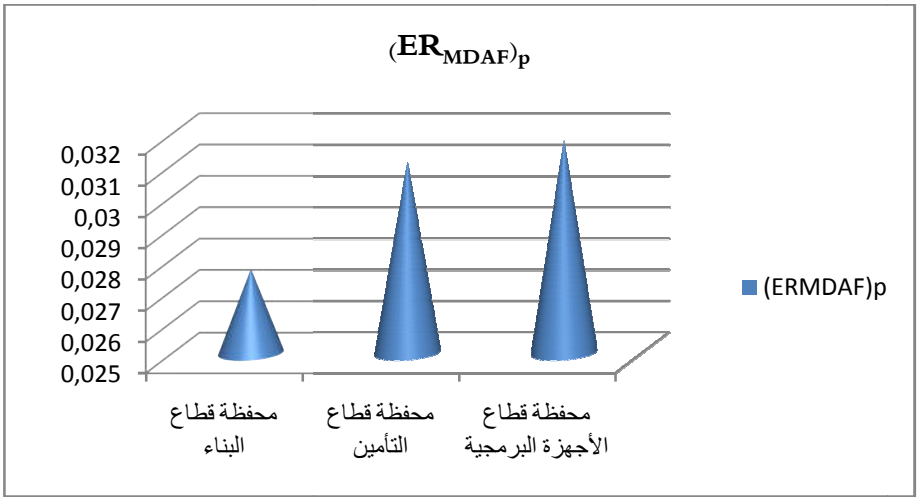
الجدول رقم (2-11):يوضح نتائج المحافظة المشكلة للقطاعات الثلاثة

محافظ المشكلة	(β)p	$(ER_{MDAF})_p$	$(R_F)_p$	$(IV)_p$
محفظة قطاع البناء ومواد البناء	0.174	0,0277	0.061	2.20
محفظة قطاع التأمينات وشركات تمويل	0.284	0.0311	0.038	1.22
محفظة قطاع الأجهزة البرمجية	0.308	0.0318	0.075	2.35

من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-7)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه نتائج المحفظة المالية المشكلة للقطاعات الثلاثة، للمقارنة بينها و اختيار أفضل محفظة يمكن للمستثمر استثمار أمواله من أجل خلق ثروة لأمواله مستثمر و دلك وفق معيار IVمن خلال المقارنة بين معدل العائد المطلوب مرجح بدرجة الخطر و معدل العائد المحقق (المردودية المحقق)، حيث أن محفظة قطاع التأمين وشركات التأمين 1,22 و محفظة قطاع البناء ومواد البناء 2.20، محفظة قطاع الأجهزة البرمجية 2,35.

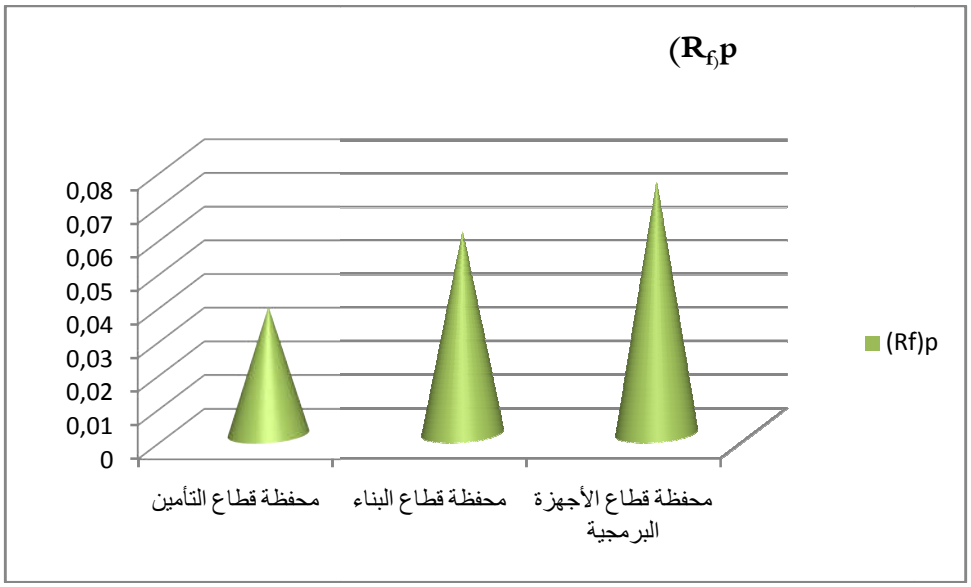
الشكل البياني رقم (1-7) يمثل ترتيب نتائج معدل عائد مطلوب لمحفظة قطاع البناء، الأجهزة البرمجية و قطاع التأمين



من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-11)

نلاحظ من خلال الشكل البياني أعلاه الذي يوضح قيم معدل العائد المطلوب للمحافظ المالية المشكّلة على الترتيب، حيث يمثل قيم معدل عائد المطلوب على محور الترتيب، محافظ المشكّلة، محفظة قطاع البناء، محفظة قطاع التأمين، محفظة قطاع الأجهزة البرمجية على محور الفواصل. كما نلاحظ أن معدل العائد المطلوب لمحفظة قطاع البناء أقل من معدل العائد المطلوب لمحفظة قطاع التأمين و أقل من محفظة قطاع الأجهزة البرمجية.

الشكل البياني رقم (1-8): ترتيب نتائج المردودية المالية المحققة لمحفظة قطاع البناء، الأجهزة البرمجية و قطاع التأمين

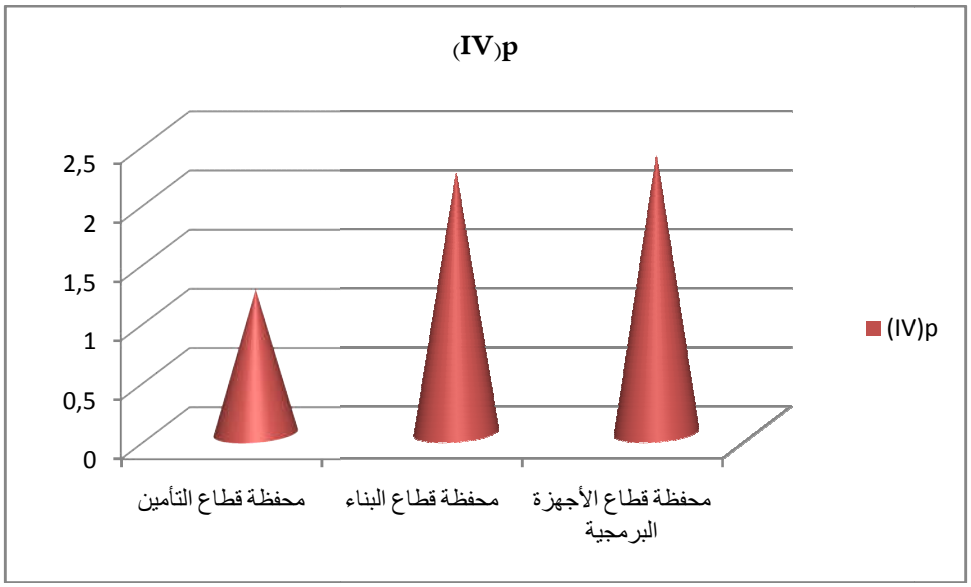


من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-11)

نلاحظ من خلال الشكل البياني ترتيب نتائج المردودية المالية المحققة للمحافظ المشكلة على الترتيب حيث يمثل محور الترتيب نتائج المردودية المالية المحققة و على محور الفواصل محافظ المشكلة، محفظة قطاع التأمين،محفظة قطاع

البناء، محفظة قطاع الأجهزة البرمجية كما نلاحظ ترتيب محافظ من المحفظة قطاع التأمين التي حققت أقل معدل عائد محقق إلى محفظة قطاع الأجهزة البرمجية أعلى عائد متوقع و تتوسطهم محفظة قطاع البناء.

الشكل البياني رقم (1–9): ترتيب نتائج خلق الثروة لمحفظة قطاع البناء، الأجهزة البرمجية وقطاع التأمين



من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2–11)

نلاحظ من خلال الشكل البياني أعلاه الذي يوضح نتائج خلق الثروة للمحافظ المشكلة على الترتيب حيث يمثل محور الترتيب نتائج خلق الثروة (مؤشر القيمة) و على محور الفواصل محافظ المشكلة، محفظة قطاع التأمين،محفظة قطاع البناء، محفظة قطاع الأجهزة البرمجية، كما نلاحظ أن محفظة قطاع الأجهزة البرمجية هي المحفظة التي حققت أكبر مؤشر قيمة من بين المحافظ أخرى (محفظة قطاع التأمين و محفظة قطاع البناء).

المطلب الثاني: مناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد تطرق في المطلب الأول إلى عرض وتحليل نتائج دارسة سنقوم في هذا المطلب بمناقشة النتائج المتوصل إليها.من خلال تحليل و تفسير جداول والمنحنى البياني لمقارنة معامل بيتا لقياس درجة المخاطر النظامية لأسهم المدرجة لكل قطاع والجداول والأشكال البيانية للمقارنة درجة المخاطر النظامية بين القطاعات الثلاثة قطاع البناء، قطاع التأمين و قطاع البرمجة الحاسوبية نستنج ما يلي:

- ✓ من تحليل الجدول رقم (2-3) والتحليل المنحنى البياني رقم (2-1) بعد مقارنة نتائج بيتا بين الأسهم مدرجة داخل قطاع البناء ومواد البناء تبين أن سهم جيت هو الأكثر تقلبا أي الأكثر مخاطرة.
- ✓ من خلال تحليل وتفسير الجدول رقم (2-4) والمنحنى البياني رقم (2-2) بعد مقارنة نتائج بيتا بين الأسهم مدرجة داخل قطاع الأجهزة البرمجية تبين أن سهم مجموعة م2م هو السهم الأكثر مخاطرة.
- ✓ من خلال تحليل وتفسير الجدول رقم (2-5) والمنحنى البياني رقم (2-3) بعد مقارنة نتائج بيتا بين الأسهم مدرجة داخل قطاع التأمين و الخدمات المالية تبين أن سهم أثلانتا هو الأكثر مخاطرة وتضح أنه أكثر تقلبا أي مخاطرة ضمن جميع أسهم القطاعات الثلاثة حيث حقق استجابة قوية.
- ✓ من خلال تحليل وتفسير الجدول رقم (2-6) والتمثيل البياني رقم (2-4) بعد مقارنة نتائج بيتا للقطاعات الثلاثة تبين أن قطاع الأجهزة البرمجية أكثر مخاطرة وهدا راجع لتطور وسائل التكنولوجيا في مجال البرمجيات.
- ✓ من خلال تحليل وتفسير نتائج الجدول رقم (2-8) والتمثيل البياني رقم (2-5) الحالات الممكنة للأسهم المدرجة في قطاعات الثلاثة قطاع البناء، قطاع الأجهزة البرمجية، قطاع التأمين، التي حققت أقل عائد مطلوب و أكبر عائد محقق(مردودية محققة) وهدا يعني أن نسبة نتيجة الصافية للأموال الخاصة نسبة إيجابية و أن لأسهم حققت أرباح صافية خلال فترات الدراسة وأن الشركة حققت للمساهمين مردودية على أموالهم تفوق المردودية المطلوبة باعتبار درجة الخطر النظامي وتعتبر وضعية جيدة للمؤسسة.
- ✓ من خلال تحليل وتفسير الجدول رقم (2-9) والتمثيل البياني رقم (2-6) الحالات الممكنة للأسهم المدرجة في قطاعات الثلاثة قطاع البناء، قطاع الأجهزة البرمجية، قطاع التأمين، التي حققت أكبر عائد مطلوب و أقل عائد محقق(مردودية محققة) وهدا يعني أن الأسهم لم تحقق أرباح صفية خلال فترات الدراسة و أن الشركة لم تحقق للمساهمين مردودية على أموالهم.
- ✓ من خلال تحليل وتفسير الجدول رقم (2-11) والتمثيل البياني رقم (1-5)، (1-6)،(1-7)،بعد مقارنة بين محافظ المالية المشكلة لثلاثة قطاعات، فإن محفظة قطاع الأجهزة البرمجية أفضل محفظة لأنها تخلق ثروة للمساهمين على استثمار أموالهم مردودية تفوق مردودية المطلوبة باعتبار درجة الخطر النظامية 0.30، معدل عائد مطلوب 3,18٪ المردودية المحققة7,57، ومؤشر القيمة 2,35.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هدا الفصل أن نسقط الجانب النظري من الدراسة على مجموعة من الأسهم في ثلاثة قطاعات مدرجة في بورصة دار البيضاء المغرب حيث كان هو بيئة الدراسة، مستعينين في ذلك على المعلومات المتوفرة لنا من الموقع الإلكتروني المذكور سابقا، من خلال قياس حساسية السوق (المخاطر النظامية) بمعامل الخطر بيتا β ومقارنتها مع جميع الأسهم المدرجة في القطاعات من جهة ومن جهة أخرى استخدام نموذج تقييم الأصول المالية لتقدير معدل العائد المطلوب لمعرفة أفضل قطاع من القطاعات الثلاثة مدرجة في بورصة الدار البيضاء المغرب، صالح للاستثمار من أجل خلق ثروة للمستثمر ودلك من خلال تحقيق محفظة المشكلة من أسهم شركات مدرجة في كل قطاع والمقارنة بينها أي منهم تخلق ثروة إضافية للمستثمرين.

وقد قمنا في الأخير بتحليل النتائج المتوصل إليها انطلاق من المعطيات التي تمت معالجتها، حيث بينت نتائج الدراسة أن جميع الأوراق المالية تتميز بخطر منخفض في القطاعات لثلاثة وأن قطاع الأجهزة البرمجية أفضل قطاع من خلال النتائج التي حققتها المحفظة المشكّلة له بأكبر عائد محقق وأقل عائد مطلوب.

خاتمـــة

خاتمة

يعتـبر التطـور الحاصـل في الإقتصـاد وزيـادة حركـة رؤوس الأمـوال داخـل الأسـواق الماليـة مـن العوامـل الـتي أدت لزيـادة المسـتثمر بالاهتمـام بالاسـتثمار في الأوراق الماليـة ممـا تحققـه مـن خلـق ثـروة في ضـل مخـاطرة مقبولـة، وهـو هـدف كـل مسـتثمر لـدلك قمنـا في دراسـتنا بـالتعريف بالعائـد و المخـاطر النظاميـة الـتي لا يمكـن الـتخلص منهـا بـالتنويع وكيفيـة قياسـها، كمـا قمنـا بتعريـف نمـوذج تقـيم الأصـول الماليـة وأهـم اسـتخداماته، لنتطـرق في دراسـة التطبيقيـة في كيفيـة قيـاس مسـتويات المخـاطر النظاميـة وعلاقتهـا بالعوائـد عنـد الاسـتثمار في القطاعـات الثلاثـة، قطـاع البنـاء، قطـاع التـأمين، قطـاع الأجهـزة البرمجيـة، وبالتـالي يمكننـا ذكـر نتـائج الدراسـة، اختبـار فرضـيتها، نتـائج البحـث المقترحـة و آفـاق الدراسـة كمـا يلي:

أولا: نتائج الدراسة

من خلال قيامنا بهذا تم التوصل إلى النتائج التالية:

1- تتميـز جميـع المخـاطر النظاميـة الـتي يتعـرض لهـا قطاعـات الثلاثـة بدرجـة مـنخفض ماعـدا سـهم أثلانتـا تميـز بدرجـة مخاطرة عالية أي استجابة قوية وهدا راجع إلى بيئة التي تنشط فيها الشركة؛

2- تبـين مـن نتـائج مقارنـة الأسـهم بدرجـة مخـاطرة لكـل قطـاع أن سـهم جيـت، سـهم مجموعـة م2م وسـهم أثلانتـا هـي الأسهم الأكثر تقلبا أي الأكثر مخاطرة ضمن القطاع الذي تدرج فيه؛

3- كمـا كـان قطـاع الأجهـزة البرمجيـة حقـق أكثـر درجـة مخـاطرة وهـدا رجـع لتطـور وسـائل التكنولوجيـا في مجـال البرمجيـات و كثرة المنافسة؛

4- عنـد تشـكيل المحفظـة لثلاثـة القطاعـات ومقارنـة بينهـا مـن خـلال مؤشـر القيمـة تبـين أن قطـاع الأجهـزة البرمجيـة أفضـل محفظة لأنها بالنسبة لخلق الثروة للمساهمين على استثمار أموالهم تفوق المردودية المطلوبة.

ثانيا: نتائج إثبات الفرضيات.

1- الفرضـية الأولى: نعـم هنـاك اخـتلاف بـين المخـاطر النظاميـة و العائـد المطلـوب و المحقـق بـين الشـركات داخـل نفـس القطاع ، و دلك للاختلاف النتائج المحقق لكل شركة من الشركات على الترتيب حسب كل قطاع .

2- الفرضـية الثانيـة: نعـم هنـاك اخـتلاف العلاقـة بـين المخـاطر النظاميـة و العائـد المطلـوب و المحقـق بـين القطاعـات باختلاف معامل بينا لقياس المخاطر النظامية و نسبة نتيجة الصافية للأموال الخاصة.

3- الفرضية الثالثة: يوجد اختلاف بين القطاعات من حيث قدرتها على خلق الثروة بمؤشر القيمة ودلك باختلاف نسبة العائد المحقق للعائد المطلوب للقطاعات الثلاثة على الترتيب.

ومن خلال إثبات للفرضيات و الإجابة على الإشكالية الرئيسية نكون بدلك قد أثبتنا الفرضيات، وبتالي أجبنا على الإشكالية الأساسية لهذه الدراسة ونقول:

- توجد علاقة بين المخاطر النظامية و معدل العائد المطلوب مرجح بدرجة الخطر النظامي و معدل العائد المحقق بين قطاعات الثلاثة، قطاع البناء ومواد البناء، قطاع التأمين وقطاع الأجهزة البرمجية أي كلما زادة المخاطر النظامية يزيد معدل العائد المطلوب و كلما زاد معدل العائد المطلوب على معدل العائد المحقق ينقص مؤشر القيمة.

ثالثا: أفاق الدراسة

من خلال هذه الدراسة ثم استقطاب جوانب أخرى تحتاج إلى الدراسة والتعمق فيها، نوجزها فيما يلي:

1- إعادة تطبيق هذه الدراسة على بورصة القيم بالجزائر؛
2- إعادة تطبيق هذه الدراسة للمقارنة بين قطاعات في بورصات مختلفة؛
3- إجراء الدراسة باستعمال أساليب وطرق أخرى وذلك لضبط نتائج الدراسة.

المراجع

أولا: المصادر والمراجع بالغة العربية

1- أل شبيب دريد كمال ، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأول، 2010.

2- العامري محمد علي ، **الإدارة المالية**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2007م- 1428 هـ.

3- المومني غازي فلاح، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 1435هـ-2015.

4- النعيمي عدنان تايه – د. أرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوي العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.

5- كبوط عبد الرزاق ، **محاضرة في مقياس النظرية المالية**، للموسم الجامعي 2009-2010، .

6- الحناوى محمد مصطفى نهال فريد ، **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، المكتب الجامعي الحديث، 2006.

7- حداد فايز سليم ، **الإدارة المالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن – عمان،الطبعة الثانية، 140هـ-2009م.

8- حماد طارق عبد العال ، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية للنشر،2002.

9- حنفي عبد الغفار قرباقص رسمية زكي ، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

10- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة السابعة.

11- معروف هوشيار ، **الاستثمارات ولأسواق المالية**، دار صفاء لنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2015-1436هـ.

12- منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث**، الإسكندرية، الطبعة الرابعة، 1999.

13- منير إبراهيم هندى، **أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية**، توزيع المكتب المعربي الحديث، الإسكندرية، 2015.

14- محمد عبد الحميد عطيية، **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.

15- علي عباس، **الإدارة المالية**، دار إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، الطبعة الأولى، 2008.

16- عماني لمياء ، عبد الوهاب دادن، **إدارة المحافظ المالية**، مطبوعة بداغوجية غير منشورة،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2017.

18- عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية**، مؤسسة شباب الجامعة لنشر،الإسكندرية، 2005.

19- عماني لمياء ، **مطبوعة فى مقياس الهندسة المالية غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير**، للموسم الجامعي 2016-2017.

20- على بن الضب، سيدي امحمد عياد، **تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد02/2012.

ثانيا: المصادر والمراجع بالغة الاجنبية

21Jacqueline, D, f, P. (2009). **Finance d'entreprise** : 2eédition, Dunod, Paris.
22- Leutenngger, M-A. (2010). Gestion de portefeuille et théorie des marches financiers: Economica, 3e édition France.
23- Pierre vernimmen ,P. (2011), **Finance d'entreprise** :9e édition , DALLOZ.
24- Eugene, F, K, P.(2004),**the capital Asset Pricing Model** : the ory and Evidence, jounal of Economic pers pectivrs-volume18,N03, sommer.
25- Pascal, A, G, et Desmuliers, L, P.(2013) **Gestion portfeuille et marchésfinanciere**, 2édition,France, PEARSON.
26- Pierre RAMAGE, P. (2002), **finance de marché** : d'organisation, France.
27- Ruzita, A.R. 2006.**A comparison Between french and fama model and liquidity-based three-factor models in predicting the portfollo returns**: aslan academy of management journal of accounting and financ, No.2,43-60.

ثالثا: المواقع الالكترونية

بدون مؤلف، http://www.casablanca-bourse.com، تاريخ تصفح 2018/03/03
بدون مؤلف، http://www.bkam.ma، تاريخ التصفح 2018/04/01.

الملاحق

الملحق رقم(01):يوضح عائد السوق الشهري

RM	2017	RM	2016	RM	2015	RM	2014	RM	2013
-0,04781	janv-17	0,0031752	janv-16	-0,06252	janv-15	-0,003657	janv-14	0,03614	janv-13
0,025356	févr-17	-0,002007	févr-16	-0,02208	févr-15	-0,029677	févr-14	0,013	févr-13
0,048049	mars-17	-0,050486	mars-16	0,017405	mars-15	-0,010806	mars-14	-0,01559	mars-13
-0,02219	avr-17	-0,049142	avr-16	0,033249	avr-15	0,005284	avr-14	-0,00756	avr-13
0,006518	mai-17	0,0113588	mai-16	0,022372	mai-15	-0,0039	mai-14	0,02091	mai-13
-0,03772	juin-17	0,0263308	juin-16	0,013812	juin-15	0,032638	juin-14	0,01951	juin-13
-0,0152	juil-17	-0,03807	juil-16	-0,02404	juil-15	-0,009551	juil-14	0,02086	juil-13
-0,01579	août-17	0,0021855	août-16	0,056108	août-15	-0,027189	août-14	0,01744	août-13
0,02114	sept-17	-0,017779	sept-16	0,019824	sept-15	-0,05046	sept-14	-0,0292	sept-13
-0,0188	oct-17	-0,049741	oct-16	0,004036	oct-15	-0,026908	oct-14	-0,0754	oct-13
-0,01555	nov-17	-0,000336	nov-16	-0,00125	nov-15	0,035919	nov-14	0,01155	nov-13
0	déc-17	0	déc-16	0	déc-15	0	déc-14	0	déc-13

الملحق رقم(02):يوضح عائد الأسهم الشهري

سنوات	اسمنت	الافارج	ألمنيوم	جيت	صوناسيد	كلورد	سهام	مغربية للايجار	تسليف
janv-13	0,0358	0,103	0,016	-0,011	0,999	0,002	0,020	0,063	0,138
févr-13	0,0754	-0,473	0,058	0,000	0,106	-0,011	0,056	-0,044	0,092
mars-13	0,1017	0,835	0,105	-0,077	-0,030	-0,042	0,027	0,096	-0,008
avr-13	-0,0051	-0,444	-0,029	0,024	0,049	-0,002	0,020	-0,060	0,000
mai-13	0,0224	0,068	-0,108	0,008	0,106	-0,055	0,020	0,003	0,000
juin-13	0,0284	-0,003	-0,085	0,011	0,023	-0,083	0,062	0,074	-0,200
juil-13	-0,0600	-0,008	0,072	0,149	0,014	0,161	0,025	-0,036	0,139
août-13	-0,0476	-0,011	0,045	0,077	0,009	-0,053	0,017	0,005	-0,071
sept-13	-0,0016	-0,005	-0,073	-0,062	-0,206	0,011	0,027	-0,006	0,063
oct-13	-0,1587	0,666	0,060	-0,125	-0,291	-0,077	-0,027	-0,010	-0,024
nov-13	-0,1176	-0,140	0,035	-0,080	0,013	0,002	0,039	0,026	-0,024
déc-13	0,0000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
janv-14	-0,0012	-0,036	0,088	-0,010	0,006	-0,034	0,042	0,062	0,056
févr-14	-0,1185	-0,091	0,028	-0,092	0,726	-0,040	-0,006	0,008	0,170
mars-14	0,0155	0,002	0,003	-0,018	0,031	-0,306	0,003	0,012	-0,062
avr-14	-0,0216	-0,038	-0,044	-0,073	0,047	0,065	-0,005	0,014	0,051
mai-14	-0,0304	0,001	0,027	-0,042	-0,010	0,031	-0,020	-0,060	-0,071
juin-14	0,0313	0,023	0,038	0,077	0,017	0,090	0,038	0,064	-0,029
juil-14	0,0894	-0,024	-0,019	-0,045	-0,487	0,003	-0,999	0,063	0,080
août-14	-0,0556	-0,035	-0,003	-0,062	0,762	-0,041	-0,002	-0,130	-0,069
sept-14	-0,0426	-0,093	-0,023	-0,091	-0,068	0,000	0,004	0,064	0,025
oct-14	-0,0581	-0,057	-0,018	0,029	0,091	-0,001	0,011	0,011	-0,046
nov-14	0,0132	0,029	0,048	0,072	0,084	0,030	-0,014	-0,044	0,023
déc-14	0,0000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
janv-15	0,8645	-0,155	-0,043	-0,006	0,857	-0,034	0,913	0,000	-0,057
févr-15	-0,1008	0,035	-0,068	-0,008	-0,019	-0,040	-0,005	-0,003	0,060
mars-15	0,0259	0,007	0,057	0,193	-0,439	-0,306	0,006	-0,070	0,132
avr-15	0,0265	0,106	0,101	0,059	0,031	0,065	0,004	0,069	-0,082
mai-15	-0,0267	-0,065	-0,069	0,079	0,051	0,031	-0,001	-0,005	-0,034
juin-15	-0,0325	-0,035	0,035	-0,059	-0,022	0,090	-0,004	0,000	0,176
juil-15	-0,0769	0,007	-0,009	-0,051	0,000	0,003	-0,098	0,000	-0,123
août-15	0,0475	0,050	-0,004	0,114	0,091	-0,041	-0,007	-0,014	-0,066
sept-15	0,0562	0,049	-0,104	0,065	0,058	0,000	-0,008	0,000	0,102
oct-15	0,0398	0,005	0,031	0,065	-0,010	-0,001	0,025	0,000	-0,102
nov-15	-0,0088	0,048	0,071	-0,004	-0,002	0,030	0,141	0,028	0,088
déc-15	0,0000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
janv-16	-0,1009	0,044	0,071	0,138	0,168	-0,146	-0,033	0,079	-0,057
févr-16	-0,0009	0,000	0,426	0,051	0,089	-0,051	0,031	-0,073	0,060

0,132	0,051	-0,999	-0,002	-0,167	0,111	0,667	-0,129	-0,0436	mars-16
-0,082	-0,013	0,122	0,004	0,045	-0,017	0,021	-0,108	0,0205	avr-16
-0,034	0,000	-0,035	0,090	-0,107	-0,030	0,048	0,084	-0,0347	mai-16
0,176	0,000	-0,036	-0,002	0,079	0,042	0,110	0,051	0,0440	juin-16
-0,123	0,000	0,000	0,125	-0,007	0,051	-0,493	-0,203	0,0175	juil-16
-0,066	0,000	-0,045	-0,059	0,200	0,007	0,041	0,021	-0,0347	août-16
0,102	0,000	0,025	0,020	0,094	0,041	-0,042	-0,009	-0,0076	sept-16
-0,102	0,039	-0,020	-0,014	0,103	0,043	0,975	-0,049	-0,0846	oct-16
0,088	0,000	0,020	0,034	-0,113	-0,028	-0,124	-0,060	0,0317	nov-16
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,0000	déc-16
0,072	0,034	1,649	-0,025	0,008	0,019	-0,129	-0,040	-0,1172	janv-17
0,029	0,028	0,291	-0,009	0,108	0,081	0,000	-0,006	0,1154	févr-17
-0,085	-0,009	0,491	0,005	-0,076	0,013	0,082	0,188	-0,0714	mars-17
0,064	0,000	0,503	-0,065	-0,038	0,034	-0,070	-0,009	-0,0325	avr-17
0,059	-0,063	1,939	-0,013	0,062	0,001	-0,061	0,025	0,0336	mai-17
-0,011	0,013	0,868	-0,005	-0,029	0,000	-0,016	0,015	0,0108	juin-17
-0,011	0,000	1,074	-0,080	-0,362	-0,235	0,128	-0,035	-0,0107	juil-17
-0,010	0,000	0,253	-0,036	-0,284	-0,218	-0,045	-0,014	-0,0071	août-17
0,075	0,000	1,798	0,007	0,214	-0,253	0,000	0,178	-0,1165	sept-17
0,091	0,000	0,868	-0,048	-0,073	-0,182	-0,037	-0,066	-0,0087	oct-17
-0,080	-0,013	0,902	-0,130	-0,016	0,155	0,085	0,006	-0,0529	nov-17
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,0000	déc-17

تابع الملحق رقم(2)

سنوات	سلافين	أغما	وفاء	اثلانتا	افليس	اب مغرب	دسواي	مكرودنا	مجموعةم2م
janv-13	-0,004	-0,005	0,015	0,173	0,002	0,242	0,044	-0,012	0,018
févr-13	-0,004	0,010	0,057	0,001	0,087	0,198	-0,018	0,060	0,056
mars-13	-0,027	-0,122	-0,232	0,007	-0,196	0,119	-0,037	-0,088	-0,023
avr-13	-0,008	0,035	0,342	-0,103	0,102	-0,045	-0,052	0,096	0,009
mai-13	0,000	-0,001	0,046	-0,005	0,047	0,009	-0,007	0,009	0,023
juin-13	0,073	0,145	-0,031	-0,013	0,031	0,009	0,007	-0,009	0,000
juil-13	-0,018	-0,002	0,000	0,099	0,111	-0,169	0,069	0,170	-0,057
août-13	0,000	0,060	0,043	0,014	-0,024	0,083	-0,025	0,000	0,053
sept-13	0,018	-0,154	-0,046	-0,007	0,000	0,132	-0,001	-0,175	0,000
oct-13	0,019	-0,063	-0,039	-0,130	-0,139	-0,215	-0,078	-0,095	-0,096
nov-13	-0,036	0,034	-0,075	0,027	0,015	-0,041	0,022	0,050	-0,044
déc-13	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
janv-14	0,002	-0,009	0,000	0,051	0,060	-0,008	-0,071	-0,090	-0,073
févr-14	0,002	-0,154	-0,088	-0,047	-0,006	-0,075	-0,159	-0,077	-0,029
mars-14	0,002	0,047	-0,015	-0,043	-0,305	-0,162	0,058	-0,060	-0,057
avr-14	0,002	0,007	0,008	0,075	0,058	0,186	-0,001	-0,050	0,046
mai-14	0,002	-0,041	-0,021	-0,013	0,045	-0,033	0,015	0,079	0,096
juin-14	0,002	0,147	0,027	0,039	-0,033	-0,033	0,092	0,002	-0,009
juil-14	0,002	0,002	0,033	-0,005	-0,028	0,007	-0,012	0,075	0,004
août-14	0,002	-0,025	-0,033	-0,034	-0,027	-0,006	-0,072	0,008	-0,043
sept-14	0,002	0,004	-0,093	-0,005	0,066	0,006	-0,103	-0,032	-0,063
oct-14	0,002	-0,047	-0,027	-0,160	0,008	-0,110	0,062	-0,006	-0,009
nov-14	0,002	-0,009	0,001	0,106	-0,031	0,061	-0,008	0,050	0,024
déc-14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
janv-15	0,000	0,002	0,007	-0,005	-0,053	-0,016	-0,001	-0,048	-0,021
févr-15	-0,032	0,011	-0,142	-0,102	0,031	0,113	-0,012	-0,014	0,009
mars-15	0,025	-0,013	0,096	0,071	0,158	0,177	-0,005	-0,028	0,017
avr-15	0,005	-0,007	0,060	0,056	-0,006	0,184	0,014	0,001	0,099
mai-15	-0,095	0,000	0,019	0,024	-0,003	-0,044	0,028	0,014	0,034
juin-15	0,039	0,085	0,000	0,055	0,026	0,059	-0,002	0,005	-0,014
juil-15	-0,021	-0,018	-0,023	-0,021	0,052	-0,135	0,021	0,068	-0,015
août-15	0,006	0,004	0,089	0,043	0,205	0,019	0,159	0,219	0,004
sept-15	-0,025	0,063	-0,026	0,022	-0,162	0,048	-0,180	-0,083	-0,146
oct-15	-0,047	0,032	0,017	0,031	-0,006	-0,055	0,032	0,026	0,122
nov-15	-0,028	0,001	0,017	-0,003	-0,009	0,018	0,010	0,017	-0,156
déc-15	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
janv-16	0,051	-0,025	0,015	0,032	0,000	0,598	-0,049	-0,040	0,058
févr-16	-0,026	0,004	-0,033	0,096	0,175	-0,123	0,008	-0,172	-0,045
mars-16	-0,104	0,022	-0,009	-0,089	-0,077	0,036	-0,169	-0,011	-0,263
avr-16	-0,010	-0,014	-0,040	0,021	0,014	0,000	0,000	0,034	0,137

mai-16	-0,018	-0,063	-0,077	0,008	-0,045	-0,035	-0,015	0,015	0,023
juin-16	0,040	0,134	0,018	-0,010	-0,033	-0,413	0,112	0,008	0,011
juil-16	-0,052	-0,039	0,005	-0,039	0,016	-0,187	0,008	-0,030	-0,068
août-16	0,030	-0,007	-0,014	0,087	0,066	0,098	-0,020	0,090	-0,063
sept-16	-0,004	0,020	-0,018	-0,039	0,088	-0,012	-0,116	-0,084	0,003
oct-16	-0,019	-0,111	0,014	0,016	0,053	0,136	-0,027	0,002	0,019
nov-16	0,005	0,015	-0,085	-0,008	-0,014	0,008	-0,219	-0,035	-0,069
déc-16	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
janv-17	-0,022	-0,016	-0,030	0,008	0,015	0,598	-0,017	0,017	-0,068
févr-17	-0,008	0,038	0,012	-0,060	-0,191	-0,123	-0,002	-0,118	0,062
mars-17	-0,046	-0,059	0,129	0,032	0,144	0,036	-0,030	-0,145	0,064
avr-17	-0,009	-0,020	-0,085	-0,019	-0,092	0,000	0,006	-0,024	-0,051
mai-17	-0,011	-0,027	0,055	0,000	0,023	-0,035	-0,045	-0,025	0,078
juin-17	0,005	0,048	-0,055	0,022	-0,037	-0,413	0,030	-0,047	-0,001
juil-17	0,005	-0,059	-0,041	-0,022	0,038	-0,187	0,037	0,034	0,022
août-17	-0,002	-0,032	-0,032	-0,029	-0,238	0,098	-0,012	-0,007	-0,014
sept-17	-0,020	-0,004	0,013	-0,074	0,175	-0,012	0,003	-0,026	-0,043
oct-17	0,018	-0,021	0,010	-0,128	-0,006	0,136	-0,146	-0,130	-0,158
nov-17	-0,014	-0,028	-0,039	0,023	-0,041	0,008	0,023	-0,011	-0,072
déc-17	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

الملحق رقم (3) يمثل الأموال الخاصة

الأسهم	2013	2014	2015	2016	2017
أثلانتا	12420680	13547970	1404604	1449961	1215296910
سهام	33373238751	33373238751	567859	3646091318	3921950174
أغما	925036896	955987291,4	2106975812	2106975812	2200879134
وفاء	171639292	2629046360	30556826873	31870550356	33950589817
سلافين	2755640	2755640	275938	264724	264829
تسليف	68480	69928	71510	72722	74578
مغربية للإيجار	423774	423774	423774	4237740	423774
دسواي	1325247388	573487903,5	622446010,9	643618875,4	647114378,6
أب مغرب كوم	74762572,81	75764217,63	56811949,81	53177497,73	53177497,73
مجموعة م2م	790615673	13348635,71	180108802,7	187711018,6	187711018,6
مكرودانا	66013575,52	79470266,62	861205277,4	8776111306	10667792512
أنفوليس	67485026,66	7460812832	75527308,56	793188601,4	83840753,73
أسمنت مغرب	5690136292	6134446136	6134446136	5131250146	49671581929
كلولوداو	333273450,2	333273450,2	37146537883	37146537883	3681664414
جيت	3723173411	394974536,1	400734107,3	422190750,9	62627535944
الافرح هولسيم	27223363107	2684341431	2663613200	26636613200	26636613200
صوناصيد	1798328907	1505447340	1439149753	12420917737	12420917737
ألمنيوم مغرب	369237582,4	37441832433	380008667,2	379369616,2	37936961,2

الملحق رقم 4: يمثل نتيجة الصافية

الأسهم	2013	2014	2015	2016	2017
أثلانتا	110501	174119	139360	153844	16491058,1
سهام	1529370129	1529370129	372266	64287089,7	71951057,3
أغما	33691645,96	4944136,02	400067314	400067314	454840822
وفاء	-3769753,59	408024969	3230417260	2910436071	2925485675
سلافين	10573,2	10573,2	12527,2	13850,7	14017,8
تسليف	2897,5	3164,1	2423,8	3711,3	3331,8
مغربية للايجار	5299,5	9079,4	56115	60367	58516
دسواي	10091116,36	39995622,9	61534344,7	67657679,8	61103211,8
أب مغرب كوم	2455936,47	1001644,82	-18952267,8	-3694520,8	-3694520,8
مجموعة م2م	75520382,9	1451957,58	16026309,6	15375539,9	15375539,9
مكرودانا	17555339,32	3025691,1	27650261,1	226405853	3991681,21
أنفوليس	7160870,5	12781711,7	7344619,81	9142637,77	9879283,17
أسمنت مغرب	813404129,7	1427842092	1427842092	-630756830	1,0312E+10
كلولوداو	48031304,6	48031304,6	838285734	838285734	501501079
جيت	62137460,4	50257195	33736243,4	36178107,8	1409505469
الافرح هولسيم	697673278,3	111040546	92960300,1	92960300,1	92960300,1
صوناصيد	56206296,9	211123323	169902412	240692921	240692921
ألمنيوم مغرب	54809282,72	63973939,3	64549802,5	64549802,5	64549802,5

الفهرس

الفهرس	الصفحة
الإهداء	III
الشكر والتقدير	VI
الملخص	V
قائمة المحتويات	IIV
قائمة الجداول	IIIV
قائمة الأشكال البيانية	XI
قائمة الملاحق	X
مقدمة	أ
تمهيد	2
المبحث الأول :المخاطر النظامية ونموذج تقييم الأصول المالية	3
المطلب الأول:أمثلية العائد والمخاطرة للاستثمار في الأوراق المالية	3
الفرع الأول:مفاهيم أساسية حول العائد	3
الفرع الثاني:تعريف المخاطر من حيث ارتباطها بالمؤسسة	4
الفرع الثالث: أدوات قياس المخاطر	6
المطلب الثاني:نموذج تقييم الأصول المالية	9
الفرع الأول:التعريف بنموذج تقييم الأصول المالي MEDAF	10
الفرع الثاني:الانتقادات الموجهة لنموذج تقييم الأصول المالية و نموذج تسعير بالمراجحة	15
المبحث الثاني: الدراسات السابقة.	17
المطلب الأول: الدراسات العربية و الأجنبية السابقة.	18
المطلب الثاني: تعقيب عام حول الدراسات السابقة.	21
خلاصة الفصل الأول	22
تمهيد الفصل الثاني	23

المطلب الأول:الطريقة المستخدمة في الدراسة	25
المطلب الثاني:أدوات الدراسة	28
الفرع الأول:مصادر جمع بيانات الدراسة	29
الفرع الثاني:الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة	29
المبحث الثاني:عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها	30
المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة وتحليلها	30
الفرع الأول :دراسة نتائج تقدير معامل بيتا المعتمد عليها ي تحليل والمقارنة بين القطاعات	30
الفرع الثاني: دراسة نتائج معدل العائد المطلوب، المردودية المالية المحققة و مؤشر القيمة.	37
المطلب الثاني: مناقشة النتائج المتوصل إليها.	46
الخاتمة	47
قائمة المراجع	60
الملاحق	61
الفهرس	63