



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة قاصدي مرباح ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص: مالية مؤسسة

بـعـنـوان

أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية

دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011

تحت إشراف

- د. هواري سويسي

إعداد الطالبة:

- سارة عبدلي

السنة الجامعية 2011/2012

إهداء

إلى الوالدين الكريمين، حفظهما الله ورعاهما وورزقنا رضاءهما

إلى كل أفراد عائلتي

و إلى زملائي في العمل بالمؤسسة الوطنية للجيوفيزياء.

كلمة شكر

"رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و على ولدي و أن أعمل
صالحا ترضاه و أدخلني برحمتك في عبادك الصالحين"

(سورة النمل، الآية 19)

الحمد والشكر لله الذي وفقني لإتمام هذا العمل.

و بعد أتوجه بثنائي وشكري للأستاذ الفاضل "سويسي هواري" الذي

شرفني بقبوله المتابعة والإشراف على هذه

المذكرة.

أتقدم بشكر خاص لكل من ساعدني في هذا البحث، و أخص بالذكر

الأستاذ شماخي بوبكر، و الطالبة كروش راضية.

ملخص البحث:

يهدف هذا البحث إلى إبراز أهمية الاستثمار في الأوراق المالية ضمن الحوافظ المالية، و قياس أداؤها وإختيار أحسنها وفق أسس و أساليب علمية، و نجد من بين هذه المقاييس و المؤشرات مؤشر ترنر و جونسون، كما يهدف البحث أيضاً إلى معرفة علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة.

تضم عينة البحث أسهم أفضل خمسة الشركات مدرجة في بورصة دار البيضاء خلال سنة 2011. ولقد أوضحت الدراسة أن مؤشر ترينر و جونسون لهما دور هام في قياس أداء المحافظة، من خلال مساهمتهما في إختيار المحافظة ذات الأداء الأحسن، و لكن ليس بضرورة أن تكون المحافظة المختارة لمؤشر الأول هي نفسها المختارة من قبل المؤشر الثاني، كما يمكن أن تكون المحافظة ذات الأداء الأحسن غير كافية لتغطية مخاطر المستثمر .

الكلمات المفتاحية: البورصة، حافظة الأوراق المالية، الأسهم، الأصل بدون خطر، العائد، المخاطرة، الأوزان النسبية، مؤشر ترينر، مؤشر جونسون، علاوة المخاطرة.

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
II	الإهداء
III	الشكر
IV	ملخص
V	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال البيانية
أ	المقدمة العامة

الفصل الأول: البورصة وحافظة الأوراق المالية

2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول بورصة القيم المنقولة
3	المطلب الأول: تعريف بورصة القيم المنقولة
4	المطلب الثاني: القيم المنقولة المتداولة في البورصة
7	المطلب الثالث: مؤشرات أداء البورصة
8	المطلب الرابع: كفاءة البورصة القيم المنقولة
13	المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول حافظة الأوراق المالية
13	المطلب الأول: تعريف الحافظة الأوراق المالية
14	المطلب الثاني: أهداف حافظة الأوراق المالية
15	المطلب الثالث: أنواع حافظة الأوراق المالية
16	المطلب الرابع: بناء حافظة الأوراق المالية
17	المطلب الخامس: التحليلات الخاصة بحافظة الأوراق المالية
27	المبحث الثالث: عائد و مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
27	المطلب الأول: ثنائية العائد و المخاطرة
28	المطلب الثاني: تعريف و قياس عائد حافظة الأوراق المالية
29	المطلب الثالث: مخاطر حافظة الأوراق المالية

37 خلاصة الفصل

الفصل الثاني: إستراتيجيات ومؤشرات قياس أداء حافظة الأوراق المالية

39	..... تمهيد
40	..... المبحث الأول: إستراتيجية إدارة و تقييم أداء حافظة الأوراق المالية
40	..... المطلب الأول: إستراتيجية إدارة الحافظة الأوراق المالية
42	..... المطلب الثاني: السياسات المتبعة في إدارة حافظة الأوراق المالية
43	..... المطلب الثالث: مراحل وطرق تسيير حافظة الأوراق المالية
44	..... المطلب الرابع: قياس أداء مدير الحافظة
48	..... المبحث الثاني: أهم نماذج تقييم أداء حافظة الأوراق المالية
48	..... المطلب الأول: خط سوق رأس المال CML
53	..... المطلب الثاني: خط السوق للأوراق المالية SML
57	..... المطلب الثالث: نموذج تسعير المراجعة (الاربتراج)
60	..... المبحث الثالث: نماذج قياس أداء الأوراق المالية
60	..... المطلب الأول: نموذج شارب Sharp
62	..... المطلب الثاني: نموذج ترينور Treynor
62	..... المطلب الثالث: نموذج جونسن Jmsen
63	..... المطلب الرابع: نموذج فاما Fama
67	..... المطلب الخامس: المقارنة بين نماذج قياس الأداء
70	..... المبحث الرابع: مفاهيم عامة حول حافظة الأوراق المالية المثلى
70	..... المطلب الأول: دالة منفعة المستثمر
70	..... المطلب الثاني: منحني السواء
72	..... المطلب الثالث: بناء الحد الكفاء
73	..... المطلب الرابع: الحافظ المثلى
77	..... خلاصة الفصل

الفصل الثالث: تكوين و قياس حافظة الأوراق المالية في بورصة دار البيضاء لسنة 2011

79	تمهيد.....
80	المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة دار البيضاء.....
80	المطلب الأول: عموميات حول بورصة دار البيضاء.....
90	المطلب الثاني: أداء بورصة دار البيضاء.....
94	المطلب الثالث: الأحداث المالية و السياسية و انعكاسها على بورصة دار البيضاء.....
106	المبحث الثاني: اختيار القطاعات و الشركات لتشكيل حافظة.....
106	المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة.....
107	المطلب الثاني: اختيار القطاعات و الشركات.....
107	المطلب الثالث: تشكيل حافظة أوراق مالية المكونة من أسهم فقط (P).....
111	المطلب الرابع: تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من أسهم الحافظة (P) و أصل بدون خطر.....
114	المبحث الثالث: قياس أداء حافظة الأوراق المالية.....
114	المطلب الأول: قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر ترينر.....
115	المطلب الثاني: قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر جونسون.....
116	المطلب الثالث: علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة.....
117	خلاصة الفصل.....
119	الخاتمة العامة.....
124	المصادر و المراجع.....
133	الملاحق.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
108	الوسط الحسابي و الانحراف المعياري لأسهم حافظة الأوراق المالية	(1-3)
109	معامل الارتباط بين أسهم الشركات المختارة	(2-3)
110	التباين المشترك بين عوائد الأسهم	(3-3)
112	عائد و مخاطر الحافظة (p) و الأصل بدون خطر	(4-3)
114	حساب معامل بيتا للحافظة (p)	(5-3)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
10	يوضح سلوك السعر في ظل الكفاءة و اللاكفاءة	(1-1)
21	دورة حياة الصناعة	(2-1)
25	القوة النسبية للسهم	(3-1)
26	خريطة المتوسط المتحرك	(4-1)
33	التوزيع الاحتمالي للعائد	(5-1)
46	تصنيف أداء مدير المحافظ	(1-2)
48	الخط الفعال للمستثمر	(2-2)
51	خط سوق رأس المال CML	(3-2)
53	الاستثمار في حافظة السوق مع اصل مخاطر	(4-2)
56	خط سوق الأوراق المالية SML	(5-2)
61	قياس البياني للأداء حسب Sharpe	(6-2)
65	تقييم الانتقالية	(7-2)
71	منحنى سواء لمستثمر محافظ	(8-2)
71	منحنى السواء لمستثمر محايد	(9-2)
72	منحنى سواء المستثمر يجب المخاطر	(10-2)
73	منحنى المستثمر الكفاء	(11-2)
75	الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من الخطر	(11-2)
75	الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته	(12-2)
76	الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر	(13-2)
83	هيكل التنظيمي لبورصة دار البيضاء	(1-3)
91	تطور مؤشر سوق الدار البيضاء المحسوب من قبل صندوق النقد العربي خلال 2007-2008	(2-3)
92	تطور مؤشر سوق الدار البيضاء المحسوب من قبل صندوق النقد العربي سنة 2008-2009	(3-3)
93	تطور مؤشر سوق الدار البيضاء المحسوب من قبل صندوق النقد العربي سنة 2009-2010	(4-3)

المقدمة العامة

تكتسي البورصة أهميتها في اقتصاديات الدول المتقدمة باعتبارها الأداة التي تدفع بعجلة الاقتصاد نحو التنمية الاقتصادية الشاملة، حيث تقوم البورصة بدور هام في استحداث نوعيات جديدة من الأوراق المالية التي تناسب رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المدخرة ذات الفوائض المالية، وكذا رغبات و احتياجات الوحدات الاقتصادية ذات الاحتياج المالي،

إلا أن التغيرات الاقتصادية العشوائية الحاصلة على مستوى البورصة أصبحت تحدث اختلالات على مستوى القرارات الاستثمارية، فمثلا أزمة الرهن العقاري أبعدت المستثمرين من البورصة نتيجة لتدهور قيمة السوقية للاستثمارات و بالتالي عدم التفرقة بين الاستثمارات الجيدة و الغير جيدة، و لذلك كان من الضروري إعادة تقديم النماذج أو النظريات التي تبين للمستثمرين الماليين طرق اختيار استثماراتهم المثلى و بالتالي العودة إلى الاستثمار في البورصة.

إن نظرية الحافظة تعتبر مقترحا بسيطا للاستثمار و التي تقوم على مبدأ رئيسي و هو "لا تضع كل ما تملك من بيض في سلة واحدة" حيث يظهر هنا مفهوم التنويع عند تشكيل الحافظة المالية، ولعل من أهم القرارات الإستراتيجية لمدير الحافظة المالية هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي الذي يتم من خلاله تحديد التركيبة الأساسية لأصول الحافظة المالية، أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول الحافظة.

وتنسب نظرية الحافظة المالية إلى الاقتصادي الأمريكي هاري ماركويتز الذي وضعها سنة 1952 معتمدا فيها على مفاهيم نظرية تكرس المقاييس الإحصائية، ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة و التحليل والتطوير لتغطية النقائص من جهة، و مواكبة التطورات الحاصلة في مختلف الميادين من جهة أخرى، و من ابرز هذه الأعمال نذكر: Sherpe، Comen، Turner، و التي كانت جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية من نصيبهم سنة 1990

وبما أن الهدف من تشكيل الحافظة هو تعظيم العائد و تدنيت المخاطر فلا بد من إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية و كذلك الانجازات المحققة لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف على مواطن القوة لتدعيمها و تشخيص مواطن الضعف لمعالجتها و تطويرها، و يمكننا في هذا الإطار الاعتماد على الأسلوب المزدوج الذي يقيس أداء الحافظة بالنظر إلى العائد والمخاطرة، و من بين الأساليب المزدوجة نذكر: مقياس شارب، مقياس ترينو، مقياس جنسن .

أولاً: الإشكالية:

يمكن صياغة إشكالية البحث في السؤال المحوري التالي:

ما مدى مساهمة كل من مؤشر ترينر و جونسون في إختيار و قياس أداء حافظة الأوراق المالية في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011؟

يندرج تحت هذه الإشكالية تساؤلات جزئية هي:

- على أي أساس يتم إختيار تشكيلة حافظة الأوراق المالية في بورصة دار البيضاء؟
- ما مدى مساهمة الأصل بدون خطر في تدنئة مخاطر الحافظة المالية في بورصة دار البيضاء؟
- ماهي أهم النسب و المؤشرات المعتمد عليها في قياس أداء حافظة الأوراق المالية في بورصة دار البيضاء؟
- هل تعتبر علاوة المخاطر ببورصة دار البيضاء كافية لتعويض المستثمرين عن المخاطر خلال سنة

2011؟

ثانياً: فرضيات البحث:

إن الإجابة عن الأسئلة السابقة تقع في الفرضيات التالية:

- يتم تشكيل حافظة الأوراق المالية بناء على مبادئ التنوع الكفاء؛
- يساهم الأصل بدون خطر في تدنئة مخاطر حافظة الأوراق المالية في بورصة دار البيضاء؛
- يعتبر مؤشر ترينر و شارب أهم مؤشران يمكن الاعتماد عليهما في قياس أداء حافظة الأوراق المالية؛
- تعتبر علاوة المخاطر ببورصة دار البيضاء كافية لتعويض المستثمرين عن المخاطر خلال سنة 2011.

ثالثاً: حدود الدراسة:

دارت الدراسة حول بورصة دار البيضاء و بتحديد حول خمس شركات مدرجة فيها، حيث تم دراسة أسهمها لتشكيل حافظة مالية ليتم بعدها قياس أدائها، وفق معطيات سنة 2011.

رابعاً: أسباب إختيار الموضوع:

إن الدوافع التي أدت إلى معالجة هذا الموضوع دون غيره نجملها فيما يلي:

- الشعور بقيمة وأهمية هذا الموضوع؛
- نقص الدراسات والبحوث التي تناولت تقييم أداء حافظة الأوراق المالية؛
- التعرف على كيفية تقييم حافظة الأوراق المالية بهدف الوصول إلى قرار استثماري سليم.

خامسا: أهداف الدراسة:

- نظرا للتغيرات الدورية في البيئة الاقتصادية التي تحدثها تدفقات رؤوس الأموال في الأسواق المالية على المستثمر و لذلك تم تجسيد أهداف هذا البحث في الأسباب التي أدت اختياره و نذكر منها:
- الوقوف على واقع المناخ الاستثماري بالبورصة؛
 - ضرورة تغيير النظرة حول الاعتماد المفرط على الجهاز البنكي في عملية توظيف الادخار لتمويل الاستثمار؛
 - توضيح أهم المفاهيم المتعلقة بحافظة الأوراق المالية؛
 - توضيح مختلف معايير اتخاذ القرار و مختلف السلوكيات التي ينتهجها المستثمرون؛
 - إبراز مختلف الجوانب المرتبطة بعملية التنوع في الأصول لتشكيل حافظة الأوراق المالية؛
 - تسليط الضوء على أهمية استخدام المؤشرات في تقييم حافظة الأوراق المالية ؛
 - معرفة علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة.

سادسا: أهمية البحث

فيما سبق كانت الحافظة المالية أداة استثمارية فقط مثلها مثل أي أصل مالي (أسهم، سندات)، لكن مع التطورات الحاصلة في عالم الاستثمار أصبح للحافظة المالية دور مزدوج، فهي أداة استثمارية، و أداة لتغطية و تقليل المخاطر .

و بما أن الحافظة المالية قد لا تحقق النتائج المرغوب بها من حيث العائد و الخطر، كان لابد من تطوير نماذج و تقديم مؤشرات و نسب تسمح بإدارة و تقييم حافظة الأوراق المالية.

سابعا: المنهج و الأدوات المستعملة

كما هو معلوم فإن لكل دراسة أسلوبها و منهجها الخاص، و لقد اعتمدنا في دراستنا على عدة مناهج، فاتبعنا منهج دراسة الحالة لمعالجة الإشكالية المطروحة، وهذا المنهج يمكننا من تقييم وضعية حافظة الأوراق المالية بشيء من التفصيل لتوصل إلى نتيجة واضحة بشأنها، فاستعنا في هذا الصدد بأدوات التحليل القياسي، الإحصاء الكلاسيكي و على شبكة الإنترنت من أجل الحصول على معلومات حول بورصة دار البيضاء .

وقبل ذلك اعتمدت في الجانب النظري عن أسلوب الوصفي لفهم ماهية حافظة الأوراق المالية وصولا إلى أهم مؤشرات و نماذج تقييمها، مستعينة في ذلك على عدة مراجع من كتب، مذكرات، ملتقيات وطنية ومنها ما كان باللغة العربية والأخرى بالأجنبية.

ثامنا: الدراسات السابقة

أ - دراسات سابقة لها علاقة مباشرة بالدراسة: هناك بعض الدراسات التي تلمس موضوع المذكرة بطريقة مباشرة، نذكرها كما يلي:

1. دراسة بن العايش حسان، تحت عنوان تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية لقد أوضحت الدراسة النماذج و المؤشرات المستعملة لتقييم و قياس أداء الحافظة المالية من الجانب النظري، دون تطبيق هذه الأدوات على حافظة حقيقية بعذر عدم وجود سوق مالي حقيقي في الجزائر لإجراء الدراسة، وسأحاول من خلال بحثي هذا توضيح فكرة تشكيل حافظة الأوراق المالية وقياس أدائها في بورصة دار البيضاء.

ب- دراسات سابقة لها علاقة غير مباشرة بالدراسة: هناك عدة دراسات أخرى، لكنها تلمس موضوع المذكرة بطريقة غير مباشرة، نذكر منها:

1. مذكرة للطالب فيصل حمدي 2006، بعنوان تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، ركزت هذه المذكرة على التخلص من المخاطر غير النظامية كجانب من تسيير الحافظة، ولكنها لم تتطرق إلى قياس أدائها، وهذا ما سأحاول الإحاطة به في دراستي؛

2. مذكرة الطالب حمداوي الطاوس بعنوان الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر لسنة 2008، جاءت هذه الدراسة لتوضيح كيفية الاستثمار في الأوراق المالية و إمكانية إدارة المخاطر المحيطة .

تاسعا: هيكل البحث:

تم تقسيم هذا الموضوع إلى ثلاثة فصول رئيسية، حيث يتطرق الفصل الأول إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تم تخصيصه لبورصة القيم المنقولة من خلال التطرق إلى تعريف بورصة القيم المنقولة، القيم المتداولة فيها مؤشراهما، استخداماتهما، شروط كفاءتهما و تداعيات اللاكفاءة، أما المبحث الثاني فخصص مفاهيم حول حافظة الأوراق المالية امن خلال التطرق إلى مفهومها، أهدافها، أنواعها، كيفية بنائها، التحليلات الأساسية الخاصة بها، أما بالنسبة للمبحث الثالث فتم التطرق فيه إلى لعوائد ومخاطر حافظة الأوراق المالية من خلال تعريف عائد حافظة الأوراق المالية وكيفية قياسه، تعريف مخاطر الحافظة، أنواعها، مصادرها و قياس مخاطر حافظة الأوراق المالية.

الفصل الثاني تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، تم التطرق في المبحث الأول إلى إستراتيجية إدارة حافظة الأوراق المالية، السياسات المتبعة في إدارتها، مراحل وطرق تسيير حافظة الأوراق المالية و كيفية قياس أداء مدير حافظة الأوراق المالية،

أما المبحث الثاني فاحتوى على أهم نماذج تقييم أداء حافظة الأوراق المالية، أما بالنسبة للمبحث الثالث ففيه نماذج قياس أداء الأوراق المالية، و في الأخير احتوى المبحث الرابع على مفاهيم عامة حول حافظة الأوراق المالية المثلى.

مثل الجزء التطبيقي للمبحث في الفصل الثالث، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث تم التطرق في المبحث الأول لتعريف بورصة دار البيضاء من حيث المفهوم، المهام الأهداف، الهيكل، المؤشرات العام لسوق، مزايا الإدراج، مؤشر الأداء، بالإضافة إلى الأزمات المالية و السياسية و أثارها على البورصة، أما بالنسبة للمبحث الثاني فاحتوى على تكوين حافظة الأوراق المالية مشكلة من أسهم فقط، و حافظة أخرى مشكلة من أسهم وأصل بدون خطر في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة مع احتساب عائديهما ومخاطرهما لإجراء مقارنة بينهما أما المبحث الثالث و الأخير فيضم تقييم أداء المحافظ المشكلة من خلال مؤشر ترينور و جونسون، وحساب علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة من قبلهما.

عاشرا: صعوبات الدراسة:

- قصر الفترة الممنوحة لإنجاز المذكرة ؛
- عدم التعرض لموضوع الدراسة سابقاً لا في رسائل الماجستير و لا حتى الدكتوراه في حدود المكاتب التي زرتهما؛
- صعوبة الحصول على بعض المعلومات من موقع البورصة دار البيضاء و البعض الأخر غير مدرج.

الفصل الأول

بورصة القيم المنقولة وحافضة الأوراق المالية

تمهيد:

تعتبر بورصات القيم المنقولة القطب الأساسي في الأسواق المالية، لأنها أضحت بمثابة المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي القائم في بلد معين، و باعتبار احتواء هذه البورصة على القيم المنقولة و المحافظ بشتى أنواعها فإنها المكان الأنسب لتسييرها.

و لكن تبقى إشكالية بناء الحافطة شغل كل المستثمرين، حيث يظهر المشكل الأساسي في مواصفات الأصول التي يجب ضمها للحافطة، ونسبة الثروة التي يجب إنفاقها على هذه الأصول. كما تعتمد جميع النظريات الحديثة لإدارة الحافطة الأوراق المالية على العلاقة ما بين العائد و المخاطرة، و يلعب سلوك المستثمر و موقفه تجاه الخطر دورا كبيرا في التأثير على قرار الاستثمار و كل النقاط السابقة سيتم عرضها بشي من التفصيل في هذا الفصل من خلال النقاط الأساسية التالية:

- المفاهيم الأساسية لبورصة القيم المنقولة؛
- كفاءة البورصة و تداعيات اللاكفاءة؛
- ماهية حافطة الأوراق المالية؛
- ضوابط و خطوات تشكيل حافطة الأوراق المالية؛
- التحليلات الأساسية لمكونات حافطة الأوراق المالية؛
- عائد و مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

المبحث الأول: بورصة القيم المنقولة

للمال دور أساسي في تحريك عجلة التنمية الاقتصادية، و لتلبية ذلك كان من الضروري توفير أسواق مالية مختلفة، من أهمها أسواق الأوراق المالية (البورصة)، فوجود هذه الأسواق في أي بلد يعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول و تقدمها، فهي تعد من أهم أجهزة و مكونات الأسواق المالية، لأنها تهدف إلى تأمين السيولة و تجميع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار و التنمية وعليه فقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم¹.
وستتناول في هذا المبحث عرض لماهية البورصة، من حيث النشأة، التطور، الأنواع و كيفية التعامل معها و من ثم مؤشراتهما و كفاءتهما .

المطلب الأول: تعريف بورصة القيم المنقولة

هناك العديد من التعاريف للبورصة اختلفت في العديد من الجوانب و اتفقت في جوانب أخرى و نذكر منها:
1. البورصة "هي سوق التعامل بالأوراق المالية يباع و شراء، أو هي سوق الأوراق المالية بكافة أنواعها، و أشكلها"² .
2. البورصة بالمفهوم الاقتصادي "هي مكان يلتقي فيه البائعون و المشترين - من خلال سمسرة - لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات و تعرف بسوق المال طويل الأجل، وهي اقرب من السوق الكاملة"³ .
3. البورصة أو سوق التداول " هي سوق ثانوية تقوم بأداء دور مزدوج، فهي تعمل على التقاء العرض بالطلب، حيث أن أداؤها ممثلة في قيم منقولة"⁴ .
4. البورصة "هي سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع و شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات و الدول"⁵ .
من جملة التعاريف السابقة نستخلص تعريفا شاملا للبورصة على أنها:

1 رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق، رأسمال، مؤسسات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999، ص: 9.

2 مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية، البورصات و مشكلاتها، ط 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 216 .

3 محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للطباعة، الإسكندرية، 2000، ص: 36

4 أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس - لبنان، 2000، ص: 45 .

5 gosette peyrard la Bourse, GEME, edition, libraire vuibert, paris, 1998, p:5

سوق منظمة يلتقي فيها دوريا أعوان مختصون معتمدون - السماسرة - لإبرام صفقات بيع أو شراء لقيم منقولة (الأسهم، السندات، المشتقات المالية)، فالبورصة إذن تختص بالتمويل طويل الأجل، تقوم بتعبئة المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار في مختلف الأدوات، مما يحقق حركية و سيولة أكثر في السوق.

المطلب الثاني: القيم المنقولة المتداولة في البورصة

تعد الأوراق المالية المتداولة في البورصة طويلة الأجل لفترة تتجاوز عاما و تتسم بأن مخاطرها أعلى عن المخاطر في سوق النقود لأن فترة الاستحقاق أطول، كما تضم البورصة أدوات مالية للمديونية و للمساهمة مع الاختلاف في التواريخ الاستحقاق، و تعتبر الورقة المالية بمثابة صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد المنشأة أو جزء من أصول المنشأة¹.

ويمكن توضيح أهم الأوراق المالية في ما يلي:

أولاً: الأوراق المالية ذات الدخل الثابت:

السندات: تعرف السندات على أنها التزام مالي تعاقدى يتعهد بموجبه المقرض - المصدر للسند- تقديم مدفوعات إلى المقرض- المحتفظ بالسند- و التي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ²، كما يحتفظ السند بدرجة عالية من السيولة و هو قابل للتداول، حيث يقوم البنك المركزي في أي دولة بالتحكم في السيولة النقدية عن طريق الموافقة على إصدار سندات حكومية، كما تقوم الشركات بإصدار أسهم بدلاً من الاقتراض، حيث يمكن تداول السندات بالشراء و البيع في البورصة³، وهذا يعني أن السندات أحد أشكال المديونية التي تلجأ إليها كافة المنظمات على اختلاف أحجامها⁴، و من أشكال السندات نذكر⁵:

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ؛
- السندات بكوبونات ؛
- السندات المضمونة بأصول ؛
- السندات بمعدل فائدة متغير ؛
- السندات المرتبطة بالمؤشرات .

1 إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 92.

2 هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2003، ص: 9 .

3 فريد النجار، إدارة الشركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 212.

4 عبد الغفار حنيفي، البورصات: أيهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ص: 213.

5 جبار محفوظ، المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية: ط 1 - الجزء الثاني، - مطبعة هومة، الجزائر، 2002، ص: 53 .

ثانيا: الأوراق المالية ذات الدخل المتغير:

الأسهم: تمثل الأسهم ملكية في شركة ما حيث يتكون رأس مال الشركات المساهمة و شركات التوصية بالأسهم من عدة حصص متساوية،* يسمى كل منهما سهما، و تميل هذه الأخيرة بالارتفاع في القيمة.مرور الزمن، و رغم ذلك فان الأسهم تكون عرضة لتقلبات سعرية أكبر من الأدوات المالية الأخرى، يتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك حيث يوضح كل صك ما يلي¹:

• القيمة الاسمية للسهم؛

• اسم الشركة المصدرة للسهم؛

• نوع السهم ورقمه؛

• عدد الأسهم بالصك.

و من أهم أشكال الأوراق ذات الدخل المتغير نذكر:

• الأسهم العادية؛

• الأسهم الممتازة؛

• الأوراق المالية القابلة للتحويل.

1. الأسهم العادية: تصدر المؤسسات الأسهم العادية كمستند للملكية بقيمة اسمية محددة لتمويل نشاطها، و يتمتع حامل الأسهم بحقوق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي توزعها المؤسسة، و له الحق في التصويت في الجمعية العمومية وفقا لحصته، و يتوقف ذلك أيضا على حضوره الجمعية العمومية، و لا يستطيع المستثمر استرداد قيمة السهم من المؤسسة المصدرة له و إنما عليه طرحه في السوق للبيع و بقيمته السوقية، و تعد الأسهم العادية ذات مخاطر أعلى من الأوراق المالية الأخرى، و لذلك يطلب المكتتبون عائد مرتفعا لكي يعوض المخاطر المرتفعة².

1.1. التحديث في الأسهم العادية: إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع أخرى منها³:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم تصدرها بعض المؤسسات و يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالمؤسسة و على الرغم من مزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا انه خلق نوع من التضارب المصالح بين المستثمرين .

1 عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص: 78.

2 إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص92.

3 عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 265-269.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمؤسسات ببيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة، لمشاركتهم في ملكية المؤسسة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة.
- الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المؤسسة التي أصدرته، وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 م لأول مرة أسهماً عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة وفي هذه الحالة فإنه:

يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة الاسمية للسهم، أما مخاطر التعرض للخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة الاسمية للسهم أقل من المستوى المحدد للتعويض*؛ وعندئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء و بين سعر الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنه المؤسسة، أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المشار إليه فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة،

2. الأسهم الممتازة: تعطي الأسهم الممتازة لحاملها الأولوية عند التصفية، كما له الحق في توزيعات سنوية بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية و لهذا تعد تكلفتها اكبر من تكلفة الأسهم العادية، ولكن حامل الأسهم الممتازة ليس له الحق في التصويت إلا عند حدوث مشاكل في التوزيع،

ثالثاً: المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، و تلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، و قد يتعلق العقد بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات .

كما قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد.¹

و من أهم المشتقات المالية نجد:²

- عقود الاختيار؛

*يكون التعويض أما عن طريق إصدار أسهم عادية أو دفع تعويض في صورة نقدية أو إصدار أسهم ممتازة.

1 الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية 20/21 أكتوبر 2009 عنوان المدخلة "مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات" جامعة فرحات عباس - سطيف.

2 ايهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

- العقود المستقبلية؛
- العقود الآجلة.

المطلب الثالث: مؤشرات أداء البورصة

أولاً: تعريف المؤشر: المؤشر هو محصل للتغيرات التي حدثت في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة بما يساعد على كشف الاتجاه العام للسوق.

كما يقوم المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي تتداول في أسواق المال المنظمة والغير منظمة و غالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تسمح للمؤشر بعكس الحالة التي عليها البورصة¹.

ويعتمد المؤشر عند بنائه على النقاط التالية²:

- عينة كافية لإعطاء نتيجة جيدة ؛
- تحديد أوزان لكل مفردة من العينة؛
- طريقة رياضية واضحة لحساب المؤشر.

ثانياً: أنواع المؤشرات: يوجد نوعين من المؤشرات التي تقيس الأداء داخل البورصة هما³:

1. المؤشرات العامة: وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة أو أداء السوق بشكل عام.
2. المؤشرات القطاعية: وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة.

ثالثاً: استخدامات المؤشر: لمؤشرات البورصة استخدامات عديدة تمه للمستثمرين والمحللين والحكومات، حيث أن هذه المؤشرات تمد مستخدميها بالمعلومات اللازمة عن البورصة ومن خلال هذا نذكر بعض استخدامات المؤشرات المالية:

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء الحافطة: حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار إجراء مقارنة بين التغير في عائد حافطة الأوراق المالية (بالزيادة أو النقصان) مع التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق وبهذا يتفادى المستثمر متابعة أداء كل ورقة على حدا⁴.

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين: يمكن للمستثمر الذي يختار محتويات حافظته بطريقة عشوائية أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر

1 محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الاسكندرية، 2011، ص: 373 .

2 غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 290.

3 محمد عبد الحميد محمد عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 384.

4 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

مما يعني أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه تحقيق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق¹.

3- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: يركز هذا العنصر على قدرات الفنية للمحلل بحيث إذا تمكن من معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (التحليل الأساسي) فيمكنه أن يتنبأ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمو للمتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمو يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق².

4- تقدير مخاطر الحافطة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لحافطة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد الأصول خطرة ومعدل العائد لحافطة السوق المكونة من أصول خطرة³.

المطلب الرابع: كفاءة بورصة القيم المنقولة:

أولاً: الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية

ليكون السوق كفاء لا بد من وجود عدد معتبر من المستثمرين الذين يعتقدون بعدم كفاءة السوق، لأنه بسبب هذا الاعتقاد سوف يسعى كل منهم للحصول على المعلومات وتحليلها وتشغيلها لينفرد بميزة معلوماتية تتمثل فيما يحصل عليه من معلومات قبل غيره من المستثمرين، حتى يمكنه اكتشاف القيمة السوقية الحلية للسهم ومقارنتها مع القيمة الحقيقية وهو ما ينجم عنه تغير في القيمة السوقية للأوراق المالية بحيث تتعادل مع قيمتها الحقيقية وتحقق كفاءة السوق، و لا يستطيع أي من هؤلاء المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية والتي كان يسعى لتحقيقها⁴.

وهنا لا بد من التفرقة ما بين الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية .

1 محمد عبد الحميد محمد عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 375.

2 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

3 نفس المرجع السابق، ص: 40.

4 حمداوي الطاوس، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007، ص: 59.

1. الكفاءة الكاملة: تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل الشروط التالية¹:

- المعلومات متوفرة لكافة المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة، وبالتالي توقعات هؤلاء المستثمرين تكون متماثلة؛
 - لا توجد تكاليف معاملات أو ضرائب أو غيرها؛
 - للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر؛
 - وجود عدد كبير من المستثمرين. مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم؛
 - المستثمرون يتميزون بالتصرف الرشيد ويسعون لتعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.
2. الكفاءة الاقتصادية:

كفاءة السوق هي الكفاءة الاقتصادية و لكي يكون السوق يتميز بهذه الكفاءة لابد من توفر ميزتين:

1.2. كفاءة التسعير: و تسمى بالكفاءة الخارجية و يقصد بها وصول المعلومات الجديدة لا يستغرق وقت (دون فاصل زمني)، وتكون متاحة للجميع و هذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة، و بذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة، لكن هذا لا يمنع بأن يحقق المستثمر خسائر فادحة و لا يرجع ذلك إلى أن السوق غير كفاء بل يرجع إلى جهل بعض المستثمرين ونقص الخبرة والكفاءة في تحليل المعلومات الواردة².

2.2. كفاءة التشغيل: وتسمى بالكفاءة الداخلية وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب من دون تحمل تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق الفرصة لتحقيق هامش ربح مغالى فيه. ومنه الكفاءة الداخلية في السوق تساهم في تحقيق الكفاءة الخارجية، حيث تعكس أسعار الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق إذا كانت التكاليف التي يتحملها المستثمرون في الحصول على تلك المعلومات وتشغيلها عند أدنى حد ممكن وهذا ما يشجع السعي الحصول عليها³.

1 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

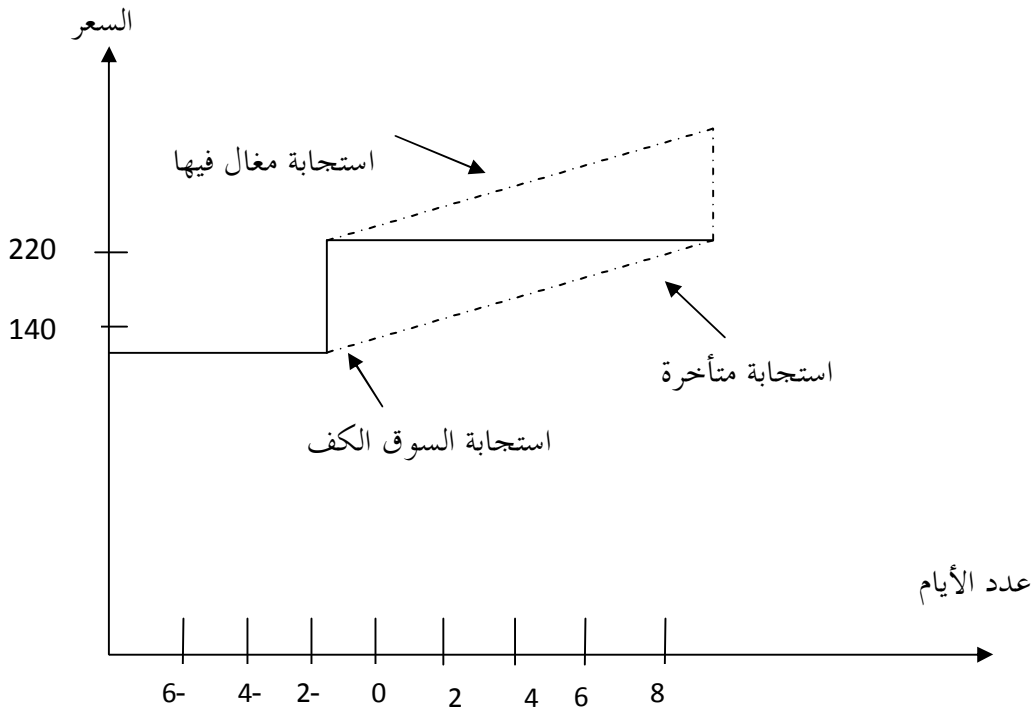
2 نور الدين بملول، الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم المالية، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2006/2005 ص: 24.

3 حمداوي طوس، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

ثانيا: كفاءة السوق وسلوك السعر:

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة مما يعني أن السعر عادل ولا يوجد مجال للقول بأن السعر السائد أقل مما يجب أو أعلى مما يجب، و يشير الشكل التالي إلى الاستجابة للمعلومات في حالة الكفاءة واللاكفاءة¹.

شكل رقم (1-1): يوضح سلوك السعر في ظل الكفاءة واللاكفاءة



المصدر: نور الدين بملول، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

يلاحظ من الشكل السابق أن خط المستثمر الذي يعبر عن سلوك السعر في ظل سوق كفء، وبالتالي يتغير السعر في اللحظة صفر أي لحظة ورود المعلومات ثم يتعدل و لا يوجد مجال آخر لمزيد من التغير في السعر، أما الخط المتقطع فيعبر عن الاستجابة المتأخرة لسعر السهم، حيث يتطلب الأمر مرور وقت حتى يستوعب السوق المعلومات الواردة لتنعكس بعدها على سعر السهم، أما الخط المنقط فيعبر عن استجابة مغال فيها حيث بعد مرور وقت معين تغير السعر نظرا لورود المعلومات إلى السوق، لكن في هذه الحالة يكون التغير في السعر أكبر من التغيير الذي تعكسه المعلومات الواردة.

1 نور الدين بملول، مرجع سبق ذكره، 23.

نخلص من هذا أن أسعار الأسهم في السوق الكفاء تتغير مباشرة لحظة وصول المعلومات إلى السوق ثم تتعدل بعدها أما في ظل اللاكفاءة فإن استجابة الأسعار تكون متأخرة أو مغال فيها¹.

ثالثاً: **مستويات سوق الكفاء**: تتمثل درجات سوق كفاء في ثلاث درجات هي:

1 — المستوى الضعيف: يقتضي هذا المستوى أن المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي يمكن الاستفادة منها لتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار².

2 — المستوى شبه القوي (المتوسط): طبقاً لهذا المستوى فإن الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس كلا من المعلومات المضمنة في سلسلة الأسعار التاريخية والمعلومات العامة المتاحة عن تلك الأوراق وخصوصاً المعلنة والمنشورة، وفي ظل هذا المستوى من الكفاءة يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد أعلى من العادية اعتماداً على تلك المعلومات العامة المتاحة والمنشورة³.

3 — المستوى قوي: يفرض هذا المستوى أن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة المعلومات العامة والخاصة، ولا يمكن لحائز المعلومات العامة وحتى الخاصة من تحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار⁴.

رابعاً: تدعييات اللاكفاءة:

من أبرز الممارسات الغير الأخلاقية و الانحرافات التي انتابت التعامل في الأوراق المالية خلال فترة الكساد هي: البيع الصوري، الشراء لغرض الاحتكار، استغلال السماسرة لثقة العملاء و اتفاقيات التلاعب وستتطرق إليها أكثر فيما يلي⁵:

1. البيع الصوري أو المظهري: يقصد بالبيع الصوري خلق نوع من التعامل الوهمي على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل حقيقي يذكر على ذلك السهم، و يتم هذا للأغراض التالية:

- إيهام المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية، و أن تعاملنا نشطاً يجري عليها، من خلال قيام شخص ببيع أوراق مالية لشخص يتفق معه على إعادة بيع الورقة إليه، و ذلك في نفس اليوم و بسعر متفق عليه، و هذه العملية لا تخرج عن كونها نوعاً من الخداع و الاحتيال بهدف تحقيق الربح؛

1 نور الدين بملول، مرجع سبق ذكره، ص: 22-23 .

2 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

3 حمداوي طاوس، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

4 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

5 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 175-178 .

- التهرب من الضرائب من خلال قيام المستثمر المخادع ببيع ما يمتلكه من الأوراق صوريا إلى شخص آخر بسعر اقل من السعر الذي سبق أن اشتراها به، محققا خسائر دفترية تخصم من إيرادات قبل حساب الضريبة.
2. استغلال السماسرة لثقة العملاء: وفقا لهذه الممارسة الغير أخلاقية يقوم السمسار بابتزاز العميل، و ذلك بإبرامه صفقات نيابة عنه، أو تشجيعه على إبرام الصفقات دون أن يكون ذلك في مصلحته، أو تزويد العميل بمعلومات مضللة، وهذا من أجل الحصول على عمولات، من الأشكال التي تدعم السمسار على هذا النوع من الاحتيال هو أوامر العميل التي تعطي سلطة التصرف للسمسار.
3. الشراء بغرض الاحتكار: و يقصد بالشراء لغرض الاحتكار قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية ما، و ذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار و من ثم يقوم ببيع الورقة المالية بالسعر المناسب و تحقيق أرباح رأسمالية.
4. اتفاقيات التلاعب: تتم اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية بواسطة شخصين أو أكثر، و تستهدف إحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، و قد تشمل العضوية في مثل الاتفاقيات على سمسرة، و عاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة، كما قد يساهم بعض هؤلاء الأعضاء بالعمل بينما يساهم الآخرون برأس المال، و قد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية.

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول حافطة الأوراق المالية

يؤدي الاستثمار دوراً هاماً في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإن وسائله و أساليبه تعددت و تنوعت وفقاً لرؤية المستثمر و ميوله، و لعل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين حافطة التي وضع نظريتها MARKOWITZ عام 1956 ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة و التطوير أمثال TURNER وغيرهم، والتي تهدف إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة، إضافة إلى التقليل من حجم الأخطار التي قد تواجه المستثمر.

المطلب الأول: تعريف الحافطة الأوراق المالية:

إن أول من كتب في الحافطة الاستثمارية هو المحلل الأمريكي ماركويتز و كان ذلك في عام 1952، ثم جاء بعده عدد من الدراسيين و المحللين أمثال كورن و شارب... الخ، ظهرت هذه الدراسات في بريطانيا والولايات المتحدة خلال الخمسينات و الستينات¹.

الحافطة الاستثمارية هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصليين فأكثر و تخضع لإدارة شخص مسئول عنها يسمى مدير الحافطة، و قد يكون مدير الحافطة مالكا لها كما قد يكون مأجوراً و حينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقاً لشروط العقد المبرم بينه و بين مالك الحافطة².
و يمكن تقسيم الحافطة حسب الأصول المملوكة إلى ثلاث أقسام³:

1. حافطة تختص في الأصول المالية كالأسهم و الشهادات الإيداع، الأوراق المالية الحديثة كالعقود المستقبلية أو عقود الخيارات؛
2. حافطة تختص في الأصول الحقيقية كالذهب، الفضة، البلاتين و عقارات... الخ؛
3. حافطة تجمع بين الأصول الحقيقية و المالية.

و من خلال ما سبق يمكن أن نعرف حافطة الأوراق المالية على أنها مجموعة من الأوراق المالية تشكل مربع متجانس من هذه الأوراق، تم اختيارها بعناية و بدقة فائقتين لتحقيق بعض الأهداف و الغايات، و بذلك تتكون حافطة الأوراق المالية من عدد مناسب و كبير من الأوراق المالية كالأسهم و السندات تتباين و تختلف كل منها من حيث القيمة معدل العائد، تاريخ الاستحقاق و درجة المخاطر⁴،
وبتالي يمكن أن نقول أن حافطة الاستثمارية تشمل حافطة الأوراق المالية.

1 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

2 محمد مطر، فايز تميم، إدارة الحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر، 2005، ص: 196.

3 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

4 بخالد عائشة، التنوع كأداة لتدنية المخاطر الغير نظامية في حافطة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي 2007، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010/2009، ص: 16.

المطلب الثاني: أهداف حافطة الأوراق المالية

في ظل استراتيجيات الاستثمار في حافطة الأوراق المالية هناك نوعين من الأهداف، أهداف عامة تنطبق على كافة المحافظ الاستثمارية، و تتمثل في تعظيم العائد و تخفيض المخاطر¹ هذا من جهة، و تحقيق السيولة اللازمة للمنشأة خوفا من وقوعها في خطر الإفلاس و العسر المالي من جهة أخرى.

من خلال قراءة هذين الهدفين نجد أنهما هدفين متعارضين، بحيث لا يمكن تحقيق أعلى عائد في أي حافطة دون استغلال جميع رأس المال، و رغم هذا يمكن للمدير الجيد التوفيق بين أعلى عائد و الاحتفاظ بمقدار من السيولة لحماية المنشأة من العسر المالي .

و يمكن تلخيص الأهداف السابقة الذكر كالتالي:

1. الحفاظ على رأس المال الأصلي: من المهام التي يجب على المدير أن يوفق فيها هي المحافظة على رأس المال و العمل على أن لا تصل الخسائر إليه، باستعمال الأسس السليمة في اختيار الأوراق المالية في الحافطة فيمكن أن يربح في صفقة و يخسر في أخرى أما الإجمالي فيكون ربحا.
 2. استقرار التدفق النقدي: على مدير الحافطة اختيار أوراق مالية تحقق دخل شبه ثابت لضمان معدل معين من استمرار التدفق النقد من الحافطة مثل الأسهم الممتازة و السندات.
 3. التنوع: يعتبر تنوع الأوراق المالية من أهم الوسائل لتقليل مخاطر الحافطة لهذا يمكن أن نعتبره من أهداف الحافطة.
 4. نمو رأس المال المستثمر: لا يكتفي مدير الحافطة بالحفاظ على رأس المال الأصلي، بل يضع نصب عينه هدف أساسيا و هو تنمية رأس المال لأنه الهدف الذي من اجله تأسست الحافطة المالية².
 5. تحقيق مستوى مقبول من السيولة: تقاس سيولة حافطة الأوراق المالية بمدى قابلية الأصول المالية التي تحتويها للتداول، حيث انه كلما استطاع مدير الحافطة التخلص من الأوراق المالية بسرعة بيعها في سوق المالي للحصول على أموال سائلة، كلما دل ذلك على ارتفاع سيولة هذه الأصول و بتالي سيولة الحافطة³.
- أما الأهداف الخاصة فتتوقف على الظروف المستثمر و تفضيلا ته تجاه الخطر، فإذا كان المستثمر لا يرغب للتعرض لقدرة كبير من المخاطر يمكنه أن يشكل حافطة تتكون من أسهم و سندات، أما إذا كان المستثمر لا يرغب في التعرض إلى أي نوع من الخطر فعليه أن يشكل حافطة من السندات وخاصة السندات الحكومية

1 نور الدين بملول، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

2 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 20، 21.

3 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

و قد يضيف إليها اذونات الخزانة، غير أن المستثمر في كل الحالات عليه أن يدرك أن تحقيق تخفيض في المخاطر لا بد أن يصحبه انخفاض في العائد¹.

المطلب الثالث: أنواع حافطة الأوراق المالية

1. حافطة الدخل: يتم من خلال حافطة الدخل تحقيق دخل مرتفع للمستثمر مع مستوى مخاطرة مقبول، و بما أن الدخل المتدفق من الأصول المالية للحافطة قد يكون ثابت أو متغير، و بتالي فاختيار الأوراق المالية التي تدر دخلا مستقرا نسبيا يساعد في الوصول إلى حافطة الدخل².
2. محافظ الربح (حافطة النمو): و هي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح و ما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للحافطة، و هي تتناسب مع المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري و في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم في نفس الوقت³.
3. الحافطة المختلطة: و هي الحافطة التي يمكن أن نقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخل عال و لكن بها مخاطرة عالية، و في الواقع تكون هذه الحافطة بين حافطة الدخل و حافطة النمو⁴.
4. الحافطة الدولية: أخذت الحافطة الدولية اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين باعتبارها من أدوات الاستثمار الحديثة، و لأنها توفر الأمان النسبي من خلال التنوع الذي تتصف به و يتضح ذلك من خلال⁵:
 - التنوع الأصول: و ذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأصول المالية.
 - التنوع الجغرافي: لأن رأس مال الحافطة يكون موزعا على أصول مالية في عدة دول.
 - التنوع العملات: إذ بسبب التنوع الجغرافي لأصول الحافطة تتنوع أيضا العملات التي تقيم بها هذه الأصول.

1 نور الدين بملول، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

2 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

3 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 205.

4 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

5 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

المطلب الرابع: بناء حافطة الأوراق المالية:

أولاً: ضوابط بناء حافطة الأوراق المالية

إن أصعب قرار يقوم باتخاذ المستثمر هو الاختيار بين عشرات الشركات الجيدة الموجودة في السوق، ويتم عادة المفاضلة بين هذا العدد الكبير لاختيار مكونات الحافطة على أساس متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، ومن أجل التقييد بالحد الأدنى من وسائل الأمان عند تكوين الحافطة هناك ضوابط عدة يجب إتباعها وهي كالتالي¹:

1. يجب تمويل الحافطة من رأس المال الخاص بالمستثمر؛
2. يجب أن يكون هناك جزء من الحافطة يحتوى على أسهم الشركات منخفضة المخاطر، وجزء آخر للأسهم العالية المخاطر والتي يكون العائد بها مرتفعاً وذلك وفقاً لقدرة المستثمر لتحمل مثل هذا المستوى من المخاطر؛
3. يجب إعادة تشكيل مكونات الحافطة إذا ما تغيرت ظروف المستثمر بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو بالعكس حسب ظروف السوق، أو أي تغير أداء أحد الأسهم بصورة لافئة للنظر؛
5. من الضروري التنوع بين قطاعات الصناعة لأنه كلما زاد التنوع في مكونات الحافطة انخفضت مخاطرها؛
6. يجب أن يقارن أداء الحافطة مع أحد مؤشرات السوق.

ثانياً: نموذج ماركويتز لتشكيل الحافطة

تنسب نظرية الحافطة من حيث تكوينها وعوائدها ومخاطرها إلى (Harry Markowitz) وتنص على أنه إذا قام مستثمر بتشكيل الحافطة بدقة فإن الخطوة التالية بعد التنوع بهدف تحقيق مكاسب والتي تتمثل في تدنئة المخاطر وتعظيم العائد

يستند مدخل ماركويتز في اختيار الحافطة على أساس أن المستثمر يقيم الحافطة المتاحة على أساس العائد والمخاطرة، ومن ثم التوصل إلى الحافطة المثلى وهي تلك الحافطة التي تمتاز بمستوى عائد أعلى ومخاطر أقل².

ثالثاً: خطوات تشكيل حافطة الأوراق المالية: من أجل تشكيل حافطة الأوراق المالية يجب إتباع عدة خطوات وهي:

1. **دراسة خصائص الأوراق المالية:** يقصد بدراسة خصائص الورقة المالية دراسة عائد ومخاطر المالية وذلك على مستوى السوق المحلي إذا كانت حافطة محلية، أو على مستوى عدة أسواق مالية عالمية إذا كانت الحافطة دولية³.

1 حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص: 208-209.

2 نور الدين بملول، مرجع سبق ذكره، ص: 77.

3 محمد صالح الحناوي، مهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها، الدر الجامعية، الاسكندرية، 2004-2005، ص: 220.

2. اختيار الأوراق المالية: تتمثل الخطوة الثانية في التركيز على اختيار مجموعة من الأوراق المالية المتاحة والمميزة التي تحقق أعلى عائد وبأقل مخاطرة¹.

3. تقييم حافطة الأوراق المالية: يتم تقييم الحافطة لمعرفة مدى صحة الاختيارات، و يتم ذلك من خلال خطوتين هما²:

– قياس الأداء: يتم من خلاله فحص القيمة السوقية للأصول المالية ومقارنتها بفترة زمنية سابقة، حيث يستطيع مدير الحافطة معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة لأخرى.

– مقارنة الأداء: وهي مقارنة أداء الحافطة بأداء حافطة أخرى أو أحد مؤشرات السوق بمعايير عامة مقدمها بعض شركات الخبرة، وذلك من أجل الحكم على قرارات المدير وتحديد الانحراف.

4. مراجعة حافطة الأوراق المالية: بما أن الأوضاع البورصة والظروف المحيطة بها غير مستقرة، فيجب على مديروا الحافطة متابعة ومراجعة حافطة الأوراق المالية، والاستناد على نظام معلومات فعال يمكنه من معرفة كل التطورات التي تطرأ على الأوراق المالية وذلك لتحقيق الأهداف التالية³:

– انتهاز الفرص بشراء الأوراق المالية عند انخفاض سعرها لزيادة كفاءة الحافطة ؛
– دراسة مكونات الحافطة وإضافة الأوراق المالية التي أظهر التحليل تميزها أو إحلالها بالأوراق المالية التي ظهرت عدم تميزها.

المطلب الخامس: التحليلات الخاصة بحافطة الأوراق المالية

أولاً: مصادر المعلومات التي تهم المستثمر:

إن البيانات و المعلومات التي قد تتاح للجمهور تكون في صورة خام، و حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم بشأن شراء أو بيع ورقة مالية معينة فإن هذا يحتاج إلى تحليل عميق للمعلومات من أجل اتخاذ قرار استثمار سليم .

قبل التطرق إلى مصادر المعلومات و طرق تحليلها ينبغي التعرف على طبيعة هذه المعلومات

1 نفس المرجع السابق

2 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 33

3 نفس المرجع السابق، ص: 34

1. طبيعة المعلومات: تتحدد القيمة السوقية لأي ورقة مالية على أساس متغيرين أساسيين هما التدفقات النقدية المتوقعة* و المعدل الذي تخضم به هذه التدفقات النقدية**، و هذين المتغيرين بدورهما يتحددان على ضوء الظروف السائدة داخل المؤسسة و ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، و هذا فضلا عن الظروف الاقتصادية في الدولة، و التي تتأثر بدورها بالظروف الدولية المحيطة¹.

2. مصادر المعلومات و البيانات: تسهل المعلومات عملية الوصول إلى نتائج فهم المستثمر، لذلك يعتبر جمع أكبر عدد ممكن منها من الغايات المستهدفة من قبل المستثمر، في الأسواق العالمية المالية يوجد عدد كبير من المصادر للحصول على المعلومات أو تقارير المحللين و هي الصحف مثل صحيفة نيويورك تايمز، صحيفة وول ستريت، المجلات المختصة مثل مجلة بارون، مجلة التجارة و المال، مجلة فورشن، تقارير المؤسسات صاحبة الإصدار، منشورات بيوت السمسة، المطبوعات الحكومية و بنوك المعلومات².

ثانيا: تحليل المعلومات:

لقد ذكرنا سابقا أن المعلومات ترجع بعضها إلى ظروف خاصة بالمؤسسة صاحبة الإصدار و البعض الآخر خارج المؤسسة، كما خالصنا أن هذه المعلومات يتم الحصول عليها من العديد من المصادر، لكن السؤال المطروح هو كيف يمكن تحليل هذه المعلومات وذلك لاختيار المجال الاستثماري الصحيح؟ يستعمل المحللون الماليون نوعان من التحليل في مجال الاستثمار في الأوراق المالية و هما:

- التحليل الأساسي و الذي يطلق على أصحابه بالأساسيين؛

- التحليل الفني و الذي يطلق على أصحابه بالفنيين.

1. التحليل الأساسي: يقوم التحليل الأساسي بتحليل البيانات و المعلومات الاقتصادية و المالية، بهدف

التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي ستعرض لها تلك الربحية

و تمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة³.

يحتوي التحليل الأساسي على مدخلين أساسيين هما:

- التحليل الكلي ثم الجزئي؛

** معدل خصم التدفقات النقدية: تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يتطلبه المستثمر و هو الآخر يتحدد في ضوء ثلاث متغيرات هي معدل الفائدة الحقيقي و معدل التضخم و معدل بدل المخاطر أو علاوة الخطر.

1 نور الدين بملول، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

2 نور الدين بملول، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

3 منير إبراهيم هندی، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، سنة توزيع المعارف بالإسكندرية، الإسكندرية، 1999، ص: 159.

- التحليل الجزئي ثم الكلي.

• المدخل الأول التحليل الكلي ثم الجزئي: قد يسمى هذا المدخل التحليل من الأعلى إلى الأسفل، حيث يقوم المحلل بالبداية بدراسة الظروف الاقتصادية العامة بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية بوجه عام، والخطوة الثانية لتحليل هي ظروف الصناعة، لتعرف على الصناعة النامية والصاعدة و ذلك إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل أو بسبب أي أسباب أخرى، أما الخطوة الأخيرة من التحليل فتتمثل في دراسة ظروف الشركة، و ذلك لتعرف على أفضل الشركات داخل السوق مما يتيح للمستثمر اختيار أفضل فرصة استثمارية¹.

• المدخل الثاني تحليل الجزئي ثم الكلي: يطلق على هذا المدخل بتحليل من الأسفل إلى الأعلى بحيث تكون نقطة البداية فيه هي تحليل ظروف الشركة، ثم يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع الذي تتبعه الشركة، وفي الأخير تحليل ظروف الاقتصادية التي في ظلها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها.

لكل من المدخل الأول و الثاني معارضين و مؤيدين و لكن الواقع العملي يشير إلى أن كل منهما مكمل للأخر بحيث إذا تم استخدام كلا المدخلين على حدا و اتضح أن النتائج النهائية للمدخلين منسجمة حينئذ تزداد الثقة في إمكانية الاعتماد على تلك النتائج في اتخاذ قرارات الاستثمار، أما إذا كان الأمر خلاف ذلك فيعاد النظر في نتائج المدخلين.²

1.1. خطوات التحليل الأساسي:

و من خلال ما يلي يمكن تتبع الخطوات الثلاث التي يتكون منها التحليل الأساسي سواء كان المدخل المستخدم مدخل التحليل الكلي ثم الجزئي أو مدخل التحليل الجزئي ثم الكلي:

أولاً: تحليل الظروف الاقتصادية: تعتبر الظروف الاقتصادية أول مرحلة من التحليل الكلي فالجزئي، يكون الهدف من ذلك هو التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية للدولة، و التأثير المحتمل لتلك التغيرات على البورصة، و في هذا الصدد هناك العديد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي لها تأثير مباشر على مستوى الأسعار في السوق، و في مقدمة تلك المتغيرات العناصر التالية³:

- السياسة المالية: تعرف السياسة المالية بأنها وسيلة لتمويل الإنفاق الحكومي و يتم استعمالها حسب الحالة الاقتصادية للدولة، فإذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات، أو إصدار

1 محمد عبد الحميد محمد عطيه، مرجع سبق ذكره، ص: 114-115.

2 منير إبراهيم هندی، نفس المرجع السابق، ص: 160-161.

3 نور الدين بملول، مرجع سبق ذكره، ص: 56-57.

تشريعات ضريبية كإعفاء بعض المؤسسات التي تمارس نشاطها في مناطق أو قطاع معين، في إطار إتباع سياسة مالية توسعية، سينجر عن هذا القرار آثار إيجابية على أرباح الشركات، و هو ما يترتب عليه ارتفاع في أسعار الأسهم بصفة عامة، أما إذا قررت الحكومة إتباع سياسة إنكماشية بتخفيض الإنفاق الحكومي على بعض الشركات، فستترك هذه السياسة آثارا سلبية على إيرادات الشركة، و بالتالي انخفاض أسعار الأوراق المالية الخاصة بها .

- **السياسة النقدية:** يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود، فإذا ما اتبعت الدولة سياسة توسعية و ذلك من أجل تحسين مستوى النشاط الاقتصادي، فإن ذلك سترك آثارا إيجابية على أسعار الأوراق المالية، بمعنى إذا زاد عرض النقود مع ثبات المطلوب منها سيتبعه مباشرة تحسن في مستوى الأداء الاقتصادي، وذلك عن طريق انخفاض أسعار الفائدة وهو الأمر الذي يشجع على الاستثمار و التوجه نحو شراء الأوراق المالية، مما يعمل على زيادة التمويل داخل الشركات التي تتداول أسهمها داخل السوق، و بتالي زيادة في أسعار أسهم هذه الشركة.

ومع هذا هناك تأثير عكسي لزيادة عرض النقود و هو حدوث التضخم، و الذي يؤدي إلى زيادة الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر، و بالتالي انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، و لكن يمكن استدراك هذا الخطر من خلال إتباع سياسة نقدية إنكماشية و من أجل الحد من عرض النقود .

- **الناتج القومي:** يؤثر الناتج القومي في أسعار الأوراق المالية من خلال المعلومات و التقارير المصدرة بشأنه فإذا كانت هذه التقارير تحمل زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي سيكون هناك تفاؤل بالنسبة للمستقبل و هذا ما يزيد حركة التعامل على الأسهم، أما إذا كانت التقارير تشير إلى عكس ذلك فسينتج تراجع في حركة أسعار الأوراق المتداولة في البورصة.

ثانيا: تحليل ظروف الصناعة: يهدف تحليل ظروف الصناعة إلى التعرف على المستقبل الشركة في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعني، فمن المعروف أن هذه الصناعات لاتستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي ولا تتأثر بنفس القوة بأي ركود يصيب الاقتصاد¹، لذا يتطلب الأمر بل من الضروري تحليل و دراسة الصناعة فإذا كانت الصناعة المعنية من المقدر أن تمر بحالة كساد، فإن الشركات التي تنتمي إلى هذه الصناعة سوف تتأثر و العكس بالعكس².

1 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

2 عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 257.

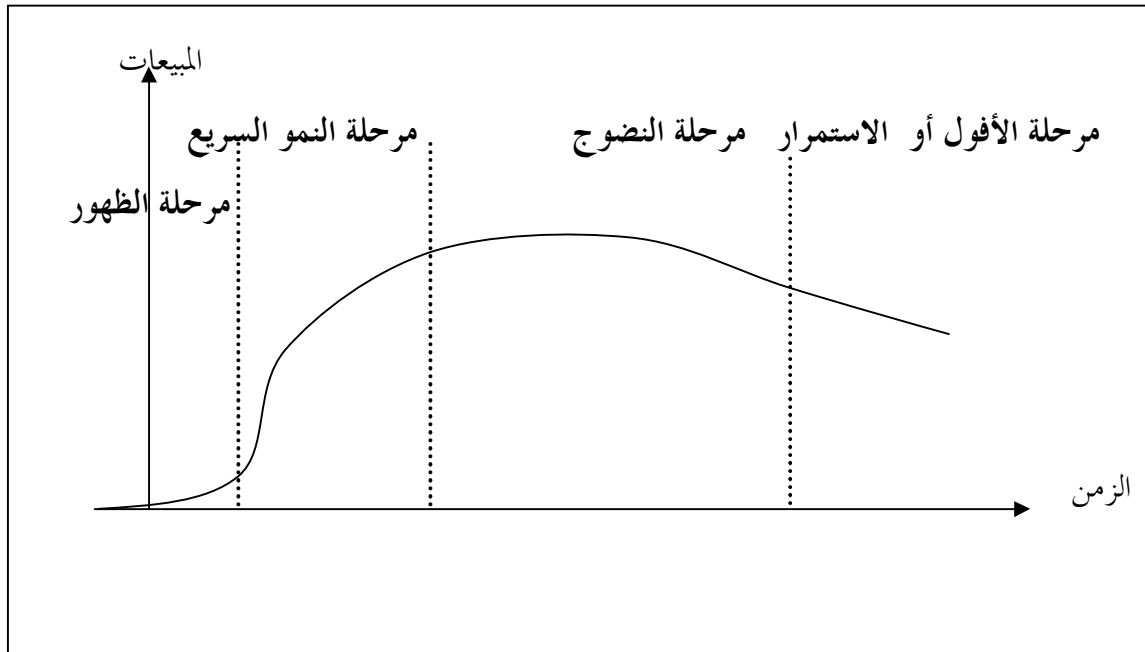
ففي الثمانينات مثلا أدى الإنفاق العسكري بسبب الحرب الباردة والسباق نحو التسلح، إلى نمو قوي في قطاع الصناعات الحربية خاصة في و. م. أ مما أدى إلى تفوق أسهم أغلب الشركات هذا القطاع على أسهم الكثير من الشركات في قطاعات صناعية أخرى، فالمستثمر الذي قام بتحليل هذا القطاع بشكل مبكر و تمكن من كشف إمكانيات نموه و وظيف أموالا فيه لحقق عائدا معتبرا.

أما في التسعينات و بعد انتهاء الحرب الباردة بدأت أغلب الدول في تقليص ميزانيات الدفاع، ففي ظل الانكماش في الإنفاق العسكري انقلبت الأحوال بالنسبة لهذا القطاع مما أدى إلى تراجع غالبية الشركات المتتمة إليه، فالمستثمر الذي تمكن عن طريق تحليل أوضاع هذا القطاع الصناعي التنبؤ بشكل المبكر لهذه التطورات السلبية و الانسحاب في الوقت المناسب من هذا القطاع لأنقذ نفسه من خسائر كبيرة¹.

2.1. أدوات تحليل ظروف الصناعة (القطاع): هناك عدة أدوات يمكن من خلالها تحليل ظروف الصناعة وسنذكر منها ما يلي:

1. دورة حياة الصناعة: يقصد بدورة حياة الصناعة دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة، ولا تختلف هذه الأخيرة عن دورة حياة الإنسان، بحيث تمر عبر أربع مراحل يمكن توضيحها في الشكل التالي²:

شكل رقم (1-2): يوضح دورة حياة الصناعة



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 176.

1 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

2 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

من خلال الشكل السابق نجد أن الصناعة تمر بنفس المراحل التي يمر بها المنتج أو خطوط المنتج داخل الصناعة والمتمثلة في¹:

أ- **مرحلة الظهور**: تعبر هذه المرحلة عن ولادة المنتج أو صناعة جديدة، تكون مبيعات الشركة في هذه المرحلة محدودة نظرا لعدم التأكد بشأن المنتج، أو انتظار لإدخال تحسينات عليه، و حتى تستدرك الشركة هذا الخطر عليها القيام بحملات دعائية و إعلان لتعريف المنتج الجديد للجمهور، و رغم تدني المنافسة في هذه المرحلة إلا أن عمليات الشركة قد تنتج خسائر.

ب- **مرحلة النمو السريع**: خلال هذه المرحلة من حياة الصناعة تظهر موديلات و نماذج مختلفة للمنتج وبالتالي زيادة في حجم المبيعات و تزداد بالتبعية الأرباح المتولدة، غير أن الجزء الأكبر من تلك الأرباح يتم استخدامه لتمويل و توسيع الاستثمار، و قرب نهاية تلك المرحلة تظهر منشآت جديدة فيزداد العرض وتنخفض الأسعار و ينخفض معها المبيعات نتيجة لتشبع النسبي للسوق و بالتالي ينخفض هامش الربح.

ت- **مرحلة النضوج**: تمثل هذه المرحلة نهاية فترة النمو السريع في حجم المبيعات، و بالتالي أصبح السوق قد تشبع تماما بالمنتجات ليصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل القومي، و عليه الاستمرار في المستقبل مرهون بميول، أذواق و تفضيلات المستثمر هذا من جهة، و نجاح الصناعة في الدخول إلى أسواق جديدة من جهة أخرى.

ث- **مرحلة الاستقرار أو الأفول**: تختلف هذه المرحلة من صناعة إلى أخرى، فقد تتسم صناعة ما في هذه المرحلة بالاستقرار و الاستمرار، و ذلك من حيث عدد الوحدات المباعة أو من حيث درجة التحكم في التكاليف، كما قد يظهر في صناعة أخرى تدهور في عدد الوحدات المباعة، و ذلك عندما يتعرض المنتج للتقادم و اشتداد مرحلة المنافسة وبالتالي تظهر مرحلة الأفول.

و بالتالي باستطاعة المحلل المحترف أو حتى المستثمر العادي من خلال دورة حياة الصناعة أن يصنف الصناعات الوطنية وفقا للمرحلة التي تمر بها، و من ثم يمكنه اختيار الصناعة التي سيستثمر فيها أمواله تماشيا لمراحل النمو وسلوكه اتجاه العائد و المخاطرة.

3.1. تحليل الشركة (المؤسسة):

يعتبر تحليل ظروف الشركة آخر مرحلة من التحليل الأساسي، يهدف هذا التحليل بالدرجة الأولى لتحديد ربحية الشركة، مدى نموها، قوتها المالية و قدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في

1 نفس المرجع السابق، ص: 176 - 180.

القطاع عينه لاختيار الشركة الأولى في كل قطاع و التي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها و ربحيتها على قريناتها في هذا القطاع¹.

تحتاج عملية تحليل الشركة إلى بيانات و معلومات و نستعين في هذا الصدد بالقوائم المالية من أجل الحكم على وضعية الشركة في الماضي و التنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل معتمدين في ذلك على العديد من المؤشرات و النسب نذكر منها السيولة، الربحية، التغطية، النشاط، المردودية، المخاطرة هذا من جهة، و من جهة أخرى نحتاج إلى بعض المعلومات خارج القوائم المالية المنشورة، و المتمثلة في معلومات نوعية تشمل طبيعة النشاط، نوعية الإدارة، نوعية المنتجات، الكفاءة الإنتاجية، الأداء المالي، المؤشرات التاريخية و القدرة التنافسية للمؤسسة داخل القطاع الذي تنشط فيه².

تعتبر دراسة أوضاع الشركة و متابعة أحوالها باستمرار وسيلة لتعرف بشكل مبكر على أي متغيرات ايجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع هذه الشركة فتؤثر على أسعار أسهمها³.

2. التحليل الفني:

1.2. تعريف التحليل الفني:

بعد استخدام التحليل الفني لأكثر من قرن في أمريكا و أزيد من 300 عام في اليابان، أصبح أكثر شيوعا من ذي قبل، كما تعددت أسماؤه ففي كتاب "المستثمر المرئي" أو "the Visual Inventor" أطلق عليه اسم التحليل المرئي، و ذلك لجذب الناس لاختيار تلك الطريقة القيمة عن قرب أكثر⁴، كما أطلق عليه بتحليل سوق الأوراق المالية و التحليل الداخلي⁵.

لتحليل الفني عدة تعريفات نختار من بينها ثلاثة تعريفات جاءت في ثلاث كتب تعد من أهم مراجع التحليل الفني و هي كالتالي: ⁶

1 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

2 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

3 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 160

4 جون مرفي، التحليل الفني للأسواق المالية، ترجم من طرف شيماء سليمان، متوفر على الموقع:

<http://www.mediafire.com/DOWNLOAD..php?m1mmk3vjme>، ص: 314.

5 أمنة جعفرور، مساهمة التحليل الفني للأوراق المالية في اتخاذ القرار الاستثمار، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستير في علوم

التسير، غير منشورة، ورقة، الجزائر، 2011، ص: 36.

6 عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط5، البلاغ لطباعة و النشر و التوزيع، متوفر على الموقع:

<http://www.borsaat.com/vb/t537.html>، ص: 47.

- يرى ادوارد و ماجي أن التحليل الفني هو علم رصد و تسجيل —عادة في شكل رسم بياني— جميع المعلومات الخاصة بالتداول أسهم معين أو مجموعة من الأسهم ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة .
- يعرف جون مدي التحليل الفني على انه دراسة حركة السوق من الرسوم البيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلا .

أما مرتن بريج فعرف التحليل الفني كالتالي:

تتحرك سوق الأوراق المالية في اتجاهات معينة، تتحدد وفق تغير مدارك و مواقف المستثمرين لمجموعة من الاعتبارات الاقتصادية، المالية، السياسية و السيكلوجية و التحليل الفني ما هو إلا فن التعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت، و ذلك بهدف الاحتفاظ بوضع استثماري يتوافق مع الاتجاه الساري حتى يتحول المسار الأسعار في اتجاه آخر.

2.2. فرضيات التحليل الفني:

يقوم التحليل الفني على الفرضيات التالية:

1. تتحدد القيمة السوقية لأي سلعة أو خدمة من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب¹؛
2. أسعار الأسهم تتحرك في اتجاهات معينة، أي أن حركة الأسهم (هبوطية و صعودية) تميل للتحرك في اتجاه معين و تستمر في نفس الاتجاه لمدة معينة من الوقت، و بدراسة هذا الاتجاه يمكن التعرف على توقيت الشراء و البيع².
3. التاريخ يعيد نفسه: الطبيعة الإنسانية واحدة و ردود الأفعال عادة ما تكون متشابهة، و لذلك فان المحلل الفني يحاول أن يستخلص من تراكم البيانات المالية عن الماضي أنماطا لسلوك السوق و يحاول أن يستخدمها في المستقبل³.

3.2. أدوات التحليل الفني

يستعين المحللون الفنيون بالخرائط البيانية في إطار دراسة نمط تغير الأسعار، و سنتناول من ضمن أدوات

التحليل الفني مايلي:

– خريطة القوة النسبية؛

– خريطة المتوسط المتحرك.

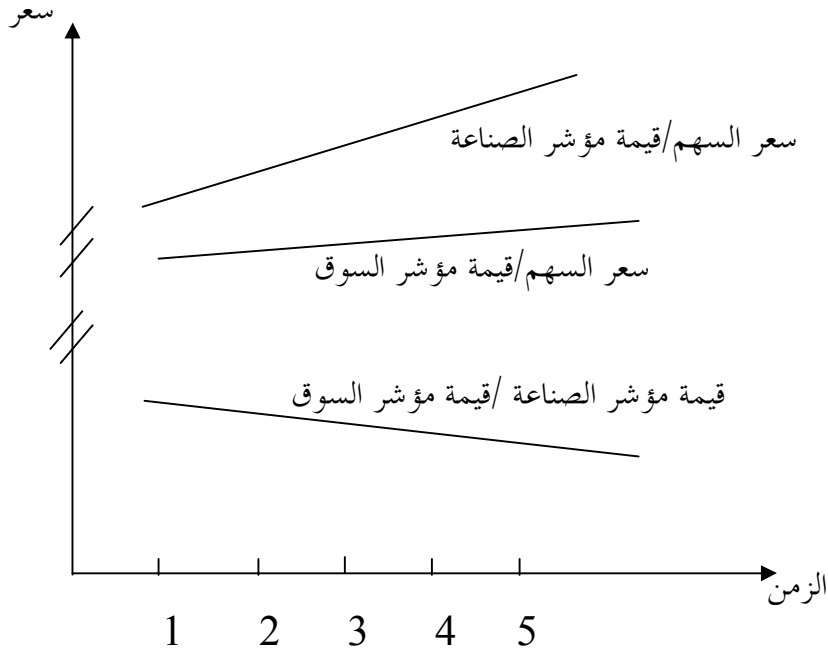
1 طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 1998، ص: 298.

2 محمد عبد الحميد محمد عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 256 .

3 عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

1. خريطة القوة النسبية:

الشكل رقم (1-3): يوضح القوة النسبية للسهم



المصدر: منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 238.

من خلال الشكل نجد أن سعر السهم للمؤسسة المعنية كان في ارتفاع بمعدل أسرع من متوسط ارتفاع أسعار السهم في الصناعة التي تنتمي إليها وأيضاً بالنسبة لمتوسط أسعار السوق، وهذا مل يطلق عليه بالقوة النسبية للسهم¹، والتي تعني ارتفاع الأسعار بشكل كبير عندما يكون السوق صعودي (استجابة لارتفاع السوق) و ينخفض سعرها بشكل ضئيل عندما يكون السوق هبوطي، أما الأسهم التي لا تتسم بقوة نسبية يحدث معها العكس.

والجدير بالذكر أن مؤشر القوة النسبية لا يستخدم أساساً في تحديد توقيت بيع أو شراء سهم معين بقدر ما يستخدم في المقارنة بين مؤسسات داخل السوق أو مؤسسات داخل القطاع وتحديد المؤسسات المتميزة، هذا يفيد المستثمر في اتخاذ قراره الاستثمار².

1 منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 238 .

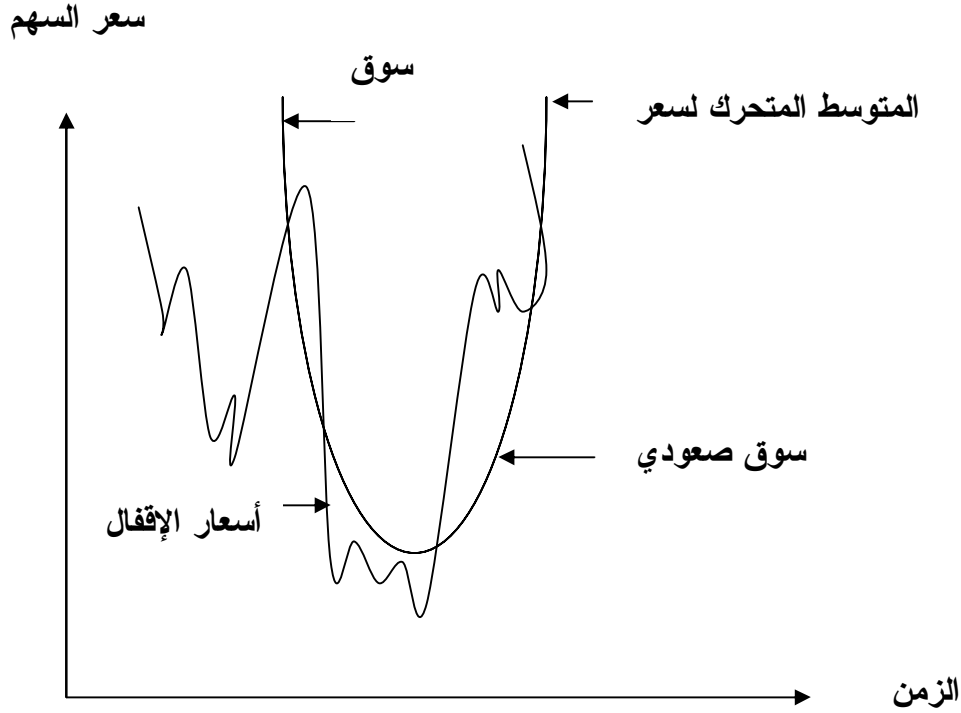
2 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 44.

3. خريطة المتوسط المتحرك:

يعتقد الفنيون أن أسعار الأسهم تميل إلى سلوك اتجاه معين، لذا يقومون بحساب المتوسط المتحرك لسعر السهم لفترة كافية تمكنهم من الحكم على اتجاه حركة الأسعار في المدى الطويل، فإذا تم اكتشاف ذلك تمكنوا من تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار¹.

سنوضح في الشكل التالي خريطة المتوسط المتحرك و ذلك لسعر الإقفال الأسبوعي للسهم:

شكل رقم (1-4): خريطة المتوسط المتحرك



المصدر: منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 149.

يوضح هذا الشكل العلاقة بين أسعار الأسهم و المتوسط المتحرك* لسعر السهم، بحيث عندما يكون الاتجاه نزولي و المتوسط المتحرك أكبر من أسعار الأسهم فهذا يستدعي البيع، و العكس إذا كان الاتجاه صعودي و أسعار الأسهم أكبر من المتوسط المتحرك فإن ذلك يستدعي الشراء². و في الأخير نشير إلى أن أساليب التحليل الفني يسهل تعلمها و تطبيقها بواسطة أي مستثمر مهما كان مستوى ثقافته، وهي الميزة لا يتيحها التحليل الأساسي³.

1 نفس المرجع السابق، ص: 44.

* المتوسط المتحرك يتم حسابه كالتالي نفرض أن المدة هي 60 شهر، و في هذه الحالة يتم حساب مجموع أسعار الإقفال ل 60 شهر ثم قسمة ذلك على 60 للحصول على المتوسط و في الشهر الثاني يضاف المتوسط للسلسلة بينما يستبعد سعر الإقفال للشهر الأول و بتالي نحافظ على 60 متغير و التي تمثل متوسطات متحركة

2 منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 149.

3 منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف بالإسكندرية، مصر، 1999، ص: 426.

المبحث الثالث: عائد و مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تعد البورصة سوق يلتقي فيها البائعون والمشترون لتداول الأدوات المالية، هذه الأخيرة تعتبر بدائل استثمارية متميزة عن بعضها البعض من حيث العوائد التي تدرها والمخاطر التي تنطوي عليها، هذا التميز يجعل المستثمرين يفاضلون بينها على أساس العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بعدم تحققها، وفي عالم كهذا يصعب بل يستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه، إلا أنه يستطيع قياس المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية من خلال وضع توزيع احتمالي لهذا العائد، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة، ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظله.

المطلب الأول: ثنائية العائد و المخاطرة

الاستثمار في الأوراق المالية هو عبارة عن التضحية بمبالغ مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ مالية أكبر مستقبلا، و لكنها غير مؤكدة و بالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية يتم اتخاذه بناء على العائد و المخاطرة¹.

على الرغم من التقدم العلمي الذي يمكن المحللين الماليين من التقدير الدقيق للعائد المحتمل، إلا أن العائد يبقى منتظر و غير مؤكد و يتوقف على كثير من العوامل التي ترجع إلى الظروف الاقتصادية ذات الصلة بهذا الاستثمار.

يقوم المستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري بالاعتماد على طرق حساب العائد المتوقع، و لا يتوقف عند هذا الحد بل يستعين أيضا بطرق أخرى لحساب درجة التأكد كما يتوقف القرار الاستثماري على مدى قبول المستثمر المتوقع بالمقاربة المقلوب ودرجة فهمه الاستثمار وطبيعة الغرض الاستثمارية المتاحة أمامه، و طبقا للظروف الاقتصادية المحيطة و قدرته على تحليل و استبعاد تلك الظروف.

كما يحتاج المستثمر أيضا لقدر من المعلومات و البيانات عند اتخاذ قراره الاستثماري لأن المعلومات هي العنصر الرئيسي و الحاسم في اتخاذ القرار، لأنها تمكن من الحكم على جدوى الاستثمار و مدى ملامته لأهدافه الاستثمارية و المخاطر التي قد يتعرض لها و العائد الذي يمكن الحصول عليه، و تتوقف الاستفادة من المعلومات على قدرة المستثمر الفنية على تحليل البيانات و إلا فعليه اللجوء إلى المتخصصين وذوي الخبرة².

1 نور الدين مبلول، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

2 حمداوي طوس، مرجع سبق ذكره، ص: 15-17.

المطلب الثاني: تعريف و قياس عائد حافطة الأوراق المالية

1. تعريف العائد: العائد هو التعويض النقدي يتلقاه المستثمر مقابل توظيف أمواله في شكل من الأشكال الاستثمار المتاحة، و يعتبر العائد الهدف الأسمى لأي مستثمر، سواء كان فرد، شركة أو صندوقا استثماريا وإذا كان العائد معروفا مسبقا بالنسبة لبعض الأنواع من الاستثمار مثل السندات، فهو غير معروف مسبقا بالنسبة للبعض الآخر مثل الأسهم¹،

هذا فيما يخص تعريف العائد بصفة عامة أما عائد الحافطة فيعرف كالتالي:

يظهر معدل العائد على الحافطة في صورة دالة خطية، و هو عبارة عن المتوسط المرجح بالأوزان للاستثمارات الفردية في الحافطة².

2. قياس العائد:

1.2- قياس عائد أصل مالي

يتم قياس عائد أصل مالي خلال فترة زمنية من خلال الفرق بين التغير في السعرين مضافا إلى ذلك التوزيعات الخاصة بتلك الفترة ثم يقسم الناتج على السعر في بداية الفترة، ويتم توضيح ذلك حسب المعادلة التالية³:

$$\text{معدل العائد لأصل} = \frac{\text{السعر في نهاية الفترة } (P_1) - \text{السعر في بداية الفترة } (P_0) + \text{التوزيعات خلال الفترة } (D)}{\text{السعر في بداية الفترة } (P_0)}$$

أما إذا كان الاستثمار يأخذ شكل توزيع احتمالي فالعائد يتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$E(Rx) = \sum_{i=1}^n RxP(Rx)$$

أي: العائد المتوقع = مجموع (العوائد المحققة × احتمال الحدوث للعوائد المحققة)

1 بوبكر نفيسة، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة و سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية 2010/2008، مذكرة مقدمة

لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011/2010، ص: 10-11.

2 محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، 1997، ص: 284.

3 عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

2-2- قياس عائد حافطة مالية

عائد الحفظة هو المتوسط المرجح بالنسب المئوية للأوراق المالية التي تتشكل منها الحافطة وتحسب بالعلاقة

$$Rp = \sum_{i=1}^n Rx.P(Rx) \quad \text{التالية}^1:$$

أما العائد المتوقع للحافطة هو متوسط المرجح بالنسب المئوية في كل استثمار للعوائد على الاستثمارات ويمكن حسابه من خلال العلاقة التالية²:

$$E(Rp) = \sum_{i=1}^n Xi.E(Ri)$$

$E(Ri)$: العائد المتوقع للأصل i ؛

Xi : نسبة الأصل i في الحافطة.

المطلب الثالث: مخاطر حافطة الأوراق المالية

من الطبيعي أن يربط كل مستثمر استثماره في حافطة الأوراق المالية بالعائد الذي يتوقع الحصول عليه و بالعائد الذي بالتوزيعات التي تقوم الشركة بتوزيعها، و كذلك بالتغير في سعر الورقة المالية، السؤال الذي يطرح نفسه هو هل الاستثمار في الأوراق المالية الذي يحقق أكبر عائد هو الأفضل؟ لقد أجمع معظم الباحثين الماليين أن الجواب على هذا السؤال هو لا و السبب في ذلك هو عنصر آخر مهم في الاستثمار و هو عنصر المخاطر³.

1. تعريف المخاطرة:

لقد اختلفت آراء الاقتصاديين أصحاب نظريات القرار و منطري التأمين حول المخاطرة، و نجد من بين التعاريف ما يلي:

- يقصد بالمخاطرة " حالة إمكانية حدوث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة"⁴.

1 نفس المرجع السابق.

2 نفس المرجع السابق

3 جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لحفظة الأوراق المالية و إمكانية تطبيقها في دولة نامية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، غير منشورة، جامعة عنابة، 2007/2008، ص: 51.

4 بوبكر نفيسة، مرجع سبق ذكره، ص: 3.

- تعني المخاطرة احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع من الاستثمار و تقاس المخاطرة بناء على ذلك بمقدار المعياري للعائد الفعلي على العائد المتوقع¹.
- تعرف أيضا بأنها الحالة التي يمكن معها وضع توزيع احتمال بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وهنا يجب أن تتوفر معلومات تاريخية كافية تساعد في وضع هذه الاحتمالات، و تسمى هذه الأخيرة بالاحتمالات الموضوعية².

2. مصادر المخاطر:

تنقسم مصادر المخاطر إلى قسمين هما:

أ- مصادر المخاطر العامة:

1- مخاطر التضخم (القوة الشرائية): و هي المخاطر التي تنتج عن الارتفاع في المستوى العام، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض قيمة النقود(انخفاض قدرتها الشرائية)، فعلى المستثمر أن ينتقي الأسهم التي تحميه من التضخم لأن الأسهم ذات الدخل الثابت و المتناقص هي استثمارات عاجزة عن مقاومة التضخم، بالتالي فإن الارتفاع في الأسعار قد يرفق العوائد التي تحققها هذه الأوراق³.

2- مخاطر السوق: تنشأ مخاطر السوق نتيجة اتجاهات سوق البورصة صعودا أو نزولا، و ذلك تبعا لظروف اقتصادية، سياسية أو اجتماعية في الدولة أو دولة أخرى، و كمثال لمخاطر السوق هذه نجد التحولات الاقتصادية التي حدثت في أوروبا الشرقية و امتددت تداعياتها الأسواق البورصة في دولة أخرى، أيضا أزمة أسواق البورصة في جنوب شرق آسيا التي حدثت في أكتوبر 1997 و قبلها الأزمة المالية التي شهدتها المكسيك عام 1994 و انتقلها إلى الأسواق جديدة من دول العالم إذن مخاطر السوق هي مخاطر عامة بطبيعتها⁴.

3- مخاطر سعر الفائدة: وهي المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث اختلاف بين معاملات العائد المتوقعة و معدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية، ومن المعروف أن أسعار الأوراق المالية خصوصا السندات تتأثر بتقلب أسعار الفائدة السوقية و بطريقة عكسية فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات و العكس بالعكس⁵.

1 محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص:32.

2 بوبكر نفيسة، مرجع سبق ذكره، ص: 4.

3 جابر ندير، مرجع سبق ذكره، ص:55.

4 حمداوي طاوس، مرجع سبق ذكره، ص:162.

5 بوبكر نفيسة، مرجع سبق ذكره، ص:9.

ب- مصادر خاصة:

1- **مخاطر العمل:** تعرف مخاطر العمل بأنها التذبذب في التدفق النقدي التشغيلي أو الأرباح التشغيلية قبل طرح القوائم و الضرائب، و قد تتبع هذه المخاطر من الاستثمار في الأدوات عائدة إلى مجال عمل قد يتعرض إلى مخاطرة ناتجة عن هذا العمل فأى تغير في قدرة الشركة على تحقيق الأرباح يؤدي إلى هبوط أسعار أسهمهما في السوق¹.

2- **مخاطر الإدارة:** قد يطرأ اختلاف بين معدل العائد الفعلي و معدل العائد المتوقع من الاستثمار بسبب الأخطار الإدارية لشركة معينة على الرغم من وجودها وإنتاجها و قوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر الغير منتظمة، لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد عند حالات الازدهار الاقتصادي و من المخاطر الإدارية الشائعة نذكر سوء التصرف و عدم اتخاذ التدابير المناسبة في الوقت المناسب، و يرتبط هذا النوع من الأخطار الإدارية بتدني قدرة الإدارة على إدارة الأزمات².

3- **مخاطر التوقف عن السداد:** يتمثل خطر التوقف عن السداد الجزء من المخاطر الذي ينشئ عن التغير في سلامة المركزي المالي للمنشأة، فعند إصدار المؤسسة لأوراق مالية أو تقوم بتنفيذ مقترح استثماري ما يؤدي ذلك إلى التأثير على سلامة المركز المالي للمنشأة، إذ تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد و هو ما ينعكس في النهاية على أسعار الأوراق المالية، وهنا يمكن القول بأن مخاطر التوقف عن السداد لا تعني التوقف الفعلي بل هو احتمال التوقف فقط³.

4. **تقنيات التعامل مع الخطر:**

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل قدر من الخطر، و لذلك تجده يحاول التعامل معها من خلال النقاط التالية:

1- **تحاشي أو تفادي المخاطرة:** يتم تفادي المخاطرة برفض الفرد أو المنظمة لأي مشروع أو عمل ينطوي عليه التعرض للمخاطرة، تعتبر هذه التقنية سالبة و ليست إيجابية لأنها تعد أسلوباً يجرم الفرد أو المنشأة من الغرض و البدائل الاستثمارية كثيرة لتحقيق عوائد مرضية.

2- **تقليل المخاطر:** يتم تقليل المخاطر بطريقتين الأولى تكمن في منع المخاطرة و التحكم فيها، و مثال ذلك برامج سلامة و تدابير منع الخسارة مثل الرعاية الطلبية هي محاولة للتعامل مع المخاطرة، والطريق الثانية تكمن

1 جابر نذير، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

2 بوبكر نفيسة، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

3 جابر نذير، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

في استخدام قانون الإعداد الكبير، ذلك أنه عن طريق دمج عدد كبير وحدات التعرض يمكن التوصل لتقديرات دقيقة بشكل معقول للخسائر المستقبلية.

3- الاحتفاظ بالمخاطرة: عندما لا يتم تفادي المخاطرة أو تقليلها أو تحويلها يتم بذلك الاحتفاظ باحتمال الخسارة التي تنطوي عليها تلك المخاطر.

عموما يتم الاحتفاظ بالمخاطر التي تؤدي إلى خسائر معينة و صغيرة نسبيا.

4- تحويل المخاطر: يمكن نقل أو تحويل المخاطر من طرف إلى آخر أكثر استخداما و تأقلمًا، و ذلك عن طريق التغطية التأمين و التنويع.

5- اقتسام المخاطر: إن اقتسام المخاطرة بعد حالة خاصة لتمويل المخاطرة و أيضا الاحتفاظ بالمخاطرة، و عند اقتسام المخاطرة يتم تحويل احتمال الخسارة من الفرد إلى الجماعة و الاحتفاظ بالمخاطرة المحولة إلى المجموعة بجانب مخاطر أفراد المجموعة الآخرين، و من أمثلة التعامل مع المخاطر بأسلوب الاقتسام نجد المؤسسة ففي ضلها يتم تجميع الاستثمارات عدد كبير من الأشخاص، بحيث يتحمل كل منهم جزءا فقط من مخاطر فشل المشروع، كما يعد تأمين أعداد أخرى للتعامل مع المخاطرة اقتسام بواسطة أفراد المجموعة¹.

6- توزيع المخاطر: يتم توزيع الأخطار التي تتعرض لها الحافطة و جعلها عند أدنى مستوي لها من خلال تنويع بحيث يتم اختيار عدد من الأوراق المالية ذات الدرجات المختلفة من المخاطر الغير نظامية². و من الأمثلة على المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنويع نجد³:

- التغيرات في سعر السهم نتيجة لدورات اقتصادية ترتبط بالصناعة التي تنتمي إليها المنشأة؛
- المخاطر الناجمة في إضرابات عملية ؛
- المخاطر الناجمة عن الأخطار الإدارية ؛
- المخاطر الناجمة عن التغيير في أدوات المستهلكين.

4. قياس المخاطر: توجد عدة طرق لقياس مخاطر حافطة الأوراق المالية نذكر منها:

بما أن العوائد المستقبلية مرتبطة بالمخاطر و عدم التأكد و الإشكالية التي تطرح نفسها هي كيفية ترجمة هذه المخاطر رقميا، يمكن تجاوز هذه الإشكالية من خلال استعمال التباين للتعرف عن درجة المخاطرة و التشتت الذي نعني به انحراف العوائد عن معدلها الأساسي، بالإضافة إلى الانحراف المعياري و التباين المشترك و بين كلها مقاييس المخاطر.

1 حمداوي الطاوس، مرجع سبق ذكره، ص: 63-65.

2 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

3 جابر نذير، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

1- تباين العوائد و انحرافها المعياري: إن اتساع توزيع احتمالات لمعدلات العائد يعتبر مقياس للمخاطرة، و يعنى ذلك بعبارة أخرى أنه كلما تباين عائد الاستثمار حول العائد المتوقع كلما زاد عدم تأكد المستثمر¹. ويتم حساب الانحراف المعياري كالتالي²:

$$\text{الانحراف} = \sqrt{\text{التباين}}$$

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i (x_i - E(x))^2}$$

حيث:

σ : الانحراف المعياري؛

p_i : العوائد المحتملة الحدوث؛

x_i : العوائد المحتملة للسهم؛

$E(x)$: متوسط القيمة المتوقعة للعوائد؛

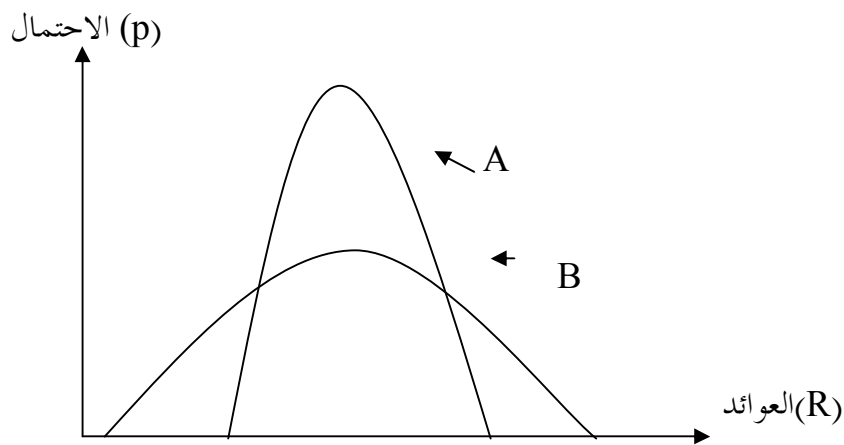
n : عدد العوائد المحتملة .

أما القيمة المتوقعة فتحسب كالتالي:

$$E(x) = \sum_{i=1}^n p_i x_i$$

و السهم ذو الانحراف المعياري الأعلى يكون أكثر مخاطرة و أقل جاذبية من غيره .

شكل رقم (5-1): التوزيع الاحتمالي للعائد



المصدر: محمد صالح الخناوي، نفس المرجع السابق، ص: 286.

1 نورالدين بملول، مرجع سبق ذكره، ص: 51-52.

2 جابر نذير، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

نلاحظ أن B أكثر تشتتاً من A مما يعني أن خطرها أكبر من الحافطة A .

2. **معامل الاختلاف:** إن استخدام الانحراف المعياري لا يكفي من أجل القيام بعملية مقارنة و مفاضلة بين مجموعة من البدائل و لقد أثبتت التجارب أن التباين هو أحد أفضل المقاييس في حالة تساوي المتوسطات الحسابية لعوائد المشاريع المراد المفاضلة بينها أما إذا كانت غير متساوية فيفضل الاعتماد على معامل الاختلاف لأنه مقياس للتباين النسبي، و يحسب كالتالي¹:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{X}}$$

CV: معامل الاختلاف

σ : الانحراف المعياري

X: الوسط الحسابي

ينصح المستثمر بالتوجه إلى الأوراق المالية ذات عامل الاختلاف الأقل لأن ذلك يعني تخفيض المخاطر.

3. **معامل بيتا:** يتمثل الانحراف المعياري للحافطة المالية برقم مطلق، و بما أن الأرقام المطلقة من الصعب تفسيرها تم استخدام مقياس بديل للخطر و هذا المقياس هو بيتا².

معامل بيتا مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، و يقيس حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد محفظة السوق تعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية و معدل عائد حافطة السوق و لحساب معامل بيتا يجب حساب التباين المشترك بين عائد الورقة المالية و عائد السوق، و هو حاصل ضرب معامل الارتباط بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة و الانحراف المعياري لعائد السوق، و يتمثل في العلاقة التالية:

بحسب صياغة علاقة معامل بيتا من خلال ما يلي:

$$B_i = \frac{\text{covariance}(r_i, r_m)}{\text{variance } m} = \text{Beta}$$

حيث:

Covariance(r_i, r_m): تباين المشترك بين معدل العائد على السهم i و معدل العائد على حافطة السوق m؛

Variance m: تباين عائد حافطة السوق المالية؛

تفسير معامل b_i : يفسر معامل بيتا للسهم i أو لحافطة بالنسبة لمعامل بيتا لحافطة السوق و الذي يساوي 1؛

أكبر من مخاطرة السوق؛

$b_i > 1.0$: مخاطرة السهم i؛

1 جابر نذير، نفس المرجع السابق، ص: 61 .

2 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

$b_i = 1.0$: مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق ؛

$b_i < 1.0$: مخاطرة السهم i أقل من مخاطرة السوق ؛

$b_i = 0$: مخاطرة السهم i غير مرتبطة بمخاطرة السوق؛

$b_i = -1.0$: مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق و لكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس باتجاه السوق¹ .

4. معامل الارتباط: الارتباط مقياس إحصائي يقيس العلاقة بين تغيرها ظاهرتين لمعرفة ما إذا كانت هناك صلة أو ارتباط بينهما ومن الأمثلة على ذلك العلاقة بين تغير ظاهرتين لمعرفة ما إذا كانت هناك صلة أو ارتباط بينهما، و من الأمثلة على ذلك العلاقة بين العائد و ما المخاطرة، ويمكن قياس درجة الارتباط من خلال الصياغة التالية:

$$R_{1,2} = E\{(R_1 - E(R_1)) \times (R_2 - E(R_2))\}$$

$$R_{1,2} = \frac{COV(R_1, R_2)}{\sigma_{R_1} \sigma_{R_2}}$$

R : معامل الارتباط ؛

$E(R_1)$: متوسط العائد المتوقع للورقة الأولى ؛

$E(R_2)$: متوسط العائد المتوقع للورقة الثانية ؛

R_2 : عائد الورقة الأولى ؛

R_1 : عائد الورقة الثانية ؛

σ_1 : الانحراف المعياري للورقة الأولى ؛

σ_2 : الانحراف المعياري للورقة الثانية.

ومن الاستعمالات المهمة لفكرة الارتباط في مجال الاستثمار في الأوراق المالية هو تكوين الحافطة، حيث أنه من المفروض أن يتم تكوين الحافطة من الأوراق المالية التي يكون الارتباط بين عوائدها أقل ما يمكن لكن يكون تأثير الأحداث على مكونات الحافطة مختلفاً²، يمكن إعطاء التفسيرات الخاصة بمعامل الارتباط كالتالي³:

- إذا كان معامل الارتباط موجب تام هذا يعني أن العلاقة بين ورقتين هي علاقة طردية خطية تامة؛

1 بوبكر نفيسة، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

2 جابر ندير، مرجع سبق ذكره، ص: 61 - 63.

3 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 79 - 80.

- إذا كان معامل الارتباط بين الأوراق المالية المكونة لحافضة الأوراق المالية يساوي الصفر. بمعنى أن التغيير في إحدى الأصول المالية للحافضة لن يتبعه تغير في أي أصل من الأصول الأخرى؛
- إذا كان معامل الارتباط بين الورقتين سالبا فهذا يعني أن العلاقة بين الورقتين هي علاقة عكسية خطية تامة.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل تعرفنا على أهم المفاهيم المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، و على أداة استثمارية مركبة هي الحافطة الأوراق المالية، بحيث تطرقنا إلى أهدافها، أنواعها، التحليلات الخاصة بها و كيفية تشكيلها التي تكمن أهميتها أساسا في الاختيار الأمثل لمكونات الحافطة الأوراق المالية مما يساعد على تدننت حجم المخاطرة دون التضحية بالعائد المتوقع.

كما اتضح لنا أن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تحفها عدة مخاطر وهذا لا يعني عدم جدواها بل هذه المخاطر متناسبة طرديا مع العائد المحقق.

الفصل الثاني

إستراتيجيات ومؤشرات قياس أداء حافظة الأوراق المالية

تمهيد

مما لا شك فيه أن السياسات و الاستراتيجيات التي يتبناها مدير حافظة الأوراق المالية ستؤثر على تشكيلة أصولها، حيث تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سلوكيات و تفضيلات المستثمرين، و الأهداف المرجوة من تكوين الحافظة، و هذه الأهداف يتم تحقيقها من خلال بناء و مراجعة حافظة الأوراق المالية و لقد تعددت مداخل تقييم أداء حافظة الأوراق المالية و نماذجها نتيجة لتطور نظرية الحافظة، و تقتضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم إخضاع القرارات، و كذلك الانجازات المحققة لعملية تقييم مستمرة بقصد التعرف على النقاط القوة لتدعيمها و اكتشاف نقاط الضعف لتحسينها، و يتم هذا في إطار السعي للوصول للحافظة المثلى، لأن المستثمر يحاول دائما تعظيم المنفعة المتوقعة من الاستثمار أي الحصول على أقصى قدر ممكن من المكاسب مع تحمل اقل قدر من المخاطر.

ومن هذا المنطلق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى النقاط التالية:

- إستراتيجية إدارة الحافظة الأوراق المالية ؛
- السياسات المتبعة في إدارة حافظة الأوراق المالية ؛
- نماذج قياس أداء الأوراق المالية ؛
- الحافظ المثلى.

المبحث الأول: إستراتيجية إدارة و حافظة الأوراق المالية

تتنوع إستراتيجيات المحافظ المالية تبعاً لإختلاف نظرة المستثمرين إلى فرضية الكفاءة السوقية و مدى تحققها على أرض الواقع و سنتطرق في المطلب التالي إليها بنوع من التفصيل.

المطلب الأول: إستراتيجية إدارة الحافظة الأوراق المالية:

يمكن تقسيم الطرق التي تدار بها المحافظ إلى طريقتين وهما كالتالي¹:

أولاً: لإدارة الساكنة (السلبية) للحافظة:

تمثل الإدارة الساكنة لحافظة الأسهم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ طويل المدى بالأصول وعادة ما يتم محاولة مجارات مؤشر أسهم معين، حيث يتم شراء الأسهم المكونة لهذا المؤشر و الاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر، ولأن الهدف يكون في هذه الحالة هو تحقيق نفس عائد المؤشر فإنه يطلق على ذلك التعبير **Indexing**، ويجب الانتباه عند استخدام هذه الإستراتيجية لأن مجارات المؤشر تتطلب إعادة استثمار الأرباح الموزعة وكذلك إضافة أو إخراج الأسهم التي يتم إضافتها أو إخراجها من المؤشر. إن الهدف من تكوين حافظة مؤشر ليس معناه التغلب على هذا المؤشر وإنما تحقيق عائد يشابه أو يفوق ذلك العائد للمؤشر، لذا فإن الحكم على أداء هذه الحافظة يعتمد على مدى قرب أو بعد عائد الحافظة من عائد المؤشر.

1. أساليب إستراتيجية الإدارة الساكنة: يمكن إتباع عدة أساليب في تنفيذ هذه الإستراتيجية وهي كما يلي:

1.1. أسلوب المحاكاة التامة: وفي إطار هذا الأسلوب فإن المستثمر يشكل حافظة مشابهة تماماً لمؤشر الأسعار، أي أنه يتم شراء نفس المكونات للمؤشر بنفس النسب التي يعتمد عليها.

يتطلب إتباع هذا الأسلوب إعادة استثمار الأرباح الموزعة على استثمار في نفس مكونات الحافظة مع الاحتفاظ بنفس نسب الاستثمار، كما يتطلب منه متابعة أي تغيير في مكونات المؤشر وهذا التغيير ينعكس على مكونات الحافظة،

عند تطبيق هذا الأسلوب في الإدارة الساكنة يظهر عيبين أساسيين هما:

- يكون المستثمر بحاجة إلى الاستثمار في عدد كبير من الأوراق المالية (نفس عدد الشركات التي تدخل في عينة المؤشر)؛

1 بن العايش حسان، تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2010/2009، ص: 85-89.

- إن إعادة الاستثمار للأرباح الموزعة قد لا يكون ممكنا بدقة، كما هناك عمولات إضافية على إعادة الاستثمار.

1.2. أسلوب المعاينة: إن عيوب أسلوب المحاكاة التامة أدى إلى إتباع المستثمرين أسلوب العينة في محاكاة المؤشر، اعتمادا في ذلك على المبادئ الإحصائية التي تقر هذا الأسلوب و بإمكانية الاعتماد على نتائجه، وهنا فإن المستثمر يقوم باختيار عينة من الأسهم المثلة في المؤشر، و بالطبع فإن المستثمر في هذه الحالة لا يتوقع أن تكون عوائد حافظته مطابقة تماما لعائد المؤشر .

1.3. أسلوب الانتقاء: يقوم المستثمرين تبعا لهذا الأسلوب باختيار مجموعة من الاستثمارات الإستراتيجية ليتم شراؤها و الاحتفاظ بها لفترة طويلة معتمدا على ما توفره هذه الاستثمارات من أرباح موزعة وارتفاعات في قيمتها السوقية، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يستهدف عائدا معقولا يتناسب مع حجم المخاطر الذي يتحمله نتيجة احتفاظه بهذه الاستثمارات.

ثانيا: الإدارة النشطة للحافظة: إن هدف الإدارة النشطة هو التغلب على أداء السوق الممثل في مؤشر معين، لذا فإن من يدير هذه الحافظة وفق هذه الإستراتيجية يلجأ باستمرار إلى تغيير مكونات الحافظة لتحقيق عوائد أعلى من العوائد التي تحققها حافظة السوق ككل.

إن اختيار أحد الإستراتيجيتين يعتمد على طبيعة السوق وطبيعة المستثمر ومدى ثقته بكفاءة تسعير الأسهم في السوق، فإذا كانت الأسهم مسعرة بغير عادلة (من وجهة نظر المستثمر)، فإنه ليس هناك حاجة لإتباع إستراتيجية الإدارة النشطة وما يترتب عليها من كلف إضافية تتمثل بمعلومات البيع والشراء وبدل الإدارة والمتابعة.

أما إذا كان اعتقاد المستثمر بأن الأسعار في السوق ليست مقيمة بقيمتها العادلة وإن بإمكانه من خلال البحث المستمر والتحليل معلومات السوق، شراء الأسهم بأقل من قيمتها العادلة وبيعها عندما ترتفع أسعارها في السوق، فإنه سيتبع إستراتيجية الإدارة النشطة، وهنا فإن عليه أن يحقق عائدا أكبر من مجموع العائد الذي يحققه السوق والعمولات التي يستكبدها نتيجة إتباعه هذه السياسة .

1. أساليب إستراتيجية الإدارة النشطة:

يتمثل الهدف من الإدارة النشطة للحافظة في كسب عائد أكبر من عائد السوق مضافا إليه أي عمولات إضافية، وهذا ما ينجر تحمل مخاطر أكبر، ويمكن تنفيذ هذه الإستراتيجية بالاعتماد على التحليل الأساسي والفني وفقا للأساليب التالية:

2.1. أسلوب توقيت السوق: ووفقا لهذا الأسلوب فإن المستثمر ينقل الأموال بين الأسهم والسندات والأذونات اعتمادا على تنبؤاته لاتجاهات السوق.

2.2. الأسلوب القطاعي: تبعا للأسلوب القطاعي فإن المستثمر يقوم بنقل الأموال بين قطاعات الأسهم المختلفة الصناعية، الخدمية و المالية كالأستثمار في أسهم العقارات ثم الانتقال إلى النقل وهكذا بحسب توقعات المستثمر لسوق.

3.2. أسلوب البحث عن الأسهم: يقوم المستثمر وفق هذا الأسلوب بالبحث عن أي أسهم مسعرة بأقل من قيمتها العادلة وذلك لتحقيق أسلوب الشراء بالسعر القليل والبيع على السعر الأعلى.

المطلب الثاني: السياسات المتبعة في إدارة حافظة الأوراق المالية

1. السياسة الهجومية: يتميز مديرو المحافظ اللذين يتبنون السياسة الهجومية بتفضيلهم لعنصر العائد على الأمان، ويتم اللجوء إليها عند توقع ازدهار اقتصادي سيحدث في المستقبل، فيطبقونها بشراء أسهم متدنية السعر لشركات مساهمة مازالت في طور النمو، وذلك في انتظار ارتفاع أسهمها في فترات لاحقة مما يوفر الفرصة لجني أرباح رأسمالية.

تمثل حافظة رأس المال بالحافظة المثلى لهذه السياسة¹.

2. السياسة الدفاعية: وهي سياسة يتبناها مديرو المحافظ الذين يعطوا أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، والحافظة المناسبة لهذه السياسة هي حافظة الدخل لأنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا ومستمرًا لمدة طويلة من الزمن، كما توفر له هامش مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر².

3. السياسة المتوازنة: تجمع هذه السياسة ما بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية، حيث يقسم رأس المال إلى قسمين، قسم لأوراق المالية ذات الربحية و المخاطر العالية ويتم زيادة نصيبه في حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي، والقسم الأخر للأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت، ويخصص الجزء الأكبر له من رأس المال في حالة الكساد أو الركود في سوق الأوراق المالية.

تطبق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القائمة³.

1 بن العايش حسان، نفس المرجع السابق، ص: 88.

2 بن العايش حسان، نفس المرجع السابق، ص: 183-184.

3 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

المطلب الثالث: مراحل وطرق تسيير حافظة الأوراق المالية

أولاً: المراحل الأساسية لتسيير حافظة الأوراق المالية

يتم تسيير الحافظة من خلال ثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها كما يلي¹:

1. تحديد أهداف المستثمر: للمستثمر عدة أهداف يسعى للوصول إليها وهي كالتالي:

1.1. حفظ المال: يسعى المستثمر للمحافظة على رأس ماله على الأقل ولكن ليس بنفس قيمته المستثمرة بل المحافظة أيضاً على القوة الشرائية للأموال المستثمرة، فالمستثمر الذي يفضل الاستثمار بأمان يجب عليه اختيار حافظة مكونة من سندات ذات جودة عالية بحيث تضمن له حماية مثلى لرأس ماله.

2.1. العائد: إن الهدف الأساسي للمستثمر من خلال الاستثمار الحصول على عائد دوري، ومرتفع نسبياً ولذلك يجب عليه اختيار حافظة تتكون من سندات وأسهم التي تقوم بتوزيعات مرتفعة بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال.

3.1. السيولة والقابلية للتداول: تتصف الأوراق المالية بقابلية التداول إذا كان بالإمكان بيعها بسهولة وبسرعة، ويعتبر حيابة أوراق مالية ذات سيولة عالية وتفادي الأوراق المالية ذات التداول البطيء مهم جداً لأن هذه الأخيرة تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة.

4.1. سهولة التمييز: تختلف الأوراق المالية من حيث طبيعتها فهناك من تحتاج متابعة مستمرة من المستثمر والقيام بدراسات تحليلية لاتخاذ القرار المناسب بشأنها، وهذا النوع من الأوراق المالية يستلزم وقت و جهد و تكاليف كبيرة لتسييرها، و بالتالي فالمستثمر الذي لا يريد بذل جهد كبير في تسيير حافظته عليه تجنب هذا النوع من الأوراق المالية.

5.1. المزايا الجبائية: تعتبر الضرائب أحد العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية، لأن المعالجة الجبائية تختلف من فرصة استثمارية إلى أخرى وعليه فالمستثمر يسعى إلى توظيف أمواله في الأوراق المالية ذات المعالجة الجبائية المميزة.

2. تحليل مختلف الفرص الاستثمارية: يقوم المستثمر بتحديد الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، و تجميع كل المعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها وترتيبها بهدف الوصول إلى الحافظة التي تعكس أهدافه .

3. تقييم كفاءة الحافظة الأوراق المالية: بعد تكوين الحافظة يقوم المستثمر بتقييم كفاءتها على ضوء النتائج الحاصل عليها والتغيرات الحاصلة في وضعية المستثمر.

1 Mouriddette Valeur Mobiliers et destion de portefeuille , S.M.G que beccomada, 2eme édition, 1999., P:16.

ثانيا: طرق تسيير حافظة الأوراق المالية: يمكن للمستثمر اختيار إحدى الطرق التالية لتسيير حافظته المالية¹:

1. التسيير المباشر: هذا النوع من التسيير يقوم به مالك الحافظة، و يصبح معقدا إذا كانت السوق متطورة و يتداول فيها العديد من الأوراق المالية، لأنه في هذه الحالة يتطلب تسيير الحافظة وقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار و القيام بعمليات الشراء والبيع وإصدار الأوامر.

2. التسيير بالوكالة: في هذا النوع من التسيير يقوم المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بتسيير الحافظة لحساب المالك، هذا الوسيط يتمثل في البورصة أو بنك معين أو مسير حافظة هذه الوكالة تكون في شكل عقد يحدد فيه بدقة مجال تطبيق التسيير و تحديد مسؤوليات الأفراد المتعاقدة، و كذلك كيفية تسديد مستحقات المسير.

3. التسيير الجماعي: يتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، حيث أن التنوع الكبير لشركات الاستثمار ذات الرأس المال المتغير والصناديق الجماعية للتوظيف يسمح بتكوين محافظ جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، و التي تتكيف مع حاجيات المستثمرين.

4. التسيير بالاستثمار: هو أن يقوم مالك الحافظة بطلب النصيح من مستشار مالي، حيث يتم ذلك بناء على الثقة بين المستثمر ومستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين .

المطلب الرابع: قياس أداء مدير الحافظة

تخضع إدارة الحافظة لشخص مسؤول عنها يسمى مدير الحافظة، و قد يكون هذا الأخير مالكا لها كما قد يكون مأجورا وحينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفق لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك أو مالكي الحافظة، ولعل من أهم القرارات الإستراتيجية لمدير الحافظة هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي والذي يتم من خلال تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول الحافظة أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول الحافظة منسوبا لرأس مالها الكلي، وتبرز في هذا مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين الحافظة المثلى والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنوع وبدرجة تحقق هدفه الرئيسي في تعظيم العائد المتوقع للحافظة مع تخفيض مخاطرها المرجحة إلى حدها الأدنى.²

1 سعيدة تلي، النتبؤ بالمرودية لتسيير الحافظة المالية، (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص: 50.

2 محمد مطر، فايز تميم، مرجع سبق ذكره، ص: 169.

أولاً: أسس قياس أداء مدير الحافظة:

تقتضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية، وكذلك الانجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمر بقصد التعرف على نقاط القوة فيها لتدعيمها، والنقاط الضعف لعلاجها وفي تقييم أداء إدارة الحافظة لا بد من أخذ المبادئ التالية¹:

1. يجب أن تقاس قيمة صافي أصول الحافظة على أساس القيمة السوقية أو العادلة للأصول، وليس على أساس قيمة تكلفتها التاريخية؛
2. أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات، وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية أصول الحافظة ممثلة بمعامل بيتا للحافظة بعين الاعتبار؛
3. يجب أن يكون العائد الذي سيتم على أساس تقييم أداء إدارة الحافظة هو عائدها الإجمالي، والذي يشمل كل من إيرادات الاستثمار مضافاً إليه مكاسب أو الخسارة الرأسمالية والتي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات؛
4. يجب احتساب عائد الاستثمارات بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات هذا يعني وجوب احتساب القيمة المخصصة لهذه التدفقات وذلك بمراعاة توقيت حدوثها؛
5. يجب الأخذ بعين الاعتبار عند عملية التقييم كلا من العائد والمخاطرة؛
6. إن طول الفترة الزمنية بين عملية التقييم والتي تليها تزيد من دقة النتائج ولكن إذا زادت عن اللازم فهذا يظل من الفوائد المحققة من عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والمراقبة؛
7. من المفيد أن تتم مقارنة أداء الحافظة بأداء السوق المالي ككل أو المؤشرات المالية العالمية .

ثانياً: خطوات قياس أداء مدير الحافظة

يتم قياس أداء مدير الحافظة عبر الخطوات الرئيسية التالية²:

1. تحديد قيمة مؤشر أداء المدير: يحدد هذا المؤشر من خلال تحديد العلاقة بين ثلاثة متغيرات هي:
 - معدل العائد المرجح الحافظة R_p ؛
 - معدل العائد للأصل عديم المخاطرة R_f ؛
 - المخاطرة المرجحة للحافظة σ_p ؛
 يعطي هذا المؤشر وفقاً للعلاقة التالية:

$$R = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

1 نفس المرجع السابق، ص: 184 - 185.

2 نفس المرجع السابق، ص: 186.

إن ارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع أداء مدير الحافظة والعكس بالعكس.

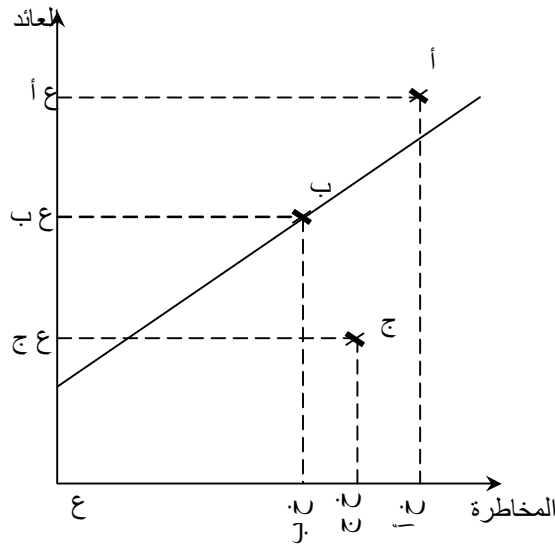
2. تصنيف أداء مدير الحافظة:

يرتبط القرار الاستثماري بصاحب القرار وقدرته على تحمل المخاطرة في حالة زيادة العائد المتوقع، ويمكن

تصنيف أداء مدير الحافظة على النحو التالي¹:

1. أداء جيد: يكون أداء المدير جيد عندما يكون عائد أعلى من خطر السوق .
2. أداء مقبول: يكون أداء المدير مقبول عندما يكون عائد الحافظة على خط السوق.
3. أداء غير مقبول: ويكون أداء مدير الحافظة مرفوض عندما يكون عائد الحافظة تحت خط السوق، ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي:

شكل رقم (2-1): تصنيف أداء مدير المحافظ



المصدر: غازي فلاح المومني: مرجع سبق ذكره، ص: 223.

نلاحظ من الشكل أن:

1. أداء الحافظة (أ) نعتبره جيدا لأنه يفوق متوسط العائد على السوق ويقع أعلى من خط السوق، وقد حقق أعلى عائد وهو ع أ بمخاطرة خ أ ؛
2. أما أداء الحافظة (ب) فهو مقبول حيث تقع الحافظة على خط السوق، أي أن معدل عائد الحافظة يساوي معدل عائد السوق، عند مستوى المخاطرة في (ب) أي أن الحافظة (ب) حققت عوائد (ع ب) بمخاطرة معقولة وهي (خ ب) ؛

1 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 223- 224 .

3. بما أن الحافظة (ج) تقع تحت خط السوق وعوائدها أقل من متوسط العوائد للسوق بتالي فإن هذه الحافظة (ج) غير مقبولة؛

4. إذا قارنا الحافظة (ب) والحافظة (ج) نجد أن الحافظة (ب) قد حققت عوائد (ع ب) والحافظة (ج) حققت عوائد (ع ج). بمخاطرة (ب خ) أقل من (ج خ)، وهذا يدل على أن مدير الحافظة قد كانت قراراته صحيحة وحققت عوائد مالية، و التي تسمى تأثير الإدارة والتي تعتمد على عاملتين هما¹:

التوقيت: يعني أن مدير الحافظة يقوم باستغلال التوقيت الجيد لبيع وشراء الأوراق المالية حيث يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية ذات الخطورة العالية في حالة الراج، والتخلص من الأوراق المالية ذات المخاطرة القليلة لتكون الأوراق المالية في الحافظة أكثر حساسية في الراج الاقتصادي، أما في حالة الكساد فيقوم بالعكس حيث يقوم بتخلص من الأوراق المالية الأكثر خطورة ويحتفظ بالأوراق المالية الأقل خطورة من أجل المحافظة على وضع الحافظة و تقليل الخسائر.

الاختيار الصحيح: وهو إختيار السهم الذي يحقق عائد أعلى من معدل عائد السوق بشكل عام.

1 نفس المرجع السابق، ص:24.

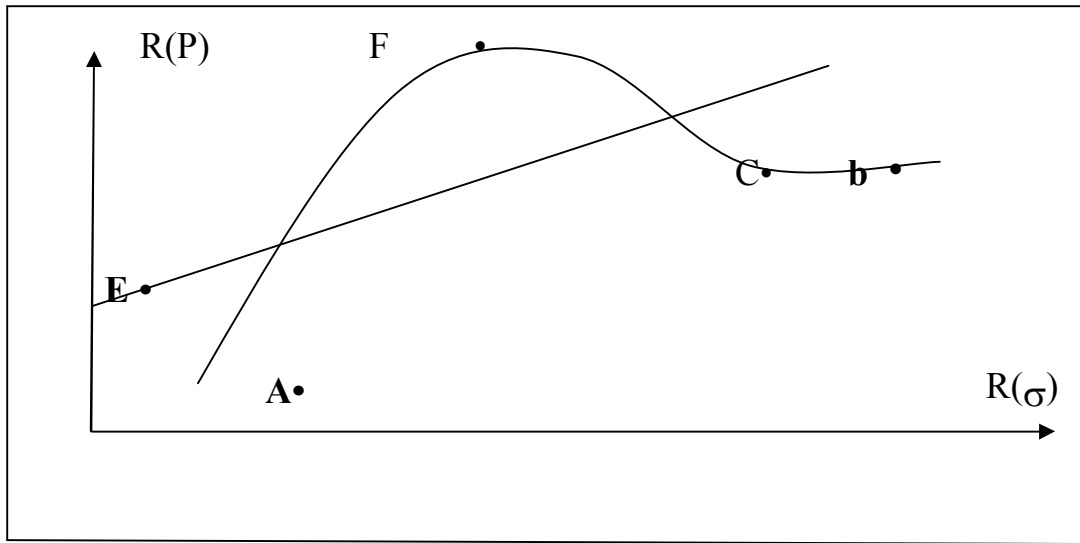
المبحث الثاني: أهم نماذج تقييم أداء حافظة الأوراق المالية

المطلب الأول: خط سوق رأس المال (Capital Market Line: CML)

1. الخط الفعال للمستثمر:

حسب نظرية المحافظ الاستثمارية بشكل عام فإنها تقودنا للقول أن لكل مستثمر خط فعال يختلف عن الآخر، وذلك بسبب الاختلاف في التوقعات و في حالة معرفة أن المستثمر يستطيع أن يقرض دون مخاطرة يحدث تغييرا رئيسيا على الخط الفعال بحيث يتحول إلى خط شبه مستقيم، إن عملية الإقراض تكون من خلال عملية الاستثمار في الأوراق المالية الخالية من المخاطر مثل أذونات الخزينة، أما العملية الثانية ألا وهي عملية الاقتراض تكون من خلال المكسب المحقق من الفرق ما بين الفائدة المدفوعة والعائد المحقق من الاستثمار بالقرض لذلك فإن عملية الإقراض والاقتراض تحول الخط الفعال من منحنى إلى مستقيم¹ كما هو ممثل في الشكل (2-2).

الشكل (2-2): الخط الفعال للمستثمر .



المصدر: غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

1 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

2. معادلة خط سوق رأس المال CML:

لو افترضنا أنه توجد حافظة مالية مكونة من أصلين، أصل دون مخاطر والمتمثل في أذونات الخزينة وأصل مخاطر، وافترضنا أن نصف رأس المال خصص إلى الاستثمار في الأصل الخالي من الخطر والآخر في الأصل المخاطر¹.

بتطبيق هاتين الفرضيتين على معادلة عائد

$$E(R)_p = W_m F(R)_m + W_f R_p \dots \dots \dots (1)$$

الحافظة المالية المتوقع المرجح بأوزان
نسب توزيع الثروة نجد²:

و لدينا:

$$W_m + W_f = 1 \Rightarrow W_f = 1 - W_m \dots \dots \dots (2)$$

بتعويض (2) في المعادلة (1) نجد:

$$E(R)_p = W_m E(R)_m + (1 - W_m) R_f \dots \dots \dots (3)$$

حيث:

W_m هي نسبة الثروة المنفقة على الأصل M المخاطر؛

W_f هي نسبة الثروة المنفقة على الأصل F الخالي من الخطر؛

$E(R)_m$ معدل العائد المتوقع على الأصل M ؛

R_f معدل العائد الخالي من الخطر المؤكد على الأصل F ؛

$E(R)_p$ هو معدل عائد الحافظة ككل.

و لدينا خطر حافظة مالية مكونة من أصلين أحدهما مخاطر و الآخر خالي من الخطر هو مساوي لخطر الأصل المخاطر أي:

$$\begin{aligned} \sigma(R)_p^2 &= W_m^2 \sigma(R)_m^2 \\ \Rightarrow \sqrt{\sigma(R)_p^2} &= \sqrt{W_m^2 \sigma(R)_m^2} \\ \Rightarrow \sigma(R)_p &= W_m \sigma(R)_m \dots \dots \dots (4) \end{aligned}$$

باشتقاق معادلة العائد المتوقع للحافظة بالنسبة لنسب توزيع الثروة على الأصل المخاطر W_m نجد:

$$\frac{\sigma E(R)_p}{\sigma W_m} = E(R)_m R_f \dots \dots \dots (5)$$

1 بن العايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

2 نفس المرجع السابق، ص: 54-55.

باشتقاق المعادلة (4) أي الانحراف المعياري للحافظة P بالنسبة لنسبة توزيع الثروة للأصل المخاطر W_m نجد:

$$\frac{\partial \sigma E(R)_p}{\sigma W_m} = \sigma R_m \dots \dots \dots (6)$$

بقسمة المعادلة (5) على (6) نجد:

$$\frac{\sigma E(R)_p}{\partial \sigma E(R)_p} = \frac{E(R)_m - R_f}{\sigma R_m} \dots \dots \dots (7)$$

هذه النسبة تعبر عن ميل منحنى CML

$$\sigma(R)_p = W_m \sigma(R)_m : (4) \text{ لدينا المعادلة}$$

بإخراج W_m نجد:

$$W_m = \frac{\sigma(R)_p}{\sigma(R)_m} \dots \dots \dots (8)$$

بتعويض المعادلة (8) في المعادلة (3) نجد:

$$\begin{aligned} E(R)_p &= \frac{\sigma(R)_p}{\sigma R_m} E(R)_m + \left[1 - \frac{\sigma(R)_p}{\sigma R_m} \right] R_f \\ \Rightarrow E(R)_p &= \frac{\sigma(R)_p}{\sigma R_m} E(R)_m + \left[R_f - \frac{\sigma(R)_p}{\sigma R_m} R_f \right] \\ \Rightarrow E(R)_p &= R_f + \frac{\sigma(R)_p}{\sigma R_m} E(R)_m - \frac{\sigma(R)_p}{\sigma R_m} R_f \\ E(R)_p &= R_f + \frac{\sigma(R)_p}{\sigma R_m} (E(R)_m - R_f) \\ \Rightarrow E(R)_p &= R_f + \frac{E(R)_m - R_f}{\sigma R_m} \sigma(R)_p \dots \dots \dots (9) \end{aligned}$$

المعادلة (9) هي معادلة خط سوق رأس المال CML

المتغيرين في هذه المعادلة هما $\sigma(R)_p$ خطر الحافظة و $E(R)_p$ عائد الحافظة، حيث ميل هذه المعادلة يعطينا مقدار العائد الذي يعوض المستثمر عن كل وحدات المخاطر للحافظة الكفئة (حافظة السوق) وعند استبعاد العائد الذي يحصل عليه المستثمر في مقابل عنصر الزمن الموجود في بسط المعادلة (9)، يجعل الجزء الباقي متمثلاً في العائد مقابل المخاطر التي تنطوي عليها حافظة السوق.

وعند قسمة البسط على عدد وحدات المخاطر التي تنطوي عليها تلك الحافظة، نحصل على العائد في مقابل كل وحدة من وحدات المخاطر أي تسعيرة السوق.

نلاحظ أن الخط CML (مماس) للحد الكفاء في النقطة M و هذه الحافظة تعرف بحافظة السوق المثلى، عند هذه النقطة $B=1$ ، أي أن عوائد هذه الحافظة تستجيب لعوائد السوق كما نلاحظ أن الحافظة M تحقق عائد عالي بمخاطر قليلة وبالتالي الحافظة M هي الأفضل بالمقارنة بالمحافظ الموجودة أي أن الحافظة M هي الحافظة المرغوبة لدى كل مستثمر، لذلك يمكن أن يكون بمقدور كل مستثمر أن يتحول من الحافظة التي يستثمر فيها إلى حافظة السوق الكفئة، وذلك لتحقيق عائد معتبر بخاطر أقل عن طريق الاقتراض بنفس معدل العائد لعملية الاقتراض R_F .

عند النقطة M أو الحافظة M الموضوع في الشكل (2-3) نسب توزيع الثروة منفقة كلها في حافظة السوق أي أن: $W_F = 0, W_M = 1$ وبالتالي نقسم الخط المستقيم إلى قسمين من M إلى R_F هي مرحلة ادخار أي أن نسب توزيع الثروة $W_M, W_F > 0$ ، وعند النقطة R_F هنا المستثمر أنفق كل ثروته على الأصل الخالي من الخطر أي أن: $W_M = 0, W_F = 1$.

ومن S إلى M هي مرحلة الاقتراض أي أن المستثمر يحول ثروته المستثمرة زائد الاقتراض من السوق للاستثمار في الحافظة الخطرة التي تكون لها عوائد معتبرة.

وبهذه الطريقة سيحاول المستثمر الوصول إلى النقطة أو الحافظة M (حافظة السوق المثلى) وهذا ما يزيد إضافة أوراق خطرة إلى الحافظة M إلى غاية الوصول إلى التوازن في سوق رأس المال وعند تحقيق التوازن تصبح حافظة السوق المثلى M شاملة لكل الاستثمارات (الأوراق المالية) الكفئة المتداولة في السوق وبالتالي تصبح تركيبها تكون القيمة الكلية للسوق¹.

ملاحظة:

- الحد الكفاء للملاحظ يتم التوصل إليه من خلال التركيبة الخطية ما بين الأصل الخالي من الخطر وحافظة السوق M، ومحافظ المستثمرين لا يمكن التمييز بينها إلا عن طريق الأوزان المتتالية للأصل الخالي من الخطر وحافظة السوق، وبحسب درجة الخطر المقبولة يقتني المستثمر نسبة أو وزن قد يكون أقوى أو أضعف من حافظة السوق M والأصل الخالي من الخطر، وهذه النتيجة تعرف بنظرية الانفصال.
- في هذا النموذج المستثمر لا يبالي بين القدرة على الاستثمار في أصل N خطر وفي الأصل الخالي من الخطر R_F وهذا يجعلنا نخرج بنتيجة ونقول أن الجزء الخطر (حافظة السوق M) هي نفسها لكل المستثمرين.
- على طول خط CML كل مستثمر مالي يمكنه أن يختار حافظة، ولكنها ليست الحافظة المثلى.

1 نفس المرجع السابق، ص: 57.

- إن المعادلة (9) بالرغم من أنها مهمة إلا أنها تعد غير صالحة إلا لأجل المحافظ الكفئة و ليست صالحة لأصل مالي واحد أو للمحافظ الغير كفئة¹.

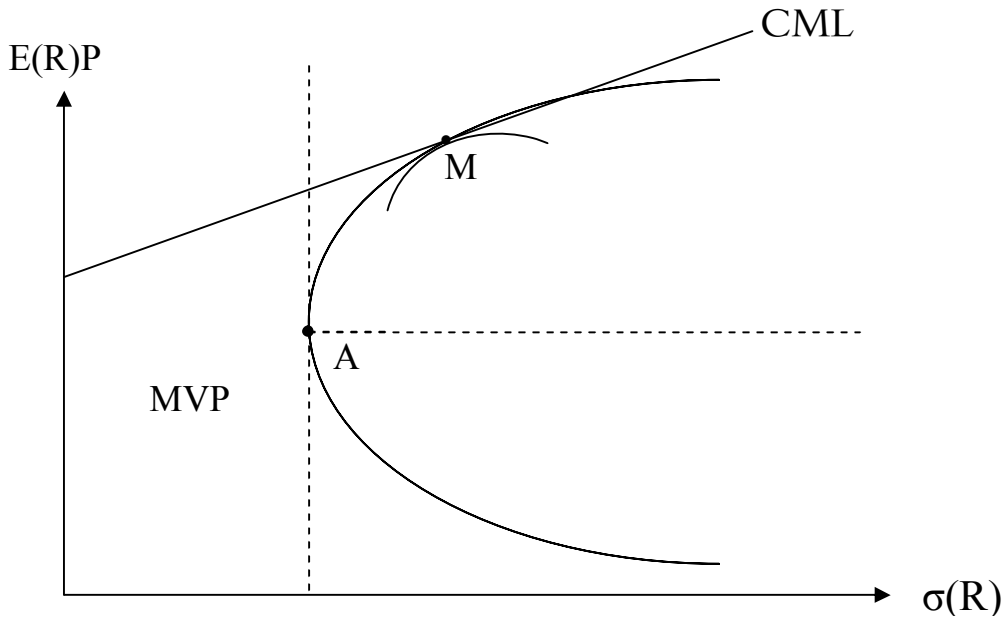
المطلب الثاني: خط السوق للأوراق المالية SML

لقد اشرنا بأن الورقة المالية تتعرض لمخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وهذه الأخيرة يتخلص منها المستثمر بواسطة قيامه بعملية تنويع لاستثماراته لتشكيل حافظته، ومنه فالمخاطر التي يتم التعرض للمستثمر عنها هي المخاطر المنتظمة فقط، و بالتالي يتضح أن المخاطر التي يتم التعرض لها من قبل الورقة المالية ينبغي أن تقاس بدرجة تقلب عائد السوق MR، أي أنها تقاس بالتباين المشترك لعائدها مع عائد حافظة السوق².

1. معادلة خط سوق الأوراق المالية

بافتراض انه سيتم الاستثمار في حافظة السوق مع الأصل المالي A كما هو موضح في الشكل:

شكل رقم (2-4): الاستثمار في حافظة السوق مع أصل مخاطر



المصدر: بن العايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

وبالتالي تكون العلاقة الخطية للعائد الذي سيحصل عليه كالتالي³:

$$E(R)_P = W_A E(R)_A + W_M E(R)_M \dots\dots\dots (1)$$

1 نفس المرجع السابق، ص: 59.

2 نفس المرجع السابق، ص: 60.

3 نفس المرجع السابق، ص: 60.

حيث W_M, W_A هي نسب توزيع الثروة، و خطر هذه المحفظة سيكون كالتالي¹:

$$\sigma^2(R)_P = W^2_A \sigma^2 R_A + W^2_M \sigma^2 R_M + 2W_A W_M \text{COV}(R_A, R_M) \dots \dots \dots (2)$$

حيث:

$\sigma^2(R)_F^2$: هو خطر الحافظة ؛

$\sigma^2(RM)$: هو خطر حافظة السوق؛

$\sigma^2 R_A$: خطر الأصل A ؛

$\text{COV}(R_A, R_M)$: هو التباين المشترك لحافظة السوق M و الأصل A .

$$W_M + W_A = 1 \text{ لدينا}$$

$$W_M = (1 - W_A) \dots \dots \dots (3)$$

بتعويض (3) في (1) و (2) نجد:

$$E(R) = W_A E(R)_A + (1 - W_A) E(R)_M \dots \dots \dots (4)$$

$$\sigma^2(R)_F = W^2_A \sigma^2 R_A + (1 - W_A)^2 \sigma^2 R_M + 2W_A(1 - W_A) \text{COV}(R_A, R_M) \dots \dots \dots (5)$$

نسط معادلة (5) نجد

$$\sqrt{\sigma^2(R)_P} = \sigma(R)_P = [W^2_A \sigma^2(R)_A + (1 - W_A)^2 \sigma^2 R_M + 2W_A(1 - W_A) \text{COV}(R_A, R_M)]$$

$$\sigma(R)_F = [W^2_A \sigma^2(R)_A + (1 - W_A)^2 \sigma^2 R_M + 2W_A(1 - W_A) \text{COV}(R_A, R_M)]^{1/2} \dots (6)$$

باشتقاق المعادلة (4) بالنسبة ل W_A نجد

$$\frac{\partial E(R)_P}{\partial W_A} = E(R)_A - E(R)_M \dots \dots \dots (7)$$

باشتقاق المعادلة (6) بالنسبة ل W_A نجد:

$$\frac{\partial \sigma(R)_P}{\partial W_A} = 0.5 [W^2_A \sigma^2(R)_A + (1 - W_A)^2 \sigma^2 R_M + 2W_A(1 - W_A) \text{COV}(R_A, R_M)]^{-1/2} \cdot [2W_A \sigma^2 R_A - 2(1 - W_A) \sigma^2 R_M + (2 - 4W_A) \text{COV}(R_A, R_M)] \dots \dots \dots (8)$$

إن إسهام كل من Sharpe et lintnen ركز على انه يجب تقييم المشتقة حتى تكون نسبة توزيع الثروة على

الأصل A أي W_A مساوية ل 0 أي $W_A = 0$

1 نفس المرجع السابق، ص: 61.

لأنه عند $W = 0$ يمكن ترجيح الأصل A في حافظة السوق M الجديدة هذا الإسهام يمكننا من الحصول على العلاقة التالية للانحراف المعياري للحافظة الجديدة كما يلي:

$$\frac{\partial \sigma(R_P)}{\partial W_A} \Big/ (W_A = 0) = 0.5[\sigma^2(R_M)]^{-1/2} - 2\sigma^2 R_M + 2\text{COV}(R_A, R_M) \dots \dots \dots (9)$$

$$\Rightarrow \frac{\partial \sigma(R_P)}{\partial W_A} \Big/ (W_A = 0) = \frac{\text{COV}(R_A, R_M) - \sigma^2 R_M}{\sigma R_M} \dots \dots \dots (10)$$

بقسمة المشتقين أي (10)/(7)

$$\frac{\partial E(R)_P}{\partial \sigma(R)_P} \Big/ (W_A = 0) = \frac{E(R)_A - E(R)_M}{(\text{COV}(R_A, R_M) - \sigma^2 R_M)} \Big/ \Sigma R_M \dots \dots \dots (11)$$

نجد:

عند الملاحظة فإن المعادلة (11) هي المساوية لميل نموذج CML أي :

$$\frac{\partial R_M}{E(R)_M - R_F} = \frac{E(R)_A - E(R)_M}{(\text{COV}(R_A, R_M) - \sigma^2 R_M)} \Big/ \sigma R_M \dots \dots \dots (12)$$

وبإضافة بعض التطبيقات على الشكل (قسمة طرفي المعادلة على $\sigma(R_M)$) تعدل المساواة

حتى تصبح:

$$\frac{E(R)_M - R_F}{\partial R_M} = \frac{E(R)_A - E(R)_M}{(\text{COV}(R_A, R_M) - \sigma^2 R_M)} \dots \dots \dots (13)$$

$$(13) \iff E(R)_A = E(R)_M + \frac{E(R)_M}{\sigma^2 R_M} (\text{COV}(R_A, R_M) - \sigma^2 R_M)$$

$$\iff E(R)_M + (E(R)_M - R_F) \frac{\text{COV}(R_A, R_M)}{\sigma^2 R} E(R)_M + R_F$$

$$\iff E(R) - R_F - (E(R)_M - R_F) \frac{\text{COV}(R_A, R_M)}{\sigma^2 R}$$

$$\iff E(R)_A - R_F = (E(R)_M - R_F) \beta \quad \dots\dots\dots(14)$$

النتيجة أو التعبير النهائي يسمح لنا بتحديد معدل العائد المطلوب من طرف الأصل A
و بكتابة المساواة رقم (14) بطريقة أخرى نجد

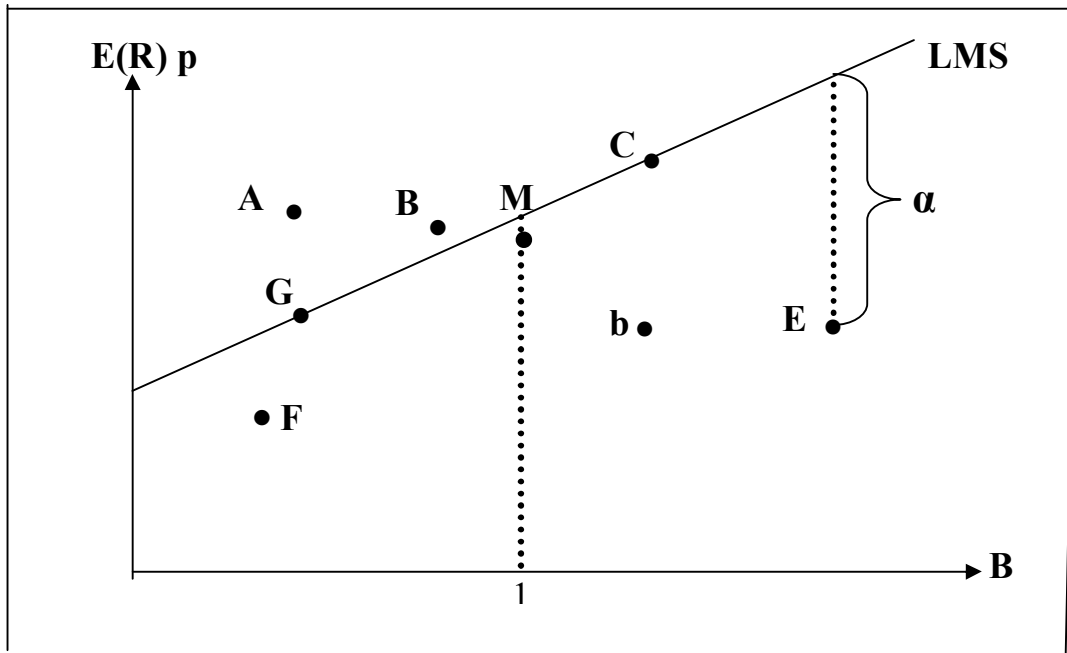
$$E(R)_A = R_F + (E(R)_M - R_F) \beta \quad \dots\dots\dots(15)$$

وهذه المعادلة هي عبارة عن نموذج Security Market line
أي :

$$SML : R_A = R_F + (E(R)_M - R_F) \beta_A$$

ويمكن توضيح هذه العلاقة في الشكل (2-6) التالي:

الشكل رقم (2-5): خط سوق الأوراق المالية SML



المصدر: بن العايش حسان، نفس المرجع السابق، ص: 63

2. استخدام SML في تقييم الأصول المالية:

إن خط SML هو خط لتقييم أداء الأصل المالي الخطر في حالة التوازن، وقد يتعدى استخدامه تقييم حافظة مالية حسب مراحل استخراج النموذج.

إن خط أمان السوق SML هو جواب للسؤال الذي يقوم هل نحتفظ بهذا الأصل المالي أم نغيره، لرسم هذا الخط يجب نعين نقطتين و ذلك بتعويض خطر السوق مرة ب 0 ومرة ب 1¹.

من خلال رسم النموذج نلاحظ انه توجد أصول مالية تقع تحت الخط و الأخرى أعلاه وتوجد أصول على الخط، و يعني هذا ما يلي²:

- الأصول الموجودة على الخط هي أصول متوازنة، لأنها حققت معدلات عائد مطابقة لمعدلات العائد المتوقعة؛
- الأصول الموجودة أعلى الخط هي أصول مرغوب فيها، لأنها حققت معدلات عائد أكبر من معدلات العائد المتوقعة؛

- الأصول الموجودة أسفل الخط هي أصول غير مرغوب فيها، لأنها حققت معدلات عائد اقل من معدلات العائد المتوقعة، و الحافظة المميزة بـ B خطر السوق = 1 هي حافظة السوق المثلى،
و يمكن أن نقارن حسابيا و ذلك بحساب α لكل أصل مالي من خلال المعادلة التالية :

$$\alpha = R' - [RF + \beta(RM - RF)]$$

$$\Leftrightarrow \alpha = R' - E(R)$$

حيث:

R: هو العائد المحقق؛

E(R): هو العائد المتوقع؛

$0 < \alpha$: أصل مرغوب فيه ومنه أداء مقبول؛

$0 > \alpha$: أصل غير مرغوب فيه ومنه أداء غير مقبول؛

$0 = \alpha$: أصل متوازن.

وعند إيجاد $0 > \alpha$ يمكن للمستثمر أن يعوض هذا الأصل بأصل له $0 < \alpha$ وذلك ببيع الحافظة المالية المسعرة بأكثر من قيمتها و الاستثمار في الحافظة المالية المسعرة بأقل من قيمتها الموجودة أعلى الخط.

المطلب الثالث: نموذج تسعير المراجعة (الارتراج)

هي أحدث نظرية لتفسير العائد على الاستثمار في الأوراق المالية، قدمت عام 1976 من طرف ستيفن روز واستنادا إلى هذه النظرية فان المخاطر التي تؤثر على سعر الأوراق المالية تتمثل في مجموعتين أولها مجموعة

1 نفس المرجع السابق

2 نفس المرجع السابق ص: 64.

المخاطر المنتظمة و الثانية مجموعة المخاطر غير المنتظمة، و إن الذي يميز نظرية المراجعة * هو شموليتها لكافة المخاطر¹.

1. إطار عام لنموذج تسعير المراجعة:

يقوم نموذج التسعير المراجعة بإدخال تأثير عدة عوامل على معدل العائد الأوراق المالية، فمنها ما هو خارجي كالعوامل الاقتصادية** و منها ما هو داخلي خاص بكل شركة***، و تفترض بأن كل من هذه العوامل تؤثر بنسبة معينة على العائد المتوقع للأوراق المالية و حسب طبيعة الورقة و مدى تأثيرها بهذه العوامل².

2. افتراضات النموذج:

- لعناصر المخاطر المنتظمة تأثير نسبي على العوائد؛
- عائد الأوراق المالية يعتمد على عوامل متنوعة و أخرى غير متنوعة، و هذه العوامل تؤثر على العوائد المتوقعة و هكذا سوف تؤثر على سعر الأوراق المالية و على السوق بصورة عامة؛
- الأوراق المالية المتداولة تكون في ظل أجواء المنافسة الكاملة في سوق رأس المال؛
- للمحللين و المتعاملين دور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية في ظل ظروف التأكد لتعظيم الثروة؛
- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد؛
- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأوراق المالية بدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية³.

3. معادلة نموذج تسعير المراجعة

جاءت معادلة نموذج تسعير المراجعة كالتالي⁴:

$$R=E+bf+e$$

حيث:

R:العائد الفعلي؛

E:العائد المتوقع للورقة؛

f:حساسية الورقة المالية للتغير في عوامل المخاطر المنتظمة؛

* المراجعة هي منح كل عامل تأثيره على معدل العائد للورقة المالية.

1 دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط 1، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2010، ص: 206.

** العوامل الاقتصادية لتي لها تأثير على العائد كالتضخم، تغير في سعر الفائدة.

***من العوامل الخاصة بالشركات التي لها تأثير على العائد نجد:الرافعة المالية و التشغيلية للشركة و كفاءة إدارتها .

2 نفس المرجع السابق، ص: 207.

3 نفس المرجع السابق.

4 نفس المرجع السابق، ص: 207-208.

e:العائد في ظل المخاطر غير منتظمة و العوامل العشوائية ؛

كما يمكن أن يأخذ النموذج الشكل التالي في حالة تعدد العوامل المؤثرة، بحيث يتم إضافتها للنموذج:

$$R=E+(b1)(f1)+(b2)(f2)+(b3)(f3)+(b4)(f4)+e$$

3-4-عيوب النموذج:

من عيوب هذه النموذج انه لم يتم تحديد كل العوامل الاقتصادية التي تتأثر بها عوائد الأوراق المالية، و إن تم تحديد هذه العوامل فيبقى الإشكال في مدى تأثير كل عامل على معدل العائد الفعلي و الوزن النسبي لهذا التأثير¹.

1 نفس المرجع السابق، ص: 209.

المبحث الثالث: نماذج قياس أداء الأوراق المالية

سنقوم الآن بعرض مؤشرات تقييم أداء الحافظة المالية، وبتالي نكون قد مررنا إلى المرحلة الأخيرة من سيرورة تسيير حافظة الأوراق المالية

وفي هذا الصدد تعددت مداخل تقديم حافظة الأوراق المالية وسوف نتعرض فيما يلي إلى أربعة نماذج أساسية متمثلة في نموذج شارب SHAREP، نموذج ترينر TREYNOR، نموذج جونسون JENSEN ونموذج فاما Fama .

المطلب الأول: نموذج شارب Sharp

قدم وليام شارب، مقياساً مركباً لقياس أداء حافظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء الحافظة أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد¹. وتوضح المعادلة التالية نموذج sharpe

$$s = \frac{E(R)P - RF}{\sigma P}$$

حيث:

S: تشير إلى قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، والتي تعكس أداء حافظة الأوراق المالية محل التقييم؛

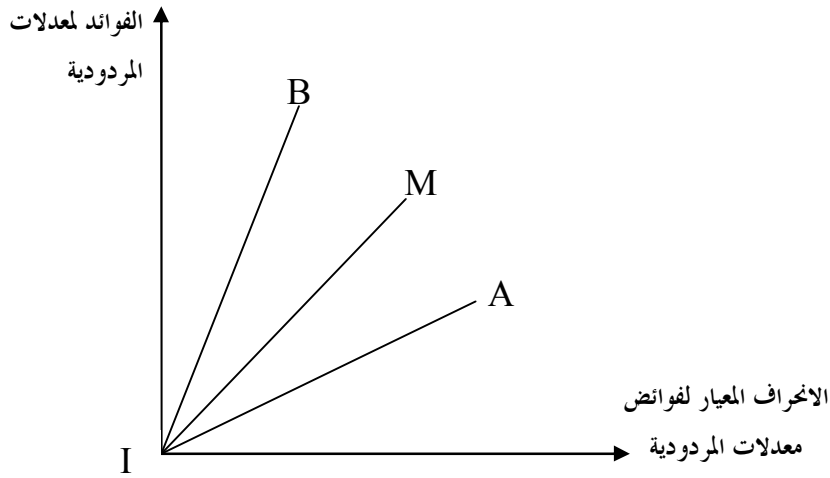
$E(R)P$: تشير إلى متوسط عائد الحافظة؛

RF: تشير إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر؛

σP : تشير مخاطر الحافظة مقاسة من خلال الانحراف المعياري لعوائد الحافظة.

1 محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 297-298.

شكل رقم (2-6): قياس البياني للأداء حسب Sharpe



المصدر: فيصل حمدي، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

تشكل A و B حافظتين

تمثل النقطة I الاستثمار في أذن خزانة وباعتبار أن هذا الاستثمار لا يحتوى على أي خطر فإن نقطة I تقع في المبدأ.

يمكننا أن نفترض وجود حافظتين تقع الأولى بين النقطة I و A، مما يعني أن هذه مشكلة جزئيا من سندات الخزانة والبقية من الحافظة A.

أما النقطة الثانية فتقع بين نقطتين I و B مما يعني أنها تحتوي على سندات الخزانة والباقي من الحافظة B وبالتالي فإن IA و IB يشكلان خطي المحافظ الممكنة، ومن خلال المنحنى نستخلص ما يلي:

الحافظة B أحسن من الحافظة A لأن تركيبة الحافظة B و أذونات الخزينة (I) أحسن من تركيبة الحافظة A و أذونات الخزانة (I) من حيث الخطر والعوائد،

تحقق الحافظة B أداء أعلى من أداء السوق الممثل بالحافظة M¹.

عيوب مؤشر Sharpe:

1- لا يمكن استخدام مؤشر شارب Sharpe إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة²؛

1 فيصل حمدي، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص: 63 .

2 محمد صالح الخناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 301 .

2- يعتمد مؤشر Sharpe على الانحراف المعياري لقياس المخاطر، بالرغم من أن بناء الحافظة على مبدأ التنوع، فإنه لا وجود للمخاطر الخاصة، لتبقى المخاطر العامة والتي تقاس من خلال معامل بيتا B^1 .

المطلب الثاني: نموذج ترينر Treynor

كما رأينا النموذج السابق الذي يجمع بين المخاطر الخاصة و المخاطر العامة و بالتالي يتجاوز نظرية التنوع، أما هذا النموذج فيقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة و الغير منتظمة، و بالتالي يفترض أن تكون المحافظ متنوعة تنوعاً جيداً، و بهذا يتم القضاء على المخاطر الغير المنتظمة²،

و يقوم هذا النموذج بقياس المخاطر المنتظمة عن طريق معامل بيتا، و يأخذ نموذج ترينر الشكل التالي:

$$R = (R_B - R_F) / \beta$$

$$B = (\text{COV}(R_B - R_M)) / \sigma_m$$

R: قيمة المؤشر المكافئة الى نسبة التقلب في العائد؛

R_B : متوسط عائد الحافظة؛

R_F : معدل العائد لاستثمارات المالية من المخاطر؛

σ_m : الانحراف.

تعتبر β مقياس للخطر المنتظم بالنسبة لكل أصل من الأصل المتداولة

فإذا كان:

- أكبر من الواحد معنى ذلك أن الأصول المالية المعنية أكثر تأثراً بتذبذبات السوق؛
- تساوي الواحد فإنها تدل على أن الأصل المالي المعني يتغير بنفس الأهمية مثل السوق؛
- أما إذا كانت أصغر من الواحد فإنها تدل على أن هذا الأصل المالي معدوم الحساسية أو ضعيف بالنسبة للتذبذبات التي قد يشهدها السوق.

المطلب الثالث: نموذج جونسن Jensen

قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء حافظة الأوراق المالية عرف بمعامل α ، و تقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين العائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد الحافظة و متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر و يطلق على هذا المقدار العائد الإضافي³.

1 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

2 جابر نذير، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

3 محمد صالح الخناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 305.

أما بالنسبة للمقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل B في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي يطلق عليها علاوة السوق، وعلى ذلك يظهر نموذج Jensen كما توضحه العلاقة التالية:

$$\alpha = [(E(RP) - RF)] - B[Rm - RF]$$

حيث تشير Rm إلى متوسط عائد السوق

تظهر المعادلة السابقة أن معامل α إما أن يكون موجبا ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للحافظة، أو أن يكون سالبا، ويشير إلى الأداء السلبي للحافظة، أما في حالة مساواته للصفر فهذا يدل إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد الحافظة عن عائد السوق¹.

المطلب الرابع: نموذج فاما Fama

قدم fama هو الآخر نموذجا لتقييم أداء المحافظ حيث يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتمثلة في مستويات الخطر، كما يقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي حافظة². ويمكن صياغة معادلة منحنى السوق المتوقع من خلال المعادلة التالية³:

$$E_{(RPM)} = R_F + \left[\frac{E_{(RM)} - R_F}{\sigma_M} \right] \frac{COV(E_{(RPM)}, E_{(RM)})}{\sigma_M}$$

حيث:

$E_{(RPM)}$: العائد المتوقع للحافظة M؛

R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر؛

$E_{(RM)}$: تمثل العائد المتوقع على حافظة السوق؛

σ_M : تشير إلى الانحراف المعياري لعائد حافظة السوق.

وطبقا لمعادلة السابقة فإن العائد المتوقع على الحافظة M يعادل معدل العائد على الاستثمارات الخالية من الخطر مضافا إليها بدل الخطر والمتمثل في المقدار:

$$\frac{(E_{(RM)} - R_F)}{\sigma_M}$$

1 بن العايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

2 محمد صالح الخناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 306.

3 بن العايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 95-96.

والذي يطلق عليه أيضا تعسير السوق لوحدة المخاطر مضروبا في مخاطر الأصل أو الحافظة والذي يتم قياسه بالمقدار التالي:

$$\frac{COV (E_{(RPM)}, E_{(RM)})}{\sigma_M}$$

إن معادلة مخاطر السوق المتوقع تقوم على فرضية الأسواق الكاملة

$$R_{PM} = R_F + \left[\frac{RM \cdot R_F}{\sigma_M} \right] K_M$$

حيث يشير K_m إلى مخاطر الحافظة M والتي يتم حسابها من خلال قسمة التباين المشترك للعائد التاريخي لحافظة السوق مع العائد التاريخي للمحافظة M مقسوما على الانحراف المعياري للعائد التاريخي لحافظة السوق.

مكونات نموذج Fama:

1- تقييم الانتقالية: نفترض أن RP هو العائد على الحافظة محل التقييم و RFM هو العائد لحافظة مكونة من أصل خال من الخطر وحافظة السوق و التي لها نفس مستوى الخطر للحافظة محل التقييم، فإن أداء الحافظة محل التقييم في هذه الحالة يمكن قياسه من خلال الانتقالية والتي تمثل الفرق بين عائد الحافظة وعائد حافظة السوق وعلى ذلك فإن:

$$R_{fm} - RP = \text{عائد الانتقالية}$$

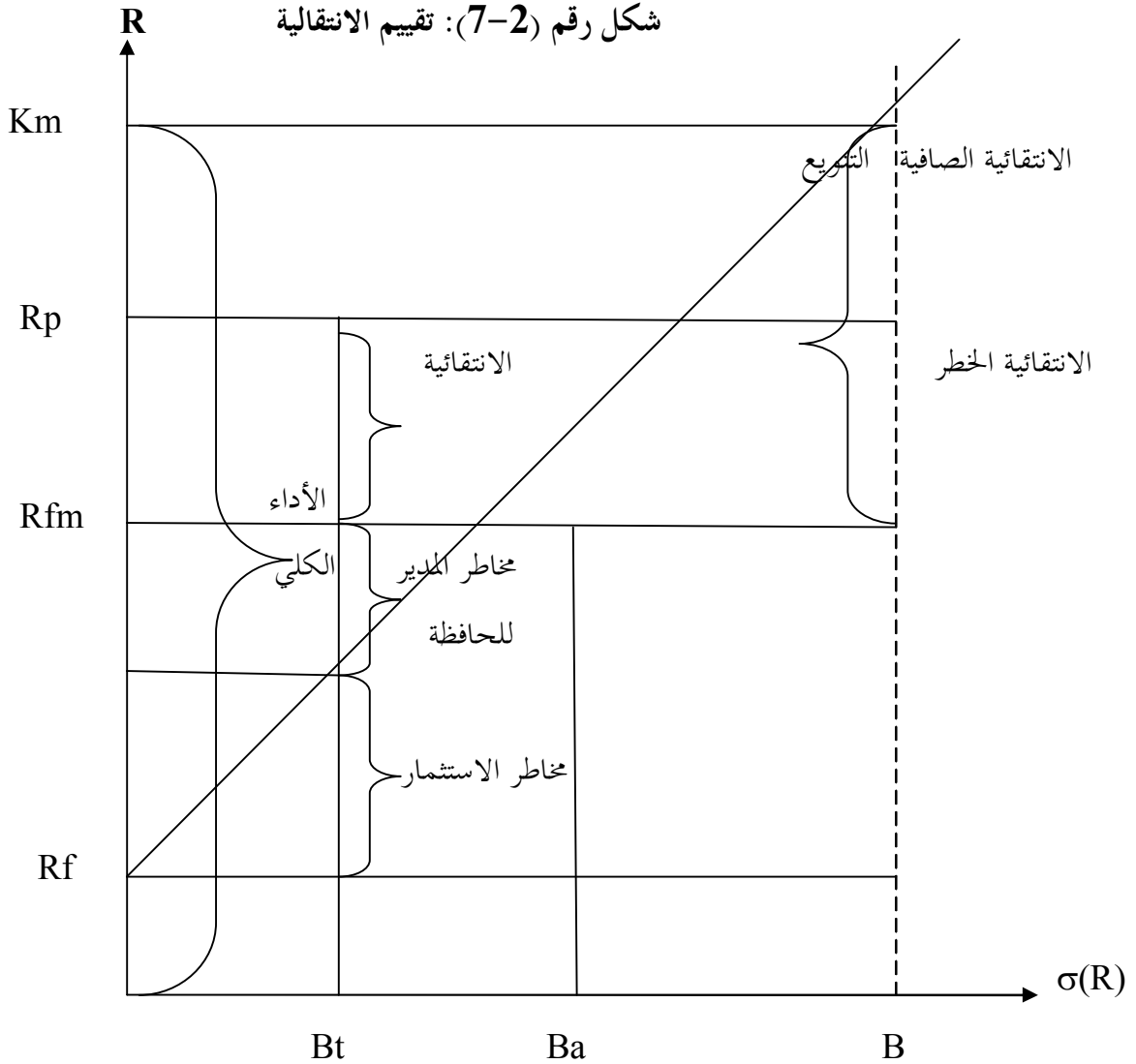
وكما يوضح الشكل الموالي فإن عائد الانتقالية هو مقياس لكيفية انتقاء واختيار الحافظة. وفي الواقع فإن عائد الانتقالية وفقا للمعادلة السابقة هو جزء من مكونات عائد الأداء الكلي لحافظة الأوراق المالية، حيث يتم قياس الأداء الكلي للحافظة من خلال المعادلة التالية:

$$RF - RP = [RP - RF_m] + [RF_m - RP] \dots \dots (1)$$

ويلاحظ أن المقدار الأول في المعادلة يقيس العائد الناجم من انتقاد مكونات الحافظة، في حين أن المقدار الثاني من نفس المعادلة يقيس العائد المقابل لمخاطر الحافظة.

إن مضمون المعادلة (1) هو أن (العائد) الأداء الحالي للحافظة يتمثل في العائد الإضافي عن العائد الخالي من الخطر، وهو العائد المقابل لمستوى خطر الحافظة والذي يقاس بالفرق بين عائد الحافظة تنطوي على أصل خالي

من الخطر وحافطة السوق والعائد على الاستثمار الخالي من الخطر الذي يشار إليه بالمقدار $(RF - RF_m)$ فإذا كانت هناك أي عوائد إضافية لحافطة فإنها ترجع على العائد الناتج¹، من الانتقائية مدير الحافطة لمكونات الحافطة كما يوضحه الشكل التالي:



المصدر: محمد صالح الحناوي، نفس المرجع السابق، ص: 309.

2- تقييم التنوع: لكل من مقياس Sharpe ومقياس Traynar وجهة نظر خاصة بقياس المخاطر، ولكن في الأخير يصلان إلى نفس النتائج، بحيث يعتمد Sharpe على الانحراف المعياري كمقياس لمخاطر الحافطة،

1 محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 308-310.

وعلى عكس Traynar فإنه يعتمد على معامل B، لأنه يعتقد بضرورة تنويع الحافظة بشكل جيد لكي لا تنطوي أي من المخاطر الخاصة¹.

وعليه يمكن القول أنه إذا كانت حافظة ما متنوعة تنويعاً جيداً فإن المخاطر الكلية لهذه الحافظة تعادل المخاطر العامة، وبهذا يتم تحقيق تطابق في النتائج بالنسبة للمقياسين².

ولتوضيح الفكرة نفترض أن أحد مديري المحافظ حاول اختيار بعض الأسهم التي تم تقييمها بأقل من قيمتها ولكن في نفس الوقت كان يوجد تنويع في هذه الأسهم، فإن الفرق في العائد هذه الحافظة وعائد حافظة متنوعة بشكل جيد يرجع إلى تأثير الانتقالية، و الواقع أن عائد الانتقالية في هذه الحالة يمكن تقسيمه إلى نوعين من العائد³:

– العائد الناجم عن الانتقالية الصافية ؛

– العائد الناجم عن التنويع.

ويظهر عائد الانتقالية كما توضحه المعادلة (2) التي سنصل إليها.

عائد الانتقالية = صافي عائد الانتقالية + عائد التنويع

$$RF_m - K_m = RP - RF_m + \text{صافي عائد الانتقالية}$$

$$\text{صافي عائد الانتقالية} = [RP - RF_m] + [K_m - RF_m] \dots\dots (1)$$

$$= RP - K_m \dots\dots (2)$$

حيث يشير K_m إلى عائد توليفة من أصل خالي من الخطر وحافظة السوق، حيث يعادل هذا العائد حافظة محل التقييم، لذلك فإن مقياس التنويع يجب أن يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنويع.

فإذا كانت الحافظة متنوعة تنويعاً كاملاً، فإن المخاطر الكلية (σ) تعادل المخاطر العامة (المنتظمة) B، وعندئذ

فإن عائد الحافظة المكونة من أصل خالي من الخطر وحافظة السوق K_m يساوي تماماً العائد RF_M ، وبالتالي فإن

العائد الناجم عن التنويع يساوي صفر، وبالنظر إلى الشكل السابق يتضح أن عائد صافي الانتقالية يعادل أو يقل

عن عائد الانتقالية (وهذا يعني أنها سيتساويان إذا كانت الحافظة متنوعة تنويعاً كاملاً)⁴.

1 بن العايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 98.

2 نفس المرجع السابق، ص: 99.

3 نفس المرجع السابق .

4 نفس المرجع السابق، ص: 99 - 100.

3. تقييم الخطر: يمكن تقييم خطر الحافظة من خلال¹:

إذا فرضنا أن المستثمر يهدف إلى تحمل مستوى معين من الخطر في حافظة الأوراق المالية B_t وفي ظل الافتراض فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضاً عن مستوى الخطر (وهو العائد الكلي الذي يزيد عن العائد الخالي من الخطر) ويمكن قياسه كالأتي:

الخطر = خطر المدير + خطر المستثمر

$$R_{fm} - R_F = [R_{fm} - R_p] + [R_p - R_F]$$

حيث يشير R_p إلى العائد على الحافظة التي تم تنوعها بشكل ساذج لتحقيق مستوى معين من مخاطر السوق B ، فإذا كان خطر الحافظة يعال الخطر المستهدف. بمعنى أن $B_a = B_t$ فعند هذا الحد فإنه لا يوجد مخاطر للمدير.

أما إذا كان هناك فرق بين B_a و B_t فإن مخاطر المدير تتمثل في العائد الذي يجب على المدير تحقيقه والذي يعوض مخاطر قراراته ومقدار خطر B_a والذي يختلف عن مستوى خطر مستهدف B_t .

المطلب الخامس: المقارنة بين نماذج قياس الأداء

تتميز الطرق الثلاثة لقياس أداء الحافظة (scharp, tryner, jensen) بدرجة كبيرة من التشابه و سنوضح ذلك خلال النقاط التالية:

- 1- اعتمد نموذج شارب وترينر على نفس المقياس، معدل المردودية التاريخية الصافي من المعدل بدون خطر، و اختلفا في تسمية هذا المقياس حيث سماه شارب بالمتغيرات Variabilité و سماه ترينور Volatilité²؛
- 2- يعتمد الاختيار شارب وترينر على توزيع الأصول بالنسبة للمستثمرين حيث إذا كانت معظم الثروة مستثمرة في نفس الحافظة موضوع الدراسة، سيقع الاختيار على مؤشر شارب لأنه يولي الاهتمام الأكبر للخطر الكلي للحافظة، وبالمقابل إذا مثلت الحافظة جزء فقط من ثروة المستثمرة هذا يعني استخدام التقلب ومنه الاعتماد على مؤشر Treynor حيث يعتبر في هذه الحالة المؤشر الأنسب، وفي كل الحالات فإن هذين المؤشرين يقدمان نتائج متشابهة شريطة أن تكون الحافظة منوعة بشكل جيد حيث الخطر الكلي للحافظة يتناسب مع خطر السوق³؛

1 نفس المرجع السابق، ص: 100.

2 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

3 بن العايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

3- يختلف مقياس شارب وترينر في قياس المخاطر، حيث يعتمد شارب على الانحراف المعياري أما ترينر فيعتمد على معامل بيتا¹؛

4- يرتبط مؤشر شارب و ترينر على معامل مضاعف $1/\sigma_m$ ، كما أنهما يتقاربان كذلك مع مؤشر جونسون ويتضح ذلك من خلال²:

المعادلة (1) توضح أنه ليست من الضروري أن تقع كل المحافظ على خط السوق

$$R_p - R_f = J_p + (R_m - R_f - R_p) B_p \dots \dots 1$$

يظهر مؤشر Trynor مباشرة من المعادلة السابقة وذلك عند قسمة طرفي المعادلة على معامل B للحافظة:

$$TP = \frac{(R_p - R_f)}{B_p} = \frac{J_p}{B_p} + (R_m - R_f) \dots \dots \dots (2)$$

تبين المعادلة (2) أن مؤشر ترينر ما هو إلا تحويل خطي لمؤشر جونسون على إعتبار أن (R_m, R_f) ثابتة.

يمكن أن يظهر كذلك مؤشر شارب من المعادلة (1)، إذا قمنا بتعويض B_p بالعلاقة الإحصائية الخاصة بها:

$$\frac{(P_{pm})(\sigma_p)(\sigma_m)}{\sigma^2 m}$$

حيث:

P_{pm} : يمثل معامل الارتباط بين مردودية الحافظة والتي تقوم بقياس أدائها ومردودية المؤشر الممثل لحافظة السوق.

$$R_p - R_f = J_p + \left[\frac{(P_{pm})(\sigma_p)(\sigma_m)}{\sigma^2 m} \right] (R_m - R_f) \dots \dots \dots (3)$$

في حالة حافظة متنوعة بشكل جيد، يمكن أن نختزل المصطلح $1 = P_{pm}$ وذلك بقسمة المعادلة (3) على σ_p ونحصل على مؤشر الأداء لشارب:

$$\sigma_p = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_p} = \left(\frac{J_p}{\sigma_p} \right) + \frac{(R_m - R_f)}{\sigma_m} \dots \dots \dots (4)$$

حيث

$$\frac{(R_m - R_f)}{\sigma_m} : \text{ثابتة}$$

1 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، 89.

2 بن العايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 101 - 102.

مؤشر شارب (SP) هي شبه تحويل خطي لجونسون

(يكون التحويل خطي تام إذا كان كانت كل المحافظ والتي تقوم بقياس أدائها لها نفس معادلة الارتباط

.Ppm)

المبحث الرابع: مفاهيم عامة حول حافظة الأوراق المالية المثلى

المطلب الأول: دالة منفعة المستثمر

تستند نظرية الحافظة في بنائها على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، وينص هذا الافتراض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يوضح ميله وسلوكه اتجاه العائد والمخاطر¹. كما نجد من بين فروض نظرية الحافظة أن المستثمر يحاول تعظيم المنفعة المتوقعة من الاستثمار أي الحصول على أقصى قدر ممكن من المكاسب وراء هذا الاستثمار غير أن ما ينبغي معرفته أن تعظيم المنفعة ليست مرادفاً لتعظيم الثروة، فتعظيم الثروة يرتبط بتعظيم العائد من الاستثمار، أما تعظيم المنفعة هو محصلة العائد والمخاطر وليس محصلة العائد وحده، لأن المخاطر متغير له أهمية بالنسبة للمستثمر، فسعي لتعظيم الثروة يكون في ظل قيد أساسي يتعلق بحجم المخاطر التي ينبغي على المستثمر تحملها، وبالتالي فإن كلا من العائد والمخاطر لها تأثير على المنفعة، بحيث أن تعظيم العائد ينعكس إيجاباً عن المنفعة غير أن تتأثر عكسياً بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، وبناء عليه فإنه لو كان التأثير السلبي للمخاطر يفوق التأثير الإيجابي للعائد فإن المنفعة المتوقعة من الاستثمار تقل عن الثروة المتوقعة المرتبة عليه².

المطلب الثاني: منحنى السواء

أولاً: تعريف منحنى السواء: منحنى السواء للمستثمر هو المنحنى الذي يوضح العلاقة بين العائد و المخاطر التي يفضلها المستثمر³، وهناك عدد لا متناهي من منحنيات السواء و لكل منحنى يناسبه مستوى منفعة معين كما أنه ليس لمنحنيات السواء نقاط تقاطع ويتحدد شكلها بحسب طبيعة وسلوك المستثمر اتجاه الخطر⁴.
ثانياً: أنواع منحنى السواء: سنذكر من خلال ما يلي بعض أنواع منحنيات السواء.

1 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

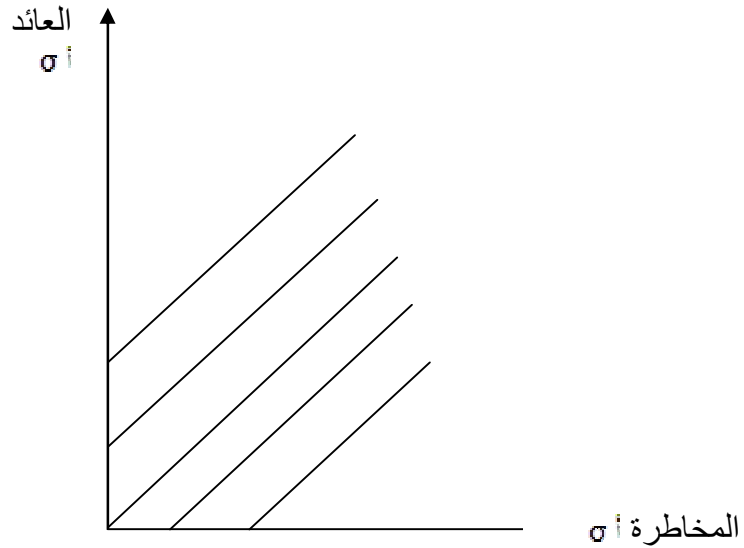
2 جابر نذير، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

3 محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

4 بن العايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

1- منحنى السواء للمستثمر حذر:

شكل رقم (2-8): منحنى سواء لمستثمر محافظ



المصدر: دريد كامل ال شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

يمثل الشكل رقم (2-8) أكثر المنحنيات رغبة من قبل المستثمرين تحت ضوء العلاقة بين العائد والمخاطرة، بحيث يمكن الانتقال من منحنى إلى منحنى الذي يليه إذا لم تجد إدارة الحافظة منفعتها في المنحنى الأول، وهذا حسب وجهة نظر المستثمر فيما يخص تحقيق المنفعة من احد هذه المنتجات¹.

2- المنحنى السواء كمستثمر محايد

شكل رقم (2-9): منحنى السواء لمستثمر محايد



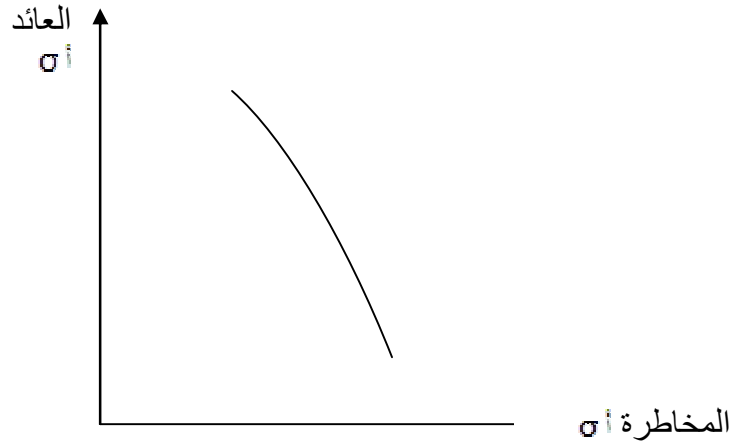
المصدر: بن العايش حسان، نفس المرجع السابق، ص: 24.

1 دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

يبين هذا المنحنى أن المستوى المخاطرة التي يكون المستثمر مستعد لتحملها لا تتغير أيا كان معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقعه، ولهذا يتخذ شكل مستقيم موازي لمحور المخاطر معبرا عن علاقة ثابتة بينهما¹.

3) منحنى السواء لمستثمر يجب المخاطر

شكل رقم (2-10): منحنى سواء المستثمر يجب المخاطر



المصدر: بن العايش حسان، نفس المرجع السابق، ص: 25.

يبين هذا الشكل منحنى السواء المميز لسلوك مستثمر يجب الخطر، والعلاقة بين العائد ودرجة المخاطر هي علاقة عكسية بمعنى أن المستثمر المحب للخطر يبدي اهتماما متناقصا اتجاه عنصر المخاطرة كلما توقع عائد أعلى على المستثمر².

المطلب الثالث: بناء الحد الكفاء

إن توفر عدد غير محدود من الأوراق المالية يمكن من بناء عدد غير متناهي من التشكيلات تتفاوت من حيث نسبة الموارد المالية المخصصة لكل ورقة.

ويطلق على هذه المجموعة من التشكيلات بالمجموعة المتاحة أو الممكنة من الاستثمارات، ويمكن للمستثمر تفادي تقييم هذا العدد اللامتناهي من الاستثمار للاختيار الأفضل من بينها من خلال إتباع المجموعة الممكنة من الاستثمارات من خلال الشرطين التاليين³:

1- اختيار التشكيلة التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر؛

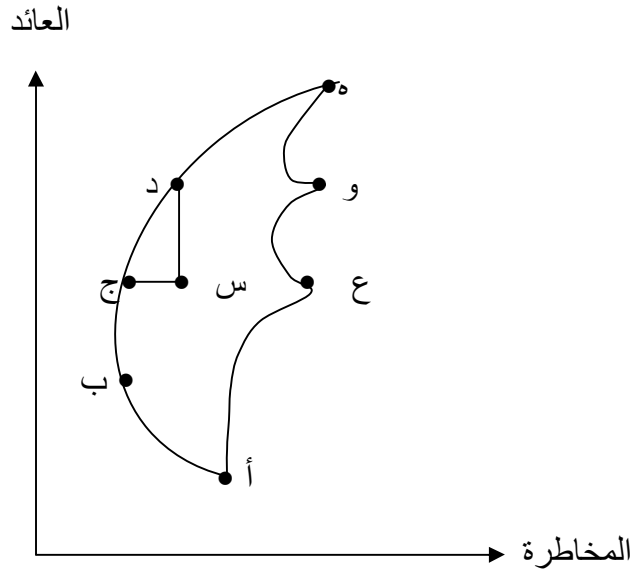
1 بن العايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 24-25 .

2 نفس المرجع السابق، ص: 25.

3 نذير جابر، نفس المرجع السابق، ص: 87.

2- اختيار التشكيلة التي تتعرض لمخاطر في ظل مستوى معين من العائد.

شكل رقم (2-11): منحنى المستثمر الكفاء



المصدر: محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 293.

يتكون الحد الكفاء في الشكل السابق من المحافظ ب - ج - د - هـ -

وهي مجموعة المحافظ الكفئة بمعنى أن هذه المحافظ تحقق أعلى عائد من غيرها عند نفس المستوى من المخاطر، أو تحقق مخاطر أقل من غيرها عند نفس مستوى العائد.

و لإثبات ذلك نأخذ الحافظة س، فمن خلالها نلاحظ أن الحافظة "ج" توفر نفس العائد الذي تحققه "س" ولكن بدرجة خطر أقل، ومن جهة أخرى نجد أن الحافظة "د" لها نفس مستوى خطر الحافظة "س" ولكنها عائد أكبر¹.

المطلب الرابع: الحافظ المثلى

1- تعريف الحافظة المثلى: إنه لمن الصعب تحديد مفهوم الحافظة المثلى تتميز بمواصفات تتماشى مع وجهة نظر جميع المستثمرين، لأن الحافظة المثلى تكون من وجهة نظر مستثمر معين فقط، له ميول واتجاهات خاصة وبتالي فهي تختلف عن الحافظة المثلى لمستثمر آخر الذي يتصف بسلوك وميول مختلف².

1 محمد صالح الحناوي، نفس المرجع السابق، ص: 229 - 230.

2 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

وبتالي يمكن تعريف الحافظة المثلى على أنها تلك الحافظة التي تستطيع إدارتها اختيار الأوراق المالية التي تحقق أكبر عائد ممكن بأقل مخاطر¹.

2- كيفية بناء حافظة أوراق المالية مثلى:

لبناء حافظة الأوراق المالية المثلى ينبغي تحديد ما يلي²:

- تحديد مجموعة المحافظ الكفاء؛

- تحديد الحافظة المثالية التي تحقق أقصى منفعة للمستثمر.

كما يجب الأخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية :

- نختار الورقة المالية الأقل مخاطرة عند تساوي العوائد؛

- نختار الورقة المالية الأكبر عائد في حالة تساوي المخاطر.

3- اختيار المحفظة المثلى: هناك العديد من المحافظ المثلى ويتم تحديد الحافظة المناسبة تبعاً لسلوك المستثمر وستظهر ذلك من خلا ما يلي³:

3-1- الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفّر من الخطر:

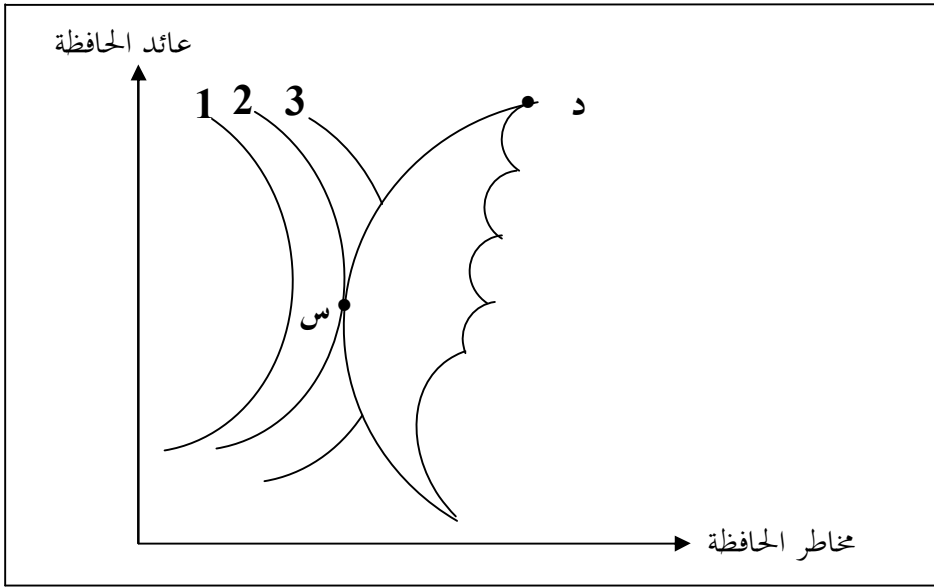
المستثمر الذي ينفّر من الخطر هو الذي لا يتقبل أن يتحمل وحدة إضافية من المخاطر إلا إذا كان يقابلها قدر من العائد يفوق ما حصل عليه مقابل وحدة المخاطر السابقة، ويتم تحديد الحافظة لهذا المستثمر بنقطة تماس الحد الكفاء مع منحنى السواء وهو المنحنى الأوسط، إذ بعدها يتناقص العائد لكل وحدة إضافية من المخاطر أما قبلها فيتحقق له عائد يفوق العائد المحقق عن الوحدة السابقة، ومن ثم فيستمر قبول المخاطر حتى يصل إلى النقطة التي يقع عليها الحافظة "س".

1 دريد كامل، شيبين، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

2 بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 98.

3 نذير جابر، مرجع سبق ذكره، ص: 88، 91.

شكل رقم (2-12): الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من الخطر

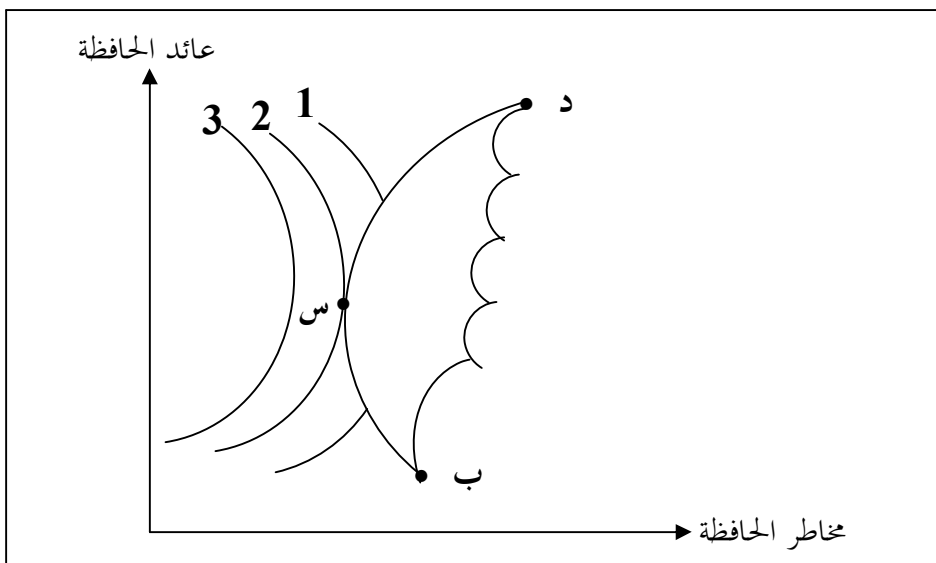


المصدر: جابر نذير، نفس المرجع السابق، ص: 89.

3-2- حافظة الخطر المثلى للمستثمر المتشدد في كراهية المخاطر:

إن نقطة تماس منحني السواء للمستثمر المتشدد في كراهيته المخاطر تماس الحد الكفاء، في نقطة أدنى من تلك التي حدثت فيها التماس في حالة المستثمر الذي ينفر من المخاطر حيث ميل الحد الكفاء عند هذه النقطة أكبر يعني هذا أنه يرفض قبول وحدة إضافية من المخاطر إلا بحصوله على العائد الذي يطلبه المستثمر الغير محب للمخاطر في المقابل وحدة إضافة مماثلة من المخاطر.

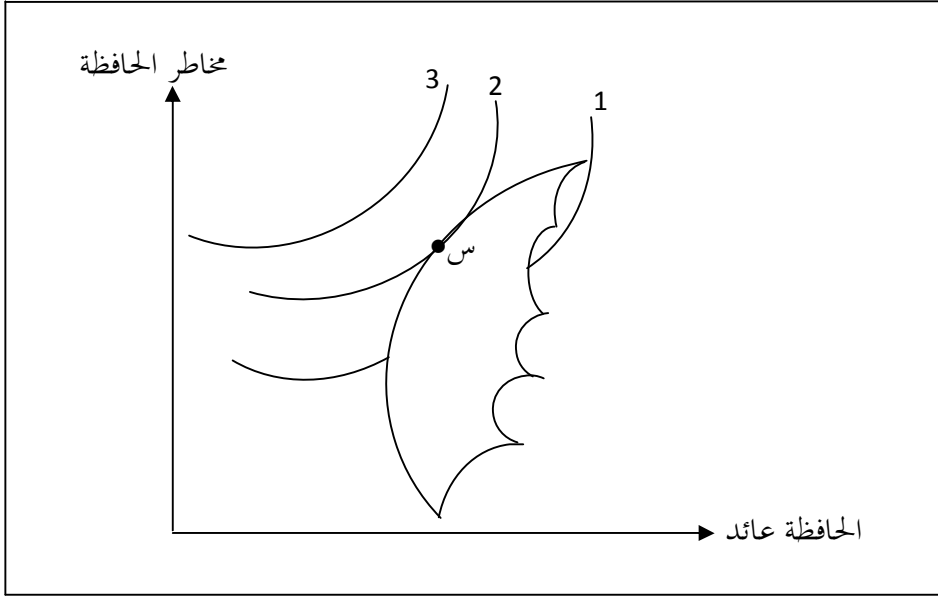
شكل رقم (2-13): الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته



المصدر: جابر نذير، نفس المرجع السابق، ص: 90.

3-3- الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر: أما بالنسبة للمستثمر المتساهل في كراهيته للمخاطر فإن الحافظة التي تقع عليها اختياره- وفقاً لمنحنى السواء- هي عند نقطة أعلى على الحد الكفء مقارنة بموقع الحافظة الخطرة المثلى، وكما يبدو فإن هذا المستثمر لا يمانع في قبول وحدة إضافية من المخاطر في مقابل عائد أقل من العائد الذي حصل عليه للتعويض عن الوحدة السابقة من المخاطر.

شكل رقم (2-14): الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر



المصدر: جابر نذير، نفس المرجع السابق، ص: 91.

خلاصة الفصل:

لقد تعرضنا في هذا الفصل إن مفهوم الحافظة المثلى على انه مفهوم نسبي وليس مطلق، إذ من الصعب علينا وضع نموذج عام و موحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين، فالحافظة المثلى بالنسبة لمستثمر ما، قد لا تكون مثلى لمستثمر آخر، ولكن يمكن تعريف الحافظة المثلى على أنها تلك الحافظة التي تستطيع إدارتها اختيار الأوراق المالية التي تحقق أكبر عائد ممكن بأقل مخاطر، و الوصول إلى هذه الحافظة لا يعد بالأمر الصعبة بل يوجد عدت خطوات ليتم الوصول إليها وأهم هذه الخطوات ما يلي:

- يجب تحديد إستراتيجية لإدارة حافظة الأوراق المالية تماشيا مع ميول المستثمر، أهدافه و ثقافته الاستثمارية؛
- يتوقف اختيار السياسة المتبعة في إدارة الحافظة على تفضيل عنصري العائد و المخاطرة؛
- الاعتماد على نماذج تقييم الأداء ؛
- استعمال مؤشرات قياس أداء حافظة الأوراق المالية، لإجراء التحليل المقارن ما بين المحافظ واختيار أفضلها .

الفصل الثالث

تكوين وقياس حافظة الأوراق المالية في بورصة دار البيضاء لسنة 2011

تمهيد

بعد التطرق في الفصلين النظريين حول عموميات بورصة القيم المنقولة و مفاهيم حول حافظة الأوراق المالية، أهميتها و مختلف مؤشرات قياس الأداء، فسنعرض هذا الفصل للجانب التطبيقي لمعرفة كيفية تشكيل حافظة الأوراق المالية و قياس أدائها في الواقع العملي و بتحديد في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة التي تعتبر من أهم البورصات العربية على مستوى إفريقيا و الفضل يعود للإصلاحات القانونية والتقنية والهيكلية التي خضعت لها، و التي انعكست على وضعية أدائها،

ومن هذا المنطلق سنحاول الوصول إلى قياس أداء حافظة الأوراق المالية من خلال التطرق إلى النقاط التالية:

- التعرف ببورصة دار البيضاء و عرض أدائها و معرفة مدى تأثرها بالأزمات المالية و السياسة العالمية؛
- تكوين و تحليل حافظة الأوراق المالية لسنة 2011 لاختبار اثر الأصل بدون خطر عليها؛
- قياس أداء الحافظة المشكلة بمؤشر ترينر و جونسون؛
- حساب علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة.

المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة دار البيضاء

المطلب الأول: عموميات حول بورصة دار البيضاء

أولاً: تعريف بورصة دار البيضاء

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد و المالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر للتحميلات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة¹.

و تعد بورصة دار البيضاء أحد أوجه التقدم الاقتصادي للمغرب الحديث، وقد استفادة من ثورة الانترنت حيث أصبحت جل التعاملات انطلاقاً من موقعها الالكتروني :

<http://www.casablanca-bourse.com>، حيث أصبحت قاعة التعاملات فارغة ولم يعد

المتعاملون في شراء أسهم و سندات يلزم عليهم اللجوء إلى مقر البورصة².

ثانياً: نبذة تاريخية عن دار البيضاء

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، و كانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة

القيم المنقولة.

إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة و وضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين، تقنين و تنظيم سير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماماً متزايداً، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز، و أصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، إثر هذه المبادرة و تحديداً سنة 1986 شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم، و بعد سبع سنوات من ذلك أي سنة 1993 شهدت سوق البيضاء البورصة إصلاحاً جذرياً لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة³، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسّسة و هي⁴:

1 بدون مؤلف، <http://www.aitmelloul24.net/news15.html>، تاريخ التصفح: 2012/04/10.

2 بدون مؤلف، <http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A8%D9%88%>، تاريخ الاطلاع 2012/05/10.

3 نفس المرجع السابق.

4 نفس المرجع السابق.

- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم؛
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم؛
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهئيات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة. ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثاً ملموساً من خلال¹؛
- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
- الترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة؛
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر؛
- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحرص متساوية.
- ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجبارياً على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993، وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.
- وفي سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 96-34، الذي قام بتعديل واستكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1-211-93 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 96-35 بإحداث هيئة إيداع مركزية، ماروكلي في أكتوبر من سنة 1998، ومنذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشاً ملحوظاً.
- وفي سنة 2000 تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة.
- وفي سنة 2007 بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبةً للتحويلات الهامة التي تشهدها².

1 نفس المرجع السابق.

2 نفس المرجع السابق.

اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني في شهر مارس 2008، أما في ديسمبر 2008 فأنشئت بورصة الدار البيضاء " لجنة متابعة " من أجل تعديل النظام الإداري للشركة و اعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.

في أبريل 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يركز على مجلس إدارة وإدارة عامة¹.

ثالثا: أهداف بورصة دار البيضاء

وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها و تطبيقا للمهام التي أسندت إليها، رؤية واضحة وطموحة لأهدافها و هي كالتالي²:

1. مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة؛
2. تلبية حاجيات الفاعلين في السوق؛
3. تطوير سوق البورصة؛
4. احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في أفريقيا.

رابعا: مهام بورصة دار البيضاء

تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطوير وتشجيع سوق البورصة المغربي، وذلك من خلال³:

- مراقبة ورصد حصة التداول؛
- إصدار و نشر معلومات السوق؛
- مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية؛
- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف؛
- ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء؛
- توزيع الأسهم.

1 بدون مؤلف، <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1>

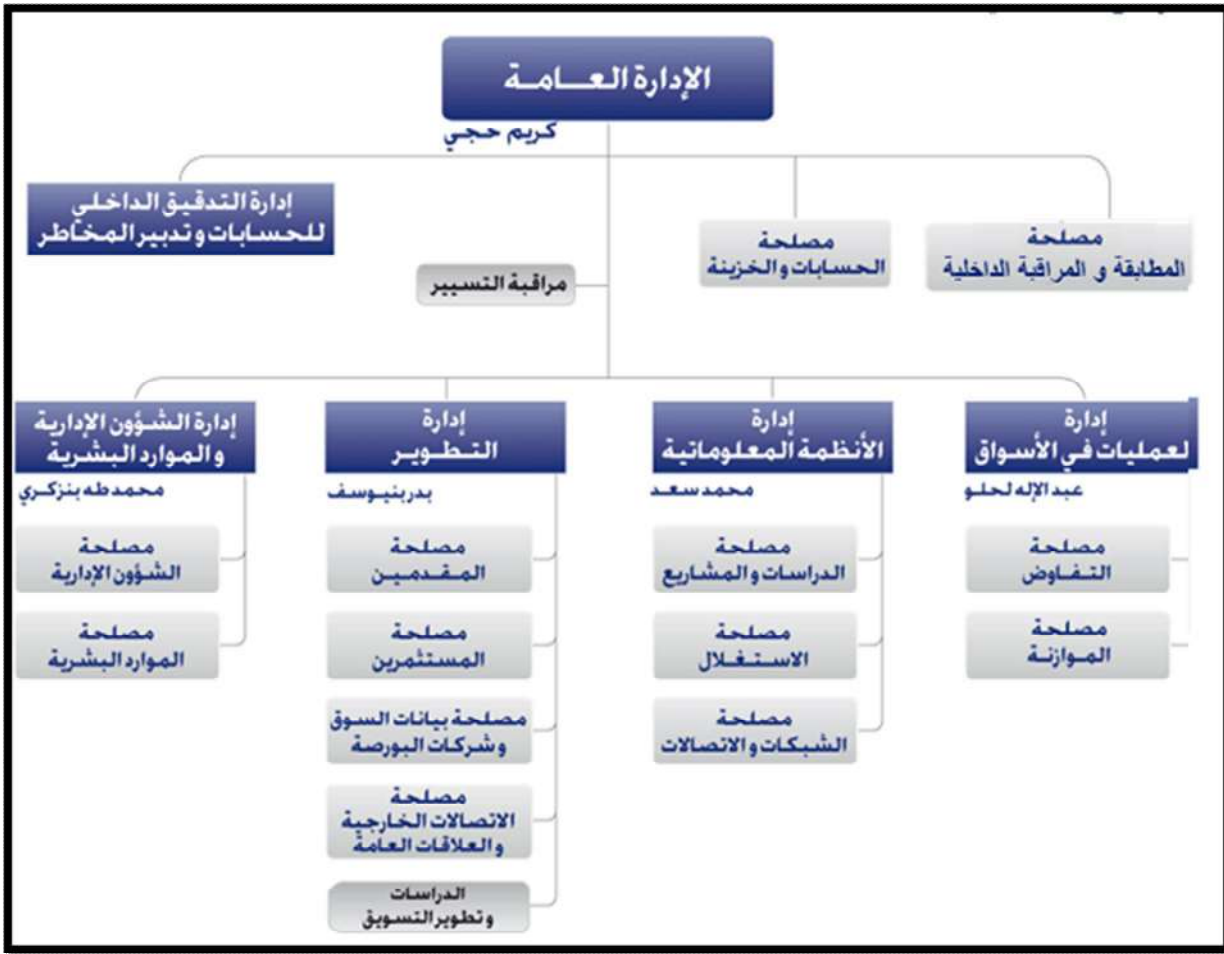
تاريخ: الاطلاع 2012/04/14.

2 مرجع سبق ذكره، بدون مؤلف، <http://www.aitmelloul24.net/news15.html>، تاريخ التصفح 2012/04/10

3 نفس المرجع السابق

خامسا: الهيكل التنظيمي

شكل رقم (3-1): هيكل التنظيمي لبورصة دار البيضاء



المصدر: موقع بورصة دار البيضاء، <http://www.casablanca-bourse.com>.

يظهر من خلال الهيكل التنظيمي نلاحظ انه يتكون من¹:

1. **الإدارة العامة:** مهمتها تسيير الأنشطة بالسوق المالي تحت إشراف مجلس المراقبة، وكذا المسائل المتعلقة بالإطار القانوني والتنظيمي للسوق وتنفيذ التوجه الاستراتيجي له، ويجتمع مجلس المراقبة مرة في السنة على الأقل.
2. **إدارة العمليات في الأسواق:** تتعلق مسؤوليتها بإدارة جلسات الوساطة وإدارة التصنيف بالسوق ونشر الإحصائيات الرسمية والمؤشرات المالية.
3. **إدارة الأنظمة المعلوماتية:** مهمتها السهر على تسيير نظم المعلومات بالسوق وحمايته واستمراره وفعالته من خلال:

1 موقع بورصة دار البيضاء، <http://www.casablanca-bourse.com>، تاريخ التصفح 2012/04/22.

- ضمان الأداء السليم للنظام المعلوماتي؛
 - وضع إجراءات لمراقبة وصيانة المعدات والبرمجيات؛
 - تعزيز واستخدام المعلومات وضمن مساهمة التطور التكنولوجي.
4. إدارة التطوير: مكلفة بالتسويق وتعزيز أنشطة السوق، مع ضمان إدارة وتطوير الموارد البشرية.
5. الإدارة المالية: وهي مسؤولة على جميع الجوانب المالية، ووضع القوائم المالية واللوائح ومختلف البيانات المالية

سادسا: مزايا الإدراج في بورصة دار البيضاء

الإدراج في البورصة يقدم عدة مزايا¹:

1. يمكن من تمويل مشاريع بأدنى تكلفة:
- بإدراج شركة في البورصة يصبح بإمكان المستثمر جمع الرساميل على سوق البورصة دون أن يقوم بتقديم أي ضمان، كما يمكن أن يستمر في ذلك حسب حاجيات شركته أو حسب فرص التطوير المتاحة، فيحصل على مورد جديد تكميلي للتمويل من البورصة، ينضاف إلى عروض المؤسسات المختصة (كالبانوك، و مؤسسات الإجارة المنتهية بالتملك، مؤسسات الرأسمال المخازف) ؛
2. يساعد على الاستفادة من إعفاءات ضريبية مهمة ؛
 3. يعد الإدراج في البورصة عنوان المكانة المرموقة، حسن الحكامة و المواطنة، فضلا عن ذلك تكتسب شركة المدرجة مصداقية عالية وتعزز مكانتها المالية ؛
 4. يسلط الإدراج في البورصة الضوء على الشركة و منتجاتها وعلاماتها وقدراتها الإنتاجية وإدارتها؛
 5. يضمن لشركة نجاحا مستديما، لأن الإدراج في البورصة للمقاولات العائلية يضمن الاستمرارية، لأنه يجعلها تتفادى الحلّ إثر رحيل أو وفاة أي من المساهمين الذين يمتلكون أغلبية الأسهم؛
 6. يساعد على تحفيز و تعبئة موظفين من خلال منحهم جزءا من الأسهم بشروط تفضيلية وجعلهم يستفيدون من الربح التي توزعها الشركة؛
 7. يساعد على إرضاء حملة أسهم شركة، إذ يضمن لهم أصولا سائلة ورؤية واضحة لما ستؤول له الشركة في المستقبل.

1 نفس المرجع السابق، تاريخ التطلع، 2012/04/26

سابعاً: الفاعلون في السوق:

تقوم بورصة دار البيضاء بفضله مجموعة من الفاعلين هم:¹

1. شركات البورصة

تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعترف بمشابهة قانون رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993، وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد و المالية. وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع، حفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، و تنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول.

وفضلاً عن ذلك عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.

2. وزارة الاقتصاد و المالية:

وزارة الاقتصاد و المالية هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة، و تتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء.

3. CDVM مجلس القيم المنقولة:

مجلس القيم المنقولة مؤسسة مستقلة ماليا تتمتع بالشخصية المعنوية، وهي تمثل السلطة المكلفة بمراقبة السوق و تتلخص مهامها في:

- حماية الادخار المُستثمر في القيم المنقولة أو أي توظيف آخر يتم بواسطة طرح أوراق مالية للاكتتاب لدى العموم؛
- السهر على موافاة المستثمرين في القيم المنقولة بالمعلومات الضرورية و ضمان وضع و نشر جميع المعلومات القانونية والتنظيمية اللازمة من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم،
- ضمان حسن سير سوق القيم المنقولة بالسهر على شفافيته ونزاهته وسلامته،

1 نفس المرجع السابق

- ضمان مراعاة و احترام مختلف المقتضيات القانونية والتنظيمية التي يخضع لها السوق المالي.

4. ماروكليبر

تم إنشاء ماروكليبر بمقتضى القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 جويلية 1997 و الذي ينص بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني، و تعد ماروكليبر هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب، و تتلخص مهمتها في:

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات؛
- مركزة حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي البنوك وشركات البورصة والجهات المصدرة؛
- إدارة نظام التسوية و تسليم الأوراق المالية؛
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

5. الجمعية المهنية لشركات البورصة

هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة التي تعمل في سوق البورصة المغربي، و تتجلى مهمتها في:

- المساهمة في تطوير والنهوض بمهن شركات البورصة، و بالخدمات الاستثمارية في السوق المالي المغربي؛
- تمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق ولدى السلطات العمومية.

ثامنا: أسواق التداول في بورصة دار البيضاء

تعتبر الإصلاحات الأخيرة التي عرفتها السوق المالية المغربية خصوصا بعد سنة 1993، وكذا التعديلات التي لحقت سنة 2000 و 2004، أحد الركائز المعول عليها في دعم الاستثمار، حيث أصبحت بورصة الدار البيضاء تتكون كما سبق الذكر من سوقين¹:

- سوق لإدراج الإصدارات الجديدة أو ما يسمى السوق الأولية ؛
- سوق التداول أو ما يسمى السوق التداولية (السوق الثانوية).

1. السوق الأولية

إن السوق الأولية هي سوق خاصة بالإصدارات الجديدة حيث يتم جمع الأسهم لأول مرة، وتضع المدخرين والمستثمرين في علاقة مباشرة، إذ تقوم شركات المساهمة بطرح أسهمها لأول مرة في هذه السوق من أجل الوصول إلى تلك الموارد التمويلية اللازمة، كما تساهم هذه السوق (الأولية) في تمويل المشاريع والنشاطات

1 منتدى ستار تايمز، <http://www.startimes.com/f.aspx?t=23228719>، تاريخ التصفح 2012/04/12.

الجديدة بشكل مباشر، وبالتالي توسيع النشاطات القديمة، لكن للدخول إلى السوق الأولية والتفديد بأسعار البورصة غير مفتوح في وجه الجميع، بل مرتبط بشروط متفاوتة الشدة حسب نوع الأسواق التي تتكون منها هذه السوق¹:

أ. سوق الأسهم:

لقد كانت هذه السوق تتكون من قسمين، وكان ذلك قبل التعديل الذي عرفه الظهير المنظم للسوق المالية، حيث أصبحت تتكون من ثلاث أقسام.

- القسم الأول يضم الشركات الكبرى ذات رأسمال لا يقل عن 50 مليون درهم،
- أما القسم الثاني مفتوح أمام الشركات المتوسطة؛
- بالنسبة لقسم الثالث فهو مفتوح في وجه الشركات الصغيرة التي سجلت نتائج جيدة ؛

ب. سوق السندات:

لقد جاء من خلال التعديل الذي عرفته السوق المالية خلال 2004 بإنشاء قسم مستقل بسندات الدين القابلة للتداول، وذلك من أجل الرفع من رأسمال الأشخاص المعنوية عن طريق الاقتراض من السوق المالية .

ج. سوق الحصص:

كما تم إحداث بموجب تعديل 2004 قسم آخر خاص بالأسهم والحصص المملوكة لكل من:

- هيئات توظيف الأموال بالمجازفة؛
- صناديق التوظيف الجماعي للتسديد.

2. السوق الثانوية

في هذه السوق تتداول الأوراق المالية التي تم إصدارها فيما قبل بالأسواق الأولية، وذلك بالبيع والشراء وفق شروط وقواعد التعامل.

وتسميتها بالسوق الثانوية لأن تداول الأوراق لأول مرة يكون في السوق الأولية، أما في هذه السوق فيعاد بيعها وشرائها للمرة الثانية، فلا يتعلق الأمر بهذه السوق بعملية تمويل جديد أو مباشر بل بتوفير السيولة، إذا فالسوق الثانوية تقوم بتوفير السيولة باستمرار بحامل القيم المنقولة، عن طريق لجوئهم إلى إعادة بيع الأسهم والسندات،

1 نفس المرجع السابق.

ولقد قامت السلطات المالية المغربية في إطار تعديل قانون البورصة سنة 1997 فأصبحت تضم كل من السوق المركزي الذي حل محل السوق الرسمي وسوق الكتل الذي حل محل سوق التفويطات المباشرة .

أ. السوق المركزي: تلعب هذه السوق دورا مهما في سير السوق البورصة باعتبار أن ثمن الأسهم يحدد من خلال هذه السوق نتيجة التقاء العرض بالطلب عليها حيث يتم تحديد ثمن التوازن، لكن تم استبدال هذه التقنية منذ ماي 1998 بتقنية التداول الالكتروني عن طريق نظام التسعيرة الإلكترونية وهو:

- نظام التسعير المستمر أو الثابت، حسب سيولة القيمة المنقولة؛
- تتكون حصة التسعير من عدة فترات متسلسلة. وتتم كل فترة في أوقات تحددها بورصة الدار البيضاء لكل مجموعة تسعير.

وفيما يلي أهم فترات التسعير:

1. فترة ما قبل الافتتاح:

في هذه الفترة ترسل شركات البورصة إلى نظام التسعير الإلكتروني أوامر البيع أو الشراء على ورقة السوق دون أن تتعقد أية صفقة انطلاقا من أجهزة موضوعة تحت تصرفها .

2. فترة الإغلاق:

عند الإغلاق تتم مقابلة الأوامر الخاصة بكل ورقة مالية و المسجلة مسبقا، وإذا سمحت عملية مقابلة الأوامر يتم تحديد سعر للإغلاق، وفي هذه اللحظة لم يعد من الممكن إدخال أو تعديل أو إلغاء الأوامر التي سبق تسجيلها.

3. فترة التداول بآخر سعر:

تأتي هذه الفترة بعد فترة التسعير الثابت وهي فترة تحديد آخر سعر تم تداوله، و يمكن خلالها إدخال وتنفيذ أوامر البيع أو الشراء بآخر سعر و بهذا السعر فقط.

وخلال هذه الفترة يتم على الفور جمع الأوامر المتوافقة مثنى من خلال استعمال خوارزمية فيفو FIFO (التي تعتمد الأولوية الزمنية).

4. فترة تدخل المراقبة:

خلال هذه الفترة م يعد من الممكن بالنسبة لشركات البورصة أن تسجل أو أن تلغي أوامر البيع أو الشراء و لا أن تعدل الأوامر التي سبق إدخالها، غير أنه من الممكن أن تتدخل لجنة مراقبة مختلف الأسواق على مستوى نظام التسعير لكي تُحدِث أو تلغي أو تعدل صفقات منعقدة أو تلغي أوامر تم إدخالها، ويتغير تسلسل

مختلف فترات يوم التداول في البورصة حسب نظام التسعير المتبع (المستمر أو الثابت) وحسب الطرق المعتمدة لكل مجموعة تسعير.

ب. سوق الكتل: حل سوق الكتل محل سوق التفويطات المباشرة و تتم صفقات الكتل بالتراضي المباشر¹، أنشأ سوق الكتل نظرا لغياب مقابل كاف في ورقة السوق في وقت تقديمها فإن بعض أوامر المستثمرين المؤسستين اعتبارا لأهميتها لا يمكن تنفيذها بالكامل، و هكذا قامت بورصة دار البيضاء بوضع سوق خاص بالكتل من شأنه أن يسمح بالتداول الفوري لمثل هذه الأوامر بسعر ينبثق من ورقة السوق²، و يجب على العمليات الخاصة بسوق الكتل أن³:

- تم على عدد من السندات يساوي على الأقل الحجم الأدنى للكتل المحدد من قبل؛
- البورصة بالنسبة لكل قيمة مع الأخذ كمرجع حجم و سعر الصفقات التاريخية؛
- تبرم وفق سعر مضمن عن ورقة السوق.

تاسعا: مؤشرات بورصة دار البيضاء:

تضم بورصة دار البيضاء أكبر من مؤشر و هي كالتالي:⁴

مازي عائم: هو مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم، أي أنه لا يشمل السندات و المنتجات المالية المشتقة ...،

فعندما يسجل مازي ارتفاعا بنسبة 2 في المئة هذا يعني أن معدل تغير قيم أسهم الشركات ارتفع بنسبة 2 في المئة، لكن لا يعني أن كل الشركات ارتفعت بنفس القيمة، و لكن هنالك أسهم شركات حققت ارتفاعا وأخرى انخفاضاً و أخرى ربما لم تتغير، و هذا ما يفسر تقديمهم لجدول يبين أهم الارتفاعات المسجلة و أهم الانخفاضات المسجلة.

مادكس عائم: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستمر، أي أنه لا يقتصر فقط على الأسهم بل يضم الأنواع الأخرى، لكنه يقتصر فقط على القيم التي يتم تداولها بشكل مستمر في بورصة الدار البيضاء.

1 بدون مؤلف، منتدى ستار تايمز، <http://www.startimes.com/f.aspx?t=23228719>، 2012/04/19.

2 شماخي بوبكر، تقييم الأوراق المالية من منظور التحليل الأساسي لغرض الاستثمار المالي (دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010-2009 ص: 99.

3 نفس المرجع السابق.

4 بدون مؤلف، <http://atlassiya.blogspot.com/2012/01/blog-post.html>، تاريخ التصفح 2012/04/13.

و يمثل مادكس معدل التغير أو التقلب القيم الخاضعة للتداول المستمر بغض النظر هل هي أسهم أم أشكال مالية أخرى، فعندما يسجل مادكس مثلا انخفاضا بـ2 في المئة، يعني أن القيم المالية التي يتم تداولها (بيعها أو شراؤها) باستمرار قد حققت معدل تقلب ناقص 2 في المئة، و ما قلناه على مازي ينطبق على مادكس، و هو أنه مجرد معدل و لا يعني أن كل القيم حققت نفس الرقم، لكنها حققت أرقام مختلفة و التي أعطت معدل ناقص 2 في المئة.

مؤشرات قطاعية: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم المنتسبة لنفس القطاع، أهمية هذا النوع من المؤشرات أنه يتابع التغيرات حسب قطاعاتها مثل قطاعات: البنوك، التأمينات، المناجم، العقار، الكيماويات، البناء و مواد البناء...

المطلب الثاني: أداء بورصة دار البيضاء

1. مؤشرات تطور أداء سوق الدار البيضاء المالي

لقد كان للتطورات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها سوق الدار البيضاء، أثر كبير على زيادة الإفصاح، الشفافية، الرقابة، وحماية صغار المستثمرين مما أدى إلى تحسن في أداء السوق ككل. للقيام بدراسة أداء سوق الدار البيضاء المالي لا بد من التطرق إلى شقين أساسيين هما:

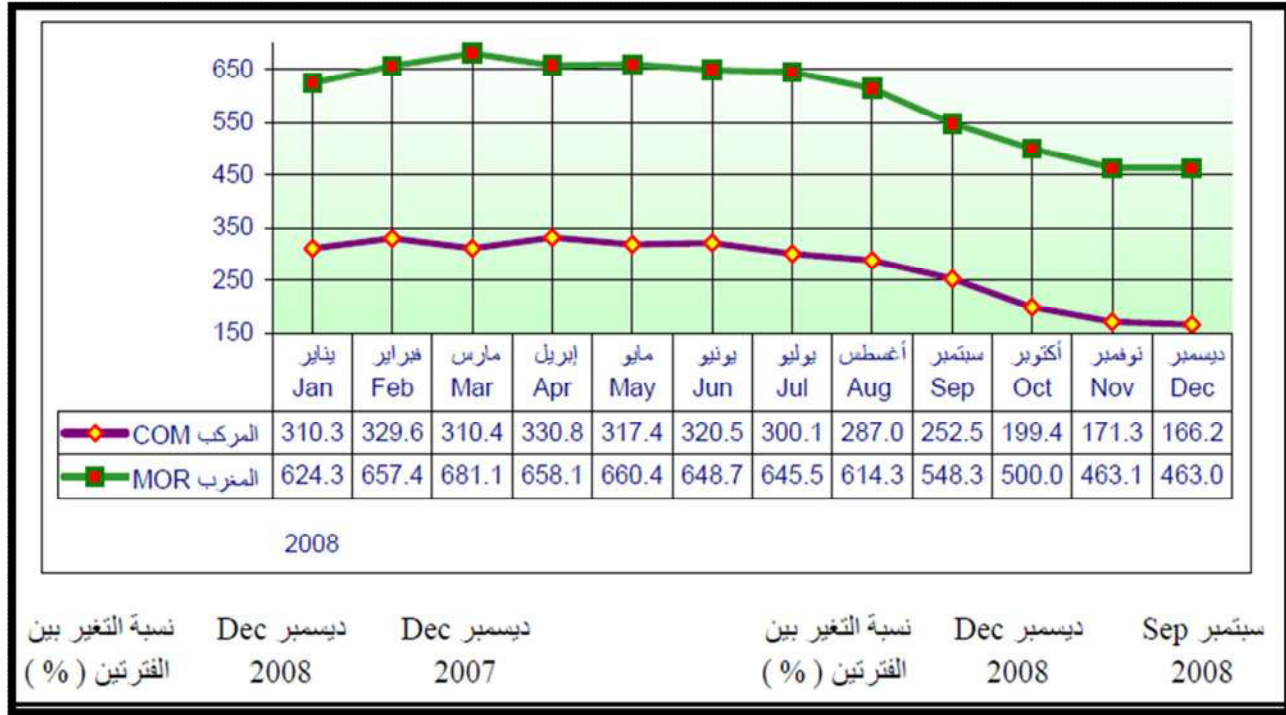
الشق الأول: تتبع مسار المؤشر العام لسوق الدار البيضاء المالي للوقوف على العوامل الحقيقية التي تتحكم في مساره واتجاهه، وهذا يعطي فكرة عامة حول العوامل الجزئية التي رسمت تاريخ السوق.

الشق الثاني: تحليل مؤشرات الأداء المتعلقة بتطور كفاءة سوق الدار البيضاء المالي.

1.1 . تطور المؤشر العام لسوق الدار البيضاء المالي

تستخدم مؤشرات الأسواق المالية لقياس المستوى العام لأسعار السوق، حيث يؤدي المؤشر دور مهم في تقييم أداء السوق ورصد اتجاهه العام، ويفيد ذلك المتعاملين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد في اتخاذ القرارات الاستثمارية والمالية وتوقيتها، كما تساعد على التنبؤ الاقتصادي بالأوضاع المستقبلية للاقتصاد وذلك لوجود علاقة قوية بين التغير في مؤشرات أسعار الأوراق المالية والدورات الاقتصادية.

الشكل (3-2): تطور مؤشر سوق الدار البيضاء المحسوب من قبل صندوق النقد العربي خلال 2007-2008



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 53، 2008، ص:47.

أظهر المؤشر الذي يحسبه صندوق النقد العربي لسوق الدار البيضاء المالي في نهاية الربع الأول من عام 2008 ارتفاعا بلغت نسبته 19.1% ليبلغ 681.1 نقطة مقارنة بـ 571.9 نقطة في نهاية العام السابق، وبالمقارنة مع الربع الأول من عام 2007 ارتفع المؤشر بنحو 28.7%.

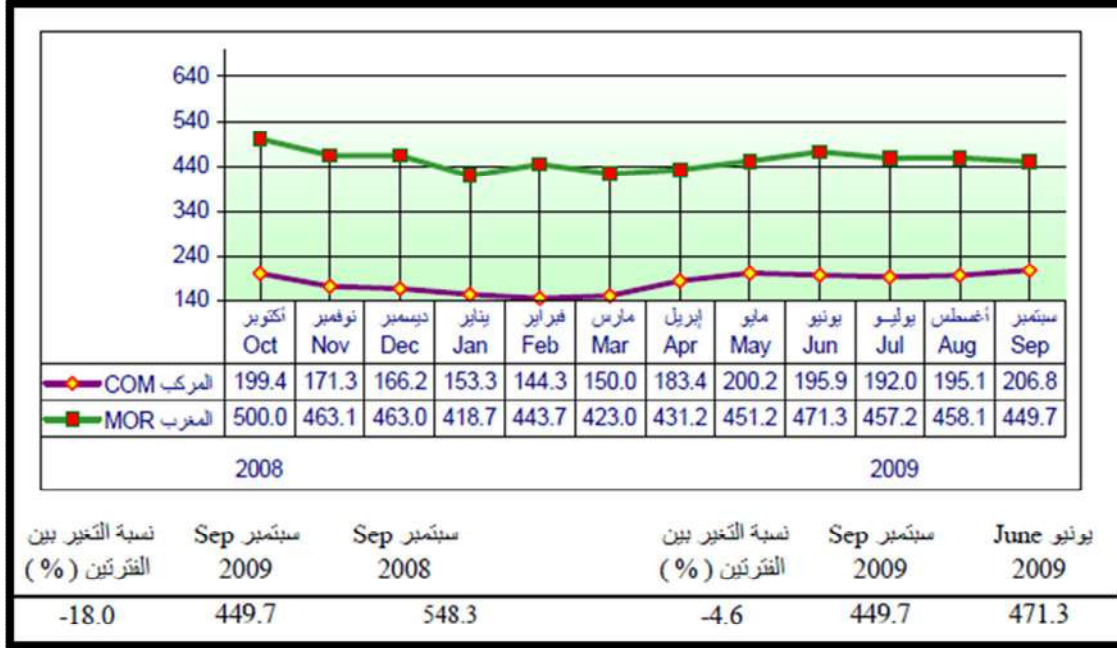
بالنسبة لنمو المؤشر العام لسوق الدار البيضاء مقارنة بمؤشرات الأسواق المالية العربية في الربع الأول من سنة 2008 نجد أن سوق الدار البيضاء احتل المرتبة الثانية¹، بارتفاع نسبته 19.1% بعد سوق فلسطين 22.54%، ويأتي في المرتبة الثالثة سوق الكويت بارتفاع نسبته 14.4%، أما الربع الثاني فقد احتل مؤشر سوق الدار البيضاء المرتبة الرابعة.

أما بالنسبة لمؤشر الصندوق المركب فقد ارتفع بنسبة 32.3% ليصل إلى 310.4 نقطة في نهاية الربع الأول من عام 2008، مقارنة مع 234.8 نقطة في نهاية سنة 2007، أما في نهاية سنة 2008 انخفض المؤشر المركب بنسبة 49.4% ليصل إلى 166.2 نقطة، ومقارنة مع الربع الثالث انخفض المؤشر بنسبة 34.2%.

1 صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 53، 2008، ص:47.

الشكل (3-3): تطور مؤشر سوق الدار البيضاء المحسوب من قبل صندوق النقد العربي سنة 2008-

2009



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 53، 2009،

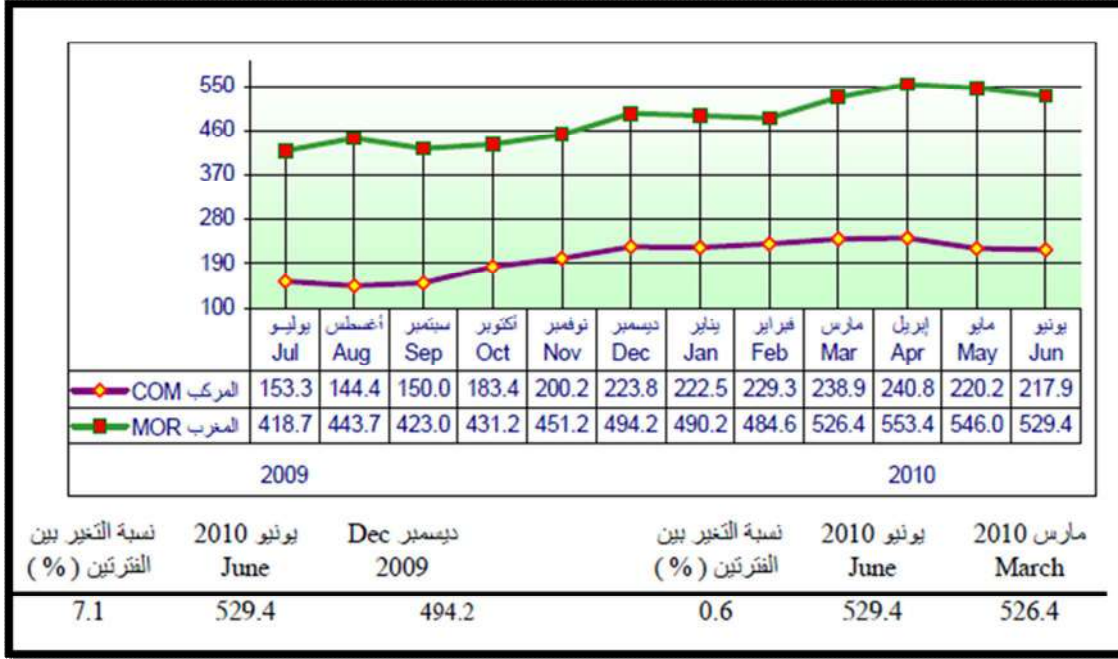
ص:59.

أظهر المؤشر الذي يحسبه صندوق النقد العربي لسوق الدار البيضاء المالي انخفاضاً بلغت نسبته 4.6% ليبلغ 449.7 نقطة في نهاية الربع الثالث من عام 2009، مقارنة مع 471.3 نقطة في نهاية الربع الثاني من العام الجاري¹، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2008 انخفض المؤشر بنحو 18.0%.

1 . صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 53، 2009، ص:05.

الشكل (3-4): تطور مؤشر سوق الدار البيضاء المحسوب من قبل صندوق النقد العربي سنة 2009-

2010



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 61، 2010،

ص:69.

ارتفع المؤشر العام لسوق الدار البيضاء المالي خلال الربع الثاني من عام 2010 بنسبة 3.11% ليصل إلى 11773.87 نقطة في نهاية جوان¹.

1. تطور مؤشرات كفاءة سوق الدار البيضاء المالي

سوف نكتفي بمؤشرين فقط.

1. مؤشر حجم السوق (الرسملة السوقية)

ارتفعت القيمة السوقية في نهاية الربع الأول² من سنة 2008 بنسبة 23.7% لتبلغ حوالي 93.4 مليار دولار، مقارنة مع 75.5 مليار دولار في نهاية سنة 2007 والتي بلغت 56.2%، ثم انخفضت في نهاية الربع الثالث من سنة 2009 بنسبة 2.32% لتبلغ حوالي 67.325 مليار دولار مقارنة مع 68.927 مليار دولار في نهاية الربع الثالث من سنة 2008، حيث انخفضت بنسبة 9.96%، ثم ارتفعت بنحو 8.9 مليار درهم في نهاية الربع الثاني من سنة 2010، حيث بلغت 569.5 مليار درهم، وتجدر الإشارة إلى أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة قد بلغ 859 مليون دولار في نهاية الربع الثاني 2010، ثم انخفضت لتبلغ 67142 مليون دولار أي بنحو 2772 مليون دولار سنة 2011.

1 صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 61، 2010، ص:69.

2 صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 53، 2008، ص:47.

2. عدد الشركات المدرجة

وصل عدد الشركات بسوق الدار البيضاء المالي إلى 77 شركة مدرجة في نهاية سنة 2008، حيث بلغت الرسملة البورصية لهذه الشركات في نهاية سنة 2008 حوالي 513,7 مليار درهم، ثم 76 شركة في الربع الأخير من سنة 2009، لتبلغ الرسملة البورصية 521.737 مليار درهم، وفي سنة 2010 انخفض عدد الشركات إلى 74 شركة لتبلغ الرسملة البورصية 569.458 مليار دولار، في حين انخفضت هذه القيمة إلى 525.573 مليار درهم سنة 2011 مع بقاء عدد الشركات نفسه .

المطلب الثالث: الأحداث المالية و السياسية و انعكاسها على بورصة دار البيضاء

انعكست الأزمة المالية الأميركية على معظم إقتصادات دول العالم حتى أنها أصبحت تلقب بالأزمة المالية العالمية، وبما أن الدول العربية جزء من منظومة الإقتصاد العالمي فإنها سوف تتأثر سلبا بهذه الأزمة، بل في واقع الأمر قد تأثرت بالفعل، ومدى تأثر الدول العربية يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين الدول العربية والعالم الخارجي¹.

أولاً: بورصة دار البيضاء في ظل الأزمة المالية 2008

1. ردود فعل المسؤولين اتجاه الأزمة

جاء في كتاب "روزا لوكسمبورغ" "الاقتصاد السياسي"، منذ مائة سنة أن قانون الرأسمالية هو قانون التنافس الحر الذي لم يتبدل، ولا يعني ذلك القانون سوى الاعتراف بأن الفوضى هي أساس النظام الرأسمالي لهذا فالأزمة المالية الحالية هي في واقع الأمر أزمة سياسية ولا محالة أن آثارها السلبية ستعكس على الأقل في إطار تقليص المساعدات المقدمة والمزيد من التخلي عن القطاع العام وتأخير تفعيل آليات التنمية، لذا يستغرب المرء عندما يسمع تصريحات بعض المسؤولين تدافع عن ادعاءات من أن المغرب ستظل بعيدة عن تداعيات وانعكاسات الأزمة العالمية الحالية، فكيف تستطيع أن تكون بمعزل عن هذه الأزمة وطبيعة منظومتها الاقتصادية والاجتماعية تكذب تلك الأقوال المصريح بها جملة وتفصيلا، لأن نمط الإنتاج المعتمد بالمغرب رأسمالي تبعي وهو السائد، وتبعيته أكثر من كافية للبرهنة على عدم صحة ما تفوه به هؤلاء المسؤولين وعلاوة على ذلك، هل تناسى هؤلاء أن الإستراتيجية التنموية الرسمية، والتي هم مطالبون بالسهر على تطبيقها تراهن بالأساس على الاستثمارات الخاصة لاسيما الأجنبية منها، وكلها مستقاة من الرأسمال العالمي الذي يعيش أزمة خانقة²

1. بدون مؤلف، <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=151686>، تاريخ التصفح: 2012/04/21.

2 نفس المرجع السابق .

فجاءت ردود فعل المسؤولين المغاربة كالتالي:

- يرى جلول عياد مدير عام مصرف "البنك المغربي للتجارة الخارجية أن سبب انهيار الأسهم المغربية يرجع إلى عوامل سيكولوجية، و بهذا ينفي وجود ارتباطات مباشرة بين الأزمة المالية العالمية والنظام المالي المغربي؛

- يرى أحمد العبودي، مدير المركز المغربي للظرفية الاقتصادية، أن المغرب سيتأثر بالأزمة العالمية عبر قنوات المبادلات التجارية وتدفقات الاستثمارات أكثر مما ستؤثر عبر القنوات المالية نظرا لضيق السوق المالية المغربية.

- المركز المغربي الاقتصادي قد أكد أن الأزمة المالية ستؤدي إلى خسارة بنقطة واحدة في مستوى النمو على الأمد القصير وإلى ما بين 5,1 و 2 بالمئة على الأمد المتوسط، وأضاف المركز أيضا أن "هذه الخسارة سيواكبها تدهور ملموس في التوازنات المالية الداخلية والخارجية"؛

- أكد وزير الاتصال الناطق الرسمي باسم الحكومة خالد الناصري خلال لقاء صحافي عقب انعقاد مجلس الحكومة أن المغرب يبقى في منأى عن مخاطر الأزمة المالية العالمية" مؤكدا أن المغرب غير منخرط بشكل كامل، كما هو الحال بالنسبة لبلدان نامية أخرى، في السوق المالية الدولية، "وهو الشيء الذي يجعلنا في منأى عن هذا النوع من المخاطر¹؛

طبعا هناك بعض التصريحات المحتشمة من طرف بعض المسؤولين تناقض تلك الترهات، ومنها تصريحات وزير الاقتصاد والمالية "صلاح الدين مزور" و والي بنك المغرب "عبد اللطيف الجواهري" الذي قال إن المغرب مهدد بانكماش اقتصادي في ظل توقعات بتراجع الطلب الخارجي وتأثر قطاعات حيوية، وهذا ما أكده بعض القائمين على قطاع السياحة.

2. تأثيرات الأزمة العالمية على بورصة دار البيضاء:

لقد انعكست تداعيات الأزمة بشكل مباشر وجزئي على المغرب، حيث اتضح أن بورصة الدار البيضاء قد أصيبت بعدوى منذ سبتمبر 2008 المتعلقة بانتكاسة البورصات الأجنبية و خاصة الأمريكية، على إثر الهبوط الحاد لمؤشرات بورصة (وول ستريت) بسبب إفلاس البنك الأمريكي (ليمان برادرز) والإعلان في وقت سابق عن شراء بنك (ميريل لنش) المتعثر من طرف (بنك أوف أمريكا)، بحيث قد ساهم خروج

1 بدون مؤلف، منتدى جماعة العدل و الإحسان، <http://www.aljamaa.net/ar/document/23998.shtml>، تاريخ التصفح

مستثمرين أجنبى ضمنهم (ميريل لنش) التي تتوفر على توظيفات مالية ببورصة الدار البيضاء في تسريع وتيرة هبوط للقيم المدرجة التي تزامنت مع عمليات تصحيح أسعار الأسهم منذ شهر أبريل 2008.¹ ويعزى خروج المستثمرين الأجنبى إلى ارتفاع درجة الخوف والهلع الذي أصاب البورصات الأوربية وبورصة (وول ستريت) من جراء الإعلان عن إفلاس بنك (ليمان برادرز) الأمريكية، مما ساهم في انعدام الثقة في السوق المالي المغربي وفي قدرة البورصة على الاستمرار في الصعود دون حدوث موجة تصحيحية قبل أبريل 2008 التي كانت يتوقعها المستثمرون والمهتمون منذ بداية 2007 بسبب تضخم في أسعار الأسهم المدرجة بالسوق.

فعدم وقوع تصحيح في أسعار الأسهم منذ بداية 2007 إلى أبريل 2008 أدى بالمستثمرين الأجنبى بتسريع عمليات البيع في السوق المغربي بشكل مبكر وممنهج، حيث ابتدأت هذه العملية في شهر أبريل 2008، مما جعل أهم المستثمرين المحليين في البورصة، يتوقعون اقتراب موعد الموجة التصحيحية ويقتصرون في تعاملاتهم على عمليات مضاربة تقوم على أساس شراء وبيع سريع للأسهم وتحصيل الأرباح.

وبالفعل فقد وقعت عدة عمليات لتصحيح أسعار الأسهم في السوق المغربية منذ أبريل 2008 من خلال تقديم عدد كبير من العروض العمومية للسحب Rachat من طرف الشركات التي عرفت أسهمها ارتفاعات كبيرة جدا ما بين 2007 إلى أبريل 2008 بهدف إرجاع أسعار الأسهم إلى وضعها الحقيقي. وموازة مع ذلك فإن وقع الأزمة العالمية كانت له تأثيرات مباشرة على القطاع العقاري وقد اتضح ذلك بجلاء من خلال انخفاض مبيعات الإسمنت في عدد من المدن الكبرى بالمغرب وتراجع أثمان مواد البناء والتجهيز فزاد من إمكانية حدوث أزمة التصحيح في البورصة المغربية تزامنا مع الأزمة العالمية.

وهكذا فقد ترجمة مسألة إقرار وقوع آثار وتداعيات سلبية للأزمة العالمية على الاقتصاد المغربي بصفة عامة من خلال إنشاء لجنة اليقظة الإستراتيجية في جانفي 2009 المتكونة من القطاع الحكومي والخاص* لوضع الاستراتيجيات اللازمة لحماية قطاعات الصناعة والسياحة وتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج والفوسفاط والحفاظ على مناصب الشغل واتخاذ تدابير على مستوى الضمانات المالية والدعم التجاري في أفق

1 عمر العسري، البورصات المغربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية (بورصة الدار البيضاء نموذجاً في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغربي)، دكتوراه في العلوم المالية، جامعة محمد الخامس السويسي، الرباط - المملكة المغربية، ص 196.

* وتضم هذه اللجنة الوزراء المكلفين بالقطاعات المعنية والوالي بنك المغرب والمقاولات المثلة في الاتحاد العام لمقاولات المغرب والأبنك المثلة من قبل المجموعة المهنية لبنوك المغرب والجمعيات والفدراليات المهنية.

وتم موازة مع ذلك تشكيل لجن متخصصة هم على الخصوص قطاعات الصناعة والسياحة والفوسفاط والقطاع المتعلق بالجمالية المغربية بالخارج.

الحفاظ على مؤهلات الاقتصاد الوطني، خصوصا بالنسبة للقطاعات المصدرة المستهدفة بشكل أكثر، وكذا القيام بالإجراءات التي يتعين اتخاذها لدعم هذه القطاعات المعرضة لتداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية. لقد ساهمت الأزمة العالمية الحالية في التأثير بشكل محدود على أداء الأسواق المالية المغربية نتيجة لانتشار الخوف والقلق الذي حيم على المستثمرين المحليين والأجانب، وانساب الاستثمارات الأجنبية رغم قلة حجمها. وهكذا يتبين بوضوح أنه رغم الجهود التي قامت بها الدولة من أجل إصلاح بورصة القيم الدار البيضاء منذ سنة 1993، فإنها لم تستطع وضع الإطار المناسب لهذا المرفق الذي لا زال لم يتموقع بصفة مناسبة ضمن مكونات الاقتصاد المغربي رغم التجارب التي مر بها منذ تأسيسه سنة 1929، وكذا التعديلات المتعددة والمتوالية في إطار الإصلاح الأخير لسنة 1993.

وتجدر الإشارة أنه كلما تعرضت بورصة الدار البيضاء إلى تراجع في نتائجها، إلا وتدخلت الدولة لإصلاحها، وكان ذلك خلال سنة 1998 و2002، ثم سنة 2004 وأخيرا في سنة 2009¹.

3. تدابير اتخاذها بنك المغرب 2008

لقد اتخذ بنك المغرب جملة من التدابير، غير أنها في نظر الكثيرين لن تغني عن تفادي انعكاسات الأزمة العالمية.

ويبدو أن بنك المغرب ظل حذرا منذ ظهور أولى شرارات الأزمة العالمية في صيف سنة 2007، وقد تجلت آنذاك كأزمة مرتبطة بالرهون العقارية، وزاد حذره مع ملاحظة ارتفاع نسبة التضخم من 1.8 إلى ما بين 3.6 و3.9 بالمائة، مما يدلّ أن الاقتصاد الوطني يسير نحو أداء يفوق قدراته الحقيقية، وهو ما دفع والي بنك المغرب إلى الإقرار برفع سعر الفائدة الرئيسية، وأدى بالتالي إلى اتساع القروض البنكية بشكل خطير، إذ ارتفعت إلى 40 بالمائة منذ 2007 وبنسبة 26 بالمائة سنة 2008، وهي قروض لم تقتصر على العقار وإنما مست قطاعات أخرى، مما شجع البعض على التصريح بعدم الخوف من انعكاسات الأزمة العالمية على المغرب. وكان لزاما من أجل كبح جماح حركية القروض والتضخم أيضا، الذي يفضي إلى ارتفاع الأسعار والزيادة فيها، أن يطالب المواطنون برفع الأجور، وهذا ما أدخل بلادنا في دوامة العلاقة بين الأسعار والمداحيل ولتجاوز احتداد هذه المطالبة تمّ رفع سعر الفائدة الرئيسية التي أضحت مفروضة للحفاظ على سعر صرف الدرهم بالخارج، لكي لا يشكل انخفاضه عائقا في وجه الصادرات وتنافسية الاقتصاد الوطني على الصعيد العالمي، سيما وأن احتياطي المغرب من العملة الصعبة قد تراجع بفعل ارتفاع أسعار النفط والغذاء، لكن دون

1 نفس المرجع السابق، ص 196-197.

أي اختلال ورغم اتخاذ مثل هذه الإجراءات فإنها لا تغني المغرب عن الاستعداد لمواجهة انعكاسات الأزمة العالمية الحالية على الاقتصاد الوطني¹.

4. التوجهات الاستثمارية لدار البيضاء

عدلت مدينة الدار البيضاء عاصمة المغرب الاقتصادية خططها للترويج للاستثمار عبر إعادة التوجه نحو الخليج العربي وأميركا اللاتينية بدلا من التركيز على أوروبا التي باتت تجتاز أوضاعا مالية صعبة. وقال "حميد بلفضيل" مدير المركز الجهوي للاستثمار في الدار البيضاء: «هذه المناطق أقل تأثرا بالأزمة المالية العالمية، وبممكنها أن تستفيد من الفرص التي تتيحها ديناميكية الاقتصاد المغربي، بالإضافة إلى الموقع الذي يحتله المغرب كبوابة نحو إفريقيا التي تعتبر من المناطق الأكثر جاذبية والأقوى نموا في العالم، وذلك من خلال العلاقات الجيدة للمغرب مع الدول الإفريقية، وبالاعتماد على شبكات المصارف وشركات التأمين المغربية في أفريقيا و خبرة رجال الأعمال المغاربة في أسواق هذه الدول».

كما قال بلفضيل لـ«الشرق الأوسط»، إن الدار البيضاء تسعى إلى الاستفادة من الوضع الجديد للمغرب كشريك استراتيجي ومرشح لعضوية مجلس التعاون الخليجي من أجل تعزيز الاندماج الاقتصادي بين المغرب وبلدان الخليج عبر الاستثمارات المشتركة.

وأضاف بلفضيل: «بالنسبة للاستثمارات الخليجية نسعى إلى استقطاب القطاعات الاقتصادية القوية والمتطورة في بلدان الخليج، وليس فقط المحافظ الاستثمارية المالية، خصوصا أن دول الخليج طورت قطاعات اقتصادية قوية في مجال الصناعات الغذائية، التقنيات الحديثة، القطاع المصرفي والمالي، الصناعات الصيدلانية، صناعات الألمنيوم، البلاستيك والمنتجات النفطية التي نسعى إلى استقطابها لتتوسع في المغرب وتتخذ منصة للتصدير والتوسع في الأسواق الأفريقية».

وأشار بلفضيل إلى أن المركز الجهوي للاستثمار في الدار البيضاء (هيئة ترويج الاستثمار) يسعى إلى جذب المستثمرين المهتمين بمنافذ الاستثمار في المغرب من خلال اتصالات فردية ولقاءات ثنائية سواء في المغرب أو في بلدان الخليج، وأنه وضع خطة ترويجية موجهة لاستقطاب هؤلاء المستثمرين ومساعدتهم على تحقيق مشاريعهم في المغرب².

1 إدريس ولد القابلة، <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=151686>، تاريخ النصف 2012/04/29.

2 بدون مؤلف، منتدى dic، <http://www.diconline.org/NewsDetails.aspx?id=28863&language=en>، تاريخ النصف

ثانيا: آثار الربيع العربي على بورصة دار البيضاء

عبر ما يسمى بـ "الربيع العربي" عن مستويات عالية من الاحتقان والغضب الناتج عن علاقة مأزومة بين شعوب عربية ونُظُمها الحاكمة بسبب تركُّز السلطة السياسية والاقتصادية بأيدي قلة قليلة، ذلك التآزم الذي يظهر في تجليات معيشية وسياسية، ولكنه يستبطنُ خلا اجتماعيا و مجتمعا ويفتح البابَ على خياراتٍ فكرية جدلية، أما على المستوى البنيوي فثمة خلل فكري و تدبُّبٌ بين الديمقراطية و الفكر الديني يتبعه خللٌ سياسي، يتجلى في غياب القيادة القوية ذات الطابع الوطني أو القومي، كما كان الحال في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي.

فالحالة الفكرية، الاجتماعية والسياسية في «أقطار الربيع العربي»، ولعل أهمها مصر، وبدرجة ملحوظة تونس، وكذلك ليبيا، وأقلُّ منها اليمن، وليست سورية بأقل انقساما، هذه الحالةُ تحاول التبلور والصلوورة، ولا تقتصر هذه الحالة على الأقطار المذكورة، بل يكاد يعم المنطقة العربية كلها لاشتراكها في مؤثرات تاريخية وثقافية متقاربة، وإذا صحَّ هذا الوصف للمشكلة وعمقها فإن التنبؤ بقدرة هذه المجتمعات على إعادة تشكيل نفسها، من حيث الوقت و التكاليف والاتجاهات ليس بالأمر السهل¹.

أولا: انعكاسات الربيع العربي على الإصلاحات

كثفت الاضطرابات السياسية في العالم العربي الضغط على حكومات المنطقة لتعزيز النمو الاقتصادي وتوفير الوظائف، ويتطلب ذلك إصلاحات اقتصادية لكن الحكومات في الوقت الحالي على الأقل أضحت أكثر استعدادا لدراسة كثير من الإصلاحات خشية إثارة غضب شعبي ضد النخبة في قطاع الأعمال، ومخاوف من أن يضر أي تغيير للسياسات بمستويات المعيشة على المدى القصير².

وستتطرق فيما يلي إلى النظرة المستقبلية لأهم للإصلاحات الرئيسية في دولة المغرب:³

جاء البرنامج الحكومي لسنة 2012 هادفا إلى توطيد مسلسل بناء مجتمع متوازن، متماسك، مستقر متضامن ومزدهر يضمن العيش الكريم للمواطنات والمواطنين، و الرعاية الخاصة للمغاربة المقيمين في الخارج، وقائم على تنمية الطبقة الوسطى بتوفير الشروط اللازمة لإنتاج الثروة وتحقيق التضامن بين مختلف شرائحه وذلك وفق خمس توجهات كبرى هي:

أولا: تعزيز الهوية الوطنية الموحدّة وصيانة تلاحم وتنوع مكوناتها والانفتاح على الثقافات والحضارات:

1 بدون مؤلف، <http://elaph.mobi/elaph/727534/>، تاريخ الاطلاع 2012/04/18.

2 زايريس، <http://maghress.com/zapress/9997>، تاريخ التصفح 2012/04/18.

3 الإله بنكيران، تصريح حكومي، <http://www.marocway.com/ar/2012/01/19>، تاريخ التصفح 2012/04/21.

إن ما ورد في الديباجة الدستورية يمثل الإطار العام لأهداف السياسة العمومية في قضايا الهوية والقيم عبر العمل على سلسلة محاور أهمها:

- 1- التثبث بالمرجعية الدينية للمملكة وتعزيز المواطنة المسؤولة ؛
- 2- إطلاق سياسة لغوية مندمجة لتقوية النسيج اللغوي الوطني والانفتاح على اللغات الأجنبية ؛
- 3- اعتماد سياسات ثقافية، إعلامية و فنية تعزز الهوية المغربية وقائمة على المواطنة والحرية والمسؤولية والإبداع ؛

ثانيا: ترسيخ دولة القانون، الجهوية المتقدمة و الحكامة الرشيدة الضامنة للكرامة، الحقوق، الحريات، الأمن والقائمة على المواطنة الحقة وربط المسؤولية بالمحاسبة والحقوق بالواجبات:

إن الدستور الجديد محطة متميزة في مسار البناء الديمقراطي لبلاد ومن أولويات الحكومة العمل على ترسيخ هذا المسار وذلك من خلال مواصلة بناء الدولة الديمقراطية ومحاربة الاختلالات وأوجه الفساد من خلال التزليل التشاركي والديمقراطي لمقتضيات الدستور والجهوية المتقدمة وإصلاح الإدارة وتكريس استقلالية السلطة القضائية وفعاليتها.

ثالثا: مواصلة بناء اقتصاد وطني قوي متنوع الروافد القطاعية والجهوية وتنافسي ومنتج للثروة وللشغل اللائق وسياسة اقتصادية ضامنة للتوزيع العادل لثمار النمو، و يتم هذا عبر مايلي:

1. تعزيز الحكامة الاقتصادية والمالية والتوازنات الماكرو- اقتصادية وتمويل الاقتصاد؛
2. تطوير القطاعات الإنتاجية المدرة لفرص الشغل و تنمية العالم القروي ؛
3. التدبير المستدام و المسؤول للبيئة والموارد الطبيعية؛
4. تطوير الاقتصاد الاجتماعي والتضامني ودعم المقاولات الصغرى والمتوسطة؛
5. توفير البنيات التحتية واللوجستيك وتأهيل الموارد البشرية اللازمة لتحسين تنافسية الاقتصاد من خلال أهم النقاط مايلي:

- مواصلة انجاز الأوراش الكبرى و تطوير البنيات التحتية و اللوجستية؛
- تنمية التكوين المهني لمواكبة متطلبات الاستراتيجيات القطاعية والأوراش الكبرى؛
- الرفع من وتيرة برنامج محاربة الأمية وإعادة الثقة في المدرسة العمومية و تهيئة الظروف المناسبة للطلبة؛
- محاربة البطالة وإنعاش التشغيل؛
- العناية بالأسرة والمرأة والطفولة.

رابعا: تطوير وتفعيل البرامج الاجتماعية. بما يضمن الولوج العادل إلى الخدمات الأساسية خصوصا التعليم والصحة والسكن، ويكرس التضامن وتكافؤ الفرص بين الأفراد والفئات والأجيال والجهات.

خامسا: تعزيز التفاعل الايجابي مع المحيط الجهوي والعالمي وتقوية الأداء العمومي لخدمة المغاربة المقيمين في الخارج و قال عبد الإله بنكيران رئيس الحكومة يوم الخميس 19 جانفي 2012 أمام أعضاء غرفتي البرلمان في هذا الصدد:

"سجلت الدبلوماسية المغربية بفضل الرؤية المتبصرة لصاحب الجلالة الملك محمد السادس نصره الله، وعلى هدي مبادئها الثابتة وهويتها العريقة المبنية على الحكمة والتبصر والاعتدال، مكتسبات مهمة وملموسة تتعهد الحكومة بثمنينها وتعزيزها من خلال توطيد التوجهات الكبرى للسياسة الخارجية للمملكة وتقوية المكانة المحترمة التي تتوفر عليها و ترسيخ المصادقية والدور الفاعل والتميز والمعتبر الذي تحظى به بلادنا على الصعيد الدولي.

وستعمل الحكومة على تجسيد المبادئ الدستورية المتعلقة بالسياسة الخارجية للمملكة بمختلف تجلياتها ودوائرها وتحقيق تفاعل إيجابي مع الأحداث الإقليمية والدولية، مما سيكرس مكائنها كأداة للابتكار.

ثانيا: انعكاسات الربيع العربي:

وقف محتج الربيع العربي مندهشين على الأرجح من الآثار البعيدة المدى لما قاموا به في وقت مبكر من سنة 2011، ورغم أن المطالب في تونس و مصر كانت مركزة بشكل مباشر على تحسين الوضع الاقتصادي والسياسي على المدى الطويل، فقد كان لها أيضا تأثير مباشر على آفاق الاستثمار في بلدين يشكلان دفة جغرافية للشرق الأوسط، و هما المغرب والعراق.

في الواقع، قد يكون المستفيدون من الربيع العربي على المدى القريب هم أولئك الأكثر بعدا عن الاحتجاجات الكثيفة، و يعد المغرب من بين المستفيدين الأوائل من الربيع العربي بوضعه برامج قوي لجذب المستثمرين وكان المغرب ذي الملك الشعبي الذي ساد على مدى السنوات الإثنتي عشر الماضية محققا سجلا من الإصلاحات الهائلة التي تستهدف تحديث الاقتصاد، قد استغل الاضطرابات الخارجية عبر تبني دستور محفز للاستقرار، والذي بدأ يؤتي ثمارها بالفعل فلم تكن قدرة المغرب على إلتقاط حركات الاستثمار من مد وجزر في أعقاب الربيع العربي بالمفاجئة، إذ اتبعت البلاد تحت قيادة الملك الحالي محمد السادس تحورا اقتصاديا قويا حقق نتائج إيجابية واضحة، بما في ذلك سوق إحداث سوق اتصالات تنافسية بثلاث شركات مرخصة عقب حوصصة هذه الصناعة في التسعينات، إلى جانب ازدهار منطقة طنجة الحرة التي جلبت 475 شركة عالمية إلى ميناء البلاد المتوسطي الرئيسي.

و في سنة 2008، وقع مصنع السيارات رينو- نيسان اتفاقا لبدء تشييد مجمع صناعي واسع في منطقة طنجة الحرة بتكلفة تقدر بما يقرب من 700 مليون أورو (مليار دولار أمريكي)، ما يشكل واحدا من أكبر الاستثمارات في القارة الأفريقية، و وفقا لجاك شوفي Jacques Chauvet، رئيس عمليات رينو في أوروبا والشرق الأوسط و إفريقيا، فإن سوق المغرب الاستهلاكية المحلية المتنامية وقربه الاستراتيجي من مختلف البلدان الأوروبية والإفريقية، إلى جانب بنيته التحتية الوثيقة وميزتي اليد العاملة الكثيفة والتكلفة هو ما جعل الاستثمار في صالحها، وهكذا فإن المغرب كان يبرز كوجهة جذابة للاستثمار الأجنبي المباشر حتى قبل أحداث الربيع

1

العربي .

و يفيد بعض المراقبين أن المشاعر الثورية في تونس، مصر، ليبيا وسوريا دفعت المغرب إلى مضاعفة تركيزه على جذب الاستثمار، ومع مرور الأشهر الأولى من الربيع العربي و رد الطغاة في جميع أنحاء المنطقة على الاحتجاجات عبر تنازلات مخيبة بقي المغرب في الطليعة، و هذا بعد تأكيد الملك محمد السادس على أن بلاده مهد للاستقرار في المنطقة، فقد دفع بإصلاحات دستورية زادت من تعزيز جاذبية المغرب الاستثمارية وأعلن في أعقاب الاحتجاجات السلمية ل 20 من فيفري 2011 بداية لحوار من شأنه تغيير دستور البلاد فقد كان لخطابه غير المسبوق في المنطقة من حيث تقديم تنازلات واضحة وكبيرة للمحتجين المغاربة وغيرهم وتلقى المستثمرون إشارة قوية من خلال بيانه:

" سنعمل على تعزيزها بمواصلة النهوض بالإصلاح الشامل... و سنحرص على قيام كل المؤسسات و الهيئات بالدور المنوط بها على الوجه الأكمل، و الالتزام بالحكامة الجيدة ."

إذ انتظر المستثمرون تقديم تنازلات أخرى، وكانوا على ثقة بأن ذلك لم يكن وعدا فارغا بتاتا.

تلقت هذه الخطبة والخطب التي تلتها استقبالا جيدا من المستثمرين الراصدين لرمال الربيع العربي المتحركة، و أفاد استطلاع أجرته وحدة الاستخبارات الاقتصادية في جويلية و أوت 2011 أن 46 في المئة من المستجيبين قالوا إن عدم الاستقرار السياسي يشكل أكبر عائق لممارسة الأعمال التجارية في مصر، مقارنة ب 14 في المئة فقط في المغرب، وعلاوة على ذلك أثنى صندوق النقد الدولي في مهمة جويلية و أوت 2011 إلى المغرب، على الإصلاحات الحكومية المتواصلة "سوف تعزز - الإصلاحات- الجهود المبذولة لتعزيز

1Hogg Christopher، Memon r، Taylor Valore، وأعضاء من قسم لودر ل 2013،

تاريخ، http://knowledge.wharton.upenn.edu/arabic/article.cfm?articleid=2765&language_id=6،

التصفح: 2012/04/18.

الإصلاحات الهيكلية وتعزيز النمو على المدى المتوسط"، و يبدو أن المغرب بالفعل قد حقق نجاحا في استخدام الإصلاح السياسي كمحفز لتحسين تصورات المستثمرين عن الاستقرار السياسي في البلاد. و قد أتت هذه الحسابات السياسية وسنوات من العمل على موقعة المغرب كوجهة استثمارية جذابة من حيث الآفاق الاقتصادية خلال الربيع العربي، و كمثل على فوز للبلاد، أعلن غي هاتشي GuyHachey الرئيس والمدير التنفيذي لشركة الطيران بومباردي **Bombardier Aerospace** ثالث أكبر مصنع طائرات في العالم، في ماي أن المغرب قد يفوز باستثمار صناع كبير في منافسة مع لاعبين إقليميين آخرين، و هو تصريح يشيد باستقرار الحكومة المغربية والجهود المبذولة في سبيل الإصلاح، كما أشار هاتشي أن ذلك يسمح لبومباردي بالاستثمار بثقة".

وكان مكتب المحاماة الدولي آلن وأوفري **Allen & Overy** قد أعطى تقييما ماثلا، فبعد عدة أشهر من عملية تقييم أفضل مسار للتوسع في أفريقيا، قررت الشركة تأسيس مكتب لها في المغرب في جويلية و أوت 2011، وأشار ويم ديدجونغ **Wim Dejonghe** الشريك الإداري إلى كون "الاستقرار المثالي" للبلاد مقارنة مع دول أخرى هو الدافع لهذا القرار، و يعتبر بومباردي وآلن و أوفري جزءا من اتجاه، حيث يرى المستثمرون المغرب باهتمام متجدد بالمقارنة مع جيرانه المحتجين، و قد لاحظ مؤشر كلوبال فانتشر كاييتال وبرايفت اكوييتي كاتري **Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness** أن ارتفاع مرتبة جاذبية المغرب الإجمالية خلال الربعين الأول والثاني من عام 2011 والأهم من ذلك أن هذا الاتجاه التصاعدي في الجاذبية ينعكس في حجم مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يدخل المغرب، مقارنة مع نظرائه من دول شمال أفريقيا و الشرق الأوسط، و حسب تقرير المرصد المتوسطي للاستثمار والشراكة للربع الأول من 2011، فإن المغرب هي الدولة الوحيدة في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (باستثناء العراق ودول الخليج) الذي سجل زيادات كبيرة على مدى سنوات (61 في المئة) فيما يخص إعلانات مشروع الاستثمار الأجنبي المباشر خلال النصف الأول من 2011، هذا بالمقارنة مع انخفاض بنسب مدمرة 35 في المئة و 43 في المئة في مصر وتونس على التوالي¹

كما أكدت الشبكة الأورو متوسطة للتنمية الاقتصادية في البحر الأبيض المتوسط أن المغرب استقطب نحو 100 مستثمر أجنبي منذ انطلاق الثورات العربية، مستفيدا من انعدام الاستقرار السياسي والأمني في الدول المعنية بهذه الثورات خصوصا مصر وتونس، وأضاف تقرير الشبكة الأورومتوسطية، أن الثورات التي عرفتها

1 نفس المرجع السابق.

مجموعة من الدول العربية غيرت وجهة الاستثمارات الأجنبية نحو كل من المغرب وتركيا، وعرف المغرب وفق ذات التقرير نموا بنسبة 15 بالمائة في تدفق الاستثمارات واستقطب 100 مشروع استثماري جديد.

وعلاقة بالموضوع فحسب التقرير السنوي الذي يرصد نشاط أعمال الشركات وخاصة المغربية، فقد رصد هذا الأخير ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء، والذي نتج عن تحسن أسعار المواد الأولية وأسعار النفط بالأسواق العالمية، مما ساعد الشركات المغربية العاملة في قطاعات المناجم والطاقة والمعادن على زيادة في عائداتها بأكثر من 1,3 مليار دولار، وما زاد من قيمة الأسهم .

وحسب جريدة بيان اليوم فإن المغرب يسعى إلى مضاعفة عدد الشركات المسجلة في بورصة الدار البيضاء بحلول سنة 2015، وزيادة عدد المستثمرين الأفراد، ليصل إلى حوالي 500 ألف، حتى تصبح ثاني أكبر سوق للأسهم في إفريقيا، بعد بورصة جنوب إفريقيا.

ويرى متتبعون أن الاحتجاجات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ربما تكون قلصت فرص إصدارات الطرح العام الأولي في البورصة، إذ سجل تراجعاً في أحجام التداول بسبب الأجانب، لأنهم عادة ما ينظرون إلى المنطقة بأكملها كوحدة واحدة، رغم أنها ليست كذلك¹.

وحسب القطاعات أشار بلفضيل إلى أن قطاع البناء والأشغال العامة يستقطب 42 في المئة من الاستثمارات في الدار البيضاء، والقطاع الصناعي 15 في المئة، وقطاع الخدمات 13 في المئة، وقطاع التجارة 7 في المائة، بينما يستقطب القطاع السياحي 24 في المئة²، لأن البلد مازالت تستقطب بشكل مستقر نوعاً ما من منظمي الرحلات السياحية، و الفرنسية بالدرجة الأولى، ويرجح هذا الاستقرار إلى عدم تطور المظاهرات في المغرب كما وقع في تونس و مصر³،

وبخصوص العقارات الموجهة للاستثمار أشار بلفضيل إلى إطلاق عدة مشاريع ضخمة لإنشاء مناطق صناعية في ضواحي الدار البيضاء، منها المنطقة الصناعية الحرة في طور الإنجاز (النواصر) ومساحتها 120 هكتاراً، ومنطقة صناعية أخرى مساحتها 80 هكتاراً في أولاد صالح، والمنطقة الصناعية مديونة التي تتولى إنجازها شركة خاصة على مساحة 800 هكتار، بالإضافة إلى مشروع المنطقة اللوجيستكية في المحمدية⁴.

1 بدون مؤلف، منتدى يا بلادي، <http://ar.yabiladi.com/articles/details/8230>، تاريخ التصفح: 2012/04/18.

2 بدون مؤلف، منتدى dic، مرجع سبق ذكره.

3 بدون مؤلف، شبكة الشامل، http://chaamel.blogspot.com/2012/03/blog-post_1089.html، تاريخ التصفح:

2012/04/18.

4 بدون مؤلف، منتدى dic، مرجع سبق ذكره.

و على العموم استعمل المغرب إستراتيجية حريصة لاجتذاب الاستثمارات على مدى العقد الماضي وأكد على قدرتها على اغتنام الفرص خلال الربيع العربي كما أكدت الإصلاحات السياسية المصممة جيدا أن البلاد مركز للاستقرار السياسي و أوضحت التقارير الأولية بشأن الاستثمار الأجنبي المباشر أن البلاد سجلت نموا كبيرا في الاستثمار خلال الربع الأول من عام 2011¹.

ثالثا: تحديات بورصة دار البيضاء:

على الرغم من أن الربيع العربي قد خلق فرصا استثمارية جديدة أمام المغرب، إلا أنه مازال يواجه تحديات متزايدة لتعزيز الميزة النسبية التي كسبها في النصف الأول من عام 2011. ومع بدء الاستقرار في البلدان المجاورة سوف يصبح من المهم مواجهة تحدياته وجها لوجه، لأن المستثمرين في الأسهم العامة لازالوا يشعرون بالقلق حيال البورصة في البلاد، نظرا لتعويم المتداولة الخفيف والتركيز الكبير لاستثمار شركة الملك القابضة التي سيطرت حتى وقت قريب بشكل غير مباشر على ما يقرب من 50 في المئة من بورصة الدار البيضاء، وعلاوة على ذلك فإن القيود المفروضة على حرية تدفق الأموال تجعل من الصعب على الشركات متعددة الجنسيات العمل بحرية ونقل الأموال خارج البلاد.

على الرغم من أن المغرب قد اكتسب مصداقية نسبية في ضوء الاضطرابات الحاصلة، إلا أنه مازال يعاني من التحيز المرتبط بالاستثمار في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، كما يتعثر المغرب على غرار العديد من نظرائه في مختلف أنحاء العالم العربي، باستمرار أمام ارتفاع البطالة ورأس المال البشري المتخلف².

1 Christopher Hogg، r Memon، Valore Taylor وأعضاء من قسم لودر ل 2013، مرجع سبق ذكره .

2 نفس المرجع السابق.

المبحث الثاني: اختيار القطاعات والشركات لتشكيل حافظة

بعد مناقشة وعرض مختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بحافظة الأوراق المالية، ونظرياتها في الفصول السابقة، نخصص هذا الفصل وما يليه للجانب التطبيقي المتعلق بتشكيل حافظة الأوراق المالية، وذلك بدراسة القطاعات والشركات المدرجة ببورصة دار البيضاء، وإختيار أفضلها من أجل قياس أدائها للإجابة عن التساؤلات التالية:

- هل يساهم الأصل بدون خطر في تحسن أداء حافظة الأوراق المالية
- يتم اختيار إستراتيجية إدارة حافظة الأوراق المالية حسب طبيعة السوق و سلوك المستثمر.
- يعتبر مؤشر ترينر و شارب أهم مؤشرا يمكن الاعتماد عليهما في قياس أداء حافظة الأوراق المالية.

المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة

أولا: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في القطاعات والشركات المدرجة في بورصة دار البيضاء التي حققت أعلى نموا في سنة 2011،

ثانيا: تصميم دراسة الحالة:

سنتناول فيما يلي تشكيل حافظة الأوراق المالية، و التعرض لخصائص مكوناتها سواء كانت أسهم أو سندات مسعرة في بورصة دار البيضاء في سنة 2011، و نهدف من هذا العمل إلى الوصول ما يحتويه الواقع بعد التطرق إلى الجانب النظري، و للوصول إلى هذا الهدف نمر بالمراحل التالية:

- الاستناد على البيانات الأسبوعية المنشورة بخصوص الأسهم و السندات
- حساب عائد كل القيم المنقولة التي تمثل الحافظة ؛
- حساب الانحراف المعياري للقيم المنقولة؛
- حساب عائد الحافظة؛
- حساب خطر الحافظة؛
- حساب عائد مؤشر السوق؛
- حساب خطر الخاص بسوق؛
- قياس أداء حافظة الأوراق المالية من خلال حساب مؤشر ترينر و جونسون؛
- حساب العائد المعوض عن المخاطر.

المطلب الثاني: اختيار القطاعات و الشركات

أولاً: اختيار القطاعات

تم اختيار القطاعات المناسبة لتشكيل حافظة الأوراق المالية في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة وفق تصريح كريم حجي المدير العام لبورصة دار البيضاء، و الذي نص على التالي:

"بالرغم أن البورصة أنهت سنة 2011 على انخفاض شمل أساسا مؤشرها الأساسي (مازي) بنسبة 12,86 بالمئة.

إلا أن هناك خمس قطاعات سجلت نتائج إيجابية وارتفاعات منها المناجم (زائد 95,46 بالمئة) والبتروال والغاز (زائد 16,27 بالمئة)، والتأمينات (زائد 14,57 بالمئة)، والصناعة الصيدلية (زائد 9,73 بالمئة)، التجهيزات في حدود 4 بالمئة.

و من هذا المنطلق تم اختيار قطاع المناجم، قطاع البتروال و الغاز، قطاع التأمينات و قطاع الصيدلية .

ثانياً: اختيار الشركات

تم الاختيار أفضل الشركات في كل قطاع من خلال دراسة كل الشركات من حيث رأس المال النتيجة الصافية، عدد الأسهم و الأرباح الموزعة كما أنها أكثر تسعيراً في بورصة دار البيضاء في سنة 2011 وبهذا وقع الاختيار على الشركات التالية:

في قطاع المناجم تم اختيار شركتين هما شركة المناجم و شركة إميطير و يرجع هذا للارتفاع المحقق في هذا القطاع المقدر ب 95.46%.

أما في قطاع النفط و الغاز فتم اختيار شركة سامير، و في ما يخص قطاع التأمينات فوقع الاختيار على شركة الوفاء، و في الأخير شركة سوطيما في قطاع الصيدلية

المطلب الثالث: تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من أسهم فقط

تم إختيار خمسة شركات مدرجة في بورصة دار البيضاء لتشكيل حافظة أسهم، تتمثل هذه الشركات و عدد الأسهم المراد الاستثمار فيها فيما يلي:

- أسهم شركة إميطير رمز لها بx1، و يتمثل عدد الأسهم المراد الاستثمار فيها ب 4 أسهم؛
- أسهم شركة تأمين الوفاء تأخذ رمز x2، و يتمثل عدد الأسهم المستثمر فيها ب 3؛
- أسهم سوطيما يرمز لها بx3، و يقدر عدد أسهمها بسهم واحد؛
- أسهم شركة المناجم رمز لها بx4، و يتمثل عدد الأسهم المستثمرة فيها ب 5 أسهم؛

- أسهم شركة سامير يشار إليها ب X5، يتمثل عدد الأسهم المراد الاستثمار فيها بسهمين.

أولاً: حساب العائد و المخاطرة لأسهم الشركات

من خلال قيم العوائد الأسبوعية للأسهم التي تصدرها هذه الشركات، تم حساب الوسط الحسابي

و الذي يمثل عائد الأسهم، والانحراف المعياري والذي يمثل مخاطرة الأسهم، و يمكن توضيح ذلك من خلال

الجدول التالي:

الجدول رقم (3-1): الوسط الحسابي و الانحراف المعياري لأسهم حافظة الأوراق المالية

الشركات	مناجم	سامير	سوطيما	تأمين الوفاء	إميطير
الوسط الحسابي	0,005660947	0,000660155	5,16721E-06	0,00125311	0,00394683
الانحراف المعياري	0,000774424	0,000170792	7,54782E-05	0,00015955	0,00084596

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الملاحق، و اعتمادا على برنامج exelle.

من خلال الجدول نلاحظ أن عائد أسهم شركة مناجم أعلى من الأسهم الأخرى، و عائد أسهم شركة سوطيما هو الأقل بين الأسهم، و بالمقابل فإن المخاطرة في أسهم شركة مناجم أعلى من المخاطرة في أسهم شركة سوطيما لارتفاع انحرافه المعياري، وهذا ما يتفق مع العلاقة الطردية بين العوائد والمخاطر، أي الموازنة بين العوائد والمخاطر.

ثانياً: حساب معامل الارتباط بين عوائد الأسهم

عند تشكيل الحافظة لا يكفي قياس العائد و المخاطرة الأسهم، و لذلك يجب مراعاة معامل الارتباط

بين عوائد الأسهم المختارة، و يمكن توضيح ذلك في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-2): معامل الارتباط بين أسهم الشركات المختارة

الشركات	إميطير	تأمين الوفاء	سوطيما	المناجم	سامير
إميطير	1	-0,07181615	-0,20662808	0,585048966	0,152555476
تأمين الوفاء	-0,07181615	1	0,08827459	0,086101262	0,062396696
سوطيما	-0,20662808	0,08827459	1	0,002046596	0,042618749
المناجم	0,585048966	0,086101262	0,002046596	1	0,17836575
سامير	0,152555476	0,062396696	0,042618749	0,17836575	1

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الملاحق، اعتمادا على برنامج exelle.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن شركة المناجم ترتبط بدرجة كبيرة مع الشركة إميطير، حيث نجد أن معامل الارتباط فيما بينهما موجب وقوي، بحيث تجاوز 50%، و يشير هذا إلى أن أي حركة لعائد إحدى الشركتين تتبعه حركة في نفس الاتجاه بالنسبة لعائد الشركة الأخرى، وهذا لا يفيد في تدنئة المخاطر غير النظامية.

كما نلاحظ من خلال الجدول أن شركة التأمين الوفاء ترتبط بشركة إميطير بمعامل ارتباط سالب حيث بلغ -7%، و كذلك شركة سوطيما فهي الأخرى ترتبط بشركة إميطير بمعامل ارتباط سالب، حيث نجد أن معامل الارتباط بين الشركتين هو 20 - %، ويدل هذا على أن الانخفاض في العائد المتولد عن أحد مكونات الحافظة يصحبه ارتفاع في العائد المتولد عن أحد أو كل المكونات الأخرى،

أما باقي الشركات فيربط بينها معامل ارتباط موجب و لكنه ضعيف جدا، و بالتالي فالحافظة المشكلة من أسهم هذه الشركات ستحقق مستوى متدني من المخاطر غير النظامية، ويمكن تفسير هذا الارتباط السالب أو الضئيل ما بين أسهم الشركات إلى تباعد القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المختارة (الاستقلالية).

ثالثا: حساب التباين المشترك بين عوائد أسهم الشركات

جدول رقم (3-3): التباين المشترك بين عوائد الأسهم

الشركات	إميطير	تأمين الوفاء	سوطيما	مناجم	سامير
إميطير	0,00311016	-0,00011201	-0,00038392	0,00155716	0,000301497
تأمين الوفاء	-0,00011201	0,000782088	8,22E-05	0,000114918	6,18E-05
سوطيما	-0,00038392	8,22E-05	0,001109974	3,25E-06	5,03E-05
المناجم	0,00155716	0,000114918	3,25E-06	0,002277718	0,000301667
سامير	0,000301497	6,18E-05	5,03E-05	0,000301667	0,001255824

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقا من بيانات الملاحق، إعتمادا على برنامج exelle.

رابعا: حساب العائد و المخاطرة الحافظة (p):

1. حساب عائد الحافظة (p):

$$E(R_p) = w_1E(RX_1) + w_2E(RX_2) + w_3E(RX_3) + w_4E(RX_4) + w_5E(RX_5)$$

$$E(R_p) = (4/15)(0,0148006) + (3/15)(0,00626553) + (1/15)(7,75081E-05) + (5/15)(0,01698284) + (2/15)(0,004951166)$$

$$E(R_p) = 0,0115262$$

و بالتالي فإن عائد الحافظة المشكلة هو 0,0115262 أي 1.15%.

2. حساب الانحراف المعياري للحافظة (P):

W: الوزن النسبي للأصل (نسبة الثروة المنفقة على الأصل المخطر).

r: معامل الارتباط.

C: التباين المشترك.

$$\sigma_p^2 = \sigma_{x1}^2 \times (w_{x1})^2 + \sigma_{x2}^2 \times (w_{x2})^2 + \sigma_{x3}^2 \times (w_{x3})^2 + \sigma_{x4}^2 \times (w_{x4})^2 + \sigma_{x5}^2 \times (w_{x5})^2 + 2((r_{12}^1 \times c_{12}^1 \times w_{x2} \times w_{x1}) + (r_{13}^1 \times c_{13}^1 \times w_{x1} \times w_{x2}) + (r_{14}^1 \times c_{14}^1 \times w_{x1} \times w_{x4}) + (r_{15}^1 \times c_{15}^1 \times w_{x1} \times w_{x5}) + (r_{23}^2 \times c_{23}^2 \times w_{x2} \times w_{x3}) + (r_{24}^2 \times c_{24}^2 \times w_{x2} \times w_{x4}) + (r_{25}^2 \times c_{25}^2 \times w_{x2} \times w_{x5}) + (r_{34}^3 \times c_{34}^3 \times w_{x3} \times w_{x4}) + (r_{35}^3 \times c_{35}^3 \times w_{x3} \times w_{x5}) + (r_{45}^4 \times c_{45}^4 \times w_{x4} \times w_{x5}))$$

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 = & (0.05632)^2 \times (4/15)^2 + (0.0282)^2 \times (3/15)^2 + (0.3364)^2 \times (1/15)^2 + \\ & (0.04820)^2 \times (5/15)^2 + (0.0357)^2 \times (2/15)^2 + 2 \times (-0.00011) \times (-0.07181) \\ & (4/15) (3/15) + (-0.00038) (0.2060) (4/15) (1/15) + (0.00155) (0.5850) \\ & (4/15) (5/15) + (0.00030) (0.1525) (4/15) (2/15) + (8.22E05) (0.0882) \\ & (1/15) (3/15) + (0.00011) (0.0861) (5/15) (3/15) + (6.18E05) (0.0623) \\ & (2/15) (3/15) + (3.25E-06) (0.0020) (1/15) (5/15) + (5.03E05) (0.04261) \\ & (2/15) (1/15) + (0.00030) (0.1783) (2/15) (5/15) \end{aligned}$$

$$\sigma_p^2 = 0,004040614$$

$$\sigma_p = 0,06356582$$

أي أن الانحراف المعياري للحافظة هو 6.35% .

المطب الرابع: تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من أسهم الحافظة (P) و أصل بدون خطر

إن الشركات المختارة لتكوين الحافظة المشكلة من أسهم و الأصل بدون خطر هي نفسها الشركات التي تكون أسهمها الحافظة المشكلة من أسهم فقط .

أولاً: حساب عائد و مخاطرة حافظة الأوراق المالية:

1. حساب عائد الحافظة: إن الحافظة المالية مكونة من أصلين، أصل بدون مخاطر والمتمثل في سندات و أصل مخطر، وافترضنا أن 52% من رأس المال خصص إلى الاستثمار في الأصل الخالي من الخطر بحيث أنه يمثل المتوسط الحسابي لمعدل فائدة السندات لسنة 2011 و هو 3.57%¹، أما باقي رأس المال فخصص للأصل المخطر.

و من هذا المنطلق يمكن حساب عائد الحافظة المالية كالتالي:

$$E(R)_p = W_m E(R)_m + (1 - W_m) R_f$$

$$E(R)_p = 0.58 \times 0.011 + 0.52 \times 0.0357$$

$$E(R)_p = 0.024$$

أي أن عائد الحافظة هو 2.4% .

2. حساب مخاطر الحافظة: بما أن خطر الحافظة المالية المكونة من أصلين أحدهما مخطر و الآخر خالي من الخطر هو مساوي لخطر الأصل المخطر فإن:

$$\sigma(R)_p^2 = W_m^2 \sigma(R)_m^2$$

$$\Rightarrow \sqrt{\sigma(R)_p^2} = \sqrt{W_m^2 \sigma(R)_m^2}$$

1 بنك المغرب، تقرير حول السياسة النقدية، العدد 21، 2011، ص: 37.

$$\Rightarrow \sigma(R)_p = W_m \sigma(R)_m$$

$$= 0.58 \times 0.063$$

$$= 0.036$$

نستنتج من خلال النتائج أن التنويع باستخدام الأصل بدون خطر ذو دلالة و هو ما يوضحه عائد و مخاطر الحافظة المشكلة من الأسهم و الأصل بدون خطر، بحيث ارتفع العائد من 1.15% إلى 2.4%، و انخفضت المخاطرة من 6.35% إلى 3.6% أي بما يقارب النصف و هو ما يتوافق مع أهداف المستثمر الذي يسعى لتعظيم العوائد و تدنئة المخاطر المرتبطة بها، و الجدول التالي يوضح باقي القيم عند توزيع الوزن النسبي بين الحافظة الخطرة (P) و الأصل بدون خطر

جدول رقم (3-4): عائد و مخاطر الحافظة (p) و الأصل بدون خطر

R_f	R_p	R_{wp}	σ_{rwp}
0%	100%	0,011	0,063
52%	58%	0,024944	0,03654
58%	52%	0,026426	0,03276
71%	29%	0,028537	0,01827
29%	71%	0,018163	0,00781
100%	0%	0,0357	0

المصدر: من إعداد الطالبة

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن عائد الحافظة المشكلة من أسهم فقط يساوي 1.1%، كما قدرت مخاطرها ب 6.3%، أما الحافظة المشكلة من الأصل بدون خطر فحققت عائد قدره 3.57% مع تحمل و لا مخاطرة،

هذا فيما يخص إعطاء الوزن الكامل للحافظة للأسهم تارة و تارة أخرى للأصل بدون خطر، أما في حالة توزيع وزن الحافظة بين حافظة الأسهم و الأصل بدون خطر فإننا توصلنا للنتائج التالية:

- إذا كان وزن حافظة الأسهم 58%، و الأصل بدون خطر 52%، فإن الحافظة ستحقق عائد قدره 2.49%، و مخاطرة قدرها 3.65%؛
- إذا كان وزن حافظة الأسهم 52%، و وزن الأصل بدون خطر 58%، فستدر الحافظة عائد قدره 2.64%، و مخاطرة بنسبة 3.27%؛

- إذا كان وزن حافظة الأسهم 29%، و وزن الأصل بدون خطر 71% فإننا سنحصل عائد قدره 2.85%، و مخاطرة قدرها 1.81% ؛
 - أما إذا كان وزن حافظة الأسهم 71%، و وزن الأصل بدون خطر 29% فستحقق الحافظة عائد قدره 1.81%، و مخاطرة قدرها 0.7% .
- و من خلال النتائج المتوصل إليها نستنتج أنه كلما أعطينا الوزن الأكبر للأصل بدون خطر كلما زاد العائد وانخفضت المخاطرة.

المبحث الثالث: قياس أداء حافظة الأوراق المالية

يعد قياس أداء الحافظة المالية المرحلة الأخيرة من سيرورة حافظة الأوراق المالية، و في هذا الصدد تعددت مداحل قياس أداء حافظة الأوراق المالية، و لكننا سوف نقتصر في قياس أداء الحافظة على مؤشر ترينر وجونسن.

المطلب الأول: قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر ترينر

يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير النظامية (الخاصة)، و بالتالي يتم فقط قياس المخاطر النظامية باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر الحافظة.

أولا: حساب معامل بيتا:

جدول رقم (3-5): حساب معامل بيتا للحافظة (p)

اسم الشركة	معامل بيتا B	m الوزن الاستثماري	Bi mi
X1	0.063	0.26	0,01638
X2	0.334	0.2	0,0668
X3	-0.144	0.07	0,01008-
X4	-0.0023	0.33	0,000759-
X5	0.430	0.13	0,0559
المجموع			0.128

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النتائج المتوصل إليها

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن بيتا الحافظة موجبة بحيث أنها تساوي 0.128، و إن دل هذا على شئ فهو يدل على أن الأصول المالية المكونة للحافظة أكثر تأثرا بدبذبات السوق.

ثانيا: حساب مؤشر ترينر:

يمثل عائد الأصل بدون خطر 3.57%.

سنقوم بحساب مؤشر ترينر بالمعادلة التالية:

$$r = \frac{RP - RF}{B}$$

$$r_1 = -0,19296875$$

$$r_2 = -0,14488147$$

$$r_3 = -0,13933293$$

$$r_4 = -0,19296875$$

$$r_5 = -0,3068882$$

- من خلال حساب مؤشر ترينر لكل المحافظ المشكلة تمكنا من الوصول إلى الحافظة التي تحقق أحسن أداء بتحقيقها أعلى معدل ترينر و هو -13%، و تمثلت هذه الحافظة في الحافظة الثالثة المكونة من 52% من حافظة الأسهم و 58% من الأصل بدون مخاطرة بتحقيقها عائد قدره 2.64% ومخاطرة بنسبة 3.27%.

المطلب الثاني: قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر جونسون

سيتم حساب مؤشر جونسون وفق المعادلة التالية:

$$\alpha = [(E(RP) - RF)] - B[Rm - RF]$$

عائد السوق يساوي 0,02% و هو سالب لأن البورصة أهدت سنة 2011 على انخفاض شمل أساسا مؤشرها الأساسي (مازي) بنسبة 12,86 بالمئة.

$$\alpha_1 = [(0.011 - 0.0357)] - 0.063[-0.0020 - 0.0357]$$

$$\alpha_1 = -0,02707555$$

$$\alpha_2 = 0,001838167$$

$$\alpha_3 = -0,01470382$$

$$\alpha_4 = -0,00724973$$

$$\alpha_5 = -0,00132295$$

1 بنك المغرب، تقرير حول السياسة النقدية، العدد 21، 2011، ص: 37.

- من خلال النتائج المتوصل إليها فإن أحسن حافظة هي التي حققت نتيجة موجبة بمقدار 0.18 % أي أما الحافظة الثانية المشكلة من 58% من حافظة الأسهم و 52% من الأصل بدون خطر محقق بذلك عائد قدره 2.49% و مخاطرة قدرها 3.65% .
و يتمثل مقدار العائد الإضافي لهذه الحافظة بـ 1.07%، أما علاوة السوق -125%.

المطلب الثالث: علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة

سنقوم بحساب العائد المعوض عن المخاطرة للحافظة التي اختارها مؤشر ترينر و مؤشر جونسون بالقانون التالي:

$$E(R)_p = R_f + \frac{E(R)_m - R_f}{\sigma R_m} \sigma(R)_p$$

إن هذه نظرية للتوازن مستنبطة من نظرية الحافظة لماركوفيتز،

1. حساب العائد المعوض عن المخاطر لحافظة ترينر:

$$E(R)_p = 0.0357 + \frac{0.023 - 0.0357}{0.032} 0.032$$

$$E(R)_p = -0.36$$

الجزء الأول من المعادلة يمثل ثمن الانتظار أي Price time و الذي يمثل 3.57، أما الجزء الثاني من المعادلة فيمثل العائد الذي يعوض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار، وهو ما يسمى بثمن المخاطرة والذي يقدر بـ 0,39% .

و منه نستنتج أن عائد الحافظة المشكلة من أصول خطرة و الأصل بدون خطر التي إختارها ترينر لا تكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة .
2. حساب العائد المعوض عن المخاطر لحافظة جونسون:

$$E(R)_p = 0.0357 + \frac{0.024 - 0.0357}{0.036} 0.036$$

$$E(R)_p = 0.0237$$

يمثل ثمن الانتظار 3.57%.

أما بثمن المخاطرة و الذي يقدر بـ 0,012%.

و منه نستنتج أن عائد الحافظة المشكلة من أصول خطرة و الأصل بدون خطر التي إختارها جونسون تكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة .

خلاصة الفصل

لقد حققت بورصة دار البيضاء إنجازات كبيرة من وقت إنفتاحها في سنة 1929 إلى يومنا هذا، حيث أنها تحتل المرتبة الثالثة على مستوى إفريقيا، ويعود الفضل للإصلاحات المستمرة، التسيير الحكيم و ثقافة المستثمرين، و بهذا إستطاعت من جمع المدخرات و استثمارها في مختلف القطاعات. و من خلال الدراسة المنجزة في الفصل السابق تمكنا من الوصول إلى النتائج التالية:

- أهمية المعلومة في تشكيل الحافظة ؛
- ضرورة حساب العائد و المخاطرة كل ورقة من أجل تحديد الوزن النسبي لكل منها ؛
- يوجد أصل عائد مؤكد هو الأصل بدون خطر Rf ؛
- يساهم الأصل بدون خطر بزيادة عائد حافظة الأوراق المالية و تدنئة مخاطرها؛
- يعد قياس أداء الحافظة خطوة مهمة لا يمكن تخطيها؛
- يمكن أن تكون الحافظة المختارة من خلال مؤشر جونسون ليست نفسها المختارة من طرف ترينر؛
- يمكن أن يكون عائد الحافظة المختارة من خلال مؤشر قياس أداء، لا يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011.

المخاتمة العامة

الخاتمة العامة

إن كل مستثمر فرد أو مؤسسة هدفه هو البحث عن كيفية إنفاق ثروته بشكل أمثل لتعظيم المنفعة على الأصول المالية المختلفة المشكلة للحافظة هذا من جهة، و من جهة أخرى كيف يمكنه قياس أدائها وذلك بهدف الاحتفاظ بمكوناتها أو التخلص منها للانتقال إلى حافظة أوراق مالية أخرى، وجذب هذا الإشكال اهتمام الاقتصاديين لتقديم و تطوير نماذج تعتبر و لحد اليوم الأساس والقاعدة في عملية بناء و تشكيل الحافظة، و امتددت لتتعدد في مختلف مؤشرات قياس أداء حافظة الأوراق المالية.

وبالتالي يمكن ذكر إختبار الفرضيات و نتائج البحث والتوصيات والاقتراحات وأخيرا أفاق البحث كما يلي:

أولاً: نتائج الدراسة

من خلال قيامنا بهذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج، يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج:

أ. النتائج النظرية

1. تمثل حافظة الأوراق المالية مجموعة من الأوراق المالية تم إختيارها بعناية لتحقيق الأهداف المرجوة؛
2. إن تشكيل حافظة مالية جيدة، يتطلب توزيع أمثل لنسب الثروة على الأصول المكونة لها؛
3. يسمح نموذج CML بتحديد المحافظ المالية الكفئة بغرض الوصول إلى الحافظة المثلى ؛
4. أما خط SML فهو نموذج لتقييم حافظة الأوراق المالية، كما يسمح بمعرفة الأصول المسعرة بأكثر من قيمتها للتخلي عنها و الأصول المسعرة بأقل من قيمتها لجلبها لتشكيلة الحافظة المالية؛
5. استنادا إلى هذه النظرية الارتراج فان المخاطر التي تؤثر على سعر الأوراق المالية تتمثل في المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة، و الذي يميز نظرية المراجيح هو شموليتها لكافة المخاطر؛
6. تبقى عملية إختيار الإستراتيجية المتبعة من أهم الخطوات في تشكيل و إدارة الحافظة المالية، حيث يعتمد في ذلك على طبيعة السوق، سلوك المستثمر و درجة ثقته بتسعير الأصول المالية في السوق ؛
7. يعتبر عنصرى العائد و الأمان محددى السياسة المتبعة في إدارة الحافظة المالية ؛
8. يبقى تقييم أداء الحافظة المالية المرحلة في عملية إدارة الاستثمار المالي ؛
9. النموذج المقدم من طرف شارب قام على أساس قياس مدى تغطية العلاوة للمخاطر الكلية ؛
10. يفترض نموذج ترينر أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا، و بالتالي تم القضاء على المخاطر الغير منتظمة؛

11. يعرف النموذج الذي قدمه جونسون بمعامل α ، و تقوم فكرة هذا النموذج على إيجاد الفرق بين العائد الإضافي و علاوة خطر السوق ؛
12. كما قدم فاما نموذجا يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر ؛
13. يبق الهدف الأول و الأخير من تشكيل الحافظة الأوراق المالية هو الوصول إلى الحافظة المثلى التي تحقق أكبر عائد بأقل مخاطرة.

ب. النتائج التطبيقية:

1. يتم اختيار أصول الحافظة وفق معلومات وبيانات؛
2. يساهم الأصل بدون خطر على تخفيض مخاطر الحافظة و زيادة عائداتها؛
3. للوزن النسبي لأصول الحافظة أثر على عائد و مخاطرة الحافظة؛
4. يقيس مؤشر ترينر أداء المحافظ و يساعد على اختيار أفضلها، إنطاقا من المبدأ أن المخاطر الغير النظامية تم التخلص منها و لذلك يستعمل معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية؛
5. يقيس مؤشر جونسون هو الأخر أداء الحافظة و يساهم على اختيار أفضلها بالاستعانة بمعامل α .
6. يمكن أن تكون الحافظة ذات الأداء الأحسن المختارة من طرف مؤشر ترينر، ليست نفسها المختارة من طرف مؤشر جونسون؛
7. عائد الحافظة المشكلة من أصول خطرة و الأصل بدون خطر قد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر، كما قد لا يكفي، بحيث يتم تحديد ذلك حسب الحافظة المشكلة في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011.

ثانيا: إختبار الفرضيات:

1. من خلال الاستعانة بتصريح مدير البورصة لدار البيضاء عن أحسن القطاعات، ومن ثم اختيار الشركات حسب نتائجها الصافية، رأس مالها و تسعيرتها في لسنة 2011، يمكن القول أن تشكيل الحافظة يتم وفق تنويع كفي، وبناء على ذلك نقبل الفرضية الأولى ؛
2. بعد توزيع الأوزان النسبية بين أصول حافظة الأسهم المشكلة من أفضل خمس شركات في بورصة دار البيضاء لسنة 2011 و الأصل بدون خطر، و من ثم القيام بحساب عائد و مخاطر المحافظ المشكلة، توصلنا أنه كلما زدنا في الوزن النسبي للأصل بدون خطر كلما إرتفع العائد و إنخفضت المخاطر، و بناء على هذا نكون قد أثبتنا الفرضية الثانية ؛

3. بما أن المحافظ المراد قياسها تتكون من أسهم و أصل بدون خطر مع عدم تماثل مخاطرها، فإنه لا يمكننا الاعتماد على مؤشر شارب لأنه لا يقيس أداء المحافظ المتكونة من أسهم و أصل بدون خطر، هذا من جهة، و من جهة أخرى نجد أن مؤشر فاما يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، بذلك فلن نجد مؤشري أفضل من ترينر و جونسون في هذه الحالة، و بهذا نكون قد أثبتنا الفرضية الثالثة؛

4. بعد اختيار المحافظة ذات أحسن أداء حسب مؤشر جونسون و ترينور قمنا بحساب علاوة المخاطرة لكليهما، فستنتجنا أن عائد المحافظة قد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر، كما قد لا يكفي، بحيث يتم تحديد ذلك حسب المحافظة المشككة في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011، و بناء على هذا نكون قد أثبتنا الفرضية الرابعة .

من خلال إثباتنا للفرضيات الجزئية وإجابتنا على الأسئلة الجزئية، نكون بذلك قد أجبنا على الإشكالية الأساسية لهذا البحث، ونقول:

يمكن الاعتماد على مؤشري ترينر و جونسون في إختيار و قياس و تقييم أداء حافظة الأوراق المالية في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011.

ثالثا: التوصيات

بعد إجراء الدراسة النظرية و التطبيقية، توصلنا إلى نتائج يمكننا من خلالها طرح بعض التوصيات التالية:

أولا: توصيات موجهة للبورصة

1. إحداث تعديلات في موقع الالكتروني للبورصة لأن معظم الباحثين يجدونه معقد من خلال عدم معرفة كل ما تحتويه الصفحة الرئيسية لأن المعلومات المتداخلة فيما بينها؛
2. توفير جميع المعلومات في الموقع من خلال التقارير لكي لا يلجأ الباحث إلى تقارير أخرى مثل تقارير بنك المغرب و صندوق النقد الدولي.

ثانيا: توصيات موجهة للمستثمر المالي

1. يجب على المستثمر أن يكون على علم بكل الأحداث و التغيرات الوطنية و الدولية من الناحية الاجتماعية، الاقتصادية، المالية السياسة والقانونية... الخ؛
2. إلزامية الاطلاع و تحليل النشريات الدورية لشركات المراد الاستثمار فيها، ليكون الاختيار موفق لمكونات الحافظة؛
3. تحديد درجة المخاطرة التي يمكن تحملها جراء إختيار مكونات الحافظة؛

4. الاستعانة بالنماذج و المؤشرات التي من شأنها قياس و تقييم أداء حافظة الأوراق المالية ؛
5. ضرورة القيام بمراجعة دورية لحافظة الأوراق المالية، لتحديث محتوياتها عند الضرورة ؛
6. في حالة التعامل مع السمسار يجب تحديد صلاحياته لكي لا يقوم بإبرام صفقات نيابة عن المستثمر، أو تشجيعه على إبرام الصفقات دون أن يكون ذلك في مصلحته أو تزويد المستثمر بمعلومات مضللة، وهذا من اجل الحصول على عمولات؛
7. عدم الاتسام بالالاحلاقية من خلال التعامل بالبيع الصوري الذي من شأنه التهرب من الضرائب أو إيهاام المتعاملين بان تغيرات سعريه حدثت للورقة المعنية .

ثالثا: توصيات موجهة للباحث العلمي

1. نظرا لنقص الثقافة حول البورصة للجزائريين عامة و الطلاب خاصة بسبب الدور الضعيف الذي تؤديه في الاقتصاد، يجب إجراء دراسات في هذا المجال لزيادة الوعي الاستثماري؛
2. أرجوا من الباحثين المهتمين بالبورصة و الحافظة المالية أن يقوموا بقياس أداء الحافظة المالية من خلال مؤشر ترينر و جونسون لإثراء المكتبة لعدم توفر مثل هذه الدراسات.

رابعا:أفاق الدراسة

1. دراسة مختلف المؤشرات التي تطرقت لها و التي لم أتطرق لها في دراستي هذه ؛
2. القيام بتشكيل حافظة متنوعة قطاعيا و الأخرى غير متنوعة و المقارنة بينهما من خلال قياس أدائهما من خلال مؤشر شارب، ترينر، جونسون و فاما لإظهار دور التنويع على أداء الحافظة؛
3. دراسة المحافظ الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، و قياس أدائها.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المصادر والمراجع باللغة العربية

I. الكتب:

1. أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس- لبنان، 2000 .
2. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، 2000.
3. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، مطبعة هومة، الجزائر، 2002.
4. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010 .
5. رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق، رأسمال، مؤسسات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999 .
- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998 .
6. عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية .
7. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005 .
8. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008 .
9. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2008 .
10. فريد النجار، إدارة الشركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
11. محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للطباعة، الإسكندرية، 2000.
12. محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
13. محمد صالح الحناوي، نمال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها، الدر الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005.

14. محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
15. مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية: البورصات و مشكلاتها، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 .
16. محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية، 2011.
17. منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف بالإسكندرية، مصر، 1999.
18. منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، سنة توزيع المعارف بالإسكندرية، الإسكندرية، 1999 .
19. هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، لأردن، 2003.

II. البحوث الجامعية

أ. أطروحات الدكتوراه

1. حمداوي الطاوس، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم الاقتصادية، جامعة عنابة، الجزائر، 2007/ 2008.
2. عمر العسري، البورصات المغربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة محمد الخامس السويسي، الرباط - المملكة المغربية، 2010.

ب. مذكرات الماجستير

1. جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية و إمكانية تطبيقها في دولة نامية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2007/2008.
2. سعيدة تلي، التنبؤ بالمرودية لتسيير الحافظة المالية، (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2008-2009 .

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

4. فيصل حمدي، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006 .

ت. مذكرات الماستر

1. أمنة جعفرور، مساهمة التحليل الفني للأوراق المالية في اتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، ورقلة، الجزائر، 2011 .

2. بخالد عائشة، التنوع كأداة لتدنية المخاطر الغير نظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي 2007، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، يش 2010/2009.

3. بوبكر نفيسة، إختيار العلاقة بين العائد و المخاطرة و سوق رأس المال، دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية 2010/2008، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010/2011.

4. بن العايش حسان، تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2010/2009.

III. تقارير المنشورة

1. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 53، 2008.

2. بنك المغرب، تقرير حول السياسة النقدية، العدد 21، 2011.

IV. الملتقيات

5. الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية 21/20 أكتوبر 2009 عنوان المداخلة "مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات" جامعة فرحات عباس - سطيف.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Gosette Peyrard, **La Bourse**, 6^{ème}, édition, libraire vuibert, paris, 1998.
2. Mouriddette, **Valeur Mobiliers et destion de portefeuille**, S.M.G que beccomada, 2^{ème} édition, 1999

ثالثا: المواقع الالكترونية:

1. Hogg Christopher ، Memon r ، Valore Taylor ، وأعضاء من قسم لودر ل 2013،
http://knowledge.wharton.upenn.edu/arabic/article.cfm?articleid=2765&language_id=6
2. إدريس ولد القابلة، <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=151686>
3. الإله بنكيران، نص تصريح حكومي، <http://www.marocway.com/ar/2012/01/19>
4. بدون مؤلف:
<http://www.casablanca.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1>
5. بدون مؤلف، <http://www.aitmelloul24.net/news15.html>
6. بدون مؤلف، شبكة الشامل،
http://chaamel.blogspot.com/2012/03/blog-post_1089.html
7. بدون مؤلف، منتدى جماعة العدل و لإحسان :
<http://www.aljamaa.net/ar/document/23998.shtml>
8. بدون مؤلف، منتدى يا بلادي، <http://ar.yabiladi.com/articles/details/8230>
9. جون مرفي، التحليل الفني للأسواق المالية، ترجمة شيماء سليمان، متوفر على الموقع:
<http://www.mediafire.com/DOWNLOAD..php?m1mmk3yjme>
10. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط5، البلاغ لطباعة و النشر و التوزيع، متوفر على الموقع:
<http://www.borsaat.com/vb/t537.html>
11. منتدى ستار تايمز، <http://www.startimes.com/f.aspx?t=23228719>
12. موقع بورصة دار البيضاء، <http://www.casablanca-bourse.com>

الملاحق

الملحق رقم (1): البيانات الأسبوعية الخاصة بشركة سامير لسنة 2011

العائد	آخر سعر	تعيين	الحصة
	592,00	سامير	03/01/2011
0,00844595	597,00	سامير	10/01/2011
0,01507538	606,00	سامير	17/01/2011
-0,00825083	601,00	سامير	24/01/2011
-0,04326123	575,00	سامير	31/01/2011
0,00869565	580,00	سامير	07/02/2011
0,00172414	581,00	سامير	14/02/2011
-0,01893287	570,00	سامير	21/02/2011
0,02105263	582,00	سامير	28/02/2011
-0,03264605	563,00	سامير	07/03/2011
0,04795737	590,00	سامير	14/03/2011
-0,01694915	580,00	سامير	21/03/2011
-0,00862069	575,00	سامير	28/03/2011
-0,01043478	569,00	سامير	04/04/2011
-0,01054482	563,00	سامير	11/04/2011
-0,04973357	535,00	سامير	18/04/2011
-0,00560748	532,00	سامير	25/04/2011
0,10150376	586,00	سامير	02/05/2011
0,05119454	616,00	سامير	09/05/2011
0,00162338	617,00	سامير	16/05/2011
0,02917342	635,00	سامير	23/05/2011
0,01732283	646,00	سامير	30/05/2011
0,00773994	651,00	سامير	06/06/2011
-0,01996928	638,00	سامير	13/06/2011
-0,00940439	632,00	سامير	20/06/2011
-0,01107595	625,00	سامير	27/06/2011
-0,0064	621,00	سامير	04/07/2011
-0,02415459	606,00	سامير	11/07/2011
-0,00660066	602,00	سامير	18/07/2011
-0,00332226	600,00	سامير	25/07/2011
-0,00666667	596,00	سامير	01/08/2011

08/08/2011	سامير	600,00	0,00671141
15/08/2011	سامير	601,00	0,00166667
22/08/2011	سامير	640,00	0,06489185
29/08/2011	سامير	670,00	0,046875
05/09/2011	سامير	717,00	0,07014925
12/09/2011	سامير	775,00	0,08089261
19/09/2011	سامير	822,00	0,06064516
26/09/2011	سامير	813,00	-0,01094891
03/10/2011	سامير	760,00	-0,06519065
10/10/2011	سامير	788,00	0,03684211
17/10/2011	سامير	785,00	-0,00380711
24/10/2011	سامير	775,00	-0,01273885
31/10/2011	سامير	762,00	-0,01677419
09/11/2011	سامير	778,00	0,02099738
16/11/2011	سامير	721,00	-0,07326478
23/11/2011	سامير	718,00	-0,00416089
30/11/2011	سامير	701,00	-0,02367688
07/12/2011	سامير	719,00	0,0256776
14/12/2011	سامير	739,00	0,02781641
21/12/2011	سامير	775,00	0,04871448
28/12/2011	سامير	738,00	-0,04774194
R			0,00495117
VAR			0,00128094
Cov			0,00055205
S			0,03579023
B			0,43097424

المصدر :

- البيانات متحصل عليها من موقع بورصة دار البيضاء:

<http://www.casablanca-bourse.com>

- خصائص الأصل المالي من إعداد الطالبة ببرنامح exelle .

الملحق رقم (2): البيانات الاسبوعية الخاصة بشركة المناجم لسنة 2011

العائد	آخر سعر	التعيين	الحصة
	693,00	مناجم	03/01/2011
0,111111	770,00	مناجم	10/01/2011
0,055844	813,00	مناجم	17/01/2011
0,00246	815,00	مناجم	24/01/2011
-0,018405	800,00	مناجم	31/01/2011
0,01875	815,00	مناجم	07/02/2011
0,018405	830,00	مناجم	14/02/2011
-0,045783	792,00	مناجم	21/02/2011
0,068182	846,00	مناجم	28/02/2011
-0,01182	836,00	مناجم	07/03/2011
0,002392	838,00	مناجم	14/03/2011
-0,027446	815,00	مناجم	21/03/2011
-0,006135	810,00	مناجم	28/03/2011
-0,037037	780,00	مناجم	04/04/2011
0,025641	800,00	مناجم	11/04/2011
0	800,00	مناجم	18/04/2011
0,10125	881,00	مناجم	25/04/2011
-0,028377	856,00	مناجم	02/05/2011
0,051402	900,00	مناجم	09/05/2011
0,012222	911,00	مناجم	16/05/2011
0,012075	922,00	مناجم	23/05/2011
0,041215	960,00	مناجم	30/05/2011
-0,015625	945,00	مناجم	06/06/2011
-0,021164	925,00	مناجم	13/06/2011
-0,003243	922,00	مناجم	20/06/2011
-0,016269	907,00	مناجم	27/06/2011
-0,003308	904,00	مناجم	04/07/2011
-0,005531	899,00	مناجم	11/07/2011
0,001112	900,00	مناجم	18/07/2011
-0,011111	890,00	مناجم	25/07/2011
0,011236	900,00	مناجم	01/08/2011
0,068889	962,00	مناجم	08/08/2011

15/08/2011	مناجم	963,00	0,00104
22/08/2011	مناجم	1120,00	0,163032
29/08/2011	مناجم	1140,00	0,017857
05/09/2011	مناجم	1266,00	0,110526
12/09/2011	مناجم	1210,00	-0,044234
19/09/2011	مناجم	1325,00	0,095041
26/09/2011	مناجم	1331,00	0,004528
03/10/2011	مناجم	1546,00	0,161533
10/10/2011	مناجم	1585,00	0,025226
17/10/2011	مناجم	1690,00	0,066246
24/10/2011	مناجم	1651,00	-0,023077
31/10/2011	مناجم	1670,00	0,011508
09/11/2011	مناجم	1650,00	-0,011976
16/11/2011	مناجم	1645,00	-0,00303
23/11/2011	مناجم	1617,00	-0,017021
30/11/2011	مناجم	1610,00	-0,004329
07/12/2011	مناجم	1604,00	-0,003727
14/12/2011	مناجم	1600,00	-0,002494
21/12/2011	مناجم	1585,00	-0,009375
28/12/2011	مناجم	1550,00	-0,022082
R			0,0169828
VAR			0,0023233
Cov			-3,655E-05
σ			0,0482003
B			-0,0023598

المصدر :

- البيانات متحصل عليها من موقع بورصة دار البيضاء:

<http://www.casablanca-bourse.com>

- خصائص الأصل المالي من إعداد الطالبة ببرنامج .exelle.

الملحق رقم (3): البيانات الأسبوعية الخاصة بشركة سوطيما لسنة 2011

العائد	آخر سعر	تعيين	الحصة
	1130,00	سوطيما	03/01/2011
0,05309735	1190,00	سوطيما	10/01/2011
0	1190,00	سوطيما	17/01/2011
0,03361345	1230,00	سوطيما	24/01/2011
0,02439024	1260,00	سوطيما	31/01/2011
-0,05555556	1190,00	سوطيما	07/02/2011
0,08235294	1288,00	سوطيما	14/02/2011
0,00931677	1300,00	سوطيما	21/02/2011
-0,0384615	1250,00	سوطيما	28/02/2011
0	1250,00	سوطيما	07/03/2011
0,04	1300,00	سوطيما	14/03/2011
0	1300,00	سوطيما	21/03/2011
0	1300,00	سوطيما	28/03/2011
0	1300,00	سوطيما	04/04/2011
-0,0576923	1225,00	سوطيما	11/04/2011
-0,0595918	1152,00	سوطيما	18/04/2011
0	1152,00	سوطيما	25/04/2011
-0,0225694	1126,00	سوطيما	02/05/2011
0,08436945	1221,00	سوطيما	09/05/2011
0	1221,00	سوطيما	16/05/2011
0	1221,00	سوطيما	23/05/2011
0,05569206	1289,00	سوطيما	30/05/2011
0	1289,00	سوطيما	06/06/2011
-0,0186191	1265,00	سوطيما	13/06/2011
-0,0505929	1201,00	سوطيما	20/06/2011
0,05995004	1273,00	سوطيما	27/06/2011
0,00157109	1275,00	سوطيما	04/07/2011
0	1275,00	سوطيما	11/07/2011
-0,0305882	1236,00	سوطيما	18/07/2011
0,01941748	1260,00	سوطيما	25/07/2011
0,01190476	1275,00	سوطيما	01/08/2011

08/08/2011	سوطيما	1275,00	0
15/08/2011	سوطيما	1275,00	0
22/08/2011	سوطيما	1275,00	0
29/08/2011	سوطيما	1275,00	0
05/09/2011	سوطيما	1232,00	-0,0337255
12/09/2011	سوطيما	1232,00	0
19/09/2011	سوطيما	1232,00	0
26/09/2011	سوطيما	1270,00	0,03084416
03/10/2011	سوطيما	1270,00	0
10/10/2011	سوطيما	1210,00	-0,0472441
17/10/2011	سوطيما	1140,00	-0,0578512
24/10/2011	سوطيما	1141,00	0,00087719
31/10/2011	سوطيما	1155,00	0,01226994
09/11/2011	سوطيما	1155,00	0
16/11/2011	سوطيما	1150,00	-0,004329
23/11/2011	سوطيما	1150,00	0
30/11/2011	سوطيما	1100,00	-0,0434783
07/12/2011	سوطيما	1150,00	0,04545455
14/12/2011	سوطيما	1150,00	0
21/12/2011	سوطيما	1103,00	-0,0408696
28/12/2011	سوطيما	1103,00	0
R			7,7508E-05
VAR			0,00113217
Cov			-0,0001641
σ			0,03364778
B			-0,1449359

المصدر :

- البيانات متحصل عليها من موقع بورصة دار البيضاء:

<http://www.casablanca-bourse.com>

- خصائص الأصل المالي من إعداد الطالبة ببرنامج .exelle.

الملحق رقم (4): البيانات الأسبوعية الخاصة بشركة تأمين الوفاء لسنة 2011

العائد	آخر سعر	تعيين	الحصة
	2780,00	تأمين الوفاء	03/01/2011
0,02553957	2851,00	تأمين الوفاء	10/01/2011
0,00140302	2855,00	تأمين الوفاء	17/01/2011
0,01576182	2900,00	تأمين الوفاء	24/01/2011
-0,0237931	2831,00	تأمين الوفاء	31/01/2011
0,01836807	2883,00	تأمين الوفاء	07/02/2011
-0,01664932	2835,00	تأمين الوفاء	14/02/2011
0,02292769	2900,00	تأمين الوفاء	21/02/2011
0,02758621	2980,00	تأمين الوفاء	28/02/2011
0,00671141	3000,00	تأمين الوفاء	07/03/2011
0,01333333	3040,00	تأمين الوفاء	14/03/2011
-0,00986842	3010,00	تأمين الوفاء	21/03/2011
-0,00033223	3009,00	تأمين الوفاء	28/03/2011
-0,01894317	2952,00	تأمين الوفاء	04/04/2011
0,01626016	3000,00	تأمين الوفاء	11/04/2011
-0,00333333	2990,00	تأمين الوفاء	18/04/2011
-0,04682274	2850,00	تأمين الوفاء	25/04/2011
0	2850,00	تأمين الوفاء	02/05/2011
0,02105263	2910,00	تأمين الوفاء	09/05/2011
0,02920962	2995,00	تأمين الوفاء	16/05/2011
0,00166945	3000,00	تأمين الوفاء	23/05/2011
0	3000,00	تأمين الوفاء	30/05/2011
-0,00666667	2980,00	تأمين الوفاء	06/06/2011
0,00671141	3000,00	تأمين الوفاء	13/06/2011
-0,03	2910,00	تأمين الوفاء	20/06/2011
-0,03436426	2810,00	تأمين الوفاء	27/06/2011
0,00213523	2816,00	تأمين الوفاء	04/07/2011
0,02982955	2900,00	تأمين الوفاء	11/07/2011
-0,04137931	2780,00	تأمين الوفاء	18/07/2011
0,04316547	2900,00	تأمين الوفاء	25/07/2011

01/08/2011	تأمين الوفاء	2900,00	0
08/08/2011	تأمين الوفاء	3000,00	0,03448276
15/08/2011	تأمين الوفاء	3250,00	0,08333333
22/08/2011	تأمين الوفاء	3350,00	0,03076923
29/08/2011	تأمين الوفاء	3260,00	-0,02686567
05/09/2011	تأمين الوفاء	3260,00	0
12/09/2011	تأمين الوفاء	3262,00	0,0006135
19/09/2011	تأمين الوفاء	3350,00	0,02697731
26/09/2011	تأمين الوفاء	3295,00	-0,01641791
03/10/2011	تأمين الوفاء	3300,00	0,00151745
10/10/2011	تأمين الوفاء	3290,00	-0,0030303
17/10/2011	تأمين الوفاء	3210,00	-0,02431611
24/10/2011	تأمين الوفاء	3216,00	0,00186916
31/10/2011	تأمين الوفاء	3600,00	0,11940299
09/11/2011	تأمين الوفاء	3700,00	0,02777778
16/11/2011	تأمين الوفاء	3700,00	0
23/11/2011	تأمين الوفاء	3698,00	-0,00054054
30/11/2011	تأمين الوفاء	3700,00	0,00054083
07/12/2011	تأمين الوفاء	3700,00	0
14/12/2011	تأمين الوفاء	3800,00	0,02702703
21/12/2011	تأمين الوفاء	3739,00	-0,02
28/12/2011	تأمين الوفاء	3750,00	0,00294196
R			0,00626553
VAR			0,00079773
cov			0,00026698
σ			0,0282441
B			0,33466884

المصدر :

- البيانات متحصل عليها من موقع بورصة دار البيضاء:

<http://www.casablanca-bourse.com>

- خصائص الأصل المالي من إعداد الطالبة ببرنامج .exelle

الملحق رقم (5): البيانات الاسبوعية الخاصة بشركة إميطير لسنة 2011

العائد	آخر سعر	تعيين	الحصة
	1900,00	إميطير	03/01/2011
0,05210526	1999,00	إميطير	10/01/2011
0,11555778	2230,00	إميطير	17/01/2011
-0,05695067	2103,00	إميطير	24/01/2011
-0,0299572	2040,00	إميطير	31/01/2011
0,05392157	2150,00	إميطير	07/02/2011
-0,02325581	2100,00	إميطير	14/02/2011
0	2100,00	إميطير	21/02/2011
0	2100,00	إميطير	28/02/2011
0,01	2121,00	إميطير	07/03/2011
0,03206035	2189,00	إميطير	14/03/2011
0,00319781	2196,00	إميطير	21/03/2011
0,00182149	2200,00	إميطير	28/03/2011
-0,01318182	2171,00	إميطير	04/04/2011
0,03638876	2250,00	إميطير	11/04/2011
0,08888889	2450,00	إميطير	18/04/2011
0,1922449	2921,00	إميطير	25/04/2011
0,02533379	2995,00	إميطير	02/05/2011
-0,03873122	2879,00	إميطير	09/05/2011
-0,03091351	2790,00	إميطير	16/05/2011
0,02867384	2870,00	إميطير	23/05/2011
0,02334495	2937,00	إميطير	30/05/2011
0,00715015	2958,00	إميطير	06/06/2011
-0,0280595	2875,00	إميطير	13/06/2011
0,01913043	2930,00	إميطير	20/06/2011
-0,02047782	2870,00	إميطير	27/06/2011
-0,00696864	2850,00	إميطير	04/07/2011
-0,00350877	2840,00	إميطير	11/07/2011
0,02112676	2900,00	إميطير	18/07/2011
-0,01724138	2850,00	إميطير	25/07/2011
0,00350877	2860,00	إميطير	01/08/2011

08/08/2011	إميطير	3244,00	0,13426573
15/08/2011	إميطير	3305,00	0,01880395
22/08/2011	إميطير	3820,00	0,15582451
29/08/2011	إميطير	3770,00	-0,01308901
05/09/2011	إميطير	4000,00	0,06100796
12/09/2011	إميطير	4080,00	0,02
19/09/2011	إميطير	4155,00	0,01838235
26/09/2011	إميطير	3892,00	-0,06329723
03/10/2011	إميطير	4249,00	0,09172662
10/10/2011	إميطير	4200,00	-0,01153213
17/10/2011	إميطير	4230,00	0,00714286
24/10/2011	إميطير	4250,00	0,00472813
31/10/2011	إميطير	4200,00	-0,01176471
09/11/2011	إميطير	3950,00	-0,05952381
16/11/2011	إميطير	3800,00	-0,03797468
23/11/2011	إميطير	3403,00	-0,10447368
30/11/2011	إميطير	3572,00	0,04966206
07/12/2011	إميطير	3898,00	0,0912654
14/12/2011	إميطير	3700	-0,05079528
21/12/2011	إميطير	3844	0,03891892
28/12/2011	إميطير	3730	-0,02965661
R			0,0148006
VAR			0.00317236
cov			0.00020177
σ			0,05632373
B			0,06360199

المصدر :

- البيانات متحصل عليها من موقع بورصة دار البيضاء:

<http://www.casablanca-bourse.com>

- خصائص الأصل المالي من إعداد الطالبة ببرنامج .exelle

الملحق رقم (6): البيانات الأسبوعية لمؤشر العام لدار البيضاء

التاريخ	المؤشر العام لدار البيضاء	
03/01/2011	12631,48	
10/01/2011	13019,77	0,030739866
17/01/2011	13246,14	-0,00871197
24/01/2011	13130,74	-0,0361381
31/01/2011	12656,22	-0,00787202
07/02/2011	12556,59	0,015806043
14/02/2011	12755,06	-0,01039509
21/02/2011	12622,47	0,006910692
28/02/2011	12709,7	-0,00102284
07/03/2011	12696,7	0,003701749
14/03/2011	12743,7	-0,00711724
21/03/2011	12653	-0,0136766
28/03/2011	12479,95	-0,03529581
04/04/2011	12039,46	0,003426233
11/04/2011	12080,71	-0,01020635
18/04/2011	11957,41	-0,0025273
25/04/2011	11927,19	-0,03086645
02/05/2011	11559,04	0,030030176
09/05/2011	11906,16	0,014385831
16/05/2011	12077,44	-0,01815368
23/05/2011	11858,19	0,023247224
30/05/2011	12133,86	-0,00201832
06/06/2011	12109,37	-0,00777415
13/06/2011	12015,23	-0,02144778
20/06/2011	11757,53	-0,01549815
27/06/2011	11575,31	-0,0040284
04/07/2011	11528,68	-0,00010669
11/07/2011	11527,45	-0,00854742
18/07/2011	11428,92	-0,01333197
25/07/2011	11276,55	-0,01199214

01/08/2011	11141,32	-0,01364201
08/08/2011	10989,33	-0,01364201
15/08/2011	11267,45	0,014619102
22/08/2011	11432,17	0,058703641
29/08/2011	12103,28	-0,02849723
05/09/2011	11758,37	-0,02789928
12/09/2011	11430,32	0,06039201
19/09/2011	12120,62	-0,02121014
26/09/2011	11863,54	-0,02479277
03/10/2011	11569,41	-0,07552935
10/10/2011	10695,58	0,055196633
17/10/2011	11285,94	0,064888702
24/10/2011	12018,27	-0,03673158
31/10/2011	11576,82	0,080603309
09/11/2011	12509,95	-0,00803281
16/11/2011	12409,46	-0,18765925
23/11/2011	10080,71	0,027170705
30/11/2011	10354,61	0,089098479
07/12/2011	11277,19	-0,0101222
14/12/2011	11163,04	-0,01351603
21/12/2011	11012,16	0,001406627
28/12/2011	11027,65	0,001406627
var		0,001669823
R		-0,00286803

المصدر:

- البيانات متحصل عليها من موقع بورصة دار البيضاء:

<http://www.casablanca-bourse.com>

- خصائص الأصل المالي من إعداد الطالبة ببرنامج exelle.