

رقم الترتيب : جامعة قاصدي مرباح ورقلة  
رقم التسلسل : كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية



## مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير

الفرع : علوم اقتصادية

التخصص : دراسات اقتصادية

من إعداد الطالب : فيصل حمدي

تحت عنوان :

### تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسيعة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر و المغرب

نوقشت يوم : 2006/07/03

أمام لجنة المناقشة المكونة من :

رئيسا	أستاذ محاضر المدرسة العليا للتجارة الجزائر	د/ محمد براق
مقررا	أستاذ محاضر المدرسة العليا للتجارة الجزائر	أ.د/ ناصر دادي عدون
مناقشا	أستاذ محاضر جامعة قاصدي مرباح ورقلة	د/ يوسف قريشي
مدعوا	أستاذ مساعد مكلف بالدروس ج.ق.م ورقلة	د/ محمد شيخي

## كلمة شكر

الشكر لله أولاً، ثم للأستاذ المؤطر  
ناصر دادي عدون ، الذي لم يبخل  
علينا بتوجيهاته و إلى كل من ساهم  
بصفة مباشرة أو غير مباشرة في إعداد  
هذا العمل

## إهداء

إلى روح أبي الطاهرة  
إلى أمي الغالية أطال الله في عمرها

إلى إخوتي دون استثناء  
وإلى كل من شد الله به أزمي  
و أشركه في أمري  
أهدي هذا العمل

## الفهرس العام

الصفحة

المحتويات

III-I	الفهرس العام
IV	فهرس الجداول و الأشكال
أ-هـ	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: بورصة القيم المنقولة و نماذج تقييم الأسهم
2	مقدمة الفصل الأول
3	المبحث الأول: بورصة القيم المنقولة
3	المطلب الأول: تاريخ و مفاهيم بورصة القيم المنقولة
4	1. بعض تعاريف بورصة القيم المنقولة
6	2. أهم أدوار بورصة القيم المتداولة
8	3. أهم نماذج البورصات في العالم
12	المطلب الثاني: أبرز أشكال القيم المنقولة المتداولة في البورصة
12	1. السهم
13	2. سند
14	3. الخيار
14	4. سند الخزن warrant
14	5. الشهادة
15	المطلب الثالث: المؤشرات المالية
15	1. أهمية المؤشر في التقييم و التداول
17	2. أهم المؤشرات في العالم
18	المبحث الثاني : العوامل الأساسية لتحديد القيمة السوقية للسهم
18	المطلب الأول : إجراءات الدخول و مختلف الأوامر في البورصة
18	1. إجراءات الدخول للبورصة
19	2. الأوامر في البورصة
21	المطلب الثاني: كفاءة السوق المالية
21	1. الكفاءة دالة للمعلومة المتاحة في السوق
22	2. اختبار كفاءة السوق
24	المبحث الثالث: بعض نماذج تقييم الأسهم في البورصة
25	المطلب الأول : نماذج عدم التوازن
26	1. عدم إدراج بعض المتغيرات في النموذج
26	2. معالم الانحدار
27	3. التغيرات العشوائية للنتيجة
27	4. أخطاء قياس الربح
27	5. تحيز طريقة المربعات الصغرى
30	المطلب الثاني: نماذج التوازن
30	1. مبدأ التحيين
34	2. نماذج التحيين البورصية
37	خاتمة الفصل الأول
38	الفصل الثاني: النظريات الحديثة لتسيير المحافظ المالية
39	مقدمة الفصل الثاني
40	المبحث الأول : المبادئ الأساسية لاختيار المحفظة المالية



41	المطلب الأول: أسس التقييم لدى "ماركوفتز"
42	1. المرودية
43	2. المخاطرة
44	المطلب الثاني: نموذج السوق
44	1. مبدأ النموذج
45	2. شرح معالم النموذج
48	المطلب الثالث : التنوع
48	1. أثر التنوع في الاستثمارات المالية
49	2. مختلف أشكال التنوع
52	المبحث الثاني: توازن الأصول المالية و ثمن المخاطرة
53	المطلب الأول: المحافظ الكفوة
53	1. خطر محفظة مالية
55	2. اختيار المحفظة الكفوة
56	3. مراحل و حدود نظرية ماركوفتز
57	المطلب الثاني: محفظة السوق و الأصل بدون خطر
57	1. إدراج الأصل بدون خطر
58	2. محفظة السوق
60	المطلب الثالث: أهم نماذج تقييم أداء المحافظ المالية
60	1. طريقة تراينور
62	2. طريقة شارب
63	3. طريقة جونسون
65	4. مقارنة الطرق الثلاث
69	المبحث الثالث: مميزات تسيير المحافظ المالية الدولية
69	المطلب الأول: أساليب التنوع الدولي للاستثمارات المالية
69	1. شراء أسهم المؤسسات الدولية
70	2. التنوع الدولي بشراء أسهم أجنبية
72	المطلب الثاني: النظريات الحديثة لتوزيع أصل محفظة أسهم دولية
72	1. العوامل المتحكمة في تحديد إستراتيجية تسيير أصل محفظة أسهم دولية
73	2. إدراج وتسيير خطر الصرف في المحفظة المالية
75	المطلب الثالث: التنوع القطاعي لمحفظة مالية دولية
76	1. مدى تزامن القطاعات مع الدورة الاقتصادية
78	2. حساسية القطاعات للتقلبات في السوق المالية
78	خاتمة الفصل الثاني

79	الفصل الثالث: ظروف تسيير محفظة أسهم مسعرة في بورصتي الجزائر و الدار البيضاء
80	مقدمة الفصل الثالث
81	المبحث الأول: ظروف التنظيم و التسعير في بورصة الدار البيضاء
81	المطلب الأول: لمحة حول النظام المالي المغربي
81	1. إصلاحات النظام المالي ما بين سنتي 1990 و 1998
82	2. تقييم أداء النظام المالي المغربي
85	المطلب الثاني: الإجراءات الجديدة لتحسين أداء النظام المالي المغربي

85	1. توصيات البنك العالمي
87	2. الإجراءات المعتمدة من قبل السلطات المغربية لإصلاح نظامها المالي
88	المطلب الثالث: بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة
88	1. مرهل تطور بورصة الدار البيضاء بين سنتي (1998-1929)
90	2. المتدخلون الأساسيون في بورصة الدار البيضاء
92	المبحث الثاني: الظروف القانونية والتنظيمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة
92	المطلب الأول: النظام المالي الجزائري
92	1. البنك المركزي والسياسة النقدية
93	2. خصائص النظام البنكي
94	3. سوق قيم الخزينة
95	4. سياسة الصرف
96	المطلب الثاني: بورصة الجزائر للقيم المنقولة
97	1. تاريخ بورصة الجزائر و إطارها القانوني
98	2. التحفيزات الجبائية للاستثمار في البورصة
99	المطلب الثالث: المؤسسات و المتدخلون في سوق القيم المنقولة
99	1. مؤسسات سوق القيم المنقولة
100	2. المتدخلون في البورصة
	المبحث الثالث: تحليل محفظة مسعرة في بورصتي الجزائر والدار البيضاء في ظل فرضيات نظرية
102	المتوسط - تباين
102	المطلب الأول: خصائص محفظة مكونة من عينة أسهم مسعرة في بورصتي الجزائر والدار البيضاء
103	1. أثر التنوع في المحافظ الوطنية
	2. خصائص المحفظة الدولية غير المرجحة والمكونة من (أسهم المؤسسات الجزائرية: صيدال، فندق
106	الأوراسي، الرياض سطيف والمغربية: ONA، BCE، SNI ، SID)
110	3. مقارنة خصائص مختلف المحافظ المدروسة
111	المطلب الثاني: إثبات أثر التنوع الدولي من خلال تحليل أداء بورصتي الجزائر والدار البيضاء
111	1. تحليل أداء بورصة الدار البيضاء في الفترة (2000-2004)
114	2. تحليل أداء بورصة الجزائر في الفترة (2000-2003)
116	خاتمة الفصل الثالث
120-117	الخاتمة العامة
124-121	قائمة المراجع
150-125	الملاحق

## فهرس الأشكال والجداول

### الأشكال

51	الشكل (1.2): أثر التدويل في تخفيض خطر المحفظة أسهم فرنسية
53	الشكل (2.2): تغيرات سهمين (ارتباط موجب)
53	الشكل (3.2): تغيرات سهمين (ارتباط سالب)
55	الشكل (4.2): المرودية و الخطر لأسهم فردية
55	الشكل (5.2): المرودية و الخطر تركيب سهمين A و B
59	الشكل (6.2): نظرية المحفظة
60	الشكل (7.2): خطوط الانحدار لسهمين لهما نفس التطاير
61	الشكل (8.2): خطوط انحدار قيمتين مختلفتين في التطاير
63	الشكل (9.2): القياس البياني للأداء حسب " شارب"

65	الشكل (10.2) : القياس البياني للأداء في المحفظة حسب "جونسون"
66	الشكل (11.2): مقارنة طرق قياس الأداء بالنسبة لـ« تراينور » و « جونسون»
68	الشكل (12.2) : سيرورة تسيير المحفظة المالية حسب كودجوفي أسوي kodjovi ASSOE
76	الشكل (13.2): مراحل دورة النشاط الاقتصادي

## الجدول

5	الجدول (1.1): قيود استخدام المفاهيم "سوق ثانوية"، "سوق عمومية و منظمة"، "القيم المنقولة"
103	الجدول (1.3): الانحراف المعياري ومتوسط معدلات المردودية للمؤسسات (رياض سطيف، صيدال والأوراسي)
106	الجدول (2.3) : الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية للمؤسسات (رياض سطيف، صيدال، الأوراسي، ONA، BCE، SID و SNI) في حالة عدم تغطية خطر الصرف
107	الجدول (3.3): الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية لمؤسسات العينة المختارة في حالة تغطية خطر الصرف
110	الجدول (4.3): مقارنة خصائص مختلف المحافظ المدروسة
113	الجدول (5.3): تقييم الأداء السنوي لبورصة الدار البيضاء للفترة (2004-2000)
115	الجدول (6.3): تقييم الأداء السنوي لبورصة الجزائر في الفترة (2003-2000)

# المقدمة العامة

## المقدمة العامة:

### تمهيد:

ظهرت النظرية الحديثة لتسيير المحافظ المالية على يد هاري ماركوفتز ( 1952 ) معتمدة على مفاهيم نظرية تركز المقاييس الإحصائية (الانحراف المعياري، المتوسط الحسابي) كأسس لاختيار الأصول المالية، وتنازلت بعد ذلك أعمال الإحصائيين والاقتصاديين الماليين لتغطية النقائص التي كانت تميز النظرية الأولى ماركوفتز، و/أو لجعلها أقرب للواقع وأكثر موافقة للتطورات الحاصلة في المدانين المالي والإحصائي من جهة والتكنولوجي من جهة أخرى ؛ وأبرز هذه الأعمال كانت أعمال شارب، ميلر التي حملت إضافات استحدثت - بمعية أعمال ماركوفتز - جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية سنة 1990.

ولما كانت النظرية الحديثة لتسيير المحافظ المالية تعمل على اختيار وتسيير القيم ومحافظ القيم بناء على معطيات ماضية، فإن مصداقية هذا الاختيار والتسيير مرهونان بإطار وكيفية تحديد هذه المعطيات والمتمثلة أساسا في أسعار القيم المنقولة. فمن هنا ظهرت أهمية تنظيم بورصات القيم المنقولة باعتبارها البيئة الأنسب لجمع الظروف الملائمة لتحديد أمثل للأسعار وضبط آليات التسعير. فهذه البورصات بدأت تتعد شيئا فشيئا عن مفهومها الكلاسيكي كإطار زمني ومكاني للتداول على القيم المنقولة، بفعل التطور التكنولوجي (الإعلام الآلي والانترنت)، الإبداع المالي وكذا التدويل المستمر للنشاط المالي المتواكب مع تدويل الاقتصاد بشكل عام. فقد أحدثت العناصر الثلاثة المذكورة تغييرا عميقا في مضمون نظرية تسيير المحافظ المالية من جهة وكذلك في مفهوم البورصة ومناهج تسييرها من جهة أخرى.

من هذا المنطلق ظهرت أهمية مراجعة هذه النظرية وإبراز التغيرات الحادثة من جراء عوامل التدويل، الهندسة المالية، الإبداع المالي والتطور التكنولوجي، خاصة عندما يتعلق الأمر بمحافظ الأسهم، باعتبار السهم القيمة المالية الأكثر ديناميكية و الأصلح للتعبير عن قيمة المؤسسة ونشاطها. وتزداد أهمية الموضوع وتعقده عندما يطرح في حالة بورصة ناشئة (أو بالأحرى مبتدئة) كبورصة الجزائر أو بورصة الدار البيضاء بالمغرب حيث لا تقدم البورصة بفعل عوامل قانونية، اقتصادية وثقافية المعلومات اللازمة لتسيير فعال للمحافظ المالية للقيم المسعرة بها.

### الإشكالية:

بالتالي فإن المذكرة تمثل محاولة للإجابة عن الإشكالية التالية:

- ما هي الإجراءات الأساسية الحالية لتسيير المحفظة المالية بشكل عام، والدولية منها بشكل خاص، لأسهم مسعرة في البورصة، وما هي الظروف العامة لتسيير محفظة مالية دولية تتضمن أسهما مسعرة في بورصتي الجزائر والدار البيضاء بالمغرب؟

### الفرضيات:

تقوم الدراسة على مجموعة من الفرضيات تتوزع بين الجانبين النظري والتطبيقي:

- 1- يقتضي التطور المستمر للنظرية الحديثة للمحافظ المالية وجود تغيير في محتواها ومبادئها.
- 2- يعطي اختلاف البيئتين الماليتين، إضافة إلى أثر سعر الصرف بين الجزائر والمغرب معنوية للتنوع الدولي للمحفظة المالية بين البورصتين في فترة الدراسة.
- 3- حادثة تجربة البورصة في الجزائر، وحادثة الإصلاحات الجارية على بورصة الدار البيضاء، تضعان المحلل أمام حالة من الغموض وعدم الدقة في اتخاذ القرار مما يستوجب على المسير عدم الاكتفاء بالمعطيات المعلنة من خلال أسعار الأسهم في البورصة بل التدقيق في واقع البيئتين الاقتصاديتين والماليتين.

### الهدف من الدراسة:

نسعى من خلال هذه المذكرة لإبراز أهم الإجراءات الحالية لتسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة من جهة، وإبراز خصوصية هذا التسيير بالنسبة للمحافظ المالية والتي يُحتمل أن تتضمن قيما مالية مسعرة في بورصتي الدار البيضاء والجزائر. كما نسعى من خلال نفس الدراسة للتحضير لبناء نموذج لتسيير المحافظ المالية في البيئة المدروسة مستقبلا أو في بيئات مشابهة، باعتبار أن عملية النمذجة في الميدان المالي تتطلب إجراء دراسة معمقة لظروف الظاهرة المراد نمذجتها.

### أهمية الموضوع:

تظهر أهمية الموضوع من خلال تسليط الضوء على خصائص الظرف الانتقالي والإصلاحات التي تشهدها البيئة المالية الجزائرية بشكل عام والتقييم في البورصة بشكل خاص من جهة، ومن جهة أخرى فهي تمثل محاولة لمتابعة ومواكبة التطور الكبير الذي تشهده الأوساط المالية في البلدان الصاعدة والمتقدمة.

### حدود الموضوع:

تقتصر الدراسة في جانبها النظري على دراسة تقييم الأصول في البورصة كسوق ثانوي لسوق رؤوس الأموال، المتكونة من السوق الأولي (سوق الإصدار) والسوق الثانوي (البورصة)، وقد نستخدم في هذه الدراسة بالسوق المالية مشيرين بذلك للبورصة فقط، علما أن السوق المالية بمفهومها العام تشمل السوق النقدية وسوق رؤوس الأموال، تجرى الدراسة التطبيقية في البيئتين الجزائرية والمغربية من خلال حساب خصائص بعض المحافظ المكونة من أسهم جزائرية ومغربية المسعرة في بورصتي الجزائر والدار البيضاء وفق معطيات أسبوعية للفترة الممتدة بين سنتي 2000-2003 لمؤسسات العينة، أما عن اختيار فترة الدراسة فقد تم وفقا للمعطيات المتاحة. تتمثل أدوات البحث في المراجع التي تتناول مضمون النظرية الحديثة للمحافظ المالية، إضافة إلى الإحصائيات والمنشورات المتعلقة ببورصتي الدار البيضاء والجزائر والخاصة بالفترة المدروسة.

### أسباب اختيار الموضوع:

يأتي في مقدمة الأسباب التي دفعتنا لاختيار هذا الموضوع سببين أحدهما ذاتي وهو : السعي للتحكم في أكبر قدر ممكن من الطرق والتقنيات في مجال تسيير المحافظ بشكل عام والمحافظ المالية الدولية بشكل خاص، وذلك بحكم التخصص في سنوات التدرج (علوم المالية)، باعتبار هذا الموضوع يشمل جانبا هاما من العلوم المالية.

يتمثل السبب الموضوعي : في محاولة المساهمة ولو بقدر بسيط في التطور الكبير الذي يشهده ميدان التنظير المالي فيما يتعلق بتسيير المحافظ المالية، خاصة الدولية منها، ولفت الانتباه إلى إمكانية تعرض المحلل المالي أو مسير المحفظة في الجزائر في المستقبل القريب للمشاكل التي تتخلل تسيير محفظة مالية دولية.

### منهج البحث:

تتبع الدراسة المنهج الاستنباطي فهي تنطلق من مسلمات (كليات) وضعها رواد النظرية الحديثة لتسيير المحافظ المالية، ودراسة ظروف تطبيقها في البيئتين الجزائرية والمغربية للخروج بالخصائص (جزئيات) التي تميز هذا الإطار مكاني في فترة زمنية محددة (فترة الدراسة) تحضيراً لبناء نموذج لتسيير المحافظ المالية الدولية في هذه البيئة أو في بيئات مماثلة.

### الدراسات السابقة في الموضوع:

تعتمد الدراسة أساساً على دراستين مرجعيتين:

1 - النظرية الحديثة للمحفظة « لهاري ماركوفتز » 1952

2 - التنوع الدولي للمحفظة لبرونو سولنيك 1974

أما في الجزائر، فبالرغم من عدم مصادفتنا لدراسة تتناول موضوع تسيير المحافظ المالية الدولية إلا أننا نشير إلى وجود عددا من الأعمال تخص البورصة وتسيير المحافظ المالية نذكر منها: مذكرة الماجستي ر للطالبة حجيلة خلدون – المدرسة العليا للتجارة – الجزائر 2002-2003 بعنوان " التسيير المحفظة في ظروف عدم الوضوح ومعوقات تطبيقها في الجزائر Gestion flou du portefeuille et ses contraintes " d'application en ALGERIE

وكذلك بعض الدراسات المتعلقة بالبورصات القيم المنقولة على غرار أطروحة الدكتوراه للدكتور محمد براق : بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية دراسة حالة الجزائر المدرس ة العليا للتجارة – الجزائر- 1998-1999 أما عن الدراسات الجامعية الحديثة في الموضوع نذكر منها :

1- قورتلر M.Guertler وماندي M. S. Mendi (أساتذة بجامعة برونل BRUNEL ببريطانيا- قسم العلوم الرياضية) بعنوان: « تعظيم المحفظة (الجزء II) : نموذج المتوسط- تباين لماركوفتز من المنظور التقني» قسم العلوم الرياضية – جامعة برونل- إكسبردج- بريطانيا، نوفمبر 2001.

2- دراسة لـ" محمد عريف- أنور محمد ناصر، شامشر محمد بعنوان :«التنوع الدولي للمحفظة : من منظور المستثمر الماليزي»( جامعة بورتنا بماليزيا - مارس 2004).

3- جون بيبير بردوت، دانيال قويو وجاك ليونارد (أساتذة بجامعة بواتييه بفرنسا) بعنوان : «أسس الدوران القطاعي للمحافظ»، « دور تأثيرات الصرف والدوران القطاعي في تسيير المحفظة»، «التنوع القطاعي مقابل التنوع الجغرافي وتقييم الأصول المالية في منطقة الأورو» و« دوران وتقييم الأصول – منطق قطاعي مقابل منطق جغرافي» كلية العلوم الاقتصادية- جامعة بواتييه – فرنسا، (2004-2005).

4- عبد الحميد البوحدي (أستاذ مساعد في المالية – جامعة مراكش- المغرب) بعنوان : «التطايير الشرطي للقيم الأكثر نشاطا في بورصة الدار البيضاء volatilité conditionnelle des valeurs les plus actives de la bourse de Casablanca»، جامعة مراكش- المغرب

### أقسام البحث:

يتم تناول الموضوع في ثلاثة فصول تتضمن على التوالي:

الفصل الأول: بورصة القيم المنقولة ونماذج تقييم الأسهم



يتضمن هذا الفصل محاولة لتحديد مفهوم عام البورصة وعرض أبرز أشكال القيم المنقولة المتداولة في البورصة إبراز خصوصية السهم، كما نتطرق في مبحثه الثالث للمؤشرات المالية وأدوارها التي تزداد أهميتها مع ازدياد حركية البورصة وحجم التعامل فيها.

### الفصل الثاني: النظريات الحديثة لتسيير المحافظ المالية

يكرس هذا الفصل لعرض مبادئ النظرية الحديثة لتسيير المحافظ المالية و أبرز امتداداتها إلى غاية سنة 2004، مع تخصيص المبحث الثالث من هذا الفصل لعرض وتحليل ما يخص تسيير المحافظ المالية الدولية من هذه النظريات.

### الفصل الثالث: ظروف تسيير محفظة أسهم مسعرة في بورصتي الجزائر والدار البيضاء

يتم من خلال هذا الفصل التطرق للنظاميين الماليين الجزائري والمغربي، بما في ذلك بورصتي الجزائر والدار البيضاء وظروف التسعير فيهما، ثم دراسة خصائص محفظة مكونة من عينة أسهم، تشمل الأسهم الثلاثة المسعرة في بورصة الجزائر، وأربعة أسهم تعد من ضمن القيم المنقولة الأكثر تسعيرا في الفترة المدروسة ببورصة الدار البيضاء، بطريقة المتوسط – تباين وفقا لمعطيات أسبوعية للفترة الممتدة بين جوان 2000 وجانفي 2003، ثم إبراز معنوية التنوع الدولي في المحفظة المختارة من خلال دراسة الارتباط بين مختلف القيم من جهة، ودراسة أثر سعر الصرف من جهة أخرى. نقوم بعدها بمقارنة أداء البورصتين ومدى مساهمتهما في اقتصاديهما الوطنيين لتأكيد معنوية التنوع الدولي بينهما.

تتضمن خاتمة المذكرة النتائج النظرية للدراسة وأهم التوصيات وآفاق البحث المستخلصة منها.

## الفصل الأول

# بورصة القيم المنقولة و نماذج تقييم الأسهم

**مقدمة الفصل:**

تلعب بورصة القيم المالية دورا خاصا كجزء من السوق المالية في تسيير القيم ومحافظ القيم المنقولة، بحيث تمثل الوسط الأنسب للتداول على القيم بالنظر للشفافية والانتظام اللذان توفرهما للمستثمرين والمدخرين، لذلك وجبت الإشارة بشكل خاص للبورصة لمناقشة موضوع تسيير المحافظ المالية.

سنبين في هذا الفصل ظروف التسعير و التقييم في البورصة، مروراً بتحديد مفهوم البورصة الذي أصبح يشكل جدلا لعدة عوامل منها القانونية، التكنولوجية و التقنية المالية... الخ. ثم نتطرق بعدها لمختلف أشكال القيم المنقولة متناولين بذلك أوجه الشبه و الاختلاف بينها مع التركيز على الأسهم المالية التي نعتبرها القيم الأكثر تعبيرا عن واقع المؤسسات و القطاعات أو حتى الاقتصاد بشكل عام.

كما ستتم الإشارة بشكل خاص إلى المؤشرات البورصية التي أصبحت تلعب أدوارا هامة في التقييم والتسيير الماليين، والتي سيأتي توضيحها في هذا الفصل.

في الأخير، نقوم بإبراز أهم أشكال نماذج تقييم الأسهم في البورصة وهي الأشكال الأكثر واقعية وشيوعا حاليا مع إبراز أهم الدراسات التي تمت حول هذه النماذج باعتبارها نتائج لدراسات تجريبية محضه.

باختصار فإن هذا الفصل يعنى بالإجابة على الأسئلة التالية:

- 1- هل يمكن وضع تعريف عام لبورصة القيم المنقولة ؟
- 2- ما هي الظروف التي تجعل من البورصة وسطا جيدا لتقييم الأصول و المحافظ المالية ؟
- 3- ما هي أبرز أشكال القيم المنقولة المتداولة في البورصات وما الذي يميز الأسهم من بينها ؟
- 4- ما هي أبرز النماذج المطبقة حاليا في تقييم الأسهم المالية في البورصة ؟

## المبحث الأول: بورصة القيم المنقولة:

تعود كلمة "بورصة" تاريخيا إلى شخصية برجوازية بلجيكية من مقاطعة "بروج" ( Bruges ) وهي "فان دار بورس" ( Ven Der BURSE)<sup>1</sup>. وقد ارتبط مفهوم البورصة عند ظهوره بالإطار الزمني و المكاني المنظم، حيث كانت تمثل : " مكانا فيزيائيا مفتوح في مجال زمني يومي معين (من الساعة 10:00 إلى الساعة 17:00 مثلا في فرنسا عند ظهور البورصة بها في القرن السادس عشر) أمام المؤسسات المسعرة أو ممثليها المرخصين".

تحول هذا التعريف بفعل تطور وسائل الاتصال و التكنولوجيا لتصبح بورصة القيم المنقولة سوقا يلتقي فيه عارضو و طالبو رؤوس الأموال، عن طريق حاسوب مركزي ordinateur central، حيث تتم المبادلات أساسا على سندات الملكية (أسهم) أو سندات الحقوق (سندات).

وقد عملت مجموعة من العوامل الأخرى من بينها التدويل، و الإبداع المالي (في أشكال القيم المنقولة) إلى إحداث تضارب في تعاريف بورصة القيم المنقولة، و سنحاول من خلال هذا المبحث الوصول تعريف موحد للبورصة قبل التطرق إلى أدورها في الاقتصاد، و أبرز أشكالها و نماذجها في العالم ثم آليات و أجهزة التسعير و التقييم فيها.

## المطلب الأول: تاريخ و مفاهيم بورصة القيم المنقولة<sup>2</sup>

يرتبط تطور بورصات القيم المنقولة بظهور الرأسمالية، فمع التطور الصناعي و التجاري أصبح الاحتياج لرؤوس الأموال أكبر تدريجيا، بحيث عجز المستثمرون الفرديون أو قلة من المستثمرين على تمويل إنشاء مؤسسات السكة الحديدية أو الملاحة مثلا. و للاستجابة لهذه الاحتياجات تم إنشاء مؤسسات برأس مال مقسم إلى حصص و ظهرت بذلك الأسهم (حيث تم إنشاء أول شركة مساهمة سنة 1553 حين قرر المصدر البريطاني سيباستيان كوبوت Sebastian COBOT إنشاء شركة بحرية للتصدير).

كما قامت المؤسسات، الجماعات المحلية، و الحكومة بتقسيم قيم قروضها لتوظيفها لدى الجمهور، و تم بذلك ظهور السندات.

نظرا لصعوبة التعامل بالأسهم و السندات لعدم وجود إطار رسمي لها، وكذلك انحصار المساهمين في التجار فقط، قامت السلطات العمومية بتنظيم إطار عمومي و مقنن لتداول الأسهم و السندات التي كانت أولى صور القيم المنقولة و بذلك ظهرت بورصات القيم المنقولة.

<sup>1</sup> [http://www.comprendrelabourse.com/Initiation/init\\_1.htm](http://www.comprendrelabourse.com/Initiation/init_1.htm)

<sup>2</sup> <http://dissertation.up.rug.nl/FILES/faculties/management/2002/b.s.a.bayala/c2.pdf>, p.2

رغم ذلك فإن مصطلح البورصة أقدم مما تم تقديمه، لأن تجمعات التجار كانت موجودة في أغلب الشعوب القديمة (سوريين، فينيقيين و يونان) وتسمية بورصة كانت تطلق على أي مكان يلتقي فيه التجار.

و تعتبر بورصة أنفرس Anvers أقدم بورصة تجارية في أوروبا الغربية لأنها أفتتحت سنة 1531، بينما ظهر أول إطار منظم للقيم المنقولة (أسهم و سندات) سنة 1661 بأمستردام، وأصبحت بذلك بورصة أمستردام أقدم بورصة للقيم المنقولة في أوروبا.

نستنتج من هذه اللوحة التاريخية أن ظهور بورصات القيم المنقولة كان نتيجة لانشغالين:

(1). تمويل الاقتصاديات بشكل عام و خصوصا المؤسسات، و ربط الأعوان الذين لهم قدرات على التمويل بالذين لهم حاجة لهذا التمويل.

(2). يتمثل في السماح للأعوان الاقتصاديين بالدخول و الخروج من رأس مال المؤسسات بتسهيل التعاملات بين الأعوان الذين يأملون في توظيف ادخاراتهم بحيازة أوراق مالية و الذين يأملون في تسهيل مدخراتهم بالتنازل عن أوراقهم المالية (الأسهم و السندات).

يكمن الدور الأساسي للبورصة بالتالي، في إصدار و تبادل القيم المنقولة (أسهم و سندات)، رغم ذلك فإن إنشاء البورصات في أيامنا هذه شهد تحولات عميقة في زمن و فضاء التعامل. ومن خلال التعاريف التي سنقوم بعرضها فيما يلي سنظهر أكثر حقيقة المفهوم المعاصر لبورصة القيم المنقولة.

### 1. بعض تعاريف بورصة القيم المنقولة:

تسمح لنا دراسة تاريخ بورصات القيم المنقولة بوضع قواعد لتعريف هذه الأخيرة دون اعتماد تعريف صريح لبورصة القيم المنقولة بحيث نلاحظ أن المراجع الحديثة في المالية تتجنب إعطاء تعريف صريح نذكر منها فابوزي، مودقلياني، فيري (1994)، ستايل و آل (1996)، فرينبلات و تيتمان (1998)، الخ.

يمكن أن نميز في هذا الصدد بين ثلاثة تعاريف مختلفة نسبيا لبورصة القيم المنقولة<sup>1</sup> و هي :

(تعريف قاسطون و بيير (1998)، تعريف هرست و و الاس و تعريف مؤسسة البورصة الفرنسية) ثم إجراء مقارنة بين هذه التعاريف لتخفيف الاختلاف بينها و الحصول على تعريف أكثر شمولية.

<sup>1</sup><http://dissertation.up.rug.nl/FILES/faculties/management/2002/b.s.a.bayala/c2.pdf> p 4

**1.1. تعريف قاسطون و ببيير:** "بورصة القيم هي سوق ثانوي عمومي ومنظم للقيم المنقولة المسجلة في التسعير بها".

**2.1. تعريف هرست و والاس:** "بورصة القيم هي في الأساس وكالة أو دعم support يحسن أو يسهل الاتصال بين مشتري و بائعي القيم المنقولة، فهي لا تمثل في حد ذاتها مقرضا أو مقترضا و لا تنشأ الأدوات المالية".

**3.1. تعريف مؤسسة البورصة الفرنسية SBF:** "[...] البورصة هي سوق قانونية تضمن:

- السيولة، أي تسهل التبادل و تجمع أكبر عدد ممكن من أوامر البيع و الشراء؛

- المساواة بين جميع المتدخلين بالشفافية و الدخول الفوري للسوق؛

- الأمن بضمان تسلم المشتريين و دفع (تسديد) البائعين في تاريخ معين".

تتضمن التعاريف السابقة مصطلحات وتعابير متميزة (سوق ثانوية، سوق عمومي منظم، قيم منقولة و وكالة أو ومرجع).

يوضح الجدول المصطلحات التي تسبب غالبا اختلافا في تعريف بورصة القيم المنقولة و هذا الاختلاف ناتج عن وجود قيود أمام استعمال كل مصطلح:

الجدول (1.1): قيود استخدام المفاهيم "سوق ثانوية"، "سوق عمومية و منظمة"، "القيم المنقولة":

التعاريف	المصطلحات أو التعابير	القيود
قاسطون و ببيير هرست و والاس مؤسسة بورصة فرنسا	سوق ثانوية	تعرف بورصة القيم المنقولة كسوق للأوراق المالية المستعملة marché de l'occasion، في حين يمكن للمؤسسات المسعرة في بورصة ما رفع رؤوس أموال عن طريق دعوة عمومية للادخار بإصدار سندات جديدة.
قاسطون و ببيير مؤسسة بورصة فرنسا	سوق عمومية و منظمة	صفة العمومية و التنظيم في البورصة في طريقها للتلاشي بفعل عدم التنظيم، التدويل و التطور التكنولوجي.

التطور السريع للمنتجات المشتقة في بعض البورصات جعل مفهوم القيم المنقولة يتغير من فضاء لآخر.	قيم منقولة	قاسطون و بيبير هرست و والاس مؤسسة بورصة فرنسا
---	------------	---

Source : <http://dissertation.up.rug.nl.OP.CIT>

يظهر من الجدول (1.1) أن تعاريف قاسطون و بيبير ( 1998 ) و مؤسسة بورصة فرنسا جد مقيد لمفهوم البورصة مقارنة بتعريف هرست و والاس الذي لا يلح على صفة العمومية و النظامية للبورصة. هذه التقييدات و الحدود في التعريف ناتجة عن السلوك الديناميكي لبورصة القيم المنقولة أي إمكانية تحولها وتأثرها بالبيئة المتواجدة فيها.

ف نجد أن عوامل: التدويل، عدم النظامية أو الرسمية و كذلك التطور التكنولوجي (الذي حول مفهوم البورصة من "فضاء مادي" إلى "فضاء مادي و افتراضي")، إضافة إلى تطور الهندسة المالية و إنشاء عدة أشكال من القيم المنقولة، صعبت من إيجاد تعريف عام لبورصة القيم المنقولة.

في الأخير، يمكن تجنب هذه القيود من خلال تعريف بورصة القيم المنقولة باختصار بأنها:

« فضاء مادي أو افتراضي، وطني أو دولي، رسمي أو غير رسمي، يحضى بثقة و اتفاق المتعاملين كإطار يسمح بإصدار وتداول قيمهم المالية بصفة دائمة » .

## 2. أهم أدوار بورصة القيم المتداولة<sup>1</sup> :

نميز خمسة أدوار أساسية للأسواق المالية بشكل عام، و للبورصات بشكل خاص و هي كالتالي:

1.2. تمثل دارة لتمويل الاقتصاد؛

2.2. أداة لتنظيم سيولة الإدخارات على المدى الطويل؛

3.2. أداة لقياس قيمة الأصول؛

4.2. وسيلة مساعدة على تغير الهياكل الإنتاجية؛

5.2. مكان للتفاوض على الأخطار؛

## 1.2. تمويل الاقتصاد الوطني :

<sup>1</sup>Gérard MARIE HENRY : « les marchés financiers », ED. ARMOND COLIN, paris 1999, pp. 13-15

الأسواق المالية تعمل على نقل رؤوس الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرات للتمويل إلى المؤسسات و الإدارات من خلال عرض أوراقهم المالية للتداول أمام هذه الأخيرة.

## 2.2. تنظيم سيولة الادخار على المدى الطويلة:

هذه الوظيفة متممة للأولى، و تتمثل في الوقاية من خطر التجميد الادخار في السوق المالية، فهذه الأخيرة تتميز بسرعة تحولها إلى سيولة لأن صاحب الورقة المالية المسعرة في البورصة له الحق في أي وقت في بيعها لمستثمر آخر.

## 3.2. قياس قيمة الأصول:

من خلال عرض قيمة ورقة مالية معينة في كل جلسة، تمثل البورصة وسيلة فعالة لتقييم المؤسسات بحيث تتميز المعلومة المقدمة في هذا الصدد بما يلي:

- معلومة منتظمة، عمومية و منشورة على نطاق واسع.
- تسمح بتوقع قيمة المؤسسات على المدى الطويل و المتوسط ووضع فرضيات لمستقبلها.

كما أن عملية التقييم عبر البورصة مرضية للجميع وهي تعاقدية على الدوام.

## 4.2. تطوير الهياكل الإنتاجية :

تمنح السوق المالية للمؤسسات إمكانية حيازة المشاريع أخرى من خلال حيازة أوراقها المالية المسعرة، فالبورصة بذلك تسهل عمليات إعادة الهيكلة، التكتل، الحيازة، الخصخصة... الخ، وهي عمليات لها دور أساسي في تطوير الهياكل الصناعية و التجارية.

## 5.2. التفاوض على الأخطار :

سمح الإبداع في الميدان المالي بتحرير المنتجات المالية و إنشاء صفقات جديدة تدعى بالمشتقات خلال سنوات الثمانينات، حيث اتضح الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تسيير الإخطار المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين، فهي تسمح لمعاملتها بالدخول في أسواق الخيارات و الصفقات الآجلة للأدوات المالية، القيام بعمليات التحكيم و المضاربة مما يضاعف من إمكانيات تسيير الأخطار.

## 3. أهم نماذج البورصات في العالم :



نميز عدة أشكال مختلفة من البورصات، فبالرغم من تشابهها جميعاً في الأدوار المذكورة آنفاً إلا أنها تختلف في نقاط معينة نذكر منها :

- الجهة المنظمة و المراقبة للبورصة.
- هيئات تسيير البورصة.
- درجة تدويل البورصة أو ارتباطها بالاقتصاد الوطني.
- تكاليف المعاملات و المستوى العام لأسعار القيم المتداولة.
- حجم المعاملات.

و أبرز البورصات على المستوى الدولي هي<sup>1</sup>:

### 1.3. بورصات أمريكا الشمالية :

يتواجد في الولايات المتحدة النظام البورصي الأكثر تطوراً في العالم، وتعتبر سوقها السوق الرائدة من حيث عدد المؤسسات المسعرة، فهي تتنافس وبورصة طوكيو على زعامة المعاملات، فبالإضافة إلى بورصة "ول ستريت" هناك كذلك البورصة الأمريكية، لوحة شيكاغو للمعاملات Chicago board of trade، بورصة الهادي P.S.E (بسان فرانسيسكو) و بورصة الغرب الأوسط.

فالأسواق المالية الأوروبية المعروفة بأهمية صفقاتها الآجلة (مستقبليات و الخيارات)، التي تم إنشاؤها سنوات السبعينات من القرن الماضي ، و على رأسها سوق شيكاغو للخيارات، كما يوجد كذلك شكل من الأسواق الثانوية و السوق خارج التسعير HORE COTE (على غرار التصنيف الفرنسي) بنيويورك OVER THE COUNTER فهي مشهورة بدورها في تطوير رأس المال المغامر VENTURE CAPITAL و هي مؤسسات صغيرة يقوم أصحابها بتحمل مستوى عالي من المخاطرة.

و من أهم المؤسسات المسعرة في هذه البورصات نذكر: KODAK , ATT, IBM, XEROX GILLETTE... الخ.

### 2.3. البورصات الآسيوية :

تتقدم البورصات الآسيوية بورصتين هامتين هما : بورصة طوكيو التي تتوسط جغرافياً البورصات الأمريكية و الأوروبية، و بورصة هونغ كونغ.

<sup>1</sup> Bernard BELLETANTE., La Bourse : temple de la spéculation ou marché financier. 5<sup>ème</sup>. ED. HATIER, paris, 1987, pp. 224-226

فبالنسبة لبورصة طوكيو، المصدر الأساسي للتمويل فيها هي الحكومة، بحيث تمول كذلك خسائرها وبرامجها، هذه البورصة تفوق في رسملتها البورصات الأوروبية مجتمعة، كما تتميز بصعوبة اندراج الشركات الأجنبية فيها (17 شركة فقط عام 1976 و 10 عام 1984).

وهذه الصعوبة تعود لحجم مصاريف التسجيل في التسعير، تعقيد طرق الدخول، جهل المستثمرين والمدخرين للشركات الأوروبية و الأمريكية إضافة إلى قلة الأعوان المختصين في الصرف، مما يصعب على الشركات الأجنبية بيع و شراء القيم المسعرة في طوكيو في بلدانها الأصلية.

كما يفسر العدد الضئيل للشركات الأجنبية في بورصة طوكيو، بالقيم العالية للأصول المسعرة فيها نتيجة للأداء العالي للمؤسسات المحلية المسعرة.

### 3.3. البورصات الأوروبية:

#### 1.3.3. بورصة لندن:

تعتبر أول البورصات الأوروبية من حيث الرسملة، حيث وصل حجم المعاملات سنة 1989 إلى 1841 مليار فرنك فرنسي أي أكثر بثلاث مرات من بورصة باريس في نفس السنة.

وتأتي أهمية بورصة لندن من التاريخ الاقتصادي لبريطانيا (أول قوة تجارية و صناعية في القرن الـ 19م في العالم)، فقد لعبت هذه البورصة دور الممول للنمو المتسارع المرفق باتساع دولي للمؤسسات.

ومنذ ماي 1979 إلى غاية 1987 لم يتوقف مؤشر "فاينانشل تايمز" (مؤشر بورصة لندن) عن الارتفاع، ويعيد المختصون ارتفاع حجم المعاملات في بورصة لندن للأسباب التالية:

\* بورصة لندن هي البورصة التي تعرف كل عام أكبر عدد من عروض البيع و التبادل.

OPA/OPE (offre public d'achat/offre public d'échange).

\* عدد كبير من رؤوس الأموال المتداولة يتم جلبها عن طريق رفع التأميم dénationalisation، كقيام الملكة تاتشر بخصخصة مؤسسات عمومية ببيع أسهمها كخصخصة مؤسستي جاغار JAGUAR و بريتش تيليكوم

.BRITISH TELECOM

\* إصلاحات هيكلية لبورصة لندن نذكر منها:

- منح البنوك، مؤسسات التأمين و المؤسسات المالية البريطانية الحق في مراقبة و مشاركة المقاولين JOBBERS و السماسرة BROKERS في تنفيذ الأوامر في البورصة أو إدارة عمليات التبادل، بعدما كان

المقاول يحتكر عمليات المتاجرة بالأوراق المالية و تنفيذ الأوامر في البورصة فائدة، كما يحتكر السمسار عمليات التبادل مقابل عمولات يتقاضاها من العملاء.

و هذا الإجراء أعطى مرونة أكبر للسوق المالية (مارس 1986).

- في شهر أكتوبر من نفس السنة تم الفصل بين وظائف المقاول و السمسار و أصبح بوسع كل متدخل أن يقوم بوظائف أي من الصنفين.

كما تم التخلي عن أنظمة الأجرة الثابتة و أصبحت المعاملات خاضعة لعمولات قابلة للتفاوض.

- إدخال نظام الإعلام الآلي في التسعير سمح بتسجيل - لأول مرة- 25 تغيرا في السعر في الثانية الواحدة فور تألية المعاملات في نفس السنة (1986).

و بالرغم من أن بورصة لندن تعد منافسا لبورصتي نيويورك و طوكيو إلا أنها تمتاز بضعف سوقها الداخلية مقارنة بالبورصتين السابقتين، فهي تعتمد في حركيتها على تحرير التعاملات أمام الأسواق و الصفقات الدولية.

### 2.3.3. البورصات الألمانية:

تمتاز الأسواق المالية الألمانية بصغر حجمها مقارنة بالاقتصاد الألماني و احتياجات المؤسسات، و تسيطر البنوك على هذه السواق.

«... الرسملة البورصية الإجمالية في الأسواق المالية الألمانية في جوان 1983 قدرت 205 DM، و عدد المؤسسات المسعرة في نفس السنة قدر بـ 250 مؤسسة مسجلة برسملة بورصية إجمالية تقدر بـ 146 مليار دولار، بينما في بورصة لندن عدد المؤسسات قدر بـ 7149 مؤسسة مسجلة برسملة بورصية إجمالية تقدر بـ 146 مليار دولار، علما أن اقتصاد بريطانيا لا يمثل سوى ثلثي الاقتصاد الألماني...»<sup>1</sup>.

ويتوزع النظام البورصي الألماني على عدة مواقع:

فرانكفورت، واسلدورف، هامبورغ، ميونخ، برلين، برام، هانوفر و شتوتغارت.

شهدت سنوات 1983، 1984 ارتفاعا محسوسا في مؤشر البورصة و حجم المعاملات و ذلك بسبب خصخصة عدة مؤسسات وطنية VEBA، LUFTANSA، VOLSWAGENWFRE... الخ.

مما شجع المستثمرين الأجانب على الدخول إلى البورصة الألمانية، باعتبار الخصخصة بادرة لتخفيف سلطة الحكومة على الاقتصاد.

### 3.3.3. البورصات الفرنسية:

<sup>1</sup> S. H. Flemming, *Financial Times*, 7 sept. 1983 in Ibid. p232

تسجل بورصة باريس عددا محدودا من الأسهم الأجنبية بالمقارنة مع إجمالي الأسهم المسجلة في البورصة، و تحدد الحكومة شروط تسجيل الأوراق المالية الأجنبية وكيفية تداولها في البورصة، كما تمتاز بقيود إدارية و ضرائب تمييزية و إجراءات مطولة تضعف من جاذبيتها للاستثمارات الأجنبية و من بين الإجراءات التنظيمية المتخذة و التي تهدف أساسا إلى جذب الأموال الأجنبية، نذكر ما يلي:

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية.

- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة.

- زيادة ساعات التداول في البورصة.

- مضاعفة حجم المعلومات المقدمة للمستثمرين.

- تخفيض الرسوم و الضرائب على الأوراق المالية.

- تحرير نشاط الوسطاء على غرار بورصة نيويورك

تتعلق طبيعة البورصة و النشاط بها بطبيعة النظام الاقتصادي للدولة ودرجة تطورها رغم ذلك يمكن أن نميز ثلاث أنماط من البورصات في العالم<sup>1</sup>:

1. بورصات خاصة مثل بورصة انكلترا و أمريكا.

2. بورصات حكومية مثل البورصات الفرنسية و بورصات وأمريكا اللاتينية.

3. البورصات التي يشرف عليها القطاع المصرفي عن طريق الوساطة المالية مثل البورصات الألمانية.

أما عن البلدان النامية فإن البورصة تأخذ فيها غالبا شكل البورصة في البلدان المتقدمة التي ترتبط الدولة بها تاريخيا على غرار التقارب بين نظام البورصة في كل من البلدان المغربية مع النموذج الفرنسي والبلدان الأنغولوساكسونية مع النموذج البريطاني... الخ.

### المطلب الثاني: أبرز أشكال القيم المنقولة المتداولة في البورصة

تتعدد أشكال القيم المنقولة باختلاف الأسواق، الدول، و القوانين. إلا أنه بإمكاننا أن نميز خمسة أشكال رئيسية وهي : السهم، السند، الخيار، سند الخزن، الشهادة.

#### 1. السهم<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، 1999، ص. 111

<sup>2</sup> <http://www.boursier.com/help/1.asp>

**1.1. تعريف السهم و حقوق المساهم :****1.1.1. تعريف السهم والجمعية العامة للمساهمين:**

السهم هو سند ملكية، بحيث يمثل إجمالي الأسهم الصادرة عن المؤسسة تشكل رأس مالها، كما يمنح السهم صاحبه حقا في التسيير من خلال حق الاقتراع، فهذا الحق يتناسب وعدد الأسهم المحازة عند انعقاد الجمعية العامة

**2.1.1. أنواع الجمعيات العامة:**

هناك ثلاثة أنواع من الجمعية العامة:

**1.2.1.1. الجمعية العامة العادية:** وتتعقد عادة كل سنة حيث تطلب إدارة الشركة من المساهمين إقرار الحسابات وتقديم الإستراتيجية.

**2.2.1.1. الجمعية العامة غير العادية:** وتقام لإتخاذ قرار خارج عن التسيير العادي للمؤسسة: زيادة في رأس المال، الاندماج مع مؤسسة أخرى، تعديل القوانين الأساسية... الخ

**3.2.1.1. الجمعية العامة المختلطة:** عندما تتم الجمعيتين العادية و غير العادية في آن واحد.

زيادة على حق المساهم في الاقتراع، يملك كذلك هذا نهاية دورة الاستغلال حقا في الأرباح: فهو ينال ربح السهم DIVIDENDE، أي جزء هي الأرباح المحققة من طرف المؤسسة في النهاية، فإن المساهم يملك حقا في أصول المؤسسة.

ففي حالة بيع المؤسسة، ينال المساهم قيمة نسبية حسب عدد الأسهم التي يمتلكها.

في حالة التصفية يفقد المساهم- بشكل عام- مجمل استثماره لأن الأصول توجه حسب الأولوية إلى:

1- تعويض المستخدمين 2- المنظمات الاجتماعية 3- الخزينة العمومية 4- المدينون 5- المساهمون.

**2.1. قيم السهم<sup>1</sup>:**

يتميز السهم بثلاث قيم :

**1.2.1. قيمة اسمية:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم أصلا في عقد التأسيس وهي تساوي إجمالي رأس مال المؤسسة مقسوما على عدد الأسهم الإجمالية.

<sup>1</sup>محمد براق، "تسيير المحافظ": مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، ص 16. في : عبد الوهاب علي حسن الغشم، سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن، رسالة ماجستير- المدرسة العليا للتجارة الجزائر-، 2002-2003، ص ص 42-43،

**2.2.1. القيمة المحاسبية:** وهي القيمة المستخرجة من الدفاتر المحاسبية للمؤسسة ولا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطات و الأرباح غير الموزعة مقسمة على عدد الأسهم العادية المصدرة .

**3.2.1. القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالية، و ستأتي كيفية تحديد السعر في السوق.

يضاف إلى القيم السابقة القيمة الحقيقية وهي القيمة التي تحسب انطلاقاً من الميزانية المالية بعد حذف القيم غير الحقيقية وهي تركز إما على القيمة السوقية و تكلفة الاستبدال أو سعر التنازل.

## 2. السند<sup>1</sup>:

السند هو أصل يمثل حقا لحامله اتجاه المؤسسة، يحصل مقابلته صاحب هذا السند على فائدة و يسد قيمته في تاريخ الاستحقاق، كما يكون للسند المسعر قابلية التداول في البورصة كما هو الحال بالنسبة للسهم ويجدر الإشارة إلى أن السند يمكن إن يصدر بسعر أقل من سعره الاسمي و هذا ما يشكل علاوة الإصدار. والسند يولد قسماً coupon، أي فائدة تكون عادة مدفوعة سنوياً من قبل صاحبه.

ونميز عدة أنماط من السندات نذكر منها:

### 1.2. سندات بقسط صفري à coupon zéro: السند الذي تدفع فوائده مجاملة عند اهتلاكه

**2.2. سندات تقليدية:** و قد تكون أقساطها مدفوعة بمعدل ثابت أو بمعدل صغير، الصنف الأول يمتاز بصفة المضاربة أكثر من الصنف الثاني، فكلما ارتفعت المعدلات، فكلما انخفضت قيمة السندات ذات المعدل الثابت و العكس صحيح.

و نشير كذلك إلى وجود سندات مرتبطة بالأسهم، و هي السندات القابلة للتغطية (التسديد) بالأسهم أو القابلة للتحويل « ORA »

## 3. الخيار L'option :

يمثل الخيار حقا في بيع أو شراء سهم بسعر معين خلال فترة محددة، خيار الشراء يسمى « CALL » وخيار البيع « PUT ». من بين فوائد الخيارات تغطية محفظة: أي حماية المحفظة من انهيار الأسعار في السوق. كما يمتاز الخيار بقيمة كامنة أو قيمة استناد sous-jacent : سهم، مؤشر، مميز (شراء أو بيع) ، سعر الدورة و يدعى سترايك STRIKE في الأوساط المالية و تاريخ الاستحقاق .

مثل : عندما يرمز لخيار ب-":

<sup>1</sup><http://www.boursier.com/help/1.asp>

## Call CAC40 5.400/Mars 2001

فالأمر يعطي خيار شراء يسمح بالمزايدة (أو اللعب على الزيادة jouer la hausse) على مؤشر CAC40 إلى غاية مارس 2001 على أساس 5.400 نقطة، فقيمة الخيار ستكون مساوية للفرق بين مستوى المؤشر و5.400 نقطة.

**4. سند الخزن warrant :**

سند الخزن هو قيمة منقولة مشابهة للخيار في طريقة معالجتها، بحيث تدعى كذلك بسندات الخيار، بحيث نجد كذلك سندات خزن للشراء Calls warrants وسندات خزن للبيع puts warrants، ويتم التفاوض على سندات الخزن انطلاقاً من تحديد كميات دنيا للشراء أو البيع. كما تكون سندات الخزن بدون تاريخ استحقاق. **5.**

**الشهادة certificat :**

هي أداة مستندة لمؤشر، قيمة مالية، أو سلة قيم، كما هو الشأن بالنسبة للخيار وسند الخزن إلا أنها تتميز عنها بأن هذا الاستناد يكون بدون أثر رافعة (غالبا)؛ بحيث تعكس الشهادة أداء القيم المرجعية تماما مثلاً: تكسب الشهادة نسبة 15% إذا ارتفع المؤشر المرجعي بنسبة 15%. وتكسب الشهادة المستندة على مجموعة من القيم المنقولة بنسبة 50%، إذا كان المتوسط المرجح لهذه الارتفاعات هو 50%.

**المطلب الثالث: المؤشرات المالية**

يعرف المؤشر على أنه: «...متوسط حسابي أو هندسي لمجموعة من القيم المالية هذا ما يفسر إمكانية الحصول على قيم مختلفة من خلال مؤشرين مختلفان يقيمان نفس السوق .

بعض المؤشرات مرجحة بينما لا ترجح أخرى؛ و الترجيح يعني حساب الأوزان النسبية للقيم المكونة للمؤشر»<sup>1</sup>.

يمكن التمييز كذلك بين المؤشرات ذات العينة الثابتة مثل مؤشر CAC40 بـ40 قيمة، و مؤشرات بعينة قابلة للتغير مثل مؤشر IT.CAC المؤشر الواسع (large) و الذي أنشأ خصيصاً لمسايرة تطور السوق، فبمجرد دخول مؤسسة ما لبورصة باريس فإنها تدرج مباشرة في هذا المؤشر<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>Dictionary of Financial terms : <http://www.investopedia.com/termes/i/>

**1. أهمية المؤشر في التقييم و التداول<sup>2</sup>:****1.1. تمثيل حركة الأسعار في البورصة :**

يستند المحللون و الصحافة المالية للحكم على تطور أسعار البورصة على المؤشرات التابعة لها، بورصة باريس (مؤشر كاك 40)، بورصة نيويورك (مؤشر داو جونز) ... إلخ. لفترات طويلة كانت المؤشرات تقدم تقديراً متحيزاً لتطور قيمة الأوراق المالية المسعرة لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار إرباح الأسهم dividendes.

رغم ذلك ، فمنذ حوالي عشر سنوات، أقامت غالبية المؤشرات إصدارات لها مع إدراج إرباح الأسهم المعاد استثمارها ( مثل مؤشرات المردودية بالنسبة ل euronext)، و لكنها قليلة التداول في الوسائل الإعلام. و جدير بالإشارة بان المؤشر ليس نتيجة للتبادل أو التداول و لكنه عبارة عن حساب، لذلك نجد أحيانا وجود فرق بين القيمة المعلنة في المؤشر و السعر الواجب دفعه في السوق لشراء قيم المؤشر، كما إن المؤشر لا يظهر سوى القيم المسعر في الفترة المعينة للتقييم.

**2.1. مرجع لتسيير المحفظة المالية:**

يقوم الكثير من مسيري المحافظ المالية دراساتهم استنادا إلى مؤشر أو أكثر، فمثلا إنشاء محفظة منتجات مالية للمزايدة على مؤشر كاك 40، كما أن المؤشرات تقدم أحيانا تقييما خاصا للأوراق المالية:

حسب الحجم: قيم صغيرة Small caps، وقيم كبيرة big caps.

حسب فرص النمو: قيم نمو growth stocks، و قيم قيمة value stocks.

مثل هذه التصنيفات تسهل تخصيص المحفظة.

**3.1. تستخدم كمرجع للأوراق المالية الأخرى (خيارات مستقبلية... إلخ):**

<sup>1</sup> <http://www.firstinvest.com/Guide/Fiches/fiche9.asp>

<sup>2</sup> Jacques HAMON., *bourse et gestion de portefeuille*, ED. ECONOMICA, 2004, pp. 9-12



أصبح إنشاء المؤشرات صناعة بعد تطور المنتجات المالية على مؤشرات الأسهم، بحيث يحصل المنشئون على رواتب redevance، ويتمتعون بحق حماية منتجاتهم المالية، بحيث يجب الحصول على موافقة صاحب المؤشر قبل إعلان أي منتج يستند لمؤشره.

#### **4.1. يستخدم كمرجع لبعض المقاييس القانونية:**

بعد أزمة أكتوبر 1989، فرضت السلطات الأمريكية قيودا على التسعير في السوق و موقوفات آلية له بناء على مستوى المؤشر.

مثلا: مثلا قاعدة 80B تقضي بتوقيف التسعير في سوق نيز "NYSE"، مشروطا بتغيرات معينة لمؤشر داو جونز "DJIA"؛ فعلى سبيل المثال في جانفي 2002 انخفض مؤشر داو جونز بـ 1000 نقطة قبل الساعة 14:00، يتم توقيف التسعير في السوق بعد ساعة، و هذه القاعدة لا تسيير بعد الساعة 14:30.

أما إذا كان الانخفاض بـ 3000 نقطة، يكون توقف السوق لكامل الجلسة، و تقوم السلطات بمراجعة فصلية للسلم مثلا في 27 أكتوبر 1997 انخفض مؤشر داو جونز بـ 350 نقطة 14:35، ثم 554 نقطة (حوالي 7%) وتسبب ذلك للمرة الأولى بتوقف سوق الأسهم لنيز "NYSE" بقية الجلسة.

#### **2. أهم المؤشرات في العالم<sup>1</sup>:**

**1.2. مؤشر داو جونز:** و يعتبر أشهر المؤشرات في العالم، حيث يمثل مرجعا لبورصة نيويورك و يتركب من 30 قيمة ذات أكبر رسملة بورصية في الو لايات المتحدة الأمريكية، وطريقة حسابه بسيطة بحيث لا يستعمل التريج و يعكس أساسا القيم الصناعية.

#### **2.2. مؤشر ستاندرد أند بورس (standard and poor's):**

أنشأ سنة 1957 بحوالي 500 قيمة مختارة و يمثل مؤشر استناد لبورصة "ول ستريت" بالو. م. أ.

#### **3.2. مؤشر نيكاي 225:**

<sup>1</sup> <http://www.boursier.com/help/1.asp>

هو مؤشر استناد لبورصة طوكيو، و طريقة حسابه مماثلة لطريقة حساب مؤشر داو جونز، و يمثل كذلك المنطقة الاقتصادية الآسيوية.

#### **4.2. مؤشر فوتزي "FOOTSIE" أو "FTSE100" :**

وهو مؤشر استناد لبورصة لندن و يتركب من 100 رسمة بورصية الأعلى في انكترا، و يعتمد الترجيح في حسابه، كما أن غالبية المبادلات تتم على قيم هذا المؤشر إذ يجمع 80% من المعاملات الجارية.

#### **5.2. مؤشر داكس "DAX" :**

هو مؤشر استناد لأبرز موقع مالي في ألمانيا (فرانكفورت)، و يتركب من الـ 30 رسمة الأعلى في ألمانيا و يعتمد الترجيح في حسابه.

#### **6.2. مؤشر نازداك "NASDAQ" :**

يمثل القيم التكنولوجية الأمريكية (إعلام آلي، انترنت، بيوتكنولوجية... ) ويمتاز بشدة تطايره.

#### **7.2. مؤشر كاك40 "CAC40" :**

يعتبر مؤشر الاستناد لبورصة باريس و يتم حسابه باستمرار كل 30 ثانية من خلال 40 سهما مسجلا في السوق الأولية، يعتمد هذا المؤشر طريقة الترجيح في حسابه و يمثل 75% من المعاملات في بورصة باريس.

### **المبحث الثاني : العوامل الأساسية لتحديد القيمة السوقية للسهم**

نتناول في هذا المبحث مختلف الإجراءات و العمليات الخاصة بالبورصة و التي تؤثر مباشرة على القيمة السوقية للسهم عند إصداره أو تداوله، انطلاقا من إجراءات الدخول و مختلف الأوامر فالعلاقة بين المعلومة في البورصة و السعر (درجة الكفاءة) .

#### **المطلب الأول : إجراءات الدخول و مختلف الأوامر في البورصة**

##### **1. إجراءات الدخول للبورصة<sup>1</sup> :**

أشهر الطرق المتبعة للدخول للبورصة هي :

1.1. العرض العمومي للبيع بسعر أدنى OPM (offre public à prix minimum)

2.1. العرض العمومي للبيع بسعر ثابت OPF (offre public à prix à prix fixe)

<sup>1</sup><http://www.boursorama.com/campus/guideessentiel09.html>

**3.1. الطريقة المباشرة.****1.1. العرض العمومي بسعر ثابت : OPF :**

تتمثل ه ذه الطريقة في وضع عدد معلوم من الأوراق يوم الدخول تحت تصرف الجمهور وبسعر معلوم تم تحديده مسبقا، و تأتي غالبا لتسهيل عمليات التقييم والتحديد المسبق للقيم و التوزيعات، أولتكملة عملية تم الشروع فيها مسبقا.

**2.1. العرض العمومي للبيع بسعر أدنى OPM:**

يتضمن وضع عدد من الأوراق بسعر أدنى يقبل به المتدخلون التنازل.

**3.1. الطريقة المباشرة:**

هذه الطريقة تتم عادة في حالة كون الأوراق المراد عرضها قد تم تسعيرها من قبل، خاصة إذا تعلق الأمر بالتحويل من سوق على سوق أخرى، بحيث يكون السعر ثابتا (سعر الدخول)، و تسمح هذه الطريقة للمستثمرين بمتابعة تطور الأسعار.

كما نميز وجود بعض الطرق الأخرى المعتمدة في فرنسا و هي:

**- التوظيف المضمون PG (placement garanti):**

وتخص هذه الطريقة المؤسسات البنكية حيث يتمتع البنك بحرية اختيار المساهمين الجدد و تقرير عدد الأوراق المالية المخصصة لكل واحد منهم.

**- العرض العمومي بسعر مفتوح OPO (offre public à prix ouvert):**

أنشأت هذه الطريقة سنة 1998، وهي تسمح للخواص للمساهمة في عمليات الدخول بنفس شروط التوظيف المضمون ويكون سعر السوق هو سعر الدخول.

**2. الأوامر في البورصة:****1.2. تعريف الأمر و خصائصه :**

ينشأ الأمر عندما نكون أمام حالة بيع أو شراء لمجموعة من الأسهم أو الأوراق المالية في البورصة ، حيث يصدر لعميل إلى أحد السماسرة أو الوسطاء توكيلا للقيام بالعملية فهذا التوكيل يدعى بالأمر، حيث يتم تنفيذ هذا الأمر حسب لوائح و قوانين البورصة<sup>1</sup>.

ويمتاز الأمر في البورصة بما يلي<sup>2</sup>:

- رمز (Code) و يتكون هذا الرمز في فرنسا من أربعة، خمسة أو ستة أرقام.

- الهدف (بيع أو شراء كمية من القيم).

- مدة صلاحية الأمر (Durée de validité).

## 2.2. مختلف أنواع الأوامر:

### 1.2.2. الأوامر المحددة بسعر التنفيذ:

و هي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو سعر تنفيذ الصفقة، حيث يكون هذا الأخير أمام بديلين:

- إما طلب تنفيذ الصفقة بأفضل سعر في السوق؛

- أو يشترط على الوسيط التنفيذ بسعر محدد و هو الأمر المحدد.

ففي الحالة الأولى ، أي أمر السوق ، يقدم العميل أمرا بالشراء أو البيع لعدد من الأوراق المالية دون تحديد السعر للوسيط، و الذي يجتهد بدوره لتنفيذ الصفقة بأفضل سعر ممكن وقت صدور الأمر.

أما في الحالة الثانية أي الأمر المحدد بسعر ، و كمية معينين ووقت لتنفيذ الصفقة، حيث يصدر العميل أمره للوسيط بالتعاقد بسعر محدد ويتقيد الوسيط بهذا السعر أو بسعر أفضل منه (أعلى في حالة البيع و أقل في حالة الشراء).

### 2.2.2. الأوامر المحددة بوقت التنفيذ:

وهي الأوامر التي يكون الزمن هو العامل المحدد لتنفيذ أو عدمه؛ فإذا كانت مدة الأمر يوما فإنه يبقى ساري المفعول لمدة يوم واحد من لحظة صدوره وهو النوع الأكثر شيوعا، ونفس الشيء بالنسبة للأوامر المحددة بأسبوع أو شهر.

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 519-527. في: عبد الوهاب علي حسن الغشم، مرجع سابق، ص 32-34 منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 519-527.

<sup>2</sup> <http://www.boursier.com/Op>. Cit

كما يوجد نوع من الأوامر غير محدد بوقت للتنفيذ (أوامر مفتوحة)، و هي شائعة الاستعمال في بورصة نيويورك، حيث يجب تجديدها كل ستة أشهر.

### 3.2.2. الأوامر المحددة بوقت و سعر التنفيذ:

و هي الأوامر التي يحدد فيها العميل سعرا للتنفيذ و زمنا لذلك، و بالتالي فهي تجمع بين خصائص النوعين المذكورين آنفا.

### 4.2.2. الأوامر الخاصة:

تقيد هذه الأوامر التي من حرية الوسيط أو السمسار، بحيث تحتوي على شروط معينة مثل بلوغ سعر الورقة المالية حدا معيناً، كما يمكن أن يضع العميل حدا أدنى أو حدا أعلى في حالتي البيع و الشراء.

ففي حالة البيع عندما يكون سعر البورصة مائلا للنزول يصدر المضارب أمرا بالبيع تجنباً للخسارة، و يصدر أمراً بالإيقاف إذا انخفض السعر إلى حد معين.

أما في حالة الشراء و عندما يتجه السعر للعودة يصدر العميل أمرا بالإيقاف و هنا يتحول أمر التوقف إلى أمر السوق أي أمر بالأحسن (Au mieux).

كما يمكن للعميل إصدار أوامر توقف محددة بحد أدنى لسعر البيع و حد أعلى لسعر الشراء، و لا يتم التنفيذ إلا بذلك السعر دون أن يتحول أمر التوقف إلى أمر سوق.

يمكن للعميل إصدار أمر بالبيع أو الشراء مع ترك الحرية للسمسار أو الوسيط في اختيار الورقة المالية وسعرها ووقت تنفيذ الأمر.

### المطلب الثاني: كفاءة السوق المالية

«تتضمن السوق الكفاءة لحظياً instantanément الظروف و الأحداث الماضية، و تعكس التوقعات المعبرة عن الأحداث المستقبلية. كما أن سعر أصل مالي يمثل في كل لحظة تقديراً جيداً لقيمته الأصلية intrinsèque، و بالتالي فإنه يستحيل التنبؤ بالتغيرات المستقبلية لأن جميع الأحداث المعلومة أو المتوقعة مدمجة مسبقاً في الأسعار الحالية، و لا يمكن تعديل هذه الأسعار إلا بأحداث متوقعة»<sup>1</sup>

وبما أن الأوراق المالية تمثل حقا على التدفقات النقدية المستقبلية ، فللقيمة الأساسية للأصل هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي ينتظر صاحب الأصل الحصول عليها.

<sup>1</sup> Bernard DERVAUX et Alain COULAUD., dictionnaire de management et de controle de gestion, 2<sup>ème</sup>ED. DUNOD, paris, 1990, p.79

## 1. الكفاءة دالة للمعلومة المتاحة في السوق<sup>1</sup>:

صنف الاقتصاديون الماليون الكفاءة منذ أعمال أوجان فاما Eugene FAMA (1970) إلى ثلاثة أصناف حسب ما يدعى بالمعلومة المتاحة و هي: الكفاءة الضعيفة، الكفاءة المعتدلة و الكفاءة القوية.

### 1.1. الكفاءة الضعيفة:

تكون كفاءة السوق ضعيفة إذا كان سعر الأصل في السوق يعكس بشكل تام جميع المعلومات المتضمنة في تاريخ الأسعار و العوائد، فإذا كانت كفاءة سوق رأس المال ضعيفة لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية بالاستناد إلى السلاسل التاريخية للأسعار والعوائد.

ففي هذه الحالة لا يمكن توقع عوائد الأسهم، كما لا يمكن الاستفادة من التحليل التقني و هو التحليل الذي يعتمد على السلاسل التاريخية للأسعار و أحجام التبادلات لتقدير الأسعار و الأحجام المستقبلية، فهو يركز بالتالي على دراسات تجريبية، لذلك فإننا نربط هذا النوع من الكفاءة بنظرية الخطوة العشوائية، وهو مفهوم يستخدم في الأدبيات المالية لوصف سلسلة أسعار تكون فيها التغيرات المستقبلية ذات فروق عشوائية مقارنة بالأسعار السابقة.

### 2.1. الكفاءة المعتدلة Modérée:

عندما نكون أمام حالة كفاءة معتدلة فإن الأسعار في السوق تعكس بشكل تام المعلومة المتوفرة من خلال الأسعار السابقة في البورصة، إضافة إلى المعلومة الخاصة بالسوق في مجمله أو بأي أصل مالي معين، شرط أن تكون معلنة للجمهور.

ففي هذه الحالة لا يمكننا تحقيق أرباح غير عادية من خلال إجراء تحليل للميزانيات، نتائج الدورات، للإعلانات عن أرباح الأسهم الموزعة أو تقسيم الأصول المالية titres، بمعنى آخر فإننا لا نحقق ربحا غير عادي من خلال التحليل الأساسي أو تحليل الأساسيين fondamentaux l'analyse des وهو التحليل الذي يبحث لكل ورقة مالية عن قيمتها الحقيقية، التي تعكس الوضعية المالية و المادية للمؤسسة".

فالمعاملون الذين لهم القدرة على الوصول إلى معلومات إمتيازية غير منشورة يمكنهم وحدهم إحراز أرباح غير عادية.

### 3.1. الكفاءة التامة (القوية):

<sup>1</sup> Gérard MARIE HENRY., op.cit, p.40

في حالة الكفاءة التامة فإن جميع المعلومات (ماضية أو حاضرة، معلنة أو سرية)، محتواة في سعر السهم ،  
 فحتى الذين يملكون القدرة على الوصول إلى معلومات امتيازية، لا يستطيعون استخدامها للحصول على نتائج  
 أعلى من استثماراتهم.

## 2. اختبار كفاءة السوق<sup>1</sup>:

يتم اختبار كفاءة السوق حسب أوجان فاما من خلال ثلاثة نقاط:

### 1.2. دراسة إمكانية التنبؤ بمعدلات المرودية:

لا يمكن في السوق الكفاءة التنبؤ بمعدلات المرودية المستقبلية لأن الأسعار الملاحظة تعكس في كل لحظة كل  
 المعلومات الممكن استخراجها من دراسة الأسعار، الأحجام الماضية أو متغيرات معدل الفائدة أو العائد.

### 2.2. مدى استجابة السوق لأحداث نقطية:

تكون السوق كفاءة إذا كانت الأسعار الملاحظة تعكس كل المعلومات المعلنة (أو المتاحة) للجمهور ؛ (تقرير  
 سنوي، متغيرات معدل الفائدة أو العائد، الإعلان عن عقد جديد أو زيادة في توزيعات أرباح الأسهم... الخ)،  
 فيجب أن تكون استجابة السوق لهذه الأحداث نقطية و مباشرة، بحيث لا يكون للحدث تأثير ملحوظ على السعر  
 قبل الإعلان عنه أو بعد ذلك بفترة.

### 3.2. مدى تأثير المعلومات الامتيازية على السوق:

تكون السوق كفاءة إذا لم يكن للمستثمر المالك لمعلومة امتيازية أو المحتكر لمعلومات معينة، قدرة للتأثير على  
 الأسعار، بحيث يتضمن السعر كل المعلومات العمومية والخاصة.

<sup>1</sup> Pierre VERNIMMEN., **finance d'entreprise**, 3<sup>e</sup> édition, DALLOZ, paris, 1998, p. 289

### المبحث الثالث: بعض نماذج تقييم الأسهم في البورصة

تطورت نظرية تقييم الأسهم بالتوازي مع نظرية التسيير للمؤسسة خلال سنوات الخمسينات من القرن الماضي، من خلال جملة من المعارف المالية و الممارسات و التطبيقات التي تندرج في إطار التحليل الأساسي.

نكرس هذا المبحث لدراسة بعض نماذج تقييم الأسهم، و يمثل بناء النموذج المرحلة الأخيرة من التحليل المالي، فقبل الوصول إلى المتغيرات التي تشكل أساس نماذج التقييم الموصى بها في البورصة نقوم بجمع، معالجة و تفسير ؛ المعطيات الاقتصادية، المالية و المحاسبية، الماضية و المستقبلية.

ميز كل بيرتراند جاكيات و برونو سولنيك هذه النماذج إلى مجموعتين أساسيتين<sup>1</sup>:

- نماذج اللاتوازن (أو عدم التوازن) modèles de déséquilibre ذات الطابع القياسي économétrique؛
- نماذج التوازن modèles d'équilibre المتميزة بخاصية التحيين actuariel.

<sup>1</sup> Bertrand JACQUILLAT & Bruno SOLNIK., les marchés financiers et la gestion de portefeuille, ED. DUNOD, BORDAS, 1974, p145



بحيث تبحث نماذج عدم التوازن عن التغيرات المفسرة باستخدام الانحدار المتعدد بتفسير أحسن لمضاعفات رسمة الأرباح (PER) price earning ratio لعينة من المؤسسات. فالمتغيرات المفسرة قد تكون نمو ربح السهم، معدل توزيع الأرباح، أو أحد مقاييس المخاطرة. كما يسمح تطبيق المعاملات المحصل عليها بانحدار المتغيرات المفسرة لمؤسسة معينة ، بتحديد القيمة النظرية مضاعف الرسمة و بالتالي القيمة الحقيقية intrinsèque للسهم.

### المطلب الأول : نماذج عدم التوازن:

تدعى هذه النماذج بنماذج عدم التوازن لان المضاعف النظري يمكن أن يكون مختلفا عن المضاعف الحقيقي . بناءا عليه، فإن السعر قد لا يتوافق مع القيمة الحقيقية للمؤسسة ، وهذا يؤدي على تقييم بالنقصان sous-évaluation أو تقييم بالزيادة surévaluation نتيجة لاستخدام النموذج.

تعتمد نماذج عدم التوازن على استخدام الانحدار المتعدد على عدد من العوامل المفسرة للسعر، حيث اظهر جيل من المنظرين على رأسهم بنجامين قراهم و دافيد دوود<sup>1</sup>، إمكانية تفسير الأرباح الموزعة والاحتياطات على سعر السهم حيث وصل الكاتب ان الأخير ان إلى درجة التأكيد بأن توزيع دولار واحد من الأرباح على المساهمين له تأثير على سعر السهم أكبر أربع مرات من تأثير الاحتياطات، تبعت هذه الدراسة دراسات إحصائية لكل من ميرون قوردين Myron .J.GORDON و دافيد دوراند David DURAND و كتاب آخرين أثبتت أن مضاعف توزيع الأرباح أعلى من مضاعف الاحتياطات. وذلك من خلال نتائج إحصائية مرتكزة على عدد كبير من الدراسات باستعمال علاقات خطية و لوغارتمية (وغير ذلك من الطرق الإحصائية)، بين سعر السهم من جهة و أرباح الأسهم و الاحتياطات من جهة أخرى، لتفسير تغيرات السعر في عينات لمؤسسات مختارة من مختلف القطاعات.

<sup>1</sup> Francis GIRAULT & Richard ZISSWILLER., finances modernes : théorie et pratique., tome.2 : coût du capital et évaluation de l'entreprise, ED. DUNOD, 1973, p.137

ويعطى الشكل العام للنموذج الخطي الذي تم اعتماده في البداية كما يلي:

$$P_{it} = \alpha + b D_{it} + c R + e_{it} \quad (1.1) \dots\dots\dots$$

حيث:

P: سعر السهم في السوق.

D: أرباح الأسهم الموزعة.

R: الربح المحتفظ به.

i: ترمز للمؤسسة i في العينة.

t: فترة القياس.

تعرض هذا النموذج فيما بعد لعدد من الانتقادات بسبب وجود عوامل تؤثر بشدة على معنويته الإحصائية

لخصها كل من فرانسيس جيرولت Francis GIRAULT وريتشارد زيسويلر Richard ZISSWILLER في خمس نقاط وهي<sup>1</sup>:

1. عدم إدراج بعض المتغيرات في النموذج؛
2. معلمات الانحدار؛
3. التغيرات العشوائية للنتيجة؛
4. أخطاء قياس الربح؛
5. التحيز الناتج عن طريقة المربعات الصغرى.

### 1. عدم إدراج بعض المتغيرات في النموذج :

تجدر الإشارة إلى متغيرتين مهمتين هما :

- 1.1. مؤشر الخطر المميز بين مختلف القطاعات وسياسات توزيع الأرباح بين المؤسسات ؛ فلذا كانت العينة المدروسة مكونة من صناعات شديدة الاختلاف في الخصائص مثل التغذية، صناعة الفولاذ و الكيمياء مما يولد اختلافا في مستوى الخطر الناتج عن الاستثمار في كل قطاع، و باعتبار أن المستثمر الرشيد يراعي مدى تغير أسعار السهم و بالتالي يتأثر الطلب على هذا السهم ومن تم يتأثر السعر في المستقبل.

<sup>1</sup> Ibid., pp.240-246

2.1. عامل نمو أرباح الأسهم (و الاكتفاء بالتعبير عنه من خلال الربح المحتفظ به، يمكن أن ترتبط هذه المتغيرة بعوامل أخرى) ؛ حيث يمكن أن ينتج عامل النمو عن استثمار ممول بأموال خاصة أو بأموال خارجية (ديون)، وهذا يعني ضرورة إدخال متغيرة تعبر عن الديون الخارجية.

## 2. معالم الانحدار:

تؤثر ملاحظة خاصة على نتائج الانحدار حسب درجة ابتعادها عن متوسط العينة. لأن القيم النائية *extrêmes* أهم في تحديد النتائج من القيم المجاورة لمتوسط العينة.

كما يمكن أن تؤثر هذه القيم على خطية النموذج بشكل ملحوظ و بالتالي يتم اللجوء أحيانا إلى استبدال المتغيرات بدوالها اللوغارتمية للحصول على تفسير أحسن لقيمة السهم.

## 3. التغيرات العشوائية للنتيجة :

يرتبط دخل أو نتيجة مؤسسة بعدد كبير من العوامل المحاسبية و الاقتصادية مما يجعله مختلفا على ما يكون عليه في الشروط الطبيعية (أي في ظل عدم وجود ظروف استثنائية).

فإذا كانت الأسعار مرتبطة بالدخل الطبيعي أكثر من الدخل المصرح، و التغيرات الصغيرة على المدى القصير للنتائج المعلنة لا تحدث تغيرات نسبية لأرباح الأسهم الموزعة فإن العلاقة الاعتيادية للانحدار متحيزة لمعدل توزيع أرباح الأسهم (أي لأثر التوزيع).

## 4. أخطاء قياس الربح :

ينتج عن تعدد الطرق المحاسبية المستعملة لقياس الربح أخطاء تؤثر على تقدير الأرباح المحتفظ بها ومعامل هذه المتغيرة، فكلما كانت نسبة الاحتفاظ بالأرباح كبيرة، كانت هذه الأخطاء أكثر تأثيرا.

تستعمل بعض المؤسسات في العينة طرقا تهدف من خلالها التصريح بأرباح منخفضة، مما ينتج عنه معامل احتفاظ "مقيم بالنقصان" مقارنة بمعامل أرباح الأسهم الموزعة.

## 5. تحيز طريقة المربعات الصغرى :

يمكن أن يؤدي ارتفاع نسبة الرسملة (سعر ارباح) في نظر المسيرين ، إلى تمويل جديد بالأسهم وتوزيع معتبر للأرباح في ظل فرضية استقلال توقعات المسيرين و المساهمين.

تنتج بالتالي الصيغة المعتادة للانحدار نتائج متحيزة لأرباح الأسهم لأنها تفترض علاقة سببية في اتجاه واحد بين أرباح الأسهم الموزعة و الأسعار، دون مراعاة كون فروقات التوزيع تشكل – على الأقل جزئيا – نتيجة

أكثر من كونها سببا في فروقات معدل رسملة الأرباح. هذا ما يستوجب استخدام نموذج كامل باستعمال قوائم العرض و الطلب على توزيع أرباح الأسهم.

تناالت بفعل النقائص المذكورة أنفا مجموعة من الدراسات المعتمدة على الانحدار الخطي المتعدد تأتي في مقدمتها أعمال كل من وايتبيك V.WHITBEK و كيزور<sup>1</sup> M.KISOR، والتي تبحث عن توليفة المتغيرات المفسرة (ربح السهم B.P.A، الربح الموزع للسهم D.P.A) و مقاييس الخطر لتعطي تفسيراً أحسن لمضاعف رسملة الأرباح PER لعينة من المؤسسات الممثلة للسوق.

يسمح تطبيق معاملات المتغيرات المفسرة على مؤسسة معطاة بتحديد مضاعف رسملة الأرباح النظري لها. اقترح كل من وايتبيك و كيزور ثلاث خصائص من شأنها أن تكون محددة لمستوى مضاعف رسملة الأرباح بدلا من الاعتماد على عامل معدل النمو كمفسر وحيد، و هذه العوامل هي:

- معدل نمو أرباح الأسهم؛

- معدل توزيع الأرباح؛

- الانحراف المعياري للأرباح على الاتجاه العام للنمو.

اعتمد الكتاب على عينة مكونة من 135 سهما من بورصة نيويورك في 8 جوان 1962، و قدم لهم محللو بنك نيويورك تنبؤاتهم للمتغيرات الثلاثة المختارة و مضاعف الرسملة بالنسبة لكل سهم في العينة.

تم التطرق بعدها في نفس الدراسة لتحليل الانحدار المتعدد، والذي سمح بالوصول إلى المعادلة العامة التالية:

$$PER = 8.2 + 1.5 Tc(BPA) + 0.067 Td(BPA) - 0.2 \sigma(BPA) \dots\dots\dots (1.2)$$

حيث:

Tc (BPA) : معدل نمو ربح السهم.

Td (BPA) : معدل توزيع أرباح الأسهم.

$\sigma$  (BPA) : الانحراف المعياري لأرباح الأسهم عن الاتجاه العام لنمو الأرباح.

اختبر وايتبيك و كيزور نموذجهما في عينة أسهم، في الفترة الممتدة بين 1960 و جوان 1961، حيث أدخلوا لذلك مفهوم "نسبة السعر"، أي حاصل قسمة المضاعف PER الحقيقي على المضاعف PER النظري، فإذا كانت نسبة السعر أقل من 0.85 يكون السهم مقيما بالنقصان، أما إذا كانت نسبة السعر أعلى من 1.15 فإن السهم المدروس يعتبر مقيما بالزيادة.

<sup>1</sup> Bertrand JACQUILLAT & Bruno SOLNIK., op. cit., p147

أعطى المعيار المختار لاختبار النموذج نتائج جيدة ؛ بحيث أنه في فترة الاختبار، أعطى مؤشر S&P 23.8% كنسبة لارتفاع المؤشر العام للسوق، في حين ارتفعت القيم المقيمة بالنقصان (حسب النموذج) بـ 38.9% و ارتفعت القيم المقيمة بالزيادة بنسبة 15.3% فقط.

و بالرغم من نجاح هذا التحليل فقد أثبتت دراسات أخرى بأن عدد المتغيرات المفسرة لسعر السهم أكبر مما تم اعتماده في الدراسة السابقة، من بينها بحث "ريتشارد بوور" ( R.S.Bower ) و "دوروثي بوور" (DOROTHY H.BOWER)<sup>1</sup>، حيث أضاف الباحثان مجموعة من الخصائص المالية للمؤسسة إلى عوامل وايتبيك و كيزور وهي:

- الرسملة البورصية للمؤسسة لمراعاة سيولة و تفاوضية السهم فمن المنطقي أن سهما يحصل على حصة كبيرة من السوق يباع بسعر أعلى من سهم له حصة صغيرة ؛

- معامل بيتا للسهم ؛

- الخطر الإجمالي أو التغيرات *variabilité* المقاسة بالفرق بين السعر الأعلى و السعر الأدنى مقسوما على معدل السعر ؛

- عامل خاص بالمؤسسة أو ما يدعى "بأثر المؤسسة" (*effet firme*).

أدت نتائج هذه الدراسة إلى المعادلة التالية:

$$\log (PER) = 3.14 + 0.629 \log (Tc (BPA)) + 0.077 \log (Td(BPA)) + 0.069 \log (CB) - 0.133 \log (VL) + 0.853 \log (VR) + 0.983 \log (EF) \quad (1.3) \dots\dots$$

حيث:

Tc (BPA): معدل نمو أرباح السهم ؛

Td (BPA): معدل توزيع أرباح الأسهم ؛

CB : الرسملة البورصية للسهم ؛

VL : التطاير مقاسا بمعامل بيتا ؛

VR : التغيرات ؛

EF : أثر المؤسسة.

<sup>1</sup> Ibid., p. 149

أظهرت نتائج اختبار نموذج "بور" بأن هذا النموذج أحسن من نموذج وايتبيك و كيزور، لأن نموذج بور أخذ بعين الاعتبار عددا أكبر من العوامل المفسرة لمضاعف رسمة الأرباح لسهم مؤسسة. كما أظهرت نتائج اختبار استقرارية نموذج وايتبيك و كيزور أن معادلة الانحدار بالنسبة لهذا النموذج أصبحت في 8 جوان 1963 بالشكل التالي :

$$PER = 5.4 + 3.3 Tc(BPA) - 0.014 Td(BPA) - 0.24 \sigma(BPA)$$

فمن الملاحظ أن المعاملات تغيرت بشكل ملحوظ، وهذا ما يعني بأن نظام التوزيع المستعمل لتعديل خط الانحدار خلال فترة لا يشكل نظاما جيدا للفترة الموالية. يمكن تفسير تغير معاملات الانحدار إحصائيا فالمعاملات تتغير إذا كانت المتغيرات المفسرة مرتبطة فيما بينها، و تزداد أهمية هذا التغير بمرور الزمن إلا إذا أضفنا متغيرات مفسرة جديدة.

### المطلب الثاني: نماذج التوازن<sup>1</sup>

تعتبر نماذج التوازن بأن هناك توافقا مسبقا بين القيمة في البورصة لمؤسسة ما وقيمتها الحقيقية. حيث تعتبر السهم كأصل مالي قيمته مساوية للقيمة الحالية لأرباح الأسهم المتوقعة والمحينة بمعدل معين ؛ وتهدف نماذج التوازن إلى إيجاد الفرضيات الضمنية الناتجة عن السوق لجعل قيمة التدفقات المحينة مساوية للسعر. تسمح هذه النماذج بإيجاد الفرضيات الضمنية في سعر قيمة منقولة و المتعلقة في آن واحد بنمو الأرباح، معدل التوزيع، فترة النمو الاستثنائي للأرباح إن وجدت ... الخ. سنعرض في هذا المطلب بعض تطبيقات نماذج التحيين في النماذج البورصية، و من أبرز رواد هذه الطريقة ويليامس ( J.B.WILIAMS ) و مولدوفسكي ( N.MOLDOVSKY ) و رواد التحليل المالي (كقراهم GRAHAM، دوود DOOD و كوتل COTTLE).

#### 1. مبدأ التحيين:

تعتمد نماذج التوازن كطرق أساسية Fondamentale على تقنية التحيين و هي العملية المقابلة للرسملة، وهذه عملية تسمح بمحاكاة قيمة معينة أو مبلغ مالي محصل بعد عدة سنوات، وهذه القيمة تدعى بالقيمة الحالية، بافتراض أن هذه القيمة يتم توظيفها بمعدل فائدة معين  $i$  ستكون بعد عدد  $n$  من السنوات.

و يرتكز التحيين على مجموعة من العناصر تتمثل أساسا في التضخم، ووضعية الأمر بالتقييم le donneur d'ordre، و الخطر الخاص بالأصل موضوع التحيين<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> Ibid., p. 151

<sup>2</sup> Alain CHOINEL, introduction à l'ingénierie financière, ED. LA REVUE BANQUE, Paris, 1991, pp. 116-117

**1.1. التضخم:** ويتم تقييم هذا الخطر من خلال إعادة المعالجة المحاسبية.**2.1. وضعية الأمر Le donneur d'ordre:** يتم التقييم بناءً على طلب من الأمر الذي قد يكون مسؤول

مؤسسة، مستثمر مالي... الخ. فعندما يضع الأمر المقيم أمام مجموعة من البدائل فإن هذا الأخير يراعي المعدلات المطبقة في الأسواق المنافسة (أي السوق التي تنتمي له القيمة المراد تقييمها)؛ سوق سندات الحقوق المتداولة، سوق السندات، سوق القروض على سبيل المثال.

**3.1. الخطر الخاص بالأصل المقيم:**

تتحمل المؤسسة خطراً خاصاً بها بفعل انتمائها إلى قطاع أو نشاط معين، يؤثر بشكل محسوس على معدل التحيين و يظهر هذا التأثير عند مقارنة قيمة المؤسسة بالأصل بدون خطر.

يمكن القول بأن معدل التحيين يتركب مما يلي:

- **معدل أساسي taux de base:** وهو يوافق المعدل في السوق عديمة خطر في نفس فترة التقييم

مثل معدل عائد أذونات الخزانة أو شهادات الإيداع. معدل عائد القروض الحكومية أو القطاع العام.

- **عائد تكميلي complémentaire:** يحسب كنسبة من المعدل الأساسي من 25 إلى 75% في فرنسا مثلاً.

أو كنسبة ثابتة (من 2 إلى 10% في فرنسا سنة 1991) من المعدل الأساسي مهما كانت قيمته.

يرى جيرارد شارو<sup>1</sup> بأن طرق التقييم البورصية تشكل حالة خاصة من طرق التحيين ، باعتبار أنها تعتمد على

تحيين تدفقات أرباح الأسهم، و طرق التقييم القائمة على تحيين التدفقات المستقبلية تمثل تطبيقاً مباشراً لطريقة

القيمة الحالية الصافية VAN حيث :

$$VAN = -V_0 + \frac{F_1}{1+t} + \frac{F_2}{(1+t)^2} + \frac{F_3}{(1+t)^3} + \dots + \frac{F_n}{(1+t)^n} \quad (1.4)$$

حيث:

VAN : القيمة الحالية الصافية للاستثمار.

V<sub>0</sub> : القيمة الأصلية للاستثمار.

F<sub>n</sub> : التدفق النقدي الذي يحققه الاستثمار في نهاية الفترة n.

t : يمثل معدل التحيين ويتم حسابه بإدراج عدة عوامل كعلاوة الخطر، تكلفة تأجير النقود و معدل التضخم.

<sup>1</sup> Gérard CHARRAUX., Finance D'Entreprise, ED. DUNOD, 1997, p. 137

يستعمل المالك طريقة التحيين لتحديد سعر الحيازة الأعظمي و الذي هو مستعد لدفعه، أما البائع فيلجا لهذه الطريقة لتحديد السعر الأدنى و الذي يتهياً لقبوله.

نجد في مقدمة نماذج التحيين البورصية نموذجين أساسيين هما: نموذج تحيين أرباح الأسهم لقوردين شايبير و نموذج رسملة الأرباح المرتكز على مفهوم نسبة السعر على الربح PER أو معامل رسملة الأرباح، وسيأتي الحديث عن النموذجين في هذا المطلب.

أما طريقة القياس فتتمثل في حساب معدلات المردودية وهي مستمدة من طريقة حساب معدلات مردودية السندات في البنوك ؛ بحيث يتم حساب هذه المعدلات بمعرفة قيمة إصدار السند، قيمة القسط المدفوع، مدة صلاحيته و طرق الإهلاك.

تحسب قيمة السهم باستخدام طريقة التحيين والقياس المستخدم في السندات، فتصبح قيمة السهم مساوية لقيمة المدفوعات المتتالية التي يتلقاها مالك السهم، بمعنى آخر أرباح الأسهم الموزعة و قيمة إعادة بيع السهم. كما أن القيمة الحقيقية للسهم الذي يُشترى بها اليوم و يراد بيعه بعد عدد من سنوات مساوي للقيمة الحالية لأرباح الأسهم المتعاقبة التي يتوقع المساهم تحصيلها وسعر السهم الذي يتوقع إعادة بيع السهم به بعد نفس المدة. حيث تهدف الطريقة الأساسية لتقييم القيم المنقولة إلى جعل القيمة الحقيقية للسهم مساوية للقيمة الحالية لتدفقات أرباح الأسهم الموزعة<sup>1</sup>.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} \quad (1.5)$$

حيث:

$P_0$  : قيمة السهم.

$D_1, D_2, \dots, D_n$  : أرباح الأسهم الموزعة في السنوات 1، 2، ...، n.

K : معدل المردودية المتوقع من السوق.

نشير إلى أن المعادلة تتعرض لصعوبتين تظهران بوضوح :

تتمثل الصعوبة الأولى في تحديد سعر إعادة بيع السهم ، وأرباح الأسهم الموزعة المرتبطة بعدة عوامل ناتجة عن النشاط الاقتصادي العام و سياسة توزيع أرباح الأسهم في المؤسسة.

أما الصعوبة الثانية فتتمثل في تقدير سعر إعادة بيع السهم الذي يمكن أن يتغير بسهولة نتيجة تضارب التوقعات بين مشتري السهم و بائعه باستعمال المشتري لعملية تحيين أخرى أساسها السنة n.

<sup>1</sup> Bertrand JACQUILLAT & Bruno SOLNIK., op. cit., pp. 152-153



تم إدخال بعض التعديلات المستمدة من التحليل المالي على المعادلة السابقة للتخفيف من الصعوبات المذكورة لتصبح المعادلة من الشكل:

$$..... (1.6) P_0 = \frac{E_1 P_1}{1+k} + \frac{E_2 P_2}{(1+k)^2} + \frac{E_3 P_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{E_n P_n}{(1+k)^n}$$

حيث يمثل  $p$  معدل توزيع الأرباح و  $E_1, E_2, E_3, \dots$  أرباح الأسهم من سنة لأخرى.

يمكن الوصول إلى المضاعف PER لسهم من خلال المعادلة السابقة، كما يمكن التعبير عن الأرباح المستقبلية على شكل جداء لأرباح الحاضرة و معدل نمو معين، بالتعويض في المعادلة نحصل على:

$$E_1 = E_0 (1 + g_1)$$

$$..... (1.7) E_2 = E_1 (1 + g_2) = E_0 (1 + g_1)(1 + g_2)$$

$E_0$ : أرباح الـ12 شهرا الأخيرة.

$g_1$ : معدل النمو المرتقب للأرباح السنة المقبلة.

$g_2$ : معدل نمو الأرباح خلال السنة الثانية.

$$P_0 = \frac{E_0 (1 + g_1) p_1}{1+k} + \frac{E_0 (1 + g_1)(1 + g_2) p_2}{(1+k)^2} + \dots$$

باستخراج  $E_0$  كعامل مشترك من المعادلة السابقة نحصل على ما يلي:

$$P_0 = E_0 \left[ \frac{(1 + g_1) p_1}{1+k} + \frac{(1 + g_1)(1 + g_2) p_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(1 + g_1)(1 + g_2) \dots (1 + g_n) p_n}{(1+k)^n} \right]$$

بقسمة الطرفين على  $E_0$  نحصل على:

$$... (1.8) \frac{P_0}{E_0} = \frac{(1 + g_1) p_1}{1+k} + \frac{(1 + g_1)(1 + g_2) p_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(1 + g_1)(1 + g_2) \dots (1 + g_n) p_n}{(1+k)^n} = PER$$

حدد جاكيات و سولنيك مجموعة من العناصر لحصول على تقييم أقرب للواقع بالنسبة للقيم المنقولة:

حساب الربح الطبيعي *normalisé*، أي انطلاقا من سنة طبيعية، في ظل عدم وجود ظروف استثنائية؛  
سياسية، اقتصادية، و خاصة بالمؤسسة؛

- التنبؤ الجيد بـ:

- معاملات النمو المتتابة لربح السهم؛

- معدلات توزيع الأرباح؛

- معدلات التحيين المستعملة.

## 2. نماذج التحيين البورصية:

### 1.2. نموذج تحيين الأرباح الأسهم الموزعة لقوردين شايبيرو<sup>1</sup>:

حسب نموذج قوردين شايبيرو فإن سعر السهم  $P_0$  يساوي القيم المحينة لأرباح الأسهم الموزعة على أفق غير منته و يفرض معدل نمو ثابت لأرباح الأسهم  $g$ :

$$.... (1.9) P_0 = \frac{DIV_1}{R_c - g}$$

حيث  $R_c$  معدل المرودية المطلوبة على رأس المال،  $DIV_1$  تمثل لأرباح الأسهم المتوقعة في الفترة القادمة.

### 2.2. نموذج رسملة الأرباح<sup>2</sup>:

يسمح نموذج رسملة الأرباح بتحديد السعر من خلال مضاعفة الربح الجاري للسهم  $BPA$  بمعامل رسملة النتائج (مضاعف الرسملة)  $PER$ ، فهذا المضاعف يمثل دالة لتوقعات المستثمرين في السوق المالية:

$$.... (1.10) P_0 = BPA \times PER$$

هذا النموذج يمكن أن يعرف كحالة خاصة لنموذج قوردين شايبيرو، بتعديل هذا الأخير ووضع:

-  $DIV_1$  مساو لـ  $BPA$ ، مضروبا في معدل توزيع أرباح الأسهم الذي يساوي  $(1-b)$ ، حيث  $b$  يمثل معدل الاحتفاظ بالنتائج و:

$$..... (1.11) DIV_1 = (1-b) \times BPA$$

-  $g$  معدل نمو الأرباح الموزعة للسهم و تساوي  $b.k_c$ ، أي جداء معدل الاحتفاظ بالنتائج  $b$  ومعدل المرودية المتوقعة للأموال الخاصة  $k_c$ .

وبتالي نحصل على العلاقة التالية:

<sup>1</sup> Gérard CHARRAUX., op. cit., p. 138

<sup>2</sup> Ibid., p. 139

$$\dots\dots (1.12) P_0 = \frac{BPA_1 x (1-b)}{R_c - b.K_c}$$

حيث:

$$\dots\dots (1.13) PER = \frac{(1-b)}{(R_c - b.K_c)}$$

ومنه فمعامل الرسملة يتعلق بـ " :

- معدل الاحتفاظ بالأرباح b.

-  $k_c$  معدل المرودية المتوقعة للأموال الخاصة.

-  $R_c$  معدل المرودية المطلوب للأموال الخاصة ، والذي هو دالة للمعدل بدون خطر و الخطر الذي تتحمله المؤسسة.

التقدير التنبؤي لهذه المعلمات تسمح بتقدير مضاعف الرسملة PER.

يجدر بنا الإشارة إلى حالتين خاصتين:

\*  $b = 0$  ؛ في هذه الحالة لم يعاد استثمار أية أرباح، و النمو (نمو الأرباح) معدوما يصبح مضاعف الرسملة PER كما يلي:

$$\dots\dots (1.14) PER = \frac{1}{R_c}$$

أي أن مضاعف الرسملة يساوي مقلوب معدل المرودية المتوقعة للأموال الخاصة.

\*  $K_c = R_c$  ، أي أن المعدل المنتظر من الاستثمار على الأموال الخاصة مماثل للمعدل المطلوب، في هذه

الحالة كذلك نحصل على  $PER = \frac{1}{R_c}$ .

### 3.2. نموذج النمو وإنشاء القيمة<sup>1</sup>:

حسب هذا النموذج فإن السعر في البورصة يمكن تقسيمه إلى عنصرين:

<sup>1</sup> Ibid., p. 140

**1.3.2. مركبة ثابتة:** مساوية للقيمة الحالية للأرباح المستقبلية للأسهم، بافتراض أن ربح السهم BPA يبقى ثابتاً.

**2.3.2. مركبة نمو:** يتم الحصول على مركبة النمو من خلال حساب الفرق بين السعر و المركبة الثابتة، هذه المركبة لا توجد إلا إذا كانت المؤسسة تحقق مردودية أعلى من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMP، وبالعكس، فإن سعر أقل من المركبة الثابتة يعني أن المردودية المتوقعة للاستثمارات أقل من ال تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMP و بالتالي فإن الاستثمار يسبب تآكلاً في القيمة بدلاً من إنشائها.

### خاتمة الفصل الأول:

سمح لنا هذا الفصل بتسليط الضوء على أهم المفاهيم المتعلقة ببورصة القيم المنقولة و التسعير فيها، فقد حاولنا من خلاله الوصول إلى تعريف شامل للبورصة رغم صعوبة هذا الترويج بالنظر لارتباطه هذا المفهوم بعوامل

قانونية واقتصادية قد تخلف بشكل كبير من دولة لأخرى ومن محلل مالي لآخر، ونفس الجدل يثار حول مفهوم القيم المنقولة. لننتهي في الأخير إلى اتفاق التعاريف المتعلقة بالبورصة والقيم المنقولة وهي الثقة، النظامية والسيولة.

كما لاحظنا أن النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم المالية كانت نتاج دراسات لإحصائيين وماليين استعمل كل منهما المقاييس المناسبة لتخصصه ؛ بحيث يركز الإحصائيين على المعنوية الإحصائية للنماذج وصلاحيتها لمختلف البيئات والأزمنة، بينما يركز الماليون على درجة تعبير النماذج على وضعية المؤسسة، توقعات المستثمرين و أداء السوق.

وقد تم التطرق في هذا الفصل لنماذج تقييم الأسهم بتركيز كبير على نظرة المحللين الماليين للتقييم وسيأتي الحديث في الفصل الموالي على الأسس الإحصائية لتقييم القيم المنقولة و التي كان لها دور كبير في تطوير نظرية التسيير المالي بشكل عام وتسيير القيم ومحافظ القيم المنقولة بشكل خاص، رغم الانتقادات التي تتعرض لها باستمرار بسبب وجود عوامل متعلقة بالجانب البشري والتكنولوجي وكذا عامل العولمة المالية والاقتصادية وهي عوامل سريعة التغير والتطور وتستوجب إحداث تغييرات على النظرية تجمع الجوانب التقنية ، التحليلية والتكنولوجية.

## الفصل الثاني

# النظريات الحديثة لتسيير المحافظ المالية

**مقدمة الفصل الثاني:**

يعود الفضل لوضع المبادئ الأولى لنظرية تسيير المحفظة المالية لهاري ماركوافتز سنة 1950، بحيث أظهر هذا الأخير بطرق إحصائية وجود علاقة بين مردودية الأصل المالي ومستوى المخاطرة معبرا عنه بالانحراف المعياري لمعدلات المردودية التاريخية، وذلك مع افتراض عدم وجود ضرائب وتكاليف للمعاملات في البورصة مع قابلية التوظيفات للتقسيم، مجانية الإعلام و عقلانية المستثمرين أي عملهم بحذر للحصول على أكبر قدر ممكن من المنفعة من التوظيف.

فبعض المراجع تطلق على أعمال ماركوافتز اسم النظرية الحديثة للمحفظة المالية و بعضها الآخر يضيف إلى هذا اللقب أعمال كل من "شارب" و "ميلر"، باعتبارها لا تقل أهمية عن أعمال "ماركوافتز" والدليل هو حصولها مجتمعة أي أعمال ماركوافتز، شارب و ميلر على جائزة نوبل لاقتصاد سنة 1990.

ونظرا لتأثر النظرية بعوامل قياسية (تطور المقاييس و النظريات الإحصائية)، عوامل تحليلية (تطور التسيير و التحليل الماليين) و أخرى تكنولوجية (تألية تسيير المحفظة المالية) فقد ظهرت للأعمال السابقة الذكر في تسيير المحفظة المالية عدة امتدادات من بينها نظريات خاصة بتسيير المحافظ المالية الدولية بالنظر لأهمية الموضوع في عصرنا الحالي و ما تشهده اقتصاديات الدول و أسواقها المالية من مظاهر التدويل.

وسنعمل من خلال هذا الفصل على أولا على عرض أهم النظريات في هذا الصدد مع محاولة للتمييز بين المفاهيم المتعلقة بتسيير المحافظ المالية (تسيير، تحليل، تنويع، تعظيم، تخصيص، اختيار و تقييم أداء المحفظة المالية) و التي تمثل في الغالب عناصر أو مراحل لتسيير المحفظة المالية بعد أن لاحظنا الخلط الكبير الذي يحصل بين هذه المفاهيم في الكثير من المراجع.

فهذا الفصل بالتالي يعكف على الإجابة على سؤالين أساسيين:

- 1 - ما هي أهم امتدادات النظرية الحديثة لتسيير المحافظ المالية؟
- 2 - ما الذي يميز المحفظة الدولية عن غيرها في التسيير؟

**المبحث الأول : المبادئ الأساسية لاختيار المحفظة المالية**

تقوم نظرية ماركوفتز باختصار على مبدئين أساسيين :

**أولاً :** إظهار العلاقة الطردية بين مستوى المردودية و مستوى المخاطرة في استثمار مالي

**ثانياً:** استعمال الثنائيات الأمثل (مردودية - مخاطرة ) للاختيار بين مالا نهاية من التراكيب لأصل مالي N.

و ذلك تحت عدد من الفرضيات (عقلانية المستثمرين الماليين، قابلية التوظيفات للتقسيم، مجانية الإعلام، عدم وجود تكاليف للمعاملات أو الضرائب... الخ).

و ارتكز ماركوفتز في نظريته على نموذجين<sup>1</sup>:

أ- الأول يهدف إلى تدنئة المخاطرة عند مستوى مردودية مطلوب.

ب- الثاني يهدف إلى تدنئة الخاطرة تعظيم المردودية في آن واحد.

لتأتي فيما بعد أعمال شارب و ميلر لتضيف بعض الفرضيات الأخرى كإظهار العلاقة بين خطر السوق وخطر المحفظة.

يعرف جاك هامون J. HAMON المحفظة المالية على أنها : « مجموعة الأوزان النسبية لأصول مالية

Titres financiers، أي قائمة النسب الممثلة للأصول و التي يجب أن تساوي في مجموعها الـ

100%... »<sup>2</sup>

و أول الأبحاث التي تناولت تحليل المحافظ المالية بهذا الشكل كانت أعمال ماركو فتز MARKOWITZ

1950 حيث أسس هذا الأخير نظريته على مجموعة من الفرضيات نذكر منها:

- كل المستثمرين لهم نفس الأفق الاقتصادي أي نفس فترة القياس.

- كل الاستثمارات قابلة للتقسيم بشكل تام.

- المتعاملون لهم توقعات متجانسة.

- لا تتعرض العمليات في البورصة لأي رسم ولا تتحمل تكلفة التعامل.

- الحصول على المعلومات مجاني.

### المطلب الأول: أسس التقييم لدى "ماركوفتز"

<sup>1</sup>M. GUERTLER & M. S. MENDI., portefeuille optimisation, status review., novembre 2001., (partie II) : the MARKOWITZ mean-variance model : a technical perspective  
<http://www.optirisk-systems.com/docs/whitepaper/whitepaper.pdf>, p. 1

<sup>2</sup> J. HAMON., op. cit., p. 103



يرتبط اتجاه غالبية الأسهم في البورصة بالاتجاه العام لمؤشرها، فإذا كان هذا الاتجاه متزايداً، فنادراً ما نجد قيم لا تتزايد بشكل ما، و العكس في حالة الانخفاض. فمن خلال تقديم التغيرات الشهرية بالنسبة المئوية لمؤشر CAC وأربع قيم ذات طبيعة مختلفة، و منتقاة من أربعة قطاعات مختلفة (فيرودو Ferodo، رون بولانك Rhône Poulenc، الأشغال الكبرى لمرسيليا G.M.T، ليغرونند Legrand)، توصل كريستيان جوسات Christian Jousset (عون صرف Agent de change) إلى نتيجتين أساسيتين<sup>1</sup>:

1. تغيرات معظم القيم مرتبطة بتفاوت بتغيرات السوق، فنادراً ما نجد قيم تتزايد في بورصة متجهة للانخفاض، أو قيم متناقصة في بورصة متزايدة؛
2. بعض القيم أشد حساسية من غيرها لحركة السوق.

هذه العلاقة بين مردودية قيمة معينة و مردودية المؤشر العام للقيم المنقولة تشكل المبدأ الرئيسي لنموذج السوق.

فنموذج السوق في أبسط أشكاله يعتمد على العلاقة الخطية التي يمكن أن تتواجد بين معدلات المردودية المسجلة خلال عدد من الفترات لسهم أو محفظة منقولة و معدلات المردودية المحققة خلال نفس الفترات من المؤشر العام للبورصة.

و كما سنبين في بقية هذا الفصل فإن حساسية سهم لتقلبات السوق لا تشكل بالضرورة الخطر الوحيد للقيمة: سعر قيمة منقولة يمكن أن يتغير بفعل التوقعات العامة وتؤثر على السوق بمجمله بقدر معين، وهذا ما يدعى بخطر السوق، كما يمكن أن يتغير بفعل الأحداث خاصة لا تؤثر إلا على آفاق المؤسسة، و هو ما يدعى بالخطر الخاص.

و قبل تقديم نموذج السوق، من الضروري تفسير مفاهيم المردودية و الخطر المؤسسين لهذا النموذج.

## 1. المردودية<sup>2</sup>:

يعرف جاك هامون Jacques HAMON معدل المردودية على أنه: "الزيادة النسبية في الثروة بين فترتين، و معدل العائد هو العلاقة بين الأرباح الموزعة و السعر".

<sup>1</sup>B. JACQUILLAT & B. SOLNIK., op. cit, p. 21

<sup>2</sup> J. HAMON., op. cit., p. 27

أي:

$$R_T = \frac{P_T + D_T - P_{T-1}}{P_{T-1}} \dots \dots \dots (2.1)$$

حيث:

$R_t$  : معدل المرودية أو الزيادة النسبية للثروة.

$D_t$  : أرباح الأسهم الموزعة خلال الفترة  $t$ .

$P_t$  : سعر السهم في نهاية الفترة  $t$ .

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

و لمصطلح المرودية عدة مفاهيم، فهو لا يقتصر فقط على أرباح الأسهم الموزعة (وجهة نظر المستثمر الذي ينوي الاحتفاظ بالسهم)، بل تستند كذلك لفائض القيمة على رأس المال المحتمل عند التنازل على السهم. و بالتالي فإن معدل المرودية يتضمن في نفس الوقت العائد أو معدل العائد (ربح السهم الموزع الصافي مقسوما على السعر)، و فائض القيمة لرأس المال الناتج عن سعر شراء السهم.

بشكل آخر يمكن تحليل معدل المرودية بالشكل التالي:

$$R_t = \frac{P_t + D_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{P_t + D_t}{P_{t-1}} - 1 = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 + \frac{D_t}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (2.2)$$

$\uparrow$   
 معدل المرودية

$\uparrow$   
 فائض القيمة النسبي

$\uparrow$   
 معدل العائد

و يجدر بنا الإشارة إلى أن معدل المرودية المذكور مركب تحت الفرضيات التالية:

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

- تطبيق العلاقة (1) يفترض وجود توزيعات لأرباح الأسهم في نهاية كل فترة، إلا أن أرباح الأسهم الموزعة لا يعاد استثمارها قبل نهاية الفترة.

- فترة القياس غير محددة فقد تكون أسبوعا، شهرا، سنة أو غير ذلك.

## 2. المخاطرة<sup>1</sup>:

يشكل الاستثمار في القيم المنقولة تضحية بمنفعة حالية أو باستهلاك حالي مقابل الحصول على منفعة مستقبلية، و باعتبار أن الحاضر معلوم و أكيد، فإن استبدال منفعة أكيدة و حالية بمنفعة غير أكيدة ومستقبلية يشكل خطرا على المستثمر.

كما يمكن تعريف المخاطرة على أنها حالة عدم التأكد من حصول المنفعة أو احتمال حدوث خسارة الذي ينجر عن انتظار قيمة الأصل في المستقبل.

يهدف المستثمر إلى تحقيق مردودية معينة على رأس المال الذي يسيره، رغم ذلك، فإن الحصول على هذه الأخيرة ليس أكيدا منذ البداية، فالمردودية المتوقعة تكون مختلفة عن المردودية المحققة في الغالب.

أما عندما يتعلق الأمر باستثمار هذا المبلغ في أسهم مؤسسة تنقيب عن اليورانيوم في إفريقيا الوسطى، فلا يمكن تقييم معدل المردودية لهذا الاستثمار بدقة، فمن المحتمل أن يكون خسارة كلية، كما يحتمل أن يكون ربحا عال جدا.

فالتوظيف في الحالة الأولى يعد ضعيف المخاطرة، أما في الحالة الثانية فهو شديد التغير.

و بالتالي يمكننا تمثيل خطر استثمار بتشتت و تغير مردوديته، كما يمكن تصور عدة طرق لحساب وقياس التغير *variabilité* لسلسلة إحصائية (كسلسلة تاريخية للأسعار على سبيل المثال)، و المقياس الأكثر استخداما هو الانحراف المعياري (أو مربعه التباين).

يقدر التغير في قيمة سهم في فترة زمنية معينة بالانحراف المعياري لسلسلة معدلات المردودية لهذا السهم على عدد من الفترات الجزئية، كما أن تباين المردودية لسهم على مدة سنة يمكن حسابه انطلاقا من 12 معدل مردودية شهري أو 52 معدل مردودية أسبوعي<sup>2</sup>.

حيث يمثل التباين مجموع مربعات الفروق بين معدلات المردودية و معدل المردودية المتوسط.

يقترح نموذج السوق المقدم في هذا المبحث ضمنا أن توزيع معدلات المردودية يتبع القانون الطبيعي من خلال الطريقة المستخدمة – تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى – و كذلك بالتفسير الإحصائي لقيمة مختلف المعاملات المحصل عليها.

## المطلب الثاني: نموذج السوق<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> B. JACQUILLAT & B. SOLNIK., op. cit., p. 25

<sup>2</sup> <http://www.bnains.org/risque/risque.htm>

**1. مبدأ النموذج:**

يعتبر نموذج السوق أشهر نماذج تقدير المردودية و الخطر للاستثمار في القيم المنقولة و هو نموذج بسيط نسبياً، تم تصوره من قبل ماركو فتو MARKOWITZ و تطويره من طرف شارب SHARPE، لتجنب صعوبات تطبيق للنظرية الأولى، كما تم تحسينه لاحقاً من طرف لينثر LINTER و فاما FAMA. ثم انتشر استعماله بعد ذلك في المؤسسات المالية الأمريكية و الأوروبية.

و الفكرة التي يركز عليها هذا النموذج هي ارتباط التغيرات التي تطرأ على أسعار القيم المنقولة بتأثيرات السوق من جهة، و بأسباب خاصة بكل قيمة منقولة. يقسم نموذج السوق التغير الإجمالي لسعر سهم إلى قسمين: - جزء ينتج عن تأثير السوق ؛ وهو ما يدعى بالخطر النظامي (و الذي يدعى كذلك بالخطر غير القابل للتنوع ؛ و سنوضح سبب هذه التسمية في بقية المطلب).

- الجزء الثاني ناتج عن الخصائص المتعلقة بالسهم ؛ الممثلة بالتغيرات في السعر، وهو ما يدعى بالخطر القابل للتنوع أو الخطر الخاص. كما يدعى أحياناً بالخطر غير النظامي أو الفردي عكس خطر السوق. الخطر لخاص يمكن أن يقسم في حد ذاته إلى خطر خاص بالسهم فقط و خطر ناتج عن خصائص القطاع أو الصناعة التي ينتمي إليها السهم.

**2. شرح معلمات النموذج:**

باستخدام طريقة المربعات الصغرى، نجد بأن ميل خط الانحدار يمثل تطاير السهم. يعني قرب جميع النقاط إلى خط الانحدار وجود سلوك نظامي لمردودية السهم من فترة لأخرى وعدم وجود جميع النقاط في الخط بالضبط يعني وجود جانب غير نظامي (أو غير مرتبط بالسوق) لمردودية السهم، ومعادلة خط الانحدار تكون بالشكل التالي:

$$R_{ht} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2.3)$$

حيث:

$R_{it}$  : معدل مردودية السهم  $i$  خلال الفترة  $t$ .

$R_{Mt}$  : معدلات المردودية للسوق المقاسة بمؤشر عام خلال الفترة  $t$ .

$\beta_i$  : معلمة خاصة بكل سهم و التي تشير إلى العلاقة الموجودة بين تغيرات سعره  $R_{it}$  و تغيرات المؤشر العام للسوق؛ وهو ما يدعى بمعامل الحساسية أو معامل بيتا.

$\varepsilon_{it}$  : معلمة خاصة بالسهم  $i$ .

$\alpha_i$  : وهي القيمة الابتدائية لمردودية السهم  $i$ ، عندما يكون  $\varepsilon_{it}$  و  $R_M$  معدومين.

و الدلالات المالية للمعاملات السابقة الذكر كالتالي:

### بيتا $\beta$ Bêta:

تشير لحساسية تغيرات القيمة للتغير في المؤشر العام للسوق؛ بحيث تنتج التغيرات الهامة في السوق عن تقلبات معنوية في الظروف الاقتصادية العامة و التي تؤثر بشكل متباين على المؤسسات، و ذلك من خلال التأثير على مديونيتها، على هيكل تكاليفها، على استقرار ارباحها، على وضعيتها التنافسية أو على أي خاصية داخلية.

و العلاقة التي يمكن من خلالها حساب معامل  $\beta$  هي:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} \dots\dots(2.4)$$

فهي تساوي إلى التغير covariance لمعدلات المردودية للسهم  $i$  مع معدلات مردودية مؤشر السوق ( $\sigma_{iM}$ )، مقسوما على تباين معدلات المردودية لمؤشر السوق  $\sigma_M$ .

حيث التغير يحسب كما يلي:

$$\sigma_{ij} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i)(R_{jt} - \bar{R}_j) \dots\dots(2.5)$$

صنف بيتراند جاكيات B. Jacquillat، برونو سولنيك B. Solnik الأسهم حسب قيمة معامل حساسيتها إلى:

- أسهم تتغير أسعارها بشكل مماثل للتغير في مؤشر السوق، معامل بيتا  $\beta$  يكون مساو للواحد؛

وتشكل الشركات القابضة Holding (بالنظر لتنوعها)، جزءا من هذا الصنف، ففي دراسة لكل من ليفاسور Levasseurs، ألتمان Altman و جاكيات Jacquillat؛ تم خلالها حساب معاملات بيتا ( 35 قطاعا صناعي حسب تصنيف CAC الفرنسي على الفترة بين 1962 و 1971)، توصل المحللون من خلالها إلى أن المؤسسات المنتمية للقطاعات التالية كان لها معامل حساسية قريب من الواحد: العجائن، الورق، الكرتون، المعدات الميكانيكية، الصيدلة، صناعة العطور، النسيج و الملابس الإشتهار، البنوك ومؤسسات الائتمان. الأسهم التي تتغير بنسبة تفوق  $\pm 1\%$  عندما يتغير المؤشر بـ  $1\%$ ، تدعى بالقيم المتطايرة (Volatils)، ومعامل حساسيتها أكبر من الواحد.

و حسب نفس المحللين فإن المؤسسات المنتمية للقطاعات التالية تعتبر مؤسسات ذات قيم متطايرة: منتجات كيميائية، زجاج، معدات إلكترونية و كهربائية، تجهيزات منزلية، السيارات و التجهيزات. - الأسهم التي تتغير قيمها بأقل من  $\pm 1\%$ ، عندما يتغير مؤشر السوق بـ  $1\%$  تدعى بالقيم ضعيفة التطاير، يكون معامل بيتا فيها اقل من الواحد. وتتنتمي لهذا الصنف مؤسسات القطاعات التالية: بترول و بنزين، معدات النقل، السكن و التأمينات.

### ألفا Alpha ( $\alpha$ ):

تمثل نقطة تقاطع خط الانحدار مع محور الترتيب، و تمثل بالتالي المرودية الممكن تحصيلها من السهم إذا كانت مرودية السوق معدومة. هذه المعلمة يمكن أن تكون موجبة كما يمكن أن تكون سالبة أو معدومة ( بينما معامل بيتا دائما أكبر من الصفر عدا في بعض الظروف بالنسبة لبعض القيم كقيم مناجم الذهب على سبيل المثال)، ولا تكون  $\alpha$  بالضرورة مستقرة من فترة لأخرى.

### إبسلون Epsilon ( $\epsilon$ ):

هي المتغيرة العشوائية للبواقي، انحرافها المعياري يشكل مقياسا للخطر الخاص، فإذا كان سعر السهم يتبع بالضبط السوق (أو معامل تطاير قريب من الواحد)، جميع النقاط ستكون على خط الانحدار. و بالتالي فهو مقياس لتباعد الملاحظات عن خط الانحدار، كما يستخدم الإحصائيون وسيلة أخرى لتحديد درجة هذا التباعد و هي معامل التحديد.

و معامل التحديد نسبة تتغير من 0 إلى 100%، و هو يشير إلى مدى تفسير تغيرات السوق لتغيرات سعر السهم، فإذا كان مساويا لـ 100%، فهذا يعني بأن جميع الملاحظات تقع على خط الانحدار، أي أن تغيرات السهم مفسرة كليا و فقط بتغيرات السوق.

باستخدام التعريف الذي يقدمه نموذج السوق للمردودية فإن الخطر النظامي و غير النظ امي يساويان الانحراف المعياري لكل من مركبتي المردودية.

الخطر النظامي للسهم يساوي لمعامل بيتا ( $\beta$ ) مضروبا في الانحراف المعياري لمعدل مردودية السوق ( $\sigma_M$ ) ( $\beta$ ).

الخطر غير النظامي يساوي للانحراف المعياري لعامل البواقي  $\varepsilon$  أي ( $\sigma_\varepsilon$ )، و بالتالي فإن الخطر الكلي للسهم يعطى بالعلاقة التالية:

$$\sigma_i^2 = \beta_t^2 \sigma_M^2 + \sigma_{\varepsilon t}^2 \dots\dots(2.6)$$

### المطلب الثالث : التنوع<sup>1</sup>

#### 1. أثر التنوع في الاستثمارات المالية:

لا يعتبر عدد القيم في المحفظة المحدد الوحيد لدرجة التنوع فيها، ف المحفظة المقسمة مثلا بالتساوي على 10 قيم أحسن تنوعا من محفظة تكون 90% من قيمتها مستثمرة في قيمة منقولة واحدة و البقية مقسمة على القيم التسعة المتبقية. من جهة، أخرى لبعض الأسهم خطر فردي individuel أقل من غيرها؛ فمحفظة مركبة من أسهم لمؤسسات كبيرة الحجم و مشهورة تكون أقل خطرا من محفظة أسهم بنفس القيمة و لكن مكونة من قيم لمؤسسات صغيرة.

كما أن محفظة مكونة من قيم تنتمي إلى قطاعات مختلفة تكون أقل خطرا من محفظة قيم تنتمي لنفس القطاع. في الأخير نستنتج أن خطر المحفظة مرتبط بثلاث عوامل:

1. خطر كل سهم ينتمي للمحفظة: فالمحفظة تكون أكثر خطرا كلما كان معامل  $\beta$  للأسهم المشكلة لها أكبر.

<sup>1</sup> B. JACQUILLAT & B. SOLNIK., op. cit., PP. 36-39

2. درجة استقلالية تغيرات الأسهم فيما بينها: إذا كان سهمان لا يتغيران بصفة مستقلة، يكون تغيرهما (COV) أكبر من الصفر، ففي هذه الحالة، فإن انخفاض الخطر لا يكون كبيراً كما هو الحال بالنسبة لسهمين مستقلين في تغيرهما، و في الحالتين يكون خطر المحفظة أقل من الخطر المتوسط للسهمين.

و يبقى خطر السوق بالنسبة للمحفظة نظامياً و لا يمكن التحكم إلا في الخطر الخاص ( القابل للتنويع ) من خلال استغلال استقلالية الأسهم عن بعضها في المحفظة.

3. عدد الأسهم في المحفظة و أوزانها النسبية.

و كما وضحنا في المطلب السابق فإن خطر قيمة يرتبط (حسب نموذج السوق) بمركبتين خطر السوق والخطر الخاص.

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \sigma_M^2 + \sigma_{\varepsilon p}^2 \dots\dots\dots(2.7)$$

$$\beta_p = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \beta_i$$

$$\sigma_{\varepsilon p}^2 = \frac{1}{N^2} \sum_i \sigma_{\varepsilon i}^2 \dots\dots\dots(2.8) \quad \text{الخطر الفردي للمحفظة :}$$

يتضح أنه كلما زاد عدد الأسهم الداخلة في المحفظة (N) فإن الخطر الخاص للمحفظة ينخفض.

ليكن  $\bar{\sigma}_\varepsilon^2$  القيمة المتوسطة للأخطار لكل سهم:

$$\sigma_{tp}^2 = \frac{1}{N^2} \sum_i \sigma_{\varepsilon i}^2 = \frac{1}{N} \bar{\sigma}_\varepsilon^2 = \frac{\bar{\sigma}_\varepsilon^2}{N} \dots\dots\dots(2.9)$$

عندما تؤول N إلى  $\infty$  فإن  $(\sigma_{tp}^2)$  تؤول إلى 0.

## 2. مختلف أشكال التنويع:

تتالت النظريات المحللة لأشكال التنويع في المحفظة المالية منذ ظهور هذا المفهوم في التحليل المالي، بحيث يمكن اليوم التمييز بين أربع أشكال للتنويع (على الأقل) بشكل عام<sup>1</sup>:

1.2. حسب طبيعة لورقة المالية؛

2.2. حسب أساليب التسيير المؤسسة؛

<sup>1</sup> [http://français.altamira.com/altamira\\_fr/education-tools/advice+centre/diversification.htm](http://français.altamira.com/altamira_fr/education-tools/advice+centre/diversification.htm) (12/10/2004)



3.2. حسب القطاعات الاقتصادية ؛

4.2. حسب الدول أو المناطق الجغرافية.

يذهب بعض المتخصصين، على غرار خبراء مؤسسة "سلكاف أون لاين"<sup>1</sup> (sicavonline) المتخصصة في تسيير المحافظ المالية عبر الشبكة الرقمية العالمية، إلى تصنيف الطرق المذكور آنفا إلى ثلاثة طرق، وهذا لعدم التمييز بين الأسلوبين الثاني والثالث.

### 1.2. حسب طبيعة الورقة المالية:

تمثل الأسهم أوراق مالية أكثر خطورة من السندات، حيث أظهرت دراسة أجريت على مختلف السندات ولأسهم الأوروبية بأن احتمال خسارة رأس المال بالنسبة للأسهم على المدة القصير أعلى بثلاث مرات منه في السندات.

### 2.2. التنوع حسب أساليب التسيير<sup>2</sup>:

يتعين أسلوب التسيير للمؤسسة وفقا لاختيار المسير للمؤسسة انطلاقا من أهدافها و طريقة تقييم الأصول المعتمدة فيها، على هذا الأساس نميز بين ثلاثة أساليب:

#### 1.2.2. أسلوب النمو:

يتم اختيار الأوراق المالية للمؤسسات التي تملك استعدادا كبيرا لتنمية أرباحها (أي مؤسسات تهدف للنمو)، لذلك فهي تعلن عن أرباح كبيرة و تبدي قدراتها على الاستمرار في النمو أو زيادة وتيرته.

#### 2.2.2. أسلوب القيمة:

تندرج في هذه الطريقة المؤسسات التي تتفاوض على أسعار أقل من قيمتها الكامنة potentielle (أو قيمتها الحقيقية)، فمسير المحفظة الذي يتبع هذا الأسلوب يعمل على اختيار المؤسسات التي يبدو سعرها في البورصة أقل من قيمتها المحاسبية حيث يمكن التنبؤ بوجود تقييم بالنقصان sous-évaluation.

### 3.2.2. أسلوب التخصص في القيم الصغيرة<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> <http://www.sicavonline.fr> (29/07/2004)

<sup>2</sup> [http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits\\_services/epargne\\_placements/epargne\\_conseils/titres\\_croissance.jsp](http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits_services/epargne_placements/epargne_conseils/titres_croissance.jsp)

يهدف هذا الأسلوب إلى اكتشاف المؤسسات ذات الرسملة الصغيرة، والتي يتوقع أن تصير مؤسسات كبيرة في ظرف قصير (blue chips)، على غرار مؤسسة بمباردي BOMBARDIER التي كانت مؤسسة صغيرة تنتج و تباع زلاجات آلية motoneiges، أصبحت في أقل من 20 سنة شركة عالمية في مجال النقل. إلا أن الطلب الضعيف على هذه القيم يجعلها جد متطايرة volatiles مقارنة ببقية القيم.

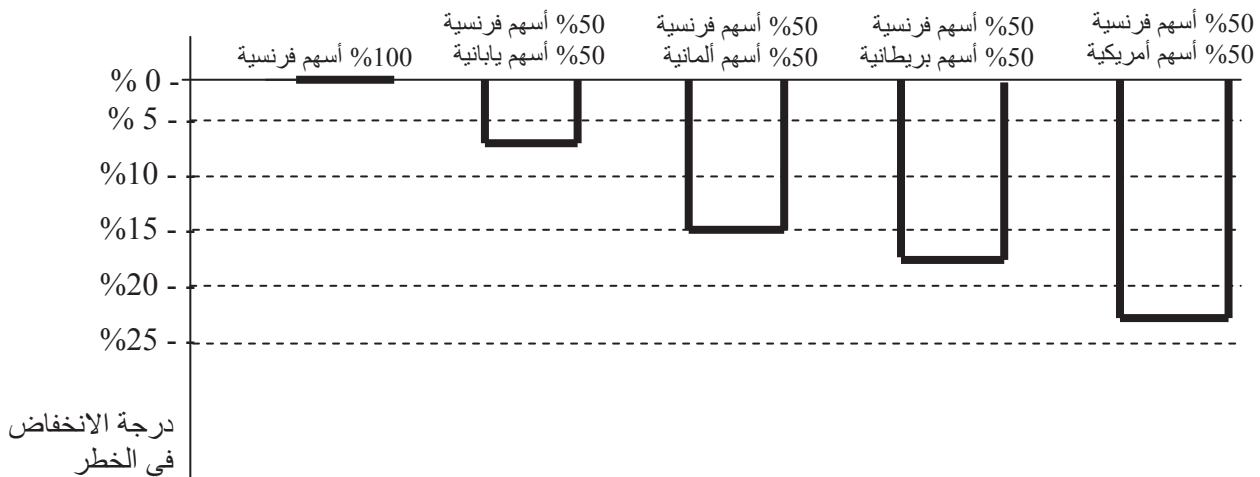
### 3.2. التنوع على أساس القطاعات الاقتصادية:

ونقصد بالتنوع القطاعي توزيع استثمارات المحفظة على عدة قطاعات باعتبار أن القطاعات تسلك سلوكا مختلفا تجاه الظروف الاقتصادية المختلفة حيث يعتبر فرنسوا بوقارد \* " بأنه يجب أن تتضمن المحفظة ثمانية قيم على الأقل، من قطاعات مختلفة لتجنب القسط الأكبر من الخطر الخاص "2.

### 4.2. التنوع الجغرافي (أو الدولي):

يتمثل التنوع الجغرافي في الاستثمار في عدة نطاقات جغرافية مختلفة، فمن خلال المقارنة بين أخطار محفظة فرنسية 100% و أخطار محفظة مكونة من أسهم فرنسية بنسبة 50% و 50% من أسهم مسعرة في سوق أجنبية، يتضح أن المحافظ المختلطة أقل خطرا من المحفظة الفرنسية و بصفة متفاوتة كما بينه الشكل التالي:

الشكل (1.2) : أثر التدويل في تخفيض خطر المحفظة أسهم فرنسية



<sup>1</sup> [http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits\\_services/epargne\\_placements/epargne/conseils/titres\\_boursiers/titres\\_capitalisation.jsp](http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits_services/epargne_placements/epargne/conseils/titres_boursiers/titres_capitalisation.jsp) Source : les experts de sicavonline : <http://www.sicavonline.fr>

<sup>2</sup> François BOUREGARD (vice-président de MERRILL LYNCH et conseiller financier)., la saine gestion de votre portefeuille : [http://www.canoe.qc.ca/RatioInvestir/mai15\\_eaurgard.html](http://www.canoe.qc.ca/RatioInvestir/mai15_eaurgard.html) (20/04/2004)

يبين لنا الشكل أن استبدال نصف أسهم المحفظة الفرنسية 100% بأسهم من بورصة أجنبية يؤدي إلى انخفاض الخطر الإجمالي لهذه المحفظة، و لكن بصفة متفاوتة من بورصة لأخرى، بحيث نلاحظ أن الأسهم اليابانية تعد الأكثر خطرا مقارنة ببقية القيم تليها الأسهم الألمانية ، البريطانية فالأمريكية.

### المبحث الثاني: توازن الأصول المالية و ثمن المخاطرة

أظهرت التطبيقات المختلفة لنموذج توازن الأصول المالية (الذي سنقدمه في هذا المبحث) بأنه مفسر بشكل جيد لتغيرات الأسعار الأصول المالية؛ وذلك يعني الحصول على تقدير دقيق للمتغيرات النظرية الأساسية لقرار الاستثمار في الأسواق المالية (التوقع والتباين)، علاوة على الإطار التحليلي لاختيار المحفظة و المتمثل في حسن مراعاة نتائج التحليل المالي للقيم المعنية بالدراسة.

يبدأ اختيار المحفظة بشكل عام بالتحليل المالي لمجموعة من الأسهم الفردية، فإذا كان المستثمر يهدف إلى تعظيم أرباحه (أو توقعات أرباحه المستقبلية)، فإن محفظته ستكون مكونة من القيمة ذات المردودية الأعلى (نسبة العائد + فائض القيمة). إلا أن الاستثمار في قيمة ذات مردودية كبيرة يجعل احتمال عدم تحقيق هذه المردودية أكبر.

كما أننا سنبين إحصائيا في هذا المبحث كيفية تخفيض الخطر الإجمالي للمحفظة عن طريق التنوع ، وكذا بعض نماذج تقييم تسيير المحافظ المالية و التي تعتمد نفس المبادئ المتبعة في الاختيار بين الأصول المالية للمفضل بين المحافظ المالية

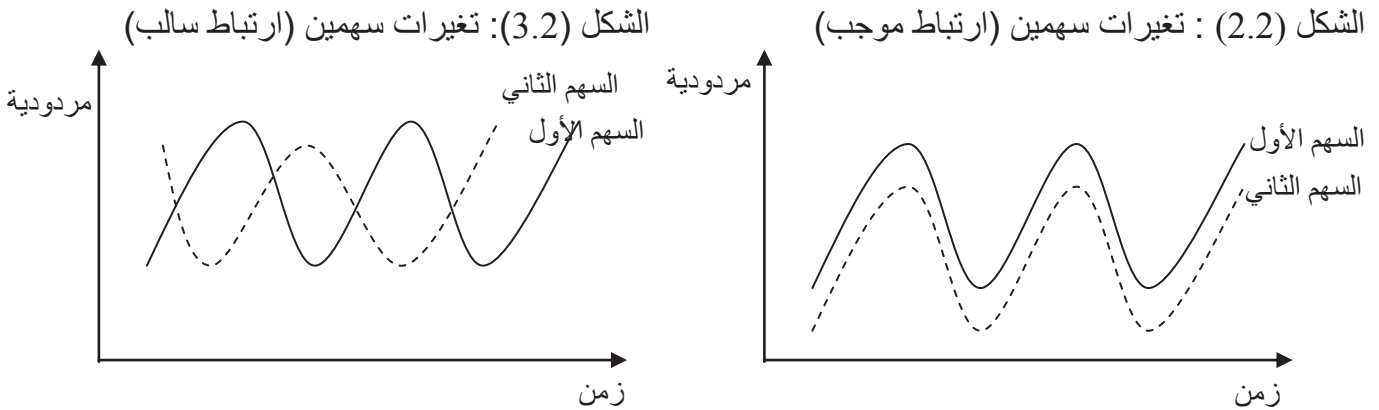
اقترح هاري ماركوفتز H.MARKOWITZ، تحليلا يقوم على الأرباح المتوقعة أو المرجوة والتغيرات الممكنة لهذه الأرباح لاختيار المحافظ المثلى. يكرس المطلب الأول من هذا المبحث لهذا التحليل الشهير لهاركوفتز.

ونقيم في المطلب الثاني ثمن المخاطرة، أي التعويض المطلوب من المستثمرين لتحمل مستوى أعلى من المخاطرة، حيث سندخل نموذج توازن الأصول المالية « Capital Asset Pricing Model » أو C.A.M.P. أما في المطلب الثالث فسنتناول بعض نماذج تقييم أداء المحفظة المالية.

### المطلب الأول: المحافظ الكفوة

#### 1. خطر محفظة مالية<sup>1</sup>:

يقاس خطر محفظة مالية من خلال التباين أو الانحراف المعياري لمعدلات مردوديتها، رغم ذلك نجد أن مستوى هذه المخاطرة أقل من المجموع المرجح لأخطار الأسهم المشكلة لها. فالاستقلالية الجزئية لتغيرات الأسهم تسبب انخفاض الخطر الكلي للمحفظة. ويمكن توضيح هذا المبدأ من خلال الشكلين (2.2) و (3.2) اللذان يمثلان تطور أسعار سهمين في المحفظة. ففي الشكل (2.2) تقلبات السهمين مرتبطة بشكل تام، فعندما ترتفع قيمة أحدهما تنخفض قيمة الآخر والعكس صحيح.



Source : B. JACQUILLAT & B. SOLNIK., op. cit., P. 86

<sup>1</sup> Ibid., op. cit. pp. 85-86

في الحالة الأولى، لا يفيدنا التنوع في تخفيض خطر المحفظة؛ لأن تشتت المحفظة سيكون نفسه تشتت كل قيمة منفردة، و نفس ذلك اقتصاديا بأن الحدث الذي يسبب انخفاض القيمة الأولى يسبب كذلك انخفاض القيمة الثانية و كذلك في حالة الارتفاع، فمثلا إذا استثمرنا في مؤسستين مندمجتين لهما نفس السوق وتنتجان منتجات متماثلة فإن إعراض المستهلكين عن منتجيهما يعني انخفاض قيمة سهميهما في نفس الوقت، وبالتالي فإن محفظة مكونة من السهمين المذكورين ستعرض في المتوسط لنفس الخسارة التي يتعرض لها كل طرف (تقريبا).

أما في الحالة الثانية، فإن الارتباط السلبي لتغيرات السهمين يعني أنهما يتأثران بطريقة مختلفة بالظروف مما يخفض من خطر المحفظة أي عند تعرض قيمة لانخفاض ستكون القيمة الثانية في حالة ارتفاع وبالتالي تقل أو تنعدم (نظريا) المخاطرة في المحفظة التي تجمع القيمتين.

ولقياس درجة ارتباط التغيرات في الأسعار رياضيا لسهمين (أو محفظة) نستخدم التغيرات (COVARIANCE) بين معدلات المرودية للسهمين، و يعبر عن التغيرات بالشكل التالي:

$$\sigma_{ij} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n \sum_{j=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i)(R_{jt} - \bar{R}_j) \dots \dots (2.10)$$

حيث تمثل  $R_{it}$  و  $R_{jt}$  معدلات المرودية للسهمين  $i$  و  $j$  على الترتيب في الفترة  $t$ ، و

$\bar{R}_i$  و  $\bar{R}_j$  متوسطي معدلات الفترات للسهمين على الترتيب.

بالنسبة لمحفظة لها نسبة  $X_1$  مستثمرة في السهم  $A_1$  و نسبة  $X_2$  مستثمرة في السهم  $A_2$

( $1 = X_2 + X_1$ ) ستكون المرودية المتوقعة كما يلي:

$$E(R_p) = x_1 E(R_1) + x_2 E(R_2) \dots \dots (2.11)$$

والخطر:

$$\sigma_p^2 = x_1 \sigma_1^2 + x_2 \sigma_2^2 + 2x_1 x_2 \sigma_{12} \dots \dots (2.12)$$

فكلما كان  $\sigma_{12}$  ضعيفا كلما كان خطر المحفظة اقل، كذلك عندما يتغير أسعار السهمين بشكل مستقل بحيث يكون لتغيرات منعما أو قريبا من الصفر.

عندما يكون  $x_1 = x_2$  ،  $\sigma_1 = \sigma_2$  و  $E(R_1) = E(R_2)$  ، يمكن إعادة المعادلات السابقة كما يلي:

$$E(R_p) = x_1 E(R_1) + x_2 E(R_2) = E(R_1) = E(R_2)$$

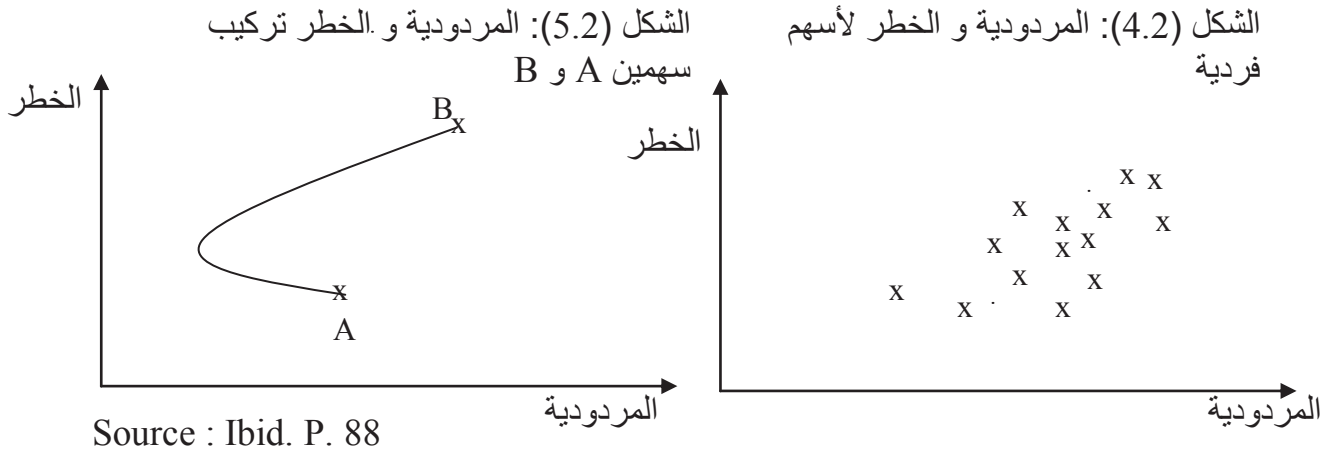
$$\sigma_p^2 = (0.5)^2 \sigma_1^2 + (0.5)^2 \sigma_2^2 = (0.5)^2 \sigma_1^2 = (0.5)^2 \sigma_2^2$$

تكون مردودية المحفظة نفسها مردودية السهمين و لكن الخطر منخفض إلى النصف بمفهوم التباين.

## 2. اختيار المحفظة الكفوءة<sup>1</sup>:

طور ماركوفتز طريقة للحل العام لمشكلة هيكل المحافظ تعتمد على المعالجة الكمية للخطر كما تقدم شرحه ؛ تقترح هذه الطريقة على المستثمر عددا من المحافظ "الكفوءة"، أي من أجل أي مردودية ممكنة ، تقدم هذه المحافظ الخطر الأدنى، و من أجل خطر معين تعطي المردودية الأعلى، كما تعتمد هذه الطريقة فقط على مفهوم المتوسط للتعبير عن المردودية المرجوة والتباين للتعبير عن عدم التأكد المتعلق بهذه المردودية حيث تدعى كذلك بمعيار المتوسط-تباين («Moyen Variance»).

إذا قمنا بتمثيل الخطر و المردودية المرجوة لكل سهم فردي، سنحصل على الشكل بين (4.2) و(5.2) الموالي: الشكل



<sup>1</sup> Ibid., pp. 87-90

هذا المنحنى يجمع النقاط الممثلة للسهمين A و B، وبإجراء جميع التركيبات الممكنة لمحافظ القيم المنقولة، نحصل على مجموعة من المحافظ المثلى و التي تدعى بحدود الكفاءة، و الممثلة في الشكل (5.2) بالخط AB، وهي تمثل المحافظ التي تعظم المردودية عند كل مستوى للخطر، و تدنى الخطر عند كل مستوى للمردودية المرجوة.

يمكننا استخدام مصفوفة "التباين- تباين" («Variance - Covariance») للحصول على مجموعة المحافظ الكفوءة، إلا أن هذه الطريقة صعبة و مكلفة، باعتبار أننا نحتاج مثلاً لـ 4950 تباين (cov)، بين معدلات مردودية لمائة سهم مأخوذة مثني مثني.

لتسهيل العملية اقترح شارب SHARPE طريقة مبسطة مرتكزة على نموذج السوق الـمقدم في المبحث الأول من هذا الفصل؛ حيث عوض هذا الأخير مصفوفة التباين بمصفوفة قطرية بأخذ علاقة الارتباط بين كل سهم و السوق بمجمله (أي معاملات بيتا) و الخطر الخاص.

طبق ROSA الطريقة المبسطة على بورصة باريس انطلاقاً من 135 سهماً و توصل إلى نتائج مؤكدة لنظرية ماركوفتزر.

كما أكد كل من كوين COHEN و بوق POGUE أن طريقة تحديد المحافظ الكفوءة المرتكزة على نموذج السوق تعطي نتائج مماثلة للطريقة العامة ماركوفتزر، بمقارنة حدود الكفاءة المحصل عليها من خلال طريقة مصفوفة التباين مع نتائج الطريقة المبسطة لشارب توصلنا على نفس النتائج.

### 3. مراحل و حدود نظرية ماركوفتزر<sup>1</sup>:

يعتبر كل من بيتراند جاكيات BERTRAND Jacquillat و برونو سولنيك BRUNO Solnik، بان طريقة «المتوسط-تباين» كما جاء بها ماركوفتزر نادرة التطبيق كطريقة عملية في الواقع، فهي لا تتعدى كونها أداة مساعدة لمسيري المحافظ.

لذلك طور خبراء المؤسسة العامة لبنك بروكسل La Société Général De Banque De BRUXEL S.G.B.B. عملياً لنموذج "ماركوفتزر".

نقدم باختصار المراحل الثلاث لهذا التطبيق لتحديد المحافظ الأكثر ملاءمة لكل زبون:

#### المرحلة الأولى:

<sup>1</sup> Ibid., p. 91

وهي مستوحاة من التحليل المالي، فهذا النموذج يتطلب من المحللين - علاوة على التنبؤ بالأسعار المستقبلية و أرباح الأسهم الموزعة - قياس درجة عدم التأكد المتعلق بتنبؤاتهم و تقديرًا لحساسية كل قيمة لتغيرات المستوى العام للبورصة (بيتا).

فاستقرارية مقاييس المخاطرة يمكن أن تسمح بتقدير معامل بيتا و الخطر الكلي (الانحراف المعياري) لكل سهم على معطيات ماضية.

رغم ذلك فمن الممكن إدراج بعض القيود المتعلقة بسياسة التوظيف للمستثمر في البرنامج الخوارزمي المستخدم لتحديد حدود الكفاءة لجعل هذا الأخير أكثر واقعية.

بالتالي يمكن للمستثمر أن يطلب:

- عائد أدنى على شكل أرباح أسهم أو فوائد؛

- عدم توظيف أكثر من نسبة معينة من الأموال المتاحة في نفس القيمة المنقولة أو في قطاع اقتصادي معين؛

- إبقاء حصة ثابتة من الأموال على شكل سائل أو في توظيف معين.

بشكل عام فإن هذه القيود تخفض من عدد المحافظ الممكنة وربما تخفض من المرودية، لكنها تسمح بوصف أكثر واقعية لأهداف و موقف كل مستثمر.

### المرحلة الثانية:

يتم التوصل على حدود الكفاءة وتركيبات كل محفظة.

### المرحلة الثالثة:

تتمثل هذه المرحلة في اختيار المحفظة التي تناسب أكثر كل زبون على أساس نتائج النموذج. هذا يعني توضيح العلاقات بين مسير المحفظة و زبونه (موقفه و ميوله) و التي تمثل إحدى الاهتمامات الأساسية للنظريات الحديثة لتسيير المحفظة.

في الأخير يجب الإشارة إلى أن نموذج "ماركوفتر" ليس نموذجًا للتسيير اليومي للمحفظة ( Au jour le jour)، و لكنه نموذج هيكلية متوسط الأجل (لسنة مثلا).

من جهة أخرى، مثل هذا النموذج لا يعوض المسير المعني باتخاذ القرار، و لا المحلل الذي يجمع ويعالج المعلومات، و لكنه يسمح بقياس الأسعار و أخطار سياسة الاستثمار.



## المطلب الثاني: محفظة السوق و الأصل بدون خطر<sup>1</sup>

### 1. إدراج الأصل بدون خطر:

يتميز الأصل بدون خطر بمردودية أكيدة: معدل مردودية النقود بدون خطر. وبالتالي فإن الانحراف المعياري لمردوديته يساوي الصفر.

نفترض وجود محفظة مركبة من أصل وحيد  $A$ ، و أصل بدون خطر  $F$  بنسبة  $(1-X_A)$  ثم نقوم بملاحظة خصائص هذه المحفظة حيث يكتب توقع مردوديتها من الشكل:

$$E(R_{A,F}) = (1-x)R_F + xE(R_A).....(2.13)$$

أي مردودية المحفظة يساوي لمعدل مردودية الأصل بدون خطر، مضافا إليه علاوة الخطر وهي مساوية للفرق بين مردودية الأصل  $A$  و الأصل بدون خطر مضروبا في نسبة الأصل  $A$  في المحفظة.

ينتج خطر المحفظة المقترحة (الأصل بدون خطر و السهم  $A$ ) عن خطر السهم  $A$  ونسبته في المحفظة فقط ويكتب من الشكل التالي:

$$\sigma_{(R_{A,F})} = x_A \sigma_{(X_A)}.....(2.14)$$

إذا أراد المستثمر أن يرفع أمله في المردودية فإنه يزيد من نسبة السهم  $A$ ، و بإمكانه كذلك الاستدانة بمعدل بدون خطر و استعمال الأموال المجموعة لشراء السهم  $A$ . إلا أن خطر المحفظة سيرتفع نسبيا مع هذه العملية و بتركيب العلاقتين السابقتين نحصل على:

$$E(R_{A,F}) = R_F + \frac{\sigma_{R_{A,F}}}{\sigma_A} (E(R_A) - R_F).....(2.15)$$

و بالتالي، فإن المردودية المتوقعة لهذه المحفظة مساوية للمعدل بدون خطر الناتج عن الفرق بين مردودية  $A$  و المعدل بدون خطر مع ترجيح العلاقة بالانحراف المعياري للمحفظة وهو الانحراف المعياري للأصل  $A$ .

### 2. محفظة السوق:

نسمي محفظة السوق المحفظة التي تجمع جميع الأصول بأسعار توازنها، وهي على سبيل المثال رسملة السوق.

<sup>1</sup> Pierre VERNIMMENN., Op. Cit. pp. 354-356

تقع محفظة السوق على الدوام في حدود الكفاءة. فإذا وجدت محفظة أكفأ منها فإن المحكمين les arbitragistes، يقومون بإعادة تشكيل تركيبة المحفظة الأكفأ، إلا أن ذلك غير ممكن لان مجموعة الأصول الموجودة في السوق في لحظة معينة تنتمي كلها لمحفظة السوق.

نعيد تشكيل محفظة السوق انطلاقاً من وجود أصل بدون خطر و ذلك من خلال تعويض الأصل A بمحفظة السوق لنحصل على المعادلة التالية:

$$E(R_P) = R_F + \frac{\sigma_p}{\sigma_M} (E(R_M) - R_F) \dots \dots (2.16)$$

$E(R_P)$  : الأمل الرياضي لمعدلات مردودية محفظة P؛

$E(R_M)$  : الأمل الرياضي لمعدلات مردودية السوق؛

$R_F$  : معدل مردودية الأصل بدون خطر؛

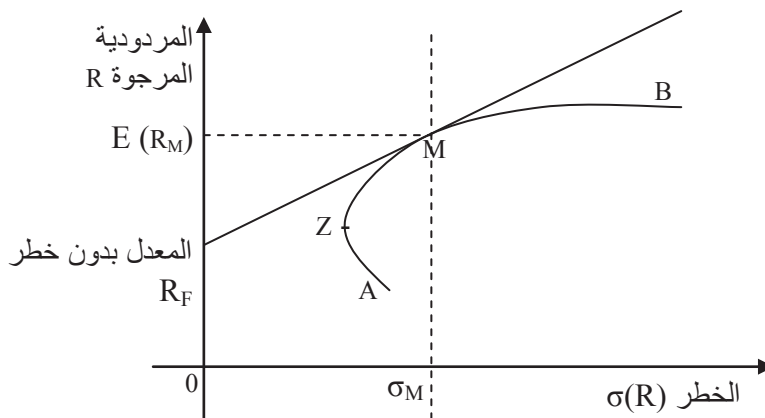
$\sigma_p$  : الانحراف المعياري لمعدلات مردودية المحفظة؛

$\sigma_M$  : الانحراف المعياري لمعدلات مردودية السوق.

تمثل هذه المعادلة، معادلة خط رأس مال السوق (Capital Market Line) CAL و هو مماس لحدود الكفاءة لمحفظة السوق، فإذا وجدت توليفة أكفأ من الأصل بدون خطر و أصول خطيرة، فإن هذه الأصول ليست مرجحة بترجيح السوق ولا علاقة بين العرض و الطلب في السوق كقيلة بإعادة التوازن.

و بالتالي، تتجسد حدود المحافظ الكفوة في خط رأس مال السوق CAL الذي يربط المحفظة M بالأصل بدون خطر، أي أنه لا يوجد محافظ أحسن من تلك الواقعة على الخط CAL عند مستوى خطر معطى.

الشكل (6.2) : نظرية المحفظة



محفظة مثبكرة من:

توظيفات في محفظة السوق مموله بدين بمعدل بدون خطر  
 و قرض بمعدل بدون خطر توظيفات في محفظة السوق

من خلال الشكل (6.2) المحفظة المالية يمكن أن تتشكل (بمراعاة وجود أصل بدون خطر):

من توظيفات في محفظة السوق ممولة بقرض بمعدل بدون خطر في الجزء من المستقيم المحصور بين  $\sigma=0$  و  $\sigma = \sigma_M$ .  
أو:

- توظيفات في محفظة السوق و قرض بمعدل بدون خطر بعد  $\sigma_M$ .

### المطلب الثالث: أهم نماذج تقييم أداء المحافظ المالية

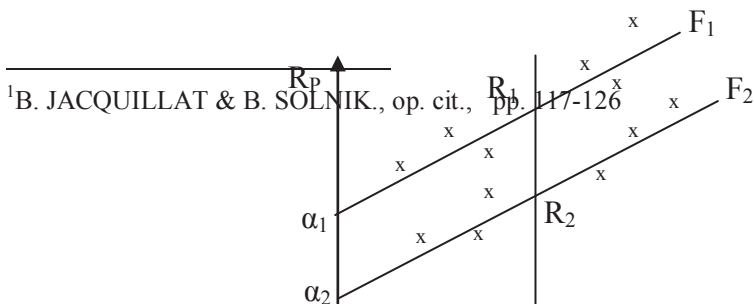
نخصص هذا المطلب لعرض الأدوات و النماذج التي تسمح لنا بالحكم على نتائج تسيير محفظة مالية، وهي نماذج تعتمد في بنائها على أسس نموذج توازن الأصول المالية التي تقدم ذكرها في هذا المبحث. فتقييم أداء محفظة مالية يعتبر المرحلة الأخيرة في تسيير المحافظ و تقنياته تعتمد على نفس مؤشرات نماذج ماركوفتز، شارب و لينتير ؛ إذ تهدف نماذج التقييم إلى إنشاء مؤشرات معدلة لمعدل مردودية وفق درجة المخاطرة في المحفظة و ذلك من اجل الحصول على قاعدة موحدة و مناسبة للمقارنة بين المحافظ.

#### 1. طريقة تراينور TREYNOR<sup>1</sup>:

يمكن تفسير طريقة " تراينور " من خلال بعض المنحنيات البسيطة، وهذا ما سنقوم به قبل تقديمها تحليليا. تستند الطريقة البيانية لـ" تراينور " لخط الانحدار أو المستقيم المميز على مردودية محفظة أو المؤشر، حيث تمثل كل قيمة  $x$  مردودية محفظة أو مردودية المؤشر في فترة معينة.

نفترض وجود قيمتين ماليتين  $F_1$ ،  $F_2$  حيث يظهر خطي انحدارهما في الشكل (7.2).

الشكل (7.2): خطوط الانحدار لسهمين لهما نفس التطاير



<sup>1</sup>B. JACQUILLAT & B. SOLNIK., op. cit., pp. 117-126

نلاحظ أن الخطين متوازيين وهذا يعني أن القيمتين  $F_1$ ،  $F_2$  لهما نفس التطاير (بيتا) و بالتالي نفس مستوى المخاطرة. و من الواضح بيانياً أن القيمة  $F_1$  أحسن أداء من القيمة  $F_2$  ؛ بما انه مها كانت مردودية مؤشر السوق فإن القيمة الموافقة  $R_1$  لـ  $F_1$  تكون أعلى من القيمة  $R_2$  الموافقة لـ  $F_2$  .

في حالة توازي خطوط انحدار القيم المنقولة، تكون مقارنة أدائها سهلة، وتتم من خلال المعلمة  $\alpha$  للقيم.

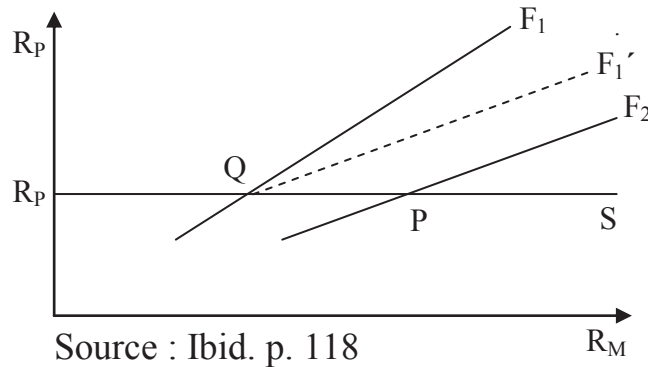
تكون معادلة خطي انحدار القيمتين  $F_1$ ،  $F_2$  بالترتيب كما يلي:

$$R_1 = \alpha_1 + \beta R_M$$

$$R_2 = \alpha_2 + \beta R_M$$

أما في حالة اختلاف تطاير القيمتين تكون المسألة أكثر تعقيداً، فإذا اعتبرنا أن خطي انحدار  $F_1$ ،  $F_2$  المبيانان في الشكل (8.2)، مع إضافة خط انحدار الاستثمار بدون خطر  $R_{FS}$ .

الشكل (8.2) : خطوط انحدار قيمتين مختلفتين في التطاير



Source : Ibid. p. 118

أثبت تراينور بأنه إذا كان المستقيم المميز للقيمة  $F_1$  يقطع  $R_{FS}$  في النقطة Q الواقعة على يسار النقطة  $P$  (التي تمثل تقاطع المستقيم المميز للقيمة  $F_2$  مع المستقيم  $R_{FS}$ )، يمكننا ان نستنتج أن  $F_1$  لها أداء أعلى من  $F_2$ .

حسب تراينور فإن فاصلة التقاطع للمستقيم المميز للاستثمار بدون خطر مع خط انحدار يعطي ترتيب (تصنيف) القيمة المنقولة، فكلما كانت هذه القيمة (وهي نسبة مئوية) صغيرة كلما كان ترتيبها أحسن؛ وهذه الطريقة يمكن أن تعمم للاختيار بين عدد كبير من القيم المنقولة.

يكتب المقياس  $r$  لتقييم الأداء حسب " تراينور " كما يلي:

$$r = \frac{R_F - \alpha}{\beta} \dots\dots(2.17)$$

نشير كذلك لمتعم  $r$  إلى  $\bar{R}_M$  وهو  $\bar{r}$  حيث:

$$\bar{r} = \frac{R_p - R_F}{\beta} \dots\dots(2.18)$$

فكلما كانت قيمة  $\bar{r}$  مرتفعة كان أداء القيمة أحسن، وهذا التعبير لمؤشر " تراينور " يظهر أن  $r$  و  $\bar{r}$  مستقلان عن تقلبات السوق؛ وتمثل كل من  $\alpha$  و  $\beta$  بالترتيب ترتيبية المبدأ و ميل خط الانحدار، و هما مستقلان عن تقلبات السوق.

## 2. طريقة شارب:

يعتبر شارب بان المستثمر لا يقبل مستوى معين من المخاطرة إلا إذا كان مأجورا بما فيه الكفاية على هذه المخاطرة؛ بمعنى آخر، إذا كان العائد المرجو غير كاف، فإنه يختار الاستثمارات الأخرى، كما يستطيع اختيار استثمار بدون خطر يكون معدل مردوديته نفسه، المعدل بدون خطر.

بالتالي تقاس مردودية محفظة بزيادة المردودية المحققة فوق المعدل بدون خطر (أي الفرق بين المعدلين).

يمثل هذا القياس التعويض الذي يتلقاه المستثمر، يقاس الخطر هنا بالتغاير « Variabilité »

أو الانحراف المعياري لهذه الفوائض « excès » لمعدل المردودية.

ومنه فإن شارب يقيم أداء المحفظة من خلال تعويض الوحدة الواحدة عن الخطر الذي يشكل نسبة فائض المردودية على الخطر، وتدعى كذلك بنسبة المردودية على الخطر، فكلما كانت هذه النسبة أعلى كلما كان أداء المحفظة أحسن.

تعرف نسبة شارب بالشكل التالي:

$$S = \frac{R_P - R_F}{\sigma} \dots\dots(2.19)$$

حيث تأخذ الرموز الدلالات التالية:

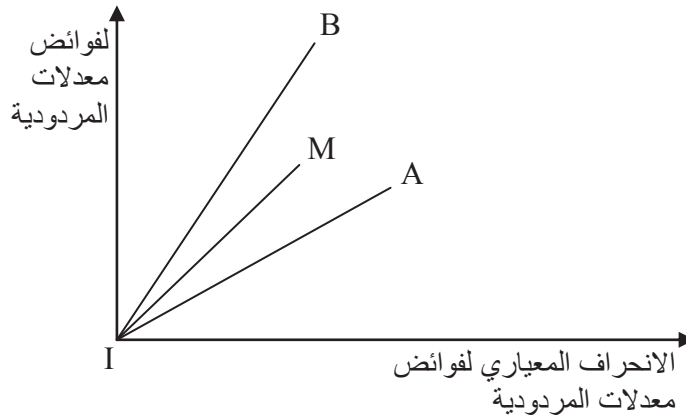
$R_P$ : المردودية الماضية للمحفظة.

$R_F$ : مردودية الاستثمار بدون خطر.

$\sigma$ : الانحراف المعياري لفوائض معدل المردودية على المعدل بدون خطر.

يفسر الشكل (9.2) هذه المقارنة بيانيا:

الشكل (9.2) : القياس البياني للأداء حسب " شارب "



Source : Ibid. p.122

تشكل النقطتين A و B أدائي القيمتين و التي سبق تعريف خصائصهما من مردودية و خطر.

تمثل النقطة I الاستثمار في أذن خزانة (Bon de trésor)، تقع هذه النقطة في المبدأ باعتبار هذا النوع من الاستثمار لا يتضمن أي خطر أو خطره مهمل.

يمكن ان نتصور محفظة مشكلة جزئيا من سندات الخزانة و البقية من المحفظة A، هذه المحفظة تقع بين النقطتين I و A حسب التوزيع الذي اخترناه بين نوعي الأصلين.

يمكن أن نتصور بنفس الشكل محفظة مشكلة في نفس الوقت من سندات الخزانة و استثمار في المحفظة B، هذه المحفظة تقع بين I و B، حيث IA و IB يشكلان خطي المحافظ الممكنة.

يتضح من المنحنى أن المحفظة B أحسن من المحفظة A باعتبار أنه من أجل أي مستوى للخطر، فإننا نحصل على تركيبة من المحفظة B و أدونات الخزانة أحسن من تركيبة من المحفظة A و أدونات الخزانة لنفس مستوى المخاطرة، كما يشكل ميل كلا من لمستقيمين النسبة "مردودية الخطر" للمحفظتين A و B وهي في المحفظة B أكبر منها في المحفظة A.

يمكن مقارنة أداء محفظة بأداء السوق – حسب معيار "شارب" ففي الشكل – 20-تحقق المحفظة B ادعاء أعلى من أداء السوق الممثل بالنقطة M ، باعتبار أن المستقيم IB يقع أعلى المستقيم IM.

### 3. طريقة جونسون:

ترتكز تقييم الأداء حسب نموذج "جونسون" على نموذج السوق و نموذج توازن الأصول المالية.

حدد "جونسون" – من خلال نتائجه- علاوة الخطر التي يمكن انتظارها من كل كحفظة لها مستوى معين من الخطر النظامي، و تمارس سياسة معينة للشراء و الاحتفاظ، يترجم ذلك من خلال المعادلة التي تقدم ذكرها:

$$R_{Pt} - R_{tT} = \beta_p [R_{Mt} - R_{Ft}] + \varepsilon_{Pt}$$

حيث:

$R_{Pt}$ : تمثل مردودية المحفظة p خلال المجال لزمني t.

$R_{Mt}$ : تمثل معدل مردودية السوق خلال الزمن t.

$R_{Ft}$ : تمثل معدل الفائدة للاستثمار بدون خطر.

$B_p$ : تقيس الخطر النظامي.

$\varepsilon_{Pt}$ : متغيرة عشوائية ذات متوسط معدوم.

أخذ "جونسون" بعين الاعتبار إمكانية عدم مرور المستقيم  $(R_p - R_F)$  بالمبدأ، أي أن متوسط الأخطاء قد لا يكون معدوما ووضع:

$$E(\varepsilon_{Pt}) = \alpha_p$$

و:

$$\varepsilon_{pt} = \alpha_p + \varepsilon'_{pt}$$

وبالتالي تصبح المعادلة السابقة:

$$R_{pt} - R_{Ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{Mt} - R_{Ft}) + \varepsilon'_{pt} \dots (2.20)$$

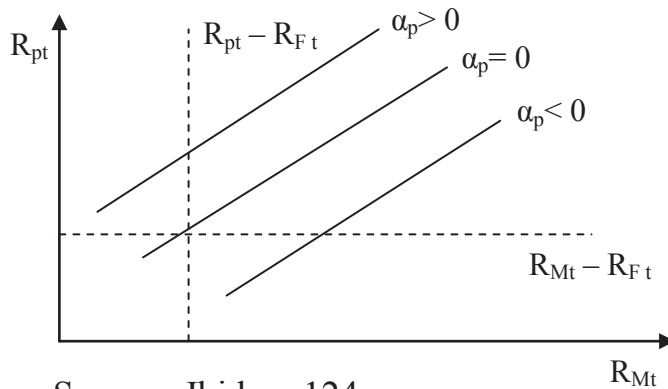
مع :

$$E(\varepsilon'_{pt}) = 0$$

ومنه فإن  $\alpha_p$  تشكل مقياسا لاستعداد المسيرين للوصول إلى أداء أحسن من أداء السوق.

يمثل الشكل (10.2) ثلاثة حالات مختلفة ممثلة لأداء مسيري المحافظ.

الشكل (10.2) : القياس البياني للأداء في المحفظة حسب "جونسون"



Source : Ibid. p. 124

إذا كان  $\alpha_p$  موجبا، يمكن للمسير أن يتنبأ بأسعار القيم و يمارس اختيارا جيدا لها وذلك كلما كان  $\alpha_p$ .

إذا كان  $\alpha_p$  منعدما، فإن المسير يمكن أن يكون اختياره للمحفظة جيدا، و قد يحقق أرباحا، لكن هذه الأرباح (النتيجة عن انتقاء جيد) تعوض بالضبط مصاريف التسيير أو مصاريف المعاملات.

في حالة  $\alpha_p$  سالب، فإن انتقاء المسير يكون سيئا، و/أو قدراته للاختيار ضعيفة و/أو تكاليف التسيير جد مرتفعة.

#### 4. مقارنة الطرق الثلاث:

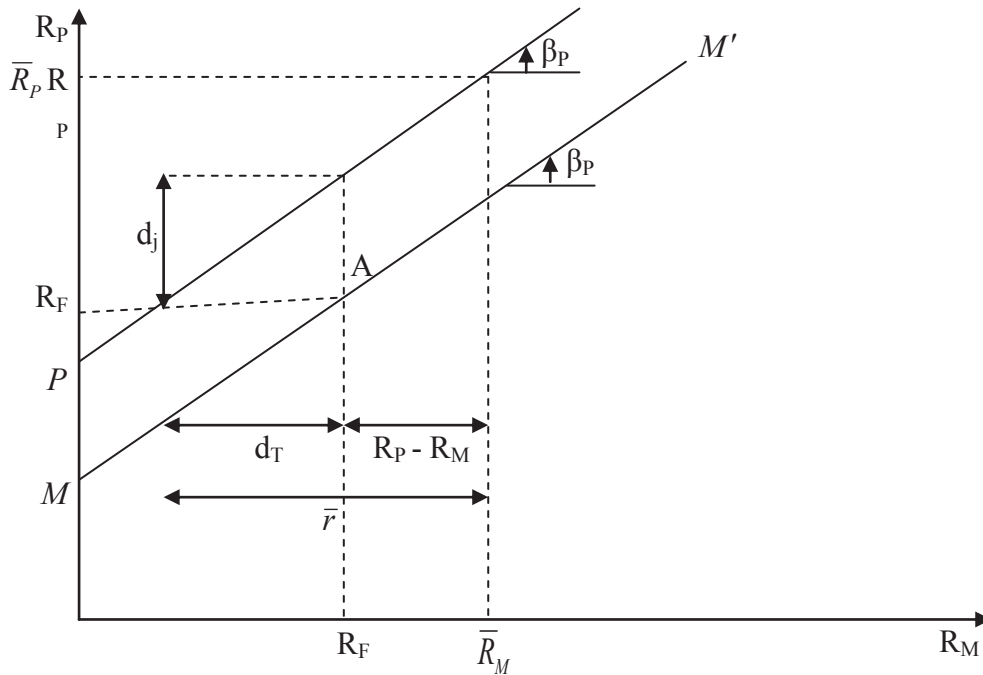


اعتمد نموذجاً شارب و تراينور على نفس المقياس معدل المرودية التاريخية الصافي من المعدل بدون خطر، و اختلفا في تسمية هذا المقياس؛ بحيث سماه شارب بالتغيرات "variabilité" و سماه تراينور بالتطايير "volatilité".

يعتمد اختيار أحد المؤشرين المذكورين أساساً على توزيع أصول المستثمر، فإذا كان الجزء الأهم من ثروة المستثمر مستثمراً في نفس المحفظة موضوع الدراسة، فإن مؤشر شارب في هذه الحالة أنسب من مقياس يعتمد على التطايير فقط، لأنه يولي الاهتمام الأكبر للخطر الكلي للمحفظة.

إلا أنهما يعطيان نتائج مماثلة في حالة محفظتين منوعتين بشكل جيد لأن الخطر الكلي لمحفظة جيدة التنويع يؤول إلى خطر السوق؛ في هذه الحالة فإن مقياس "شارب" (s) و مقياس "تراينور" (r) ممثلان لعامل مضاعف ثابت مساو بالتقريب لـ  $\left(\frac{1}{\sigma_e}\right)$ .

يعطي مقياس "تراينور" و مقياس "جونسون" نتائج متماثلة إلى حد ما و الشكل (11.2) يسمح لنا بتوضيح ذلك: الشكل (11.2): مقارنة طرق قياس الأداء بالنسبة لـ « تراينور » و « جونسون »



في هذا الشكل تم تمثيل المستقيم المميز 'PP' لمحفظة، و المستقيم 'MM' يمثل مستقيم مميز بنفس المعامل بيتا للمحفظة P المشكلة من خلال الاستثمار المكون جزئياً من محفظة السوق و الجزء المتبقي من استثمار بدون خطر.

حيث مؤشر « تراينور » يعبر عنه كما يلي:

$$r' = \frac{R_P - R_F}{\beta} \dots\dots(2.21)$$

و لكن  $r'$  يمكن نشره كما يلي:

$$r' = d_T + (R_M - R_F) \dots\dots(2.22)$$

إذا كانت المسافة  $d_T$  موجبة تكون للقيمة المدروسة أداء أعلى من أداء محفظة سوق لها مستوى خطر مماثل و يكون لها أداء أقل إذا كانت  $d_T$  سالبة.

المسافة  $d_j$  توافق فائض المردودية  $\alpha$  حسب مقياس «جونسون»، إذا كان  $d_j$  موجبا تحصل الأموال على مردودية أعلى وفي الحالة المعاكسة تكون المردودية أقل.

يظهر بأن العلاقة بين  $d_T$  و  $d_j$  تجعل استبدال مقياس «جونسون» بمقياس «تراينور» أمرا ممكنا لقياس أداء محفظة من خلال مقارنتها مثلا بأداء محفظة السوق لها مستوى خطر مماثل.

في الأخير يمكن تلخيص مراحل تسيير محفظة مالية بشكل عام كما يلي:

تخصيص الأصول: أي تحديد أشكال الأصول التي يراد إدراجها في المحفظة المالية وفقا لرغبة المستثمر من بين الأوراق المالية و موطنها (محلي أو أجنبي).

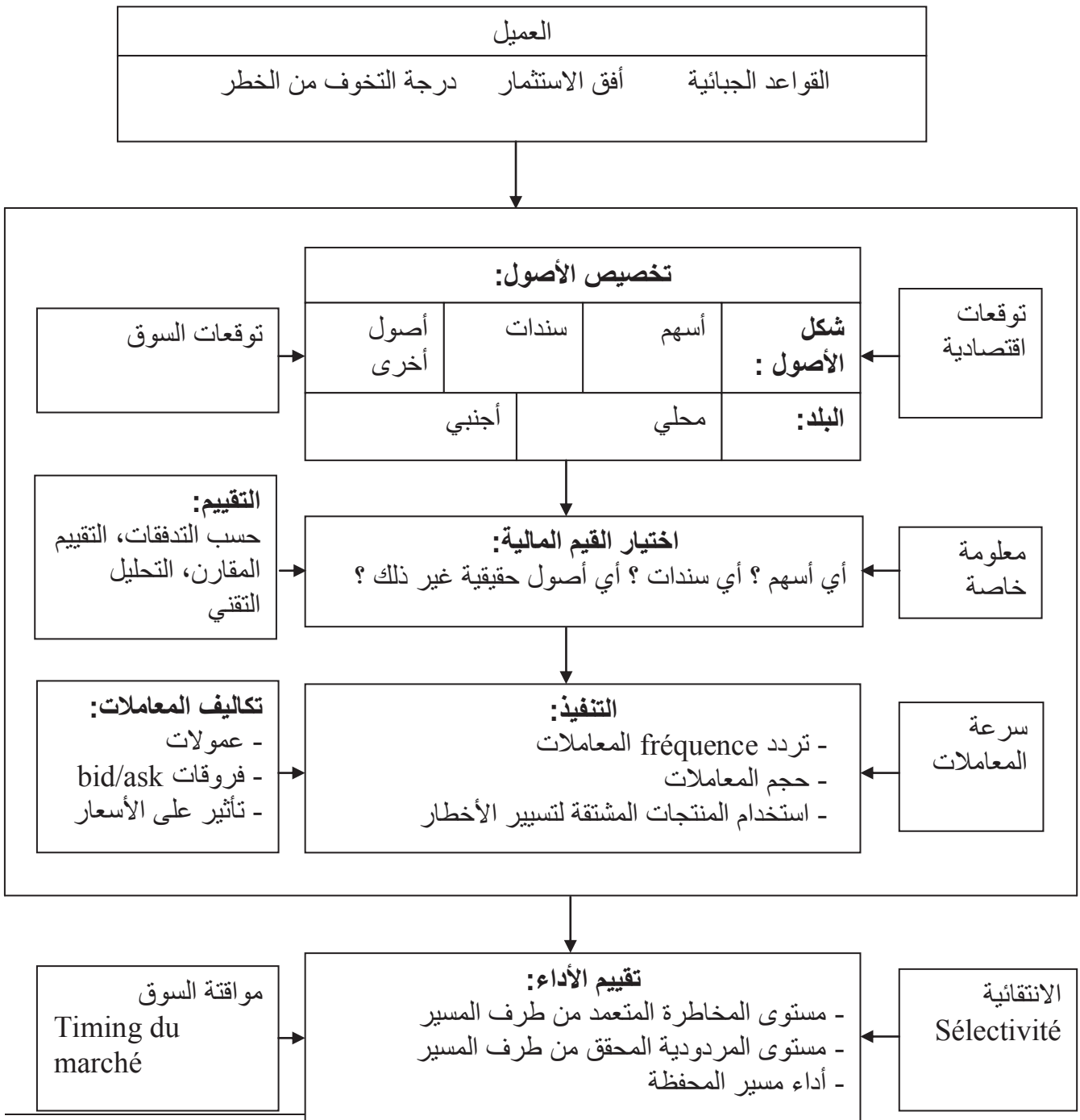
الاختيار: تحديد القيم من بين الأصناف المختارة (مثلا: السهم  $x$  من بين الأسهم... الخ).

التنفيذ: اختيار التردد المناسب للتقييم (ساعة، يوم، أسبوع، شهر... الخ)، تحديد حجم التعامل.

وقد لخص كودجوفي أسووي Kodjovi ASSOE (وهو أستاذ بالمدرسة العليا للدراسات التجارية بمونتريال - كندا) في الشكل.

**الشكل (12.2) : سيرورة تسيير المحفظة المالية حسب كودجوفي أسوي<sup>1</sup> kodjovi**

**: ASSOE**



<sup>1</sup> أستاذ بالمدرسة العليا للدراسات التجارية بمونتريال (كندا) Ecole des HEC. de Montréal- 2004

**SOURCE : kodjovi ASSOE : [www.hec.ca/~p283/private/fig\\_proc\\_c1.pdf](http://www.hec.ca/~p283/private/fig_proc_c1.pdf)**

### المبحث الثالث: مميزات تسيير المحافظ المالية الدولية

نتناول في هذا المبحث - إضافة إلى ما تم عرضه عن نظريات تسيير المحافظ - العناصر الخاصة بتسيير المحافظ المالية الدولية، لهذا الغرض نقسم المبحث إلى ثلاث مطالب:

\* أساليب التنويع الدولي للاستثمارات المالية؛

\* النظريات الحديثة لتوزيع أصل محفظة أسهم دولية؛

\* بروز أهمية التخصيص القطاعي للمحافظ المالية الدولية.

### المطلب الأول: أساليب التنويع الدولي للاستثمارات المالية

نميز عموماً نوعين من الأساليب لتنويع الاستثمار المالي دولياً<sup>1</sup>:

1. شراء أسهم المؤسسات الدولية؛

2. شراء أسهم أجنبية.

#### 1. شراء أسهم المؤسسات الدولية:

يوجد عدد من المؤسسات الدولية التي تنجز انطلاقاً من نشاطها تنويعاً دولياً لأرباحها و أصولها، ومن خلال هذا التنويع فإنه يمكننا الحصول على استثمار مالي متكافئ الخصائص مع محافظ مالية مكونة من قيم متنوعة لمؤسسات مستوطنة في دول مختلفة.

فالمؤسسة الدولية في حد ذاتها مشكلة من مجموعة من المؤسسات الفرعية المرتبطة مالياً مع المؤسسة الأم من خلال عمليات التجميع "Consolidation".

فسهم المؤسسة الأم مشكل تقنياً من توليفة لمجموعة من الأسهم المختلفة في مستوى المخاطرة و المردودية تبعاً لنشاط المؤسسة الفرعية و بيئتها الاقتصادية و الجغرافية.

بالتالي فإن سهم المؤسسة الدولية يمثل وحدة لتوظيف متنوع جغرافياً؛ فالمستثمر الأمريكي مثلاً، يفضل سندات أو أصول مالية لمؤسسات تستثمر مباشرة في أوروبا و آسيا، و التي يملك عنها معلومات جيدة على شراء أسهم أجنبية من الأسواق المالية.

أجريت بعض الدراسات للتأكد من مدى إمكانية تعويض محفظة مالية دولية - من منظور تعدد القيم الأجنبية المكونة لها - بأسهم لمؤسسة دولية.

<sup>1</sup> B. JACQUILLAT & B. SOLNIK., op. cit., p. 79

من بين هذه الدراسات نجد اختبارات منجزة على أسعار أسبوعية لسبع مؤسسات دولية مسعرة في نيويورك، باريس، لندن، أمستردام و فرانكفورت و هي: جنرال موتورس GENERAL MOTORS , أي.بي.أم IBM, يونيفر UNILEVER; اكسون EXXON, رويال داتش ROYAL DUTCH, دبون أند نيمورس DEPONT & NEMOURS, فورد FORD .

لفترة تمتد على ثلاث سنوات ( 1970-1973)، تم خلال هذه الدراسة اختبار ارتباط أسعار هذه الأسهم بالمشترى الوطنية، وطرح السؤال: إلى أي مدى تتصرف فروع المؤسسات المدروسة كمؤسسات وطنية (فرنسية، ألمانية... الخ) ؟

ظهر بأن تأثير العوامل الوطنية (المختلفة عن تلك الموجودة في الدول الأصلية) على السعر المؤسسة متعددة الجنسيات في البورصة جد منخفض على نسبة النشاط و على ربح المؤسسات في هذه البلدان. تشير الدراسة السابقة بالإضافة إلى دراسات أخرى أجريت على عدة مؤسسات أمريكية الأصل، إلى أن أسهم المؤسسات المتعددة الجنسيات لا تعوض دائما المحافظ المالية الدولية.

## 2. التنوع الدولي بشراء أسهم أجنبية<sup>1</sup>:

يمكن لهذا النوع من التنوع أن يكون بشراء أسهم أجنبية مسعرة في السوق المحلية أو بشراء أسهم مسعرة في الأسواق الأجنبية، إلا أن هذه الدراسة مكرسة لدراسة الصنف الثاني فقط.

يعد "دافيد كيللي" David KEELEY خمسة عوائق أمام المستثمر المالي عند تدويل محفظة أسهمه وهي:

1.2 صعوبة الحصول على المعلومات الدقيقة في الخارج، بسبب مشاكل اللغة، نقص في تغطية المحللين الماليين و اختلاف المقاييس المحاسبية؛

2.2 ضرورة الإلمام بالتشريعات الجبائية على القيم المنقولة و القضايا القانونية الملحقة للتأكد من حماية استثماراتهم.

3.2 القواعد المتحكمة في العمليات البورصية قد تختلف بشكل جد ملحوظ من بلد لآخر (كما تقدم شرحه في الفصل الأول). كما أن بعض الأسواق الأجنبية الجديدة لا تخضع لإجراءات رسمية.

4.2 مصاريف الوساطة les tarifs de courtage، مصاريف التسليم و مصاريف المعاملات الأخرى، إضافة إلى الاختلاف في الانحراف بين أسعار المشترين و البائعين من سوق لأخرى؛

<sup>1</sup>David P. KEELEY., **Internationaliser Les Portefeuilles Pour Diminuer Les Risques** CA MAGAZINE., Avril 1995 : Planification financière personnelle. Publié au site web : <http://www.camagazine.com/mutimedia/camagazine/Library/FR/1995/Apr/pfpf.pdf>

5.2. الاختلاف في درجة السيولة (حجم الأموال المتعامل بها في السوق) من سوق لأخرى، فإذا كانت سيولة الأسواق: اليابانية، المملكة المتحدة، مقاربة لسيولة أسواق أمريكا الشمالية، فإن سيولة الأسواق الجديدة مثل الأسواق الأمريكية اللاتينية تمتاز بالضعف الشديد.

لتجاوز هذه الصعوبات يمكن اللجوء إلى صناديق الجماعة للتوظيف الدولي في الأسهم fonds communs de placement "FCP" (إن وجدت)، ففي كندا مثلاً يستعمل الكثير من مسيري الصناديق الكندية الجماعة للتوظيف خدمات تعاقدية لتسيير الأصول المالية دولياً.

في المقابل يذهب بعض الكتاب للتقليل من أهمية التنويع الدولي (خاصة في الأسواق الكبرى)، وذلك بفعل العولمة وارتفاع المتزايد للارتباطات بين الدول مما قد يحد من فائدة التنويع الدولي. فقد حدد كل من "سبيدل L. S. SPEIDELL" و "روس سابانفيلد Ross SAPPENFEILD" أربعة عوامل تعمل على زيادة الارتباط بين الأسواق و القيم المالية على المستوى العالمي وهي:

- تزايد نشاط التوظيف في المحافظ المؤسسية الدولية المرتكزة أساساً على السوق الدولية؛

- الأدوات المشتقة مثل الخيارات على المؤشرات البورصية تتجه نحو إنشاء علاقة بين الأسهم المختلفة؛

- العلاقات الجهوية مثل المجتمع الاقتصادي الأوروبي la communauté économique européenne CEE، و اتحاد البلدان الآسيوية، تعمل على ربط المصير الاقتصادي لعدة دول؛

- الدورات الاقتصادية لمختلف الدول أصبحت أكثر ارتباطاً من ذي قبل بفعل عولمة الاقتصاد.

رغم الصعوبات و عوامل ربط الاقتصاديات الوطنية، تبقى أهمية التنويع الدولي للمحافظ المالية قائمة وذلك ما سنبيته في المطلب الموالي.

## المطلب الثاني: النظريات الحديثة لتوزيع أصل محفظة أسهم دولية

### 1. العوامل المتحكمة في تحديد إستراتيجية تسيير أصل محفظة أسهم دولية:

نميز بين عاملين محددتين لإستراتيجية تسيير أصل محفظة أسهم دولية : إستراتيجية الترويج (نشطة Active أو غير نشطة Passive) و إستراتيجية تسيير خطر الصرف (تغطية كاملة couverture complète أو تغطية جزئية Partielle أو عدم التغطية Sans Couverture).

ميز كل من "ستيفاني ديروسي"، "جون فرانسوا إبير" و "ميمي كسوان" - من هذا المنطلق- بين أربعة طرق ممكنة لتوزيع أصل محفظة أسهم دولية<sup>1</sup>. أي:

1.1. تسيير غير نشط بدون تغطية لخطر الصرف؛

2.1. تسيير غير نشط مع تغطية لخطر الصرف؛

3.1. تسيير نشط بدون تغطية لخطر الصرف؛

4.1. تسيير غير نشط مع تغطية لخطر الصرف.

يمكن لمسير محفظة الأسهم الدولية اعتماد سياسة توزيع الأصل غير النشطة passive؛ بمعنى أنه يختار المحفظة بترويج كل سوق تبعا لنسبته من المؤشر العالمي كما يمكنه الاعتماد على التعظيم l'optimisation أي وضع ترويج للمحفظة وفقا للنسب المحصل عليها ممن هذه العملية.

كما يمكن ألا يكون توزيع الأصول في المحفظة الدولية معتمدا على أساسا الدول بل على أساس القطاعات حيث أثبت مجموعة من الكتاب من بينهم هوبكنز HOPKINS و ميلر MILLER (2001) بأن أثر التنويع القطاعي أصبح أهم من أثر التنويع الدولي في نهاية سنوات التسعينات من القرن الماضي بسبب العولمة المتزايدة للأسواق (الكبرى منها خاصة). إلا أن مجموعة من الكتاب الآخرين على غرار هيستون HESTON و روفانهاورس ROUWENHOURS (1994، 1995)، قريفيين GRIFFIN و كارولي KAROLYI (1998)، وكذلك "روفانهاورس" (1999) اظهروا بأنه في المتوسط، أثر الدولة كان أهم من أثر القطاع في الفترة 1975-1998. باعتبار أن البعد الدولي خلال هذه الفترة من شأنه أن يضيف قيمة أكبر للمحفظة لمحفظة الأسهم الدولية، و بتالي يستحسن أحيانا تعظيم المحفظة حسب هذا المعيار (البعد الدولي).

## 2. إدراج وتسيير خطر الصرف في المحفظة المالية

يقودنا الحديث عن التنويع الدولي بالضرورة إلى الحديث عن خطر الصرف، بحيث يجب على مسير المحفظة الدولية أن يعير لسياسة تغطية خطر الصرف نفس الأهمية التي يعيرها لاختيار توزيع المحفظة

### 1.2. ماهية خطر الصرف<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> Stéphanie DESROSIERS et autres., répartition de l'actif d'un portefeuille d'action internationale et exposition au risque de change L'Actualité économique revue d'analyse économique, vol. 78, n°4, décembre 2002, p. 512



يتضمن الاستثمار الدولي عدة أخطار منها العوامل المؤسسية، السياسية أو النفسية، إضافة إلى إمكانية وضع قيود مفاجئة على ملكية الأصول الأجنبية أو وضع رقابة على الصرف. بالتالي فإن تذبذبات الأسعار تمثل جزءا من الخطر الإجمالي للاستثمار الدولي، و تزداد أهمية هذا الخطر في فترات عدم الاستقرار النقدي.

أخذ مفهوم خطر الصرف في الاتساع منذ سنة 1973، عندما تم إلغاء النظام النقدي الدولي للسعر الثابت، حيث كان لتقويم سعر الصرف تأثيرات عميقة على الأسواق و المتعاملين الأساسيين فيها (بنوك مؤسسات ودول). فأصبحت المؤسسات التي كانت تعتمد سعر الصرف الثابت، أمام خطر التغيير غير الملائم لسعر الصرف، و بالتالي فإن خضوع العملة الأجنبية لقانون العرض و الطلب جعل حقوق و ديون المؤسسة المقيمة بعملات أجنبية تشكل خطرا على هذه الأخيرة. فمن هنا ظهرت ضرورة تسيير هذا الخطر و اتخاذ المعايير الأكثر ملائمة.

تقبل المؤسسات بصفة متفاوتة سعرا معينة لسرف العملة الأجنبية و إجراء معاملاتها به سواءً أكانت عينية (تصدير، استيراد...) أو مالية (اقتراض، تسعير في البورصة...); فهذا السعر – الذي يكون في الغالب آجلا في الصفقات الكبرى- يدعى بسعر "ميلاد خطر الصرف". فعند قبول المؤسسة لهذا السعر فهي تخاطر بإمكانية التعرض لتغيير سعر الصرف الجاري بشكل غير ملائم مقارنة بسعر ميلاد خطر الصرف، كما قد يكون سعر الصرف محددًا مسبقًا، و لكنه يبقى غير أكيد في التاريخ الذي يرتقب فيه الدفع.

## 2.2. تسيير خطر الصرف<sup>2</sup>:

يعمل مسيرو المحفظة، للوقاية من خطر الصرف، على تغطية الجزء الأجنبي، في عدة حالات يمكن إلغاء أو تقليص هذا الخطر بشراء عقود صرف آجلة (à terme)، وإلا فإن المستثمر يضيف للمحفظة عامل المضاربة على العملة الأجنبية.

إذا قرر المستثمر تجنب خطر الصرف فهو إما يحصل على علاوة على الصرف إذا كانت العملة الوطنية ضعيفة مقارنة بالعملة الأجنبية، و إما يتحمل خسارة على سعر الصرف الجاري في حالة قوة العملة الوطنية.

من هذا المنطلق، ظهرت مجموعة من النظريات يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أصناف<sup>3</sup>:

1.2.2. نظرية التغطية الكاملة لسعر الصرف؛

2.2.2. نظرية التغطية الجزئية لسعر الصرف؛

3.2.2. نظرية عدم التغطية.

<sup>1</sup> Soufi MENOVAR., *gestion de portefeuille*, ED. Office de Publication Universitaire, 2003, pp. 75-76

<sup>2</sup> B. JACQUILLAT & B. SOLNIK., op. cit., PP. 75-76

<sup>2</sup> Ibid. p. 76

<sup>3</sup> Stéphanie DESROSIERS et autres., Op. Cit. p. 512-513

يعتبر بيرولد PEROLD و شولمان SCHULMAN (1988) أول من اقترح تغطية كاملة للاستثمارات الأجنبية و التي تخفض الخطر بشكل محسوس إلى تكلفة جد ضعيفة.

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

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

كما استنتج كل من "كلان" "GLEN" و "جوريون" "JORION" (1993) و كذلك "جوريون" (1994) بأن الإستراتيجية التي تعتمد المزج بين قراري التوزيع النشط للوضعيات في الأسواق البورصية و العملات (وفق التعظيم المقترن  $L'$  optimisation conjointe) أحسن بوضوح من تلك التي لا تراعي الترابط الداخلي  $l'$  interdépendance بين معدلات العائد في الأسواق البورصية و العملات.

### المطلب الثالث: التنوع القطاعي لمحفظة مالية دولية

تسلك القطاعات الاقتصادية سلوكاً متشابهاً تجاه نفس الأحداث مع بعض التباين من دولة لأخرى، وهذا التباين يأخذ في التناقص شيئاً فشيئاً مع تزايد مظاهر العولمة الاقتصادية و المالية. و ذلك ما سمح بوضع تصنيف دولي للقطاعات الاقتصادية.

أوضح كل من جون بيير بردوت، دانيال قويو و جاك ليونارد<sup>1</sup> (2004)، في مجموعة من الدراسات أجريت على الأسواق و القطاعات الأوروبية، مؤكداً نتائج النظريات السابقة و المشيرة إلى تزايد معنوية التنوع القطاعي للمحافظ المالية الدولية في أوروبا خاصة.

نتناول في هذا المطلب باختصار نتائج هذه الدراسات ذات البعد الدولي و التي من شأنها أن تساعدنا في انتقاء أحسن للأصول المكونة للمحفظة المالية، أو اختيار لعينة الأوراق المالية الممثلة لسوق أو نطاق جغرافي معين . يقوم التنوع القطاعي على أساس اختلاف سلوك كل قطاع تجاه الظروف، فنشوب حرب مثلاً ويؤثر سلبيًا على أغلب القطاعات في منطقة الحرب بينما يؤثر بصفة معاكسة على قطاع الصناعات العسكرية القريبة من المنطقة، ويمكن أن نميز عدة طرق لدراسة هذه الاختلافات الهيكلية بين القطاعات الاقتصادية كنسبة مشاركة القطاع في الناتج الداخلي الخام P.I.B، مدى تزامن القطاع مع الدورة الاقتصادية و كذلك حساسية مؤشر القطاع للمؤشر العام للسوق... الخ.

نتطرق فيما يلي لعاملين هما<sup>2</sup>:

1. تزامن القطاعات مع الدورة الاقتصادية.

2. حساسية القطاعات للتقلبات في السوق المالية.

### 1. مدى تزامن القطاعات مع الدورة الاقتصادية:

توصلت دراسات قويو، ليونارد و بيريودت على الأسواق المالية و القطاعات الأوروبية بأنه من خلال هذا المعيار نقسم القطاعات الاقتصادية إلى قطاعات متقدمة وأخرى متأخرة على الدورة الاقتصادية، بحيث لا يوجد قطاع متزامن كلياً مع الدورة الاقتصادية، وقد قُسمت القطاعات الاقتصادية المدروسة إثر هذه الدراسة إلى أربع مجموعات:

1.1. قطاعات متقدمة جداً بانحراف يقدر بأربعة إلى ستة أشهر؛

<sup>1</sup>Professeurs à l'Université de Poitiers, Faculté de Science Economiques

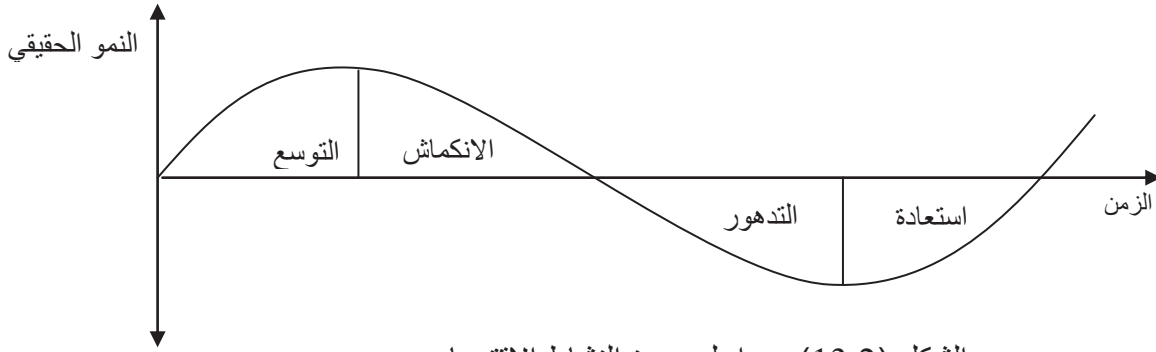
<sup>2</sup> Jean pierre BERDOT & autres (2005)., les fondements de la rotation sectorielle des portefeuilles, Revue D'économie Financière, n° 61 : <http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2001.06.pdf>, p. 2

2.1. قطاعات متقدمة بانحراف يقدر بشهر إلى ثلاثة أشهر؛

3.1. قطاعات متأخرة بانحراف يقدر بشهر إلى ثلاثة أشهر؛

4.1. قطاعات متأخرة جدا بانحراف يقدر بأربعة إلى ستة أشهر.

الشكل (13.2): مراحل دورة النشاط الاقتصادي



الشكل (13.2): مراحل دورة النشاط الاقتصادي

Source : Jean pierre BERDOT & autres (2005)., les fondements de la rotation sectorielle des portefeuilles, Revue D'économie Financière, n° 61. p. 4 : <http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2001.06.pdf>, p. 2

ويقصد بالتقدم والتأخر عن دورة النشاط الاقتصادي؛ انحراف الدورة القطاعية أي دورة قطاع معين عن الدورة الاقتصادية العامة.

حيث وجد بأن قطاعي سلع التجهيز يمثل أكبر تقدما على الدورة العامة للنشاط، كما نجد قطاع المواد الاستهلاكية غير الدورية تمثل التأخر الأكبر.

## 2. حساسية القطاعات للتقلبات في السوق المالية<sup>1</sup>:

ميز بيجودوت، قويو و ليونارد حسب معيار حساسية القطاعات للتقلبات في السوق المالية بين ثلاث مجموعات من القطاعات:

قطاعات دفاعية ( $\beta < 1$ )؛

2.2. قطاعات محايدة ( $\beta = 1$ )؛

<sup>1</sup> Ibid., P. 7

3.2. قطاعات هجومية ( $\beta > 1$ ).

يمثل معامل بيتا في هذه الحالة معامل الحساسية القطاعي، ويحمل نفس التفسير بالنسبة لمعامل بيتا لورقة مالية مع استبدال الورقة بقطاع أو مؤشر قطاع، بمعنى آخر، هو المؤشر المميز لسلوك قطاع تجاه السوق في مجمله.

إذا كانت بيتا أكبر من الوحدة فهذا يعني أن مؤشر القطاع يتغير بنسبة أكبر من التغير الحاصل في السوق. إذا كان معامل بيتا القطاعي يساوي الوحدة هذا يعني أن القطاع يسلك نفس سلوك السوق أي إذا زاد مؤشر السوق بنقطة واحدة يزيد مؤشر القطاع كذلك بنقطة واحدة.

إذا كان معامل بيتا القطاعي أقل من الوحدة فإن القطاع يتغير بنسبة أقل من تغير مؤشر السوق، مثلاً:

$\beta = 0.5$  يعني أن التغير الحاصل في المؤشر القطاعي يكون نصف التغير في مؤشر السوق.

يبين الملحق (02) النتائج المتوصل إليها من خلال دراسة معنوية لمعامل بيتا القطاعي بالنسبة للوحدة

( $\beta = 1$ ) على معطيات شهرية لمختلف القطاعات في الاقتصاد الفرنسي.

**خاتمة الفصل:**

سمح لنا هذا الفصل بتعيين المفاهيم الأكثر استخداماً للتعبير عن مراحل أو عناصر تسيير المحافظ المالية بحيث نجد:

- التنويع: يعني ضمان حد معين من الاختلاف في المحفظة دون تخصيص الأنواع المستثمر فيها؛

- التخصيص: تعيين شكل الأصول التي يفضل المستثمر المالي اقتناءها من أسهم و أصول مشتقة منها،

سندات أو أصول مشتقة منها أو أصول أخرى غير ذلك، كما يشمل تعيين موطن هذه القيم (محلية أو أجنبية).

- الاختيار: اختيار الأصل أو الأصول مع تحديد الأحجام النسبية لها في المحفظة.
  - التنفيذ: وتمثل في تجسيد عملية التسيير مع تدقيق أكبر فيما يخص تحديد تردد فترات القياس والمعاملات، حجم المعاملات (الكميات)، ودراسة إمكانية استخدام المنتجات المشتقة في تسيير الأخطار.
  - التحليل: دراسة خصائص محفظة محددة مسبقا.
  - تقييم أداء المحفظة: وهي مرحلة قد يقوم بها مسير المحفظة لتقييم تسييره أو يقوم بها محلل آخر لتقييم مسير المحفظة وتتمحور حول نقطتين أساسيتين هما: نجاعة المسير في الاختيار وكذا مواقنة السوق market timing أي متابعة الأحداث والفرص ثانية بثانية.
- كما اتضح وجود عاملين أساسيين يحكمان تسيير المحافظ المالية الدولية وهما:
- 1 - إستراتيجية الترحيح؛ نشطة أو غير نشطة؛
  - 2 - إستراتيجية التعامل مع خطر الصرف بتغطية كلية أو جزئية، أو عدم التغطية.
- يبقى طرح مشكلة تسيير المحفظة المالية في أسواق ناشئة émergente أو قبل الناشئة pré-émergente مثل الأسواق المالية المغربية، يستوجب إجراء دراسة خاصة للبيئة المالية وللبورصة خصوصا لتحديد ظروف تسيير المحفظة المالية (خاصة الدولية منها)، وتغطية نقص المعطيات الناتج عن حداثة البورصة والتسعير في هذه الدول.

### الفصل الثالث

ظروف تسيير محفظة أسهم مسعرة في  
بورصتي الجزائر و الدار البيضاء

## مقدمة الفصل:

شهدت البيئتين الماليتين الجزائرية والمغربية خلال سنوات التسعينات من القرن الماضي إصلاحات عميقة أدت في الجزائر إلى ظهور بورصة القيم المنقولة (بمفهومها الحديث) وبداية التسعير بها في نفس العشرية.

كما أدت الإصلاحات في المغرب إلى تحريك بورصة الدار البيضاء و إعطائها الخصائص الحديثة لبورصة القيم المنقولة فبالرغم من أن هذه البورصة قد تم إنشاؤها منذ سنة 1929 « فلم يكن في المغرب جهاز مالي ذاتي التنظيم *à auto réglementation* إلا أن ظهور سوق مالية مغربية لم يكن سوى سنة 1993... »<sup>1</sup>.

ونظرا لحدثة البورصتين وطبيعة التسعير بهما فهما تصنفان ضمن البورصات قبل الناشئة *pré-émergentes*<sup>2</sup>، وهذا ما يخلق بالطبع بعض الصعوبات و الخصائص الناتجة عن الظروف السابقة الذكر فيما يخص تسيير القيم ومحافظة القيم المنقولة ويمكن تصنيف هذه الخصائص إلى:

- خصائص تنظيمية؛

- وخصائص تقنية.

باختصار فإننا نسعى من خلال هذا الفصل للإجابة على السؤالين التاليين:

1 - ما هي ظروف التنظيم و التسعير في بورصتي الجزائر و الدر البيضاء ؟

2 - ما مدى معنوية التنوع الدولي بين البورصتين من المنظور التقني و الاقتصادي ؟

بحيث سنركز على الخصائص التنظيمية من خلال تحليل النظام المالي للبلدين والظروف التنظيمية للبورصتين بشكل خاص، ثم نقوم بمعالجة بعض الخصائص التقنية بمفهوم المرودية والمخاطرة من خلال معالجة السلاسل التاريخية للأسعار الأسبوعية لعينة مكونة من المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر إضافة إلى عينة من المؤسسات الأكثر تسعيرا في بورصة الدار البيضاء بالمغرب للفترة 2000-2003، مع مراعاة درجة تعبير السلاسل التاريخية للأسعار عن واقع البورصة والمؤسسات المعنية، كذا تحليل أداء البورصتين في الفترة الممتدة بين سنتي 2000 و 2004.

## المبحث الأول: ظروف التنظيم و التسعير في بورصة الدار البيضاء

<sup>1</sup> Forum EMEA (mardi 30 novembre 2004- Casablanca, MAROC), Atos EURONEXT

[http://www.atoseuronext.net/evenment/EMEA/Documentations/FR\\_ForumEMEA-Synth%C3%A8ses.pdf](http://www.atoseuronext.net/evenment/EMEA/Documentations/FR_ForumEMEA-Synth%C3%A8ses.pdf). P. 15

<sup>2</sup> ABDELHAMID EL BOUHADI (professeur assistant de finance à l'université de Marrakech, MAROC ), *volatilité conditionnelle des valeurs les plus actives de la bourse de CASABLANCA*

<http://econwpa.wustl.edu:8089/eps/fin/papers/0305/0305007.pdf>. p. 1



شرعت الحكومة المغربية خلال سنوات التسعينيات من القرن الماضي، بدعم من البنك العالمي، في ترقية النظام المالي المغربي و ذلك من خلال سلسلة من العمليات التي تغطي القطاع البنكي، أسواق رأس المال وآليات الادخار المؤسساتي كصناديق التقاعد و شركات التأمين.

نههدف من خلال هذا المبحث إلى تحليل شامل للنظام المالي و تعيين العوامل المتحكمة في الاستثمار المالي في هذا النظام مرورا بالإصلاحات الجارية ما بين سنتي 1990 و 1998، فتقيم أداء النظام المالي المغربي مع تفصيل مكونات هذا النظام ثم نطرق في المطلب الثالث لبورصة الدار البيضاء، وخصائصها التنظيمية و مميزات التسعير في هذه البورصة.

## المطلب الأول: لمحة حول النظام المالي المغربي

### 1. إصلاحات النظام المالي ما بين سنتي 1990 و 1998<sup>1</sup>

عرف القطاع المالي المغربي في بداية سنوات التسعينيات من القرن الماضي، فترة تحرير تميزت بإصلاحات استندت إلى مجموعة م ن المبادرات للبنك العالمي. اتجهت هذه الإصلاحات إلى القطاعي البنكي ( 1991-1995)، تطوير سوق رؤوس الأموال و متابعة تحرير النظام المالي ( 1996). إضافة إلى توجه جهود الإصلاحات إلى أجهز الادخار المؤسساتية (تأمين و تقاعد) في إطار عملية قرض متعاقد عليه مع البنك العالمي سنة 1998.

نجد من أبرز الإصلاحات خلال هذه الفترة:

- إلغاء تأطير encadrement القرض (الائتمان) ؛
- تحرير معدلات الفائدة؛
- إصلاح الإطار التشريعي لنشاط مؤسسات الائتمان باعتماد قانون بنكي جديد سنة 1993؛
- الإلغاء التدريجي للاستخدامات الإجبارية و تدعيم التنظيم العقلاني prudentielle تبعا للمقاييس الدولية؛
- إدخال مجموعة من المقاييس لترقية سوق رأس المال نذكر منها:
- توسيع سوق المناقصات على أدونات الخزانة للمستثمرين المؤسساتيين ؛
- وضع إطار قانوني و تنظيمي لإدارة عمليات البورصة و الصناديق الجماعية للتوظيف FCP؛
- اعتماد قانون لسندات الحقوق القابلة للتفاوض TCN؛

<sup>1</sup> Document de la banque mondiale. Royaume du Maroc : note de stratégie du secteur financier, septembre 2000. pp. 6-8

تدعمت بفضل هذه الإصلاحات لقطاع المالية قواعد السوق و بالتالي نتج عن ذلك تكثيف عمليات الوساطة المالية. رغم ذلك فإن هذا التقدم المحقق في القطاع المالي يبقى أقل مما هو محقق في بعض الدول الأخرى على غرار مصر و الأردن اللتين حققتا على الترتيب معدلات 68% و 86% من الناتج الداخلي الخام سنة 1998. إضافة إلى ذلك بعد تأثير هذا التطور على القطاع الحقيقي بشكل معنوي.

## 2. تقييم أداء النظام المالي المغربي<sup>1</sup>:

### 1.2. القطاع البنكي:

تمثل انتمانات و أصول البنوك على الترتيب 48% و 86% من الناتج الداخلي الخام في نهاية سنة 1998 إضافة إلى ذلك، تراقب البنوك 80% من مؤسسات الائتمان الإيجاري، تسيير 70% من أصول الصناديق الجماعية للتوظيف FCP وتملك 30% من رسملة بورصة الدار البيضاء.

تطورت الوساطة المالية للبنوك المغربية مقارنة بحجم الاقتصاد ولكن بوتيرة لا تهدد التوازنات المالية للبنوك التجارية، بالمقابل فإن درجة تغلغل سوق الخدمات البنكية في الاقتصاد وحجم الادخار المحرك عبر النظام البنكي يشيران إلى نمو بطيء. كما سجل النشاط البنكي تحررا تدريجيا، خاصة عن طريق الإلغاء التام للاستخدامات الإلزامية للبنوك التي بلغت 46% من الأصول البنكية سنة 1991، أرفق هذا التحرير بتنظيم جديد تبعا للمقاييس الدولية التي امتدت إلى مؤسسات الائتمان الأخرى كمؤسسات التمويل الموجهة للائتمان والائتمان الإيجاري. فاستحقاقات القروض الموجهة من طرف مؤسسات التمويل بلغت 12% من الإئتمانات البنكي.

ارتفعت الإئتمانات الموجهة للقطاع الخاص بشكل محسوس من 25% إلى 48% من الناتج الداخلي الخام ما بين سنتي 1993 و 1998، وذلك بالتوازي مع انخفاض حصة الدولة في عدد من البنوك و التي كانت تمثل سنة 2000 نسبة 30% من إجمالي الأصول البنكية. رغم ذلك تمثل تمويلات الخزينة من أصول البنوك التجارية 23% من إجمالي هذه الأصول حيث تستمر الخزينة في امتصاص جزء هام من الاستخدامات البنكية على المديين المتوسط والطويل. كذلك فإن إلغاء المحفظة الإلزامية لم تؤدي إلى إعادة نشر الإئتمانات المتوسطة والطويلة المدى للقطاع الخاص في ظرف تبقى فيه ائتمانات الاستثمار نادرة نسبيا، ويمثل فيه الطلب الكبير على قرض السكن الفرصة الأكبر لنمو السوق البنكي.

عرفت الوضعية المالية للبنوك التجارية تحسنا مستمرا بين سنتي 1993 و 2000. وتشكل البنوك المتخصصة القسم الأقل أداء في النظام البنكي حيث تمثل 50% من إجمالي الحقوق المتنازع عليها en souffrance، ولم تتجح في التطور بنفس وتيرة القطاع في مجمله من ناحية الربحية و نوعية الأصول.

<sup>1</sup> Ibid. p. 16

ولد الانخفاض العام لمعدلات الفائدة في الفترة ما بين سنتي 1993 و 2000، أرباحاً أقل من تلك المحققة بالفعل خلال هذه الفترة. رغم ذلك، تمكنت البنوك المغربية من الاحتياط من انخفاض المعدلات بوضع هوامش مرتفعة نسبياً على الإئتمانات، بناء على أنها لا تعكس انخفاض تكلفة الموارد بنفس النسب. كما تم تقليص خطر الصرف بالنسبة للبنوك و أصبحت المعاملات بالعملة الصعبة على السوق الداخلية مراقبة بشكل عقلائي. رغم ذلك، لم تطبق قوانين مراقبة خطر الصرف على أساس تجميع الحسابات La consolidation أي بدون مراعاة خطر الصرف بالنسبة للفروع الأجنبية للبنوك المغربية. تحتفظ البنوك التجارية باحتياطات إجبارية هامة تقدر بـ 10% من الإيداعات وذلك بهدف تغطية الأرصدة المدينة المحتملة الناتجة عن تسوية المقاصة ما بين البنوك في البنك المركزي، مما يجعل أخطار نظام المدفوعات ضعيفة، علماً أن 40% من الشيكات تعتبر موضوع مقاصة بين البنوك Intra bancaires.

## 2.2. قيم الخزينة:

يعد توظيف قيم جديدة للخزينة بهدف تغطية احتياجات التمويل بالنسبة للدولة و تخفيض تكاليف القروض، أحد الاهتمامات الأساسية في سياسة تسيير الدين الداخلي المغربي. فعلى العكس من الأسواق الأكثر تطوراً، فإن القسم الأصغر من سوق قيم الخزينة في المغرب كان للسندات القصيرة المدى رغم الانخفاض العام لمعدلات الفائدة منذ سنة 1993 و هذا ما يمكن تفسيره بصعوبة إيجاد الخزينة لمستثمرين على المدى القصير. إضافة إلى ارتفاع تكلفة السندات ذات الاستحقاق الطويل، لذلك توجهت إستراتيجية الخزينة إلى تدنئة التكاليف كأحد الأهداف الرئيسية لها، حيث مثلت الإصدارات على المدى القصير سنة 1997 نسبة 27% من الاكتتابات و ارتفعت لتصل نسبة 38% سنة 1999.

## 3.2. سوق رؤوس الأموال :

لم تؤدي التغيرات في الظروف الاقتصادية الكلية إلى تطور ملحوظ في سوق رؤوس الأموال. بحيث ارتبط اتساع السوق البورصية أساساً بمبادرات الخصخصة، حتى و إن كانت الشروط التنظيمية هذه السوق متوفرة منذ سنة 1993، بحيث لم تكن هناك إلا القليل من الإصدارات من قبل مؤسسات خاصة غير مالية، باستثناء خمس عمليات في الفترة 1998/1999.

تم تخصيص هياكل تحتية حديثة للسوق البورصية زودت بمستودع مركزي للأوراق المالية

Dépositaire central، على غرار الأسواق الأكثر تقدماً فإن قواعد تنظيم السوق كانت موجهة بالدرجة الأولى لحماية المستثمر و التسيير الحكيم لعمليات سوق رؤوس الأموال.

يتعلق انخفاض وتيرة تطور سوق رؤوس الأموال بقلّة العرض أكثر من تعلقه بالطلب الذي كان يظهر على شكل تزايد كبير لأجهزة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ( organismes de placement commun des )

OPCVM (valeurs mobilières) والتي ولدت منذ اعتمادها سنة 1995، أصولا تقدر قيمتها بـ 38 مليار درهم في نهاية سنة 1999. وبسبب قلة إصدار أسهم جديدة وهو ما حد من تنوع المحافظ، فالتوظيفات في المحفظة كانت مشكلة أساسا من السندات و المحافظ المختلطة للسندات والأسهم. يتضمن الإطار التنظيمي لعمليات التوظيف الجماعي OPCVM عدة عناصر من التنظيم الحديث إلا أن القلق يبقى بشأن التقييم الدقيق للأصول، تطبيق مقاييس التدقيق Audit و مقاييس حماية المدخرين.

#### 4.2. سياسة الصرف<sup>1</sup>:

##### 1.4.2. مراقبة سوق مبادلات العملة :

أصبح الدرهم المغربي قابل للتحويل في كل التعاملات الجارية كما هو في المادة 8 لقانون لصندوق النقد الدولي، إضافة إلى ذلك، لا توجد أي قيود على بعض عمليات التحويل كإعادة رؤوس الأموال للوطن Rapatriement و أرباح رأس المال المحققة من طرف مستثمرين أجانب أو مقيمين أجانب بالمغرب، إلا أن تقييد عملية الصرف يظهر في منع البنوك من الاقتراض من الخارج من أجل عمليات الخزينة، وكذلك في عدم السماح للبنوك بتقديم قروض بالدرهم لغير المقيمين و التوظيف في الخارج بالعملة الصعبة المحصل عليها من خلال عمليات مبادلة العملة الصعبة بالعملة الصعبة.

##### 2.4.2. عمليات سوق الصرف:

أنشأت سوق الصرف في ماي 1996، و ينشط فيها مجموعة من الوسطاء المعتمدين (بنوك) رخص لهم القيام بعمليات الصرف مع البنك المركزي أو فيما بينهم ابتداء من 24 جانفي 1997، بحيث يتم تحديد سعر صرف الدرهم المغربي من قبل البنك المركزي مقابل سلة من العملات الصعبة و الممثلة للشركاء التجاريين الأساسيين للمغرب. يقوم البنك المركزي بتسعير الدرهم من خلال العملات الصعبة بهامش قدره 0.6%، ويمكن للبنوك شراء أو بيع العملات الصعبة للعملاء بأسعار اقل أو أعلى من تلك المحدد من قبل البنك المركزي مع إضافة عمولة قدرها 0.2 % لمكتب الصرف و هذه الأخيرة لا تطبق بين البنوك المغربية ولكن بين هذه البنوك و البنوك الأجنبية.

##### 3.4.2. خطر الصرف و قوانين الترشيح:

حدد خطر الصرف الإجمالي للبنوك قانونيا بنسبة 20 % من الأموال الخاصة الصافية، وهي نسبة أعلى من 8 % المقترحة من البنك العالمي، و قيد الخطر بالنسبة لكل عملة مفردة بـ 10 % من الأموال الخاصة الصافية، إلا أن قوانين ترشيح خطر الصرف للبنوك ليست مطبقة على أساس مجمع Consolidé ؛ أي لا تتضمن خطر الصرف لفروع البنوك المغربية الناشطة في الخارج.

<sup>1</sup> Ibid., pp. 80-81

بقى خطر الصرف بالنسبة للمقرضين الفرديين emprunteurs individuels للبنوك في المغرب ناتجا أساسا عن جهل هؤلاء بتقنيات تغطية سعر الصرف.

## المطلب الثاني: الإجراءات الجديدة لتحسين أداء النظام المالي

### 1. توصيات البنك العالمي<sup>1</sup>:

أوصى البنك العالمي باعتباره شريكا في تمويل الاقتصاد المغربي ببعض الإجراءات لتحسين أداء النظام المالي لهذا البلد نذكر منها :

#### 1.1. فيما يتعلق بالنظام البنكي:

##### 1.1.1. تخفيض تكاليف الوساطة المالية للبنوك مع المحافظة على الاستقرار المالي للبنوك من خلال:

- متابعة عملية تحديث نظام المدفوعات، و إدخال نظام إلكتروني للمقاصة و التسوية ما بين البنوك بهدف تخفيض آجال المقاصة؛

- التخفيض التدريجي للاحتياطات النقدية غير المؤجرة non rémunérées ؛

##### 2.1.1. تحسين المعلومة المالية من خلال:

- اعتماد مقاييس محاسبية جديدة تبعا للمبادئ المحاسبية الدولية، و اعتماد قوائم مالية مجمعة. مع إدخال قواعد و ضوابط واضحة لإلغاء الحقوق Radiation des créances، مرتكزة على مبادئ محاسبية سليمة كتلك الموصى بها من قبل بنك القوانين الدولية BRI (كالمخطط المحاسبي البنكي الصادر في جانفي 2000)؛

- مراجعة نسبة تنويع الأخطار مقارنة برأس مال البنك؛

- مراقبة مدى احترام القوانين على أساس مجمع consolidée سواء في العمليات الداخلية أو في التعاملات مع الخارج؛

- منع مساهمة البنك المركزي في البنوك التجارية المكلف بمراقبتها؛

- تزويد إدارة البنك المركزي بالموارد المادية و البشرية المطلوبة لتحديث أنظمة معلوماته و تقييم تقارير المراجعة ومدى تطابقها مع المقاييس المحاسبية الجديدة؛

- تعزيز متابعة خطر الصرف المرتبط بالقروض الخارجية للقطاع الخاص.

##### 3.1.1. تشجيع المنافسة على الائتمان البنكي و تحريك الادخار:

<sup>1</sup> Ibid., p. 8-11

- تحرير المعدلات المؤشرة *indexés*، لأن تحويل المعدل من ثابت إلى مؤشر لا يضمن الوصول إلى منافسة فعالة؛

- مراجعة معدلات العمولات و مجال تطبيقها، وهي محددة سنة 2000 بنسبة 0.2% من المعاملات بالعملة الصعبة بهدف تعزيز السوق الداخلي للمعاملات و الصرف و زيادة المنافسة في مجال التمويل بالعملة الصعبة؛

- تقليص النزاعات بين الجمعية البنكية GPBM و جمعية مؤسسات التمويل APSF كأعضاء في جمعية مؤسسات الائتمان فيما يتعلق بقبول و فحص طلبات الاعتماد وتحديدها من قبل المؤسسات البنكية أو مؤسسات التمويل.

## 2.1. سندات الخزينة:

### 1.2.1. متابعة تحديث سوق أذونات الخزانة من خلال:

- تحسين برمجة إصدار الأذونات و التزام الخزينة العمومية بعرض حد أدنى من السندات الحكومية وبآجال استحقاق مختلفة بالنسبة لكل مناقصة؛
- العمل على تخفيض الدين الداخلي للدولة و زيادة عرض أدوات تسيير السيولة، من خلال الرفع المحسوس لأذونات الخزانة على المدى القصير (لسنة أو اقل)؛
- مراجعة آلية المناقصة بهدف السماح بالتقاء أحسن بين العرض و الطلب على السندات موضوع المناقصة؛
- إصدار سندات مرجعية؛
- وضع تصور لآلية تنسيق تسمح للبنك المركزي بضمان مراقبة ملائمة للعمليات الجديدة للمستودع المركزي فيما يخص بالمقاصة و الاحتفاظ بالسندات الحكومية؛
- وضع معايير معينة لقواعد تحويل الملكية و تحديد سعر التنازل عن السندات الحكومية و شروط عملية الائتمان.

## 3.1. سوق رؤوس الأموال:

- 1.3.1. تحسين تنظيم الصناديق الجماعية للتوظيف FCP فيما يتعلق خاصة بالمسؤوليات الائتمانية، صلاحيات مسيري هذه الصناديق و تقييم الأصول؛
- 2.3.1. منح لجنة القيم Commission des Valeurs السلطة الكافية لتطبيق القواعد و المقاييس المتعلقة بحماية المدخرين؛

3.3.1. العمل على وضع نظام للتسوية الإجمالية بالوقت الحقيقي بالنسبة للأوراق ذات القيم الكبيرة كتمم لنظام المدفوعات، خاص لتسوية المعاملات على القيم المنقولة. و يستحسن احتفاظ البنك المركزي بحق مراقبة عمليات التسوية؛

4.3.1. دراسة التحفيزات الجبائية الموجهة لتشجيع دخول مؤسسات جديدة للبورصة و رفع نسب الأسهم المتداولة بالنسبة للمؤسسات المسعرة في البورصة.

## 2. الإجراءات المعتمدة من قبل السلطات المغربية لإصلاح نظامها المالي<sup>1</sup>:

تم اعتماد عدة إجراءات من قبل السلطات المغربية بهدف تحسين أداء النظام المالي و هي موافقة إلى حد بعيد لتوصيات البنك العالمي. فعلى مستوى القطاع البنكي، فإن مرسوما لوزارة المالية صادر سنة 1999 حدد شروط تأهيل البنوك للاتئمان الخاص بالسكن الاجتماعي و شروط الرهن gage hypothécaire. كما تم إلزام البنوك بإعداد قوائم مالية مجمعة consolidées. أخيرا شرع البنك المركزي و التجمع الاحترافي للبنوك GBP في مشروع لتحديث نظام المدفوعات.

وضعت وزارة المالية برنامجا خاصا لاستكمال الحركة الكبيرة تجاه تمييط standardisation سندات الخزنة و دخول مفاوضين متخصصين في قيم الخزنة trésor. ويمس هذا البرنامج خاصة عمليات المناقصة، تجميع القيم المتداولة و عمليات السوق الثانوية. كما يكرس لجوء الخزينة للسندات قصيرة الأجل. باختصار فإن الإجراءات المتخذة و جهت لمعالجة النقائص المعروضة سابقا و بالتالي فهي تساهم في تحسين محسوس لفعالية السوق و كذلك لترشيد تسيير الدين الداخلي للحكومة.

فيما يتعلق بسوق رؤوس الأموال، فيتم إعداد مشروع قانون لتسيير المحافظ لحساب الشركاء، وهو موجه لتأسيس شروط عملية لنشاط مسيري المحفظة مع الاهتمام باستقلالية المسيرين و تحسين ظروف حماية المستثمرين. و تم في نفس السياق تعديل دفتر شروط المؤسسة المسيرة لبورصة الدار البيضاء. فمن خلال إعادة تهيئة المجالس تم تخفيض حواجز الدخول الناتجة عن إلزام مؤسسات البورصة بالمساهمة بحصة معينة في بورصة الدار البيضاء. رغم ذلك، أرفق هذا التعديل بتأطير النتائج الصادرة عن البورصة، التي خفضت بشكل محسوس من استقلالية تسيير مؤسسة البورصة SBVC.

## المطلب الثالث: بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة

### 1. مرهل تطور بورصة الدار البيضاء بين سنتي (1929-1998):<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Ibid., pp.11-12

<sup>2</sup> <http://www.casablanca-bourse.com> (histoire de la bourse)

**1.1. تطور بورصة الدار البيضاء في الفترة (1929-1993)**

نستعرض فيما يلي مختلف المراحل التي مرت بها بورصة الدار البيضاء منذ إنشائها سنة 1929، فقد عرفت هذه البورصة عددا من الإصلاحات كان أولها سنة 1948، حيث منحت البورصة الشخصية المعنوية، ثم تلاه إصلاح سنة 1967 الذي سمح بإعادة تنظيم البورصة قانونيا و تقنيا و تعريفها كمؤسسة عمومية.

**2.1. مرحلة ما بعد 1993:**

عرفت بورصة الدار البيضاء بعد سنة 1993 مرحلة أخرى، وذلك بعد إصدار مجموعة من نصوص القوانين تتضمن إصلاح السوق المالية و إنشاء الأطر القانونية و التقنية الضرورية لانطلاقها. و نلخص مختلف المراحل التي مرت بها البورصة في الفترة الممتدة 1993 و 1998 تبعا لتسلسلها الزمني كما يلي:

**1.2.1. سنة 1993:**

تم إصدار ثلاث نصوص قوانين تخص السوق المالية و هي:

القانون رقم 1-93-211 المتعلق بالبورصة ؛ القانون رقم 1-93-212 المتعلق بالمجلس الديونولوجي (الأدبي) و المعلومات المطلوب تقديمها من طرف القائمين بدعوة عمومية للادخار و القانون رقم 1-93-213 المتعلق بأجهزة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM).

**2.2.1. سنة 1994:**

تم في شهر جويلية 1994 إنشاء المجلس الديونولوجي للقيم المنقولة، كما تم اعتماد اثنا عشر مؤسسة للبورصة في شهر أكتوبر من نفس السنة.

**3.2.1. سنة 1995:**

أنشأ في فيفري 1995 الجمعية الاحترافية لمؤسسات البورصة " APSB " وفي أوت من نفس السنة أنشأت مؤسسة بورصة القيم للدار البيضاء " SBVC " وتم إمضاء دفتر الشروط. وفي شهر نوفمبر 1995 تم إنشاء أجهزة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM).

**4.2.1. سنة 1996:**



تم في شهر ماي من هذه السنة إمضاء بروتوكول تعاون بين مهنيي بورصتي الدار البيضاء و باريس. وفي شهر سبتمبر 1996، أُدرجت بورصة الدار البيضاء في مؤشر الدول الصاعدة émergents للمؤسسة المالية الدولية "SFI"، مع ترجيح بنسبة 0.75%. تم في شهر ديسمبر من نفس السنة، تعديل و إتمام قانون 1993 بالقانون رقم 35-96 المؤسس للمستودع المركزي ماروكليير Dépositaire central Maroclear (و سيأتي الحديث عنه في الجزء المخصص بالهيئات المتدخلة في البورصة).

### 5.2.1. سنة 1997:

بدأ في 4 مارس 1997 العمل بنظام التسعير الإلكتروني (بالنسبة لأربع قيم)، وفي 25 مارس تم تدشين المقر الجديد للبورصة. كما تم في شهر جوان من نفس السنة إنشاء الرسم شبه الجبائي على المعاملات البورصية لفائدة المجلس الديونوتولوجي للقيم المنقولة ( 0.04% للأسهم و 0.02% للسندات). أُدرجت بورصة الدار البيضاء في نوفمبر 1997 في مؤشر "investable" للبلدان الصاعدة للمؤسسة المالية الصناعية بترجيح نسبته 0.91%.

### 6.2.1. سنة 1998:

في 16 مارس 1998 انخفض معدل العمولة بالنسبة للأسهم بنسبة 40% (أي من 0.39% إلى 0.24%)، كما تم في جوان من نفس السنة تعميم التسعير الإلكتروني لجميع قيم دائرة الأسهم وفي شهر أوت أعلن في الكشف الرسمي عن النظام العام لماروكليير Maroclear و مؤسسة تسيير بورصة القيم المنقولة. حيث انطلق ماروكليير (المستودع المركزي) في العمل في 19 أكتوبر 1998، وفي 2 نوفمبر 1998 تأسس السوق المركزي و سوق الجملة لتعويض السوق الرسمية و نظام التنازلات المباشرة على الترتيب. كما انخفض في 14 ديسمبر 1998 معدل العمولة على المعاملات (من 0.24% إلى 0.14% بالنسبة للأسهم، و تم تأسيس عمولة جزافية تتراوح ما بين 0 و 350 درهم بالنسبة للسندات).

## 2. المتدخلون الأساسيون في بورصة الدار البيضاء<sup>1</sup>:

حددت إصلاحات سنة 1993 المعدلة و المتممة سنة 1996 خمس متدخلين في البورصة:

1.2. المؤسسة المسيرة : مؤسسة بورصة القيم للدار البيضاء؛

2.2. مؤسسات البورصة: معتمدة من قبل وزارة المالية وهي تحتكر عمليات التفاوض في البورصة؛

3.2. أجهزة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM) : لتوجيه الادخار للسوق ؛

4.2. المجلس الديونوتولوجي déontologique للقيم المنقولة (CDVM) كسلطة مراقبة ؛

<sup>1</sup> Ibid., (intervenants)

## 5.2. الجمعية المهنية لمؤسسات البورصة.

**1.2. المؤسسة المسيرة (la société gestionnaire):** هي مؤسسة مساهمة تملك فيها مؤسسات البورصة حصصا متساوية و مهمتها الأساسية هي تسيير و تطوير بورصة الدار البيضاء.

**2.2. مؤسسات البورصة:** بلغ عددها 14 مؤسسة سنة 2004، وتهدف علاوة على التفاوض في البورصة إلى:

- الحفاظ على الأوراق المالية؛

- توظيف الأوراق المالية الصادرة عن أشخاص حقيقيين؛

- تسيير المحافظ المالية بموجب تفويض يحصلون عليه من قبل أصحابها؛

- تقديم النصائح للعملاء

**3.2. أجهزة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM) :**

أنشأت سنة 1995، وهي تلعب دورا فعالا في تطوير السوق و يمكن توضيح هذا الدور من خلال بعض الأرقام :

- سنة 1995 : تم الإعلان عن أول جهاز للتوظيف الجماعي للقيمة المنقولة بقيمة تأسيسية قدرت بـ 500 مليار درهم ؛

- سنة 1996: قدر إجمالي الأصول المسيرة من قبل 20 جهازا للتوظيف الجماعي بـ 2.7 مليار درهم ؛

- سنة 1997 : تجاوز عدد أجهزة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة 40 جهازا، وفاق الأصل المسير ثلاثة أضعاف ما كان عليه سنة 1996 أي أكثر من عشرة ملايين درهم ؛

- سنة 1998 : بلغ عدد الأجهزة 64 و قيمة الأصل المسير 25 مليار درهم ؛

- سنة 1999: بلغ عدد أجهزة التوظيف 125 وبلغت قيمة الأصل الذي تسييره 45.5 مليار درهم؛

نتج هذا التنامي المستمر أساسا عما يلي :

- الأداء الجيد المستمر للسوق منذ سنة 1995؛

- الاهتمام المتزايد للمدخرين و المؤسسات المستثمرة؛

- انخفاض معدلات الفائدة.

**4.2. المجلس الديونتولوجي (déontologique) للقيم المنقولة (CDVM) :** أنشأ في جويلية 1994، وهو

مؤسسة عمومية ذات شخصية معنوية و استقلالية مالية. تتمثل مهمتها الأساسية في العمل على ضمان السير

الحسن، الشفافية، النزاهة و استمرارية سوق القيم المنقولة. كما يكلف بحماية المدخرين و يترأس مجلس إدارته وزير المالية ويتألف هذا المجلس من : وزير العدل، محافظ بنك المغرب أو ممثليه، إضافة إلى ثلاث شخصيات مؤهلة في الميدان المالي و الاقتصادي يعينها وزير المالية.

## 5.2. الجمعية الاحترافية (المهنية) لمؤسسات البورصة (APSB) :

وتضم مؤسسات البورصة ومهمتها العمل على احترام التشريعات من قبل الأعضاء، تمثيلهم و دراسة القضايا المتعلقة بالمهنة.

## المبحث الثاني: الظروف القانونية والتنظيمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة

نتناول في هذا المبحث الظروف القانونية والتنظيمية لبورصة الجزائر، انطلاق من عرض وتحليل الهيئات والسياسات الفاعلة في النظام المالي الجزائري؛ نقصد بها: البنك المركزي، و السياسة النقدية، خصائص النظام البنكي، سوق قيم الخزينة و سياسة الصرف. ثم نقوم بعدها بتحليل أدق لبورصة الجزائر نتطرق فيه لما يلي: تاريخ بورصة القيم المنقولة في الجزائر و إطارها القانوني، مؤسسات سوق القيم المنقولة والمتدخلون فيها. و الهدف من هذا التحليل هو إبراز الإطار التنظيمي لتسيير المحافظ المالية في بورصة الجزائر و المؤثرات المباشرة على هذا الإطار في البيئة المالية، فإجراء مقارنة بين أدائي البورصتين (الجزائر و الدار البيضاء).

## المطلب الأول: النظام المالي الجزائري

### 1. البنك المركزي والسياسة النقدية<sup>1</sup>:

#### 1.1. البنك المركزي:

يعرف البنك المركزي حسب الأمر 03-11 المؤرخ بـ 2003/08/26 الذي يعوض القانون 90/10 المؤرخ بـ 1990/04/14 كما يلي: " البنك المركزي المسمى بنك الجزائر ( BA )، وهو مؤسسة وطنية ذات شخصية معنوية و استقلالية مالية".

تظهر استقلالية البنك المركزي حسب قانون النقد و الائتمان 90/10 فيما يلي:

يترأس مديرية بنك الجزائر محافظ يساعده ثلاثة نواب محافظين يحددون بمرسوم رئاسي؛

يدير البنك المركزي مجلس إدارة مكون من المحافظ الذي يترأسه، و النواب الثلاثة له يضاف لهم ثلاث إدارات سامين مدعون بموجب مرسوم رئاسي.

<sup>1</sup>Ministère Délégué à la Participation et à la Promotion de l'Investissement « MDPPI » (octobre 2004)  
[http://193.194.78.233/pdf/economie/guide\\_invest.pdf](http://193.194.78.233/pdf/economie/guide_invest.pdf) (pp. 77-79)

يقوم بمراقبة البنك ثلاث مراقبين ناقلين Censeurs محددين بموجب مرسوم رئاسي.

يمثل مجلس النقد و الائتمان CMC السلطة النقدية الوحيدة، وهو مستقل عن السلطة التنفيذية بشكل كبير. ويتركب هذا المجلس من أعضاء مجلس بنك الجزائر و يترأسه المحافظ مضافا إليه شخصيتين مختارتين لكفاءتهما في المجال الاقتصادي و مدعويين وفقا لمرسوم رئاسي. و يمكن للمجلس أن يتدخل المذكور لتحديد جميع المقاييس التنظيمية للنشاط البنكي لاسيما:

- إصدار النقود؛
- منح القروض؛
- المقاييس المحاسبية؛
- تنظيم السوق النقدية؛
- تنظيم و مراقبة حركات رؤوس الأموال؛
- الترخيص بإنشاء البنوك و المؤسسات المالية و شروط اعتمادها، و كذلك إنشاء مكاتب تمثيل البنوك و المؤسسات المالية الأجنبية.

## 2.1. السياسة النقدية:

يعرف الأمر 03-11 المتعلق بالنقد و الائتمان في المادة 35 (الموافقة للمادة 55 من قانون 10-90) الإطار المؤسساتاتي للسياسة النقدية كما يلي:

" يتكفل بنك الجزائر بمهمة إنشاء و وضع الشروط الأنسب لتنمية سريعة للاقتصاد من خلال السياسة النقدية و الحرص على الاستقرار النقدي الداخلي و الخارجي".

يتكفل البنك المركزي في هذا الصدد بضبط الدورة النقدية، تسيير و مراقبة توزيع القروض، و العمل على التسيير الجيد للالتزامات المالية تجاه الخارج و ضبط سوق الصرف.

## 2. خصائص النظام البنكي<sup>1</sup>:

يتكون النظام البنكي الجزائري في 11 ديسمبر 2003 من:

- ستة بنوك عمومية: البنك الخارجي الجزائري (BEA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، بنك التنمية المحلية (BDL)، بنك الفلاحة و التنمية الريفية (ABDR)، الصندوق الوطني للتوفير و الادخار (CNEP). وتستحوذ هذه البنوك على 90% من الخدمات البنكية في الجزائر.

<sup>1</sup> ibid. pp. 82-83

- بنك تعاوني (Mutuelle): البنك الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA).

- خمسة عشر بنك برأس مال خاص منها:

- ثلاثة برأس مال جزائري: منها بنك MB، الشركة الجزائرية للبنك CAB، البنك المتوسطي العام (BGM)؛

- أحد عشر بنك برأس مال أجنبي كلياً أو أجنبي بالأغلبية: سيتي بنك الجزائر CBA، الشركة البنكية العربية-الجزائر ABC، الشركة العامة-الجزائر، بنك الريان الجزائري، البنك العربي PLC الجزائر، بي.أن.بي باريسباتس الجزائر PNB PARISBAS Aldjazair، تروست بنك-الجزائر، أكرو بنك-الجزائر، (The Housing Bank For Trade And Finance-ALGERIE) THBTf-Algerie، بنك الخليج GB-الجزائر.

- بنك برأس مال مشترك بين المجموعة السعودية دلح البركة/BADR. ستة مؤسسات مالية منها:

- ثلاثة برأس مال جزائري (المؤسسة الجزائرية لتأجير التجهيزات و المعدات " SAMEL-SPA"، مؤسسة إعادة التمويل الرهنى "SRH"، سوفانانس SOFINANCE).

- و ثلاثة برأس مال أجنبي بالأغلبية و هي: فينالاب FINALEP، البنك الجزائري الدولي "AIB"، المؤسسة العربية للإيجار "ALC"، و المؤسسة الأخيرة أجنبية بالنسبة الغالبة من رأس مالها، أما المؤسستين الأوليتي فهما جزائريتين.

### 3. سوق قيم الخزينة<sup>1</sup>:

تعتبر قيم الخزينة في الغالب القيم الأكثر أماناً أي الأضمن و بالتالي فهي تشكل منافساً حقيقياً للقيم المسعرة في البورصة خاصة في البيئات ذات المخاطرة العالية كما هو الحال في الجزائر.

أنشأت سوق قيم الخزينة سنة 1995. وكان يوجد قبل هذا التاريخ سندات الخزينة إلا أن قيمتها الصورية Facial لم تكن تعكس ظروف السوق، بينما كان التفاوض عليها نظرياً في غياب سوق منظمة. و اقتصر

<sup>1</sup> Ibid., pp. 83-84

التدخل في هذا السوق منذ فيفري 1998، على الاختصاصيين في قيم الخزينة (SVT)، و الذين يجب أن يكونوا معتمدين من قبل الخزينة، يبلغ عدد الاختصاصيين حاليا أحد عشر اختصاصيا:

سنة بنوك عمومية (CNEP, BDL, BEA, BADR, CPA, BNA)؛

لأربعة شركات عمومية (CNMA, CAAR, SAA, CAAT)؛

بنك خاص (CITIBANK).

تم في أكتوبر 1995، إنجاز أول مناقصة على أدونات الخزانة، وكانت هذه المناقصة موضوع تنافس بين اختصاصيي قيم الخزانة (SVT) لاكتتاب أدونات خزانة بأقل معدل ممكن لضمان تمويل أرخص للخزينة. بلغت الإصدارات سنة 1998 قيمة 27 مليار دج و 30 مليار دج سنة 1999. اقترحت الخزينة سندات قصيرة المدى، متوسطة المدى ثم طويلة المدى. كما بلغت التعاملات لحساب القطاع الخاص 4.4 مليار دينار جزائري، أي 45 % من إجمالي المعاملات سنة 1998.

#### 4. سياسة الصرف:

تؤثر سياسة الصرف في دولة ما على قرار المستثمر و المحلل لمحفظة الدولية بما في ذلك المحلل والمستثمر في المحفظة المالية مسعرة بعملة هذه الدولة، فلا يمكن لمسير المحفظة المالية أن يعدل إستراتيجية تسييره لخطر الصف في المحفظة إذا كانت هناك تقييدات لسعر الصرف من قبل الحكومات، كما يكون التحكم في خطر الصرف أقل إذا كانت تسعير العملة مرتبط بعملات أجنبية قد تكون عملات تسعير لقيم أخرى في نفس المحفظة.

كان سعر صرف الدينار إلى غاية سنة 1994 يحدد إداريا من خلال بنك الجزائر<sup>1</sup>، الاستناد إلى سلة مكونة من 14 عملة أجنبية تم وضعها سنة 1974 بعد انهيار نظام بريتون وودز.

تم سنة 1997، بعد سلسلة من الإجراءات الهادفة على تحرير الصرف، الترخيص لمكاتب الصرف إلا أنها لم تكن عملية دائما. ويكمن السبب الأساسي في ذلك في ضرورة احتكار بنك الجزائر لخبرات العاملة على استقرار سعر الصرف بهدف إرساء شروط نمو دائم و التحكم في أثر التضخم. و بالتالي يبقى البنك المركزي العارض الرئيسي للعملة الصعبة يبقى بإمكانه تطبيق سياسة تعويم مراقبة. بمعنى ترك سعر صرف الدينار ينخفض تدريجيا و باعتماد إلى غاية بلوغه قيمته الاقتصادية الحقيقية (القيمة التي تعكس مستوى التنمية و تنافسية الاقتصاد الوطني) و المحافظة على استقراره بعد ذلك. وقد نجح هذا الرهان بشكل كبير بما أنه قد تم إقرار سعر الصرف الحقيقي مقابل الدولار الأمريكي و الأورو.

<sup>1</sup> Ibid., pp. 80-81

و تتواصل حاليا الجهود العاملة على استقرار سعر صرف الدينار (السعر الفعلي حقيقي)، فقد فقدَ الدينار الجزائري 95 % من قيمته مقابل الدولار الأمريكي بين سنتي 1985 و 2002 (مرورا من 4 دج إلى 80 دج لدولار أمريكي واحد).

يمكن القول بأن سياسة الصرف بلغت هدفها بشكل كبير في دعم التوازنات الاقتصادية الكلية الضرورية للانتعاش وخاصة إرساء القابلية الدائمة لمبادلة الدينار و الذي انضمت الجزائر من أجله للمادة 8 من قانون صندوق النقد الدولي منذ سبتمبر 1997 و هذا سمح كذلك للمستثمرين الأجانب بالحصول على رؤية أحسن و ضمان تحويل نتائج استثماراتهم مع درجة جد عالية من التأكد. ليحصل المستثمر الأجنبي في محفظة مالية مكونة من قيم مسعرة بالدينار الجزائري على القدر الكافي من الحرية لاختيار سياسة سعر الصرف المناسبة له (تغطية جزئية أو كلية أو عدم التغطية)، بمعنى آخر، فإن سياسة الصرف الجزائرية توفر الحد الأدنى المطلوب من الحرية لتسيير المحفظة المالية الدولية، بل أنها تخفف من خطر الصرف بعملها الدائم على المحافظة على استقرار سعر الصرف من منطلق السعر الفعلي حقيقي.

### المطلب الثاني: بورصة الجزائر للقيم المنقولة<sup>1</sup>

#### 1. تاريخ بورصة الجزائر و إطارها القانوني

نشأت فكرة تأسيس بورصة الجزائر سنة 1990، كامتداد للإصلاحات الاقتصادية المشرعة سنة 1988؛ و المتمثلة في القوانين :

88-01 : المتعلق بتوجيه المؤسسات الاقتصادية EPE ؛

88-03 : إنشاء ثمان صناديق للمساهمة ؛

88-04 : وهو القانون المعدل و المتمم للأمر 59-75 المؤرخ في 26/09/1975 و المتضمن للقانون التجاري. أدخلت هذه القوانين تمييزا بين دور الدولة كمساهم و دورها كسلطة عمومية.

شهدت سنة 1990 إنشاء مؤسسة القيم المنقولة « SVM » ؛ وهي مؤسسة مساهمة رأس مالها 320.000.00 دج، قبل أن يصبح 9.320.000.00 دج سنة 1992 لتتحول إلى بورصة القيم المنقولة « BVM ». إلا أن هذه المؤسسة كانت تفتقر إلى قوانين خاصة إضافة إلى عدم توافق القانون التجاري مع قواعد اقتصاد السوق.

و نذكر من أهم التشريعات الخاصة بالمساهمة و بورصة القيم المنقولة و الموضوعة لتجاوز هذين العائقين :

<sup>1</sup> [http://www.unec.org/.../major\\_eca\\_websites/cmd/workShope/northafrican/presentation/bourse%20Algeriers%20Pres.ppt](http://www.unec.org/.../major_eca_websites/cmd/workShope/northafrican/presentation/bourse%20Algeriers%20Pres.ppt).

**1.1. المرسوم التنفيذي رقم 08-93 المؤرخ في 1993/04/25:** المعدل و المتمم للأمر رقم 50-75 المؤرخ في 1975/09/25 و المتضمن للقانون التجاري و الذي سمح بـ:

- إمكانية إنشاء شركات مساهمة بدعوة عمومية للادخار.

- تعيين القيم المنقولة التي يمكن للمؤسسات إصدارها.

**2.1. الأمر 27-96 المؤرخ في 1996/11/09:** المعدل و المتمم للأمر 59-75 المؤرخ في 1975/09/26 و المتضمن للقانون التجاري:

عرف هذا الأمر قواعد عمل مختلف المؤسسات التجارية.

**3.1. قام المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 1993/05/23 بـ:**

- تأسيس بورصة القيم المنقولة؛

- تعريف البورصة على أنها : « إطار و تنظيم و سير العمليات على القيم المنقولة الصادرة عن الدولة، الأشخاص المعنويين العموميين الآخرين و كذلك عن شركات المساهمة ».

تعريف الأجهزة المشكلة للبورصة :

. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة.

. مؤسسة تسيير بورصة القيم ( مؤسسة السوق ).

. وسطاء عمليات البورصة ( مؤسسات استثمار ).

**4.1. القانون 22-95 المؤرخ في 1995/08/26 :** المتعلق بخصخصة الشركات العمومية، المعدل و المتمم للأمر 12/97 المؤرخ في 1997/03/19 :

اعتمد هذا القانون اللجوء على البورصة كطريقة لخصخصة الشركات العمومية.

**5.1. القانون 25-95 المؤرخ في 1995/09/25:** المتعلق بتسيير رؤوس الأموال المسوقة marchands للدولة :

عرف هذا القانون القواعد الخاصة بتنظيم، تسيير و مراقبة الأموال العمومية التي تحوزها الدولة على شكل قيم منقولة.

**6.1. الأمر 08-96 المؤرخ في 1996/01/10:** المعلق بأجهزة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ( SICAV- OPCVM و FCP ) مع تحديد قواعد إنشاء و عمل هذه الأجهزة.



**7.1. الأمر 01-04 المؤرخ في 2001/08/20** المتعلق بتنظيم، تسيير و خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية و الذي يعمل على :

- . التعجيل بفتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية العمومية أمام الخواص الوطنيين و الأجانب ؛
- . توضيح الأدوار ؛
- . تخفيف و تبسيط إجراءات و دارات القرار.

**8.1. شرع القانون رقم 03-04 المؤرخ في 2004/02/17** ما يلي :

- . تكريس لجنة مراقبة و تسيير عمليات البورصة ذات الشخصية المعنوية و الاستقلالية المالية ؛
- . تدعيم السلطات التنظيمية، الرقابية و التحكيمية للجنة مراقبة و تسيير عمليات البورصة COSOB (commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse)؛
- . توسيع نشاط و سطاء عمليات البورصة IOB إلى مجالات أخرى كضمان نهاية حسنة للعمليات المالية و مجلس المستثمرين ؛
- . توسيع نشاط الوطاء إلى البنوك و المؤسسات المالية ؛

. إدخال مفهوم المودع *depositaire* كجهاز جديد في البورصة.

**2. التحفيزات الجبائية للاستثمار في البورصة :**

تعفى حسب قانون المالية لسنة 1999، الأسهم و الأوراق المالية المماثلة و السندات و القروض السندية المتفاوض عليها في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة، من الضريبة على الدخل الإجمالي ( IRG ) لمدة تقدر بخمس سنوات انطلاقا من دورة 1998.

تعفى حسب قانون المالية 2004 مداخل القيم المنقولة المسعرة في البورصة من الضريبة على الدخل الإجمالي IRG و من الضريبة على أرباح الشركات IBS لفترة قدرها خمس سنوات بدءا من سنة 2003.

كما عرف قانون بنك الجزائر رقم 04-2000 المؤرخ في 2004/04/02 شروط دخول و خروج رؤوس الأموال على شكل استثمارات في المحفظة لغير المقيمين إضافة إلى حرية تحويل العملة الصعبة لشراء القيم المنقولة المسعرة في البورصة، وكذا حرية تحويل المداخل (توزيعات أرباح الأسهم والفوائد) و نواتج التنازل في البورصة ؛ حيث تتم هذه العمليات بحرية عن طريق البنوك، المؤسسات المالية و الوطاء المعتمدين لصالح المستثمرين غير المقيمين.

## المطلب الثالث: المؤسسات و المتدخلون في سوق القيم المنقولة<sup>1</sup>

### 1. مؤسسات سوق القيم المنقولة:

#### 1.1. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة :

تتمثل هذه اللجنة في مؤسسة تتمتع بالاستقلالية الإدارية و المالية، مهمتها تنظيم و مراقبة سوق القيم المنقولة (ضمان شفافية سوق القيم المنقولة و حماية المستثمرين). و تتكون هذه اللجنة من رئيس دائم و ستة أعضاء غير دائمين.

### 2.1. مؤسسة تسيير بورصة القيم *société de gestion des bourse des valeurs mobilières* (SGBV):

كلفت هذه المؤسسة بتخصيص بورصة للاقتصاد الجزائري، تعكس مكانته و بعده الجهوي و الدولي، فمنذ إنشائها في تاريخ 1997/05/25 عملت المؤسسة على وضع القوانين العملية و التقنية اللازمة لإجراء المعاملات على القيم المنقولة بهدف :

- السماح بفتح رأس مال المؤسسات العمومية، وخاصة المنظمة على شكل شركات مساهمة *société par action (SPA)*؛

- وضع مقياس لأصول هذه المؤسسات ؛

- ضمان تمويل مباشر للاستثمار بالادخار الوطني العمومي.

تتشكل مؤسسة تسيير عمليات البورصة من الوسطاء في عمليات البورصة *intermédiaires des opérations de bourse (IOB)* الذين يحتكرون عمليات التفاوض على الأوراق المالية المقبولة في البورصة لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص.

فمؤسسة تسيير عمليات البورصة مكلفة بـ:

- تسهيل المعاملات بين الوسطاء : بوضع قواعد و مقاييس منظمة لعمليات الوساطة ؛ بوضع نظام للتحكيم و حل النزاعات ؛ وتوقيف أمر أو ممارسة في السوق.

<sup>1</sup> Hadjila KHELDOUN., *L'optimisation flou du portefeuille et ses contraintes d'application en ALGERIE*, mémoire de magistère en management, option : finance, école supérieur de commerce, 2002-2003. pp. 103-104

- ترقية تجارة الأوراق المالية، بتطوير السوق و كسب ثقة الجمهور، حيث تتكفل مؤسسة تسيير بورصة القيم بما يلي :

- التنظيم العملي لعمليات الدخول للبورصة و تسيير نظام التفاوض و التسعير؛
  - تنظيم عمليات المقاصة compensation للمعاملات على القيم المنقولة ؛
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة، ونشر كشف رسمي للتسعير (BOC) ؛
- نشير إلى أن مهام المؤسسة تمارس تحت مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

## 2. المتدخلون في البورصة :

يمكن تمييز ثلاثة أصناف من المتدخلين في البورصة :

### 1.2. وسطاء عمليات البورصة (IOB) :

- يتمتع وسطاء عمليات البورصة بالاحتكار المطلق لعمليات التفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة. ويتمثل الوسطاء في مؤسسات مساهمة أو أشخاص حقيقيين معتمدين من قبل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB)، فعلى الوسطاء تقديم ضمانات كافية من خلال :
- حيازة الحد الأدنى من رأس المال المحدد من طرف لجنة التنظيم و المراقبة ؛
  - الحيازة على تنظيم ووسائل تقنية ملائمة لنشاطها ؛
  - مستخدمون يتمتعون بالمؤهلات اللازمة.

يمكن للوسطاء كذلك ممارسة نشاطاتهم في تسيير المحفظة و التوظيف، و المؤسسات الخمسة المعتمدة من طرف الـ" COSOB " هي :

الراشد المالي : مشكلة من طرف البنوك BEA ، CNMA و CCR.

SOFICOP : مشكلة من طرف BNA ، BDL و SAA.

SOGIFI : مشكلة من طرف CPA ، CNEP و CAAT.

SPVMIBC : مشكلة من طرف BADR و CAAR.

UB BOURSE : مشكلة من طرف UNION BANK.

## 2.2. المصدرون:

المصدرون هم عارضو السندات و الأسهم في السوق، يمكن أن يكون المصدر، الدولة أو مؤسسات المساهمة، فبالنسبة لمؤسسات المساهمة فإن عددها قليل في بورصة الجزائر. وتنحصر هذه المؤسسات في ثلاث مؤسسات مساهمة :

1.2.2. مجمع الرياض سطيف المتخصص في تحويل الحبوب، إنتاج و توزيع المنتجات المشتقة، حيث قام هذا المجمع بإصدار سهم بقيمة إسمية مقدرة بـ 1000 دج للسهم.

2.2.2. مجمع صيدال المتخصص في إنتاج و توزيع المنتجات الصيدلانية ؛ قام هذا المجمع بإصدار مليوني سهم بقيمة إسمية تقدر بـ 250 دج للسهم.

3.2.2. فندق الأوراسي و هو مؤسسة متخصصة في ميدان الفنادق و السياحة، قام بإصدار 1.2 مليون سهم بقيمة إسمية تقدر بـ 250 دج للسهم.

تم دخول المؤسسات الثلاثة بخصخصة جزئية (20% من رأس المال).

كما أصدرت مؤسسة سوناطراك قرضا سنديا (الوحيد في السوق) لمدة خمس سنوات (من 1999/10/18 إلى 2002/11/06).

**3.2. المستثمرون :** يوجد عموما صنفين من المستثمرين؛ مستثمرون كبار : وهم المستثمرون المؤسساتيون كأجهزة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM، أجهزة التقاعد و مؤسسات التأمين، والتي تملك أموالا كبيرة للتوظيف. و مستثمرون صغار متمثلون في مواطنين ليست لهم قدرة كبيرة للدخار نظرا لضعف القدرة لشرائية.

**المبحث الثالث: تحليل محفظة مسعرة في بورصتي الجزائر و الدار البيضاء في ظل**

**فرضيات نظرية المتوسط - تباين**

نتناول من خلال هذا المبحث تحليلا قياسيا وماليا للظروف المحيطة بتسيير محفظة في بورصتي الجزائر والدار البيضاء بالمغرب وذلك بهدف التعرف على الخصائص التي من شأنها أن تميز تسيير محافظ القيم المالية المسعرة في هذا الإطار الجغرافي أي الإجابة على التساؤلات التالية:

- 1- ما مدى الدلالات الاقتصادية للمشاهدات المتاحة عبر البورصتين ؟
- 2- إلى أي مدى يمكن أن نستقي من للتنوع الدولي بين البورصتين ؟

### المطلب الأول: خصائص محفظة مكونة من عينة أسهم مسعرة في بورصتي الجزائر والدار

#### البيضاء

نتناول فيما يلي تطبيقا في تسيير المحافظ المالية تعرض فيه لدراسة بعض خصائص محفظة أسهم مكونة من أسهم المؤسسات الجزائرية المسعرة في إضافة إلى أسهم أربع مؤسسات مسعرة في بورصة الدار البيضاء وهي (ONA, BCE, SID, SNI) وهي من أكثر المؤسسات تسعيرا في بورصة الدار البيضاء في فترة الدراسة أي من 2000/02/14 إلى 2003/01/13، مع أخذ ترددات أسبوعية. ونهدف من خلال هذا التطبيق إلى التقرب أكثر من الواقع لإثبات ما تم الوصول إليه في الجانب النظري، بمعنى آخر، البرهنة على:

1. أثر التنوع في المحفظة المالية؛

2. أثر التدويل؛

3. أثر تغطية خطر الصرف.

و للوصول إلى هذا الهدف نمر بعدة مراحل نلخصها فيما يلي:

- تغطية المعطيات الناقصة بطريقة المتوسط مع اعتماد قيمة السهم في نهاية الأسبوع بالنسبة للمعطيات اليومية للأسهم المغربية ؛

- تحويل قيمة الأسهم المغربية إلى الدينار الجزائري باعتبار أن 1 درهم مغربي = 7,60 دج أي سعر صرف الدرهم بالدينار في تاريخ فترة الدراسة 2003/01/13 في حالة افتراض تغطية لخطر الصرف (الملحق 01)، ثم تحويل قيمة الأسهم المغربية إلى الدينار الجزائري بالسعر الجاري أو بالدينار المتغير في حالة افتراض عدم وجود تغطية لخطر الصرف ( الملحق 04)؛

- حساب معدلات المرودية للأسهم بدون توزيعات الأرباح ؛

- حساب الانحراف المعياري لمعدلات المرودية لكل سهم ؛

- حساب المرودية المتوقعة و الانحراف المعياري لمحفظة غير مرجحة للأسهم الجزائرية ؛

- حساب المردودية المتوقعة و الانحراف المعياري لمحفظة غير مرجحة للأسهم المغربية ؛
- حساب المردودية المتوقعة و الانحراف المعياري لمحفظة دولية غير مرجحة مكونة من الأسهم الجزائرية والمغربية المختارة في حالة تغطية خطر الصرف (تحويل بالدينار الثابت)؛
- حساب المردودية المتوقعة و الانحراف المعياري لمحفظة دولية غير مرجحة مكونة من الأسهم الجزائرية والمغربية المختارة في حالة عدم تغطية خطر الصرف (تحويل بالدينار المتغير).

### 1. أثر التنوع في المحافظ الوطنية:

الجدول رقم ( 1.3): الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية للمؤسسات ( رياض سطيف ، صيدال والأوراسي):

السهم	رياض سطيف	صيدال	الأوراسي	بعض المحافظ
المتوسط الحسابي لمعدلات المردودية	-0,0050	-0,0039	0,1010	من سهمين:
الانحراف المعياري	0,0308	0,0294	1,2899	المتوقعة و

الانحراف المعياري للمحفظة غير المرجحة المكونة من سهم الرياض سطيف وسهم صيدال:

$$R_p = \frac{1}{2}(-0.005 - 0.0039) = -0.00445$$

مصفوفة التباين والتباين المشترك للمحفظة الوطنية:

الرياض سطيف	الرياض سطيف	صيدال
الرياض سطيف	0,0010	0,0001
صيدال	0,0001	0,0009

حساب تباين المحفظة:

الرياض سطيف	صيدال	المجاميع الجزئية
-------------	-------	------------------

0,000275	0,000025	0,00025	الرياض سطيف
0,00025	0,000225	0,000025	صيدال
0,000525	تباين المحفظة		

و منه فإن الانحراف المعياري للمحفظة يساوي 0.0229128

2.1.1. مردودية المتوقعة و الانحراف المعياري للمحفظة غير المرجحة المكونة من الرياض سطيف و فندق الأوراسي:

$$R_p = \frac{1}{2}(0.1010 - 0.005) = 0.048 \text{ مردودية المحفظة:}$$

مصفوفة التباين و التباين المشترك:

فندق الأوراسي	الرياض سطيف	
0,0005	0,0010	الرياض سطيف
1,6638	0,0005	فندق الأوراسي

حساب تباين المحفظة:

المجاميع الجزئية	فندق الأوراسي	الرياض سطيف	
0,000375	0,000125	0,00025	
0,416075	0,41595	0,000125	
0,41645	تباين المحفظة		

و منه فإن الانحراف المعياري لهذه المحفظة هو 0.6453293

3.1.1. مردودية المتوقعة و الانحراف المعياري للمحفظة غير المرجحة المكونة من سهم صيدال و سهم فندق الأوراسي:

$$R_p = \frac{1}{2}(0.101 - 0.0039) = 0.0971 \text{ :مردودية المحفظة}$$

مصفوفة التباين و التباين المشترك:

فندق الأوراسي	صيدال	
0,0004	0,0009	صيدال
1,6638	0,0004	فندق الأوراسي

حساب تباين المحفظة:

المجاميع الجزئية	فندق الأوراسي	الرياض سطيف	
0,000325	0,0001	0,000225	الرياض سطيف
0,41605	0,41595	0,0001	فندق الأوراسي
0,416375	تباين المحفظة		

ومنه فإن الانحراف المعياري لهذه المحفظة هو 0.6452712

2.1. مردودية المتوقعة و الانحراف المعياري للمحفظة غير المرجحة المكونة من سهم الرياض سطيف،

$$R_p = \frac{1}{3}(0.1010 - 0.0039 - 0.0050) = \frac{1}{3}(0.0921) = 0.0307 \text{ : سهم صيدال وسهم فندق الأوراسي) ،}$$

$$R_p = 0.0307$$

مصفوفة التباين و التباين المشترك للمحفظة الوطنية غير المرجحة:

فندق الأوراسي	صيدال	الرياض سطيف	
0,0005	0,0001	0,0010	الرياض سطيف
0,0004	0,0009	0,0001	صيدال
1,6638	0,0004	0,0005	فندق الأوراسي

حساب تباين المحفظة الوطنية غير المرجحة:

المجاميع الجزئية	فندق الأوراسي	صيدال	الرياض سطيف
------------------	---------------	-------	-------------



0,000177778	5,55556E-05	1,11111E-05	0,000111111	الرياض سطيف
0,000155556	4,44444E-05	0,0001	1,11111E-05	صيدال
0,184966667	0,184866667	4,44444E-05	5,55556E-05	فندق الأوراسي
0,1853	تباين المحفظة			

ومنه فإن الانحراف المعياري لهذه المحفظة هو 0.4304648

2. خصائص المحفظة الدولية غير المرجحة والمكونة من (أسهم المؤسسات الجزائرية: صيدال، فندق

الأوراسي، الرياض سطيف والمغربية: ONA، BCE، SNI، SID)

1.2. في حالة الدينار المتغير (عدم تغطية خطر الصرف):

1.1.2. مردودية المحفظة غير المرجحة:

الجدول (2.3) : الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية للمؤسسات (رياض سطيف ، صيدال،

الأوراسي، ONA، BCE، SID و SNI) في حالة عدم تغطية خطر الصرف

السهم	ONA	BCE	SID	SNI	رياض سطيف	صيدال	الأوراسي
المتوسط الحسابي معدلات المردودية	-0,0025	-0,0032	0,0013	-0,0026	-0,0050	-0,0039	0,1010
الانحراف المعياري	0,0415	0,0325	0,0464	0,0387	0,0308	0,0294	1,2899

من خلال الجدول نجد أن المردودية المتوسطة للمحفظة المقترحة تساوي:

$$R_p = \frac{1}{7} \times (-0.0025 - 0.0032 + 0.0013 - 0.0026 - 0.0050 - 0.0039 + 0.1010) = \frac{1}{7} \times (0.0852)$$

$$R_p = 0.01217491$$

و بالتالي فإن معدل مردودية المحفظة في هذه الحالة هو:  $R_p = 0.01217491$

2.1.2. حساب تباين المحفظة

مصفوفة التباين و التباين المشترك:

فندق الأوراسي	صيدال	الرياض سطيف	SNI	SID	BCE	ONA	
0,0009	0,0004	0,0001	0,0012	0,0013	0,0007	0,0017	ONA
-0,0007	0,0000	-0,0001	0,0007	0,0009	0,0011	0,0007	BCE
-0,0005	0,0002	0,0000	0,0014	0,0022	0,0009	0,0013	SID
-0,0002	0,0002	-0,0001	0,0015	0,0014	0,0007	0,0012	SNI
0,0005	0,0001	0,0010	-0,0001	0,0000	-0,0001	0,0001	الرياض سطيف
0,0004	0,0009	0,0001	0,0002	0,0002	0,0000	0,0004	صيدال
1,6638	0,0004	0,0005	-0,0002	-0,0005	-0,0007	0,0009	فندق الأوراسي

من خلال مصفوفة التباين والتباين المشترك نجد أن تباين معدلات المردودية للمحفظة غير المرجحة في هذه الحالة يساوي  $0,0344274$  (كما هو مبين في الصفحة 110) حساب تباين المحفظة في حالة عدم تغطية خطر الصرف  $\sigma_p^2 = 0.0344274$  وبالتالي فإن الانحراف المعياري للمحفظة  $\sigma_p = 0.1855462$ .

## 2.2. في حالة الدينار الثابت (تغطية خطر الصرف):

### 1.2.2. مردودية المحفظة غير المرجحة:

الجدول (3.3): الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية لمؤسسات العينة المختارة في حالة تغطية خطر الصرف

الأوراسي	صيدال	رياض سطيف	SNI	SID	BCE	ONA	السهم
0,1010	-0,0039	-0,0050	-0,0032	0,0007	-0,0037	-0,0030	المتوسط الحسابي
1,2899	0,0294	0,0308	0,0306	0,0386	0,0248	0,0353	الانحراف المعياري

من خلال الجدول يمكننا الحصول على قيمة مردودية المحفظة بالشكل التالي:

$$R_p = \frac{1}{7} \times (-0.0030 - 0.0037 + 0.0007 - 0.0032 - 0.0050 - 0.0039 + 0.1010) = \frac{1}{7} \times (0.0831)$$

$$R_p = 0.01187176$$

و بالتالي فإن معدل مردودية المحفظة في هذه الحالة هو:  $R_p = 0.01187176$

### 2.2.2. تباين المحفظة غير المرجحة:

مصفوفة التباين و التباين المشترك:

فندق الأوراسي	صيدال	الرياض سطيف	SNI	SID	BCE	ONA	
0,0020	0,0004	0,0001	0,0007	0,0007	0,0002	0,0012	ONA
0,0004	0,0000	0,0000	0,0002	0,0004	0,0006	0,0002	BCE
0,0006	0,0002	0,0000	0,0008	0,0015	0,0004	0,0007	SID
0,0010	0,0002	0,0000	0,0009	0,0008	0,0002	0,0007	SNI
0,0005	0,0001	0,0010	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	الرياض سطيف
0,0004	0,0009	0,0001	0,0002	0,0002	0,0000	0,0004	صيدال
1,6638	0,0004	0,0005	0,0010	0,0006	0,0004	0,0020	فندق الأوراسي

من خلال مصفوفة التباين و التباين المشترك (الجدول ( 5.3 )) نجد أن تباين معدلات المردودية للمحفظة غير المرجحة في هذه الحالة يساوي **0,0344469** (كما هو مبين في الصفحة 110)  $\sigma_p^2 = 0.0344469$  وبالتالي فإن الانحراف المعياري للمحفظة  $\sigma_p = 0.1855987$ .

## حساب نيابن المحفظة الدولية في حالة الديتار المتغير (حالة عدم تغطية خطر الصرف)

المحيط الجزي	ندى لاوراسي	صيدك	الريفين سطيف	SNI	SID	BCE	ONA
0,00012835	1,82625E-05	7,91797E-06	1,0294E-06	2,52194E-05	2,68169E-05	1,39299E-05	3,51723E-05
5,3156E-05	-1,45433E-05	8,53502E-07	-1,21917E-06	1,3895E-05	1,86635E-05	2,15763E-05	1,39299E-05
0,00011169	-1,09052E-05	3,99008E-06	-2,20332E-07	2,93737E-05	4,39668E-05	1,86635E-05	2,68169E-05
9,8215E-05	-3,959E-06	4,80505E-06	-1,61963E-06	3,05002E-05	2,93737E-05	1,3895E-05	2,52194E-05
2,8845E-05	1,03042E-05	1,16707E-06	1,94035E-05	-1,61963E-06	-2,20332E-07	-1,21917E-06	1,0294E-06
4,4871E-05	8,48641E-06	1,7651E-05	1,16707E-06	4,80505E-06	3,99008E-06	8,53502E-07	7,91797E-06
0,03396228	0,033954633	8,48641E-06	1,03042E-05	-3,959E-06	-1,09052E-05	-1,45433E-05	1,82625E-05
0,0344274							

كيابن المحفظة

## حساب نيابن المحفظة الدولية في حالة الديتار الثابت (حالة تغطية خطر الصرف)

المحيط الجزي	ندى لاوراسي	صيدك	الريفين سطيف	SNI	SID	BCE	ONA
0,0001132	4,18018E-05	8,10535E-06	1,73874E-06	1,46381E-05	1,51164E-05	4,48823E-06	2,54351E-05
3,7241E-05	8,63265E-06	9,84053E-07	-4,94527E-07	3,70671E-06	7,41559E-06	1,25086E-05	4,48823E-06
8,7245E-05	1,26364E-05	4,14548E-06	4,62664E-07	1,70106E-05	3,04576E-05	7,41559E-06	1,51164E-05
7,8022E-05	1,94658E-05	4,98047E-06	-9,06936E-07	1,91268E-05	1,70106E-05	3,70671E-06	1,46381E-05
3,1675E-05	1,03042E-05	1,16707E-06	1,94035E-05	-9,06936E-07	4,62664E-07	-4,94527E-07	1,73874E-06
4,562E-05	8,48641E-06	1,7651E-05	1,16707E-06	4,98047E-06	4,14548E-06	9,84053E-07	8,10535E-06
0,03405596	0,033954633	8,48641E-06	1,03042E-05	1,94658E-05	1,26364E-05	8,63265E-06	4,18018E-05
0,0344469							

كيابن المحفظة

### 3. مقارنة خصائص مختلف المحافظ المدروسة:

#### الجدول (4.3): مقارنة خصائص مختلف المحافظ المدروسة

مكونات المالية المحفظة	المردودية	الانحراف المعياري
سهم الرياض سطيف	-0,0050	0,0308
سهم صيدال	-0,0039	0,0294
سهم فندق الأوراسي	0,1010	1,2899
الرياض سطيف + صيدال	-0.0044	0.0229
الرياض سطيف + فندق الأوراسي	0.048	0.64532
صيدال + فندق الأوراسي	0.0971	0.64527
الرياض سطيف + صيدال + فندق الأوراسي	0.0307	0.4306
الرياض سطيف، صيدال، فندق الأوراسي، ONA، SNI، SID و BCE (مع عدم تغطية خطر الصرف)	0.0122	0.1855
الرياض سطيف، صيدال، فندق الأوراسي، ONA، SNI، SID و BCE (مع تغطية خطر الصرف)	0.0119	0.1856

نستنتج من خلال الجدول السابق النتائج التالية:

1- يظهر أثر التنويع في المحافظ الوطنية من كون :

- مردودية المحافظ المكونة من سهمين أعلى من مردودية المحافظ المكونة من سهم واحد؛

- مستوى الانحراف المعياري (المخاطرة) في المحافظ المكونة من سهمين أقل من مستواه في المحافظ المكونة من سهم واحد؛

2- يظهر أثر تدويل المحفظة المالية في كون خطر المحافظ الدولية أقل من الخطر في جميع المحافظ الوطنية، ولا يظهر هذا الأثر من حيث المردودية لأن مردودية المحفظة الوطنية المكونة الأسهم الجزائرية الثلاث أعلى من معدلات مردودية المحفظ الدولية المذكورة.

3- يظهر أثر إدراج خطر الصرف في:

- مردودية المحفظة الدولية غير المرجحة في هذا حالة عدم تغطية خطر الصرف أعلى من مردوديتها في حالة التغطية.

- الانحراف المعياري (مستوى المخاطرة) للمحفظة في حالة عدم تغطية خطر الصرف أقل (بشكل طفيف) من انحرافها المعياري في حالة التغطية.

وبالتالي فإنه يمكننا القول بأن إدراج تغيرات الصرف في تحليل المحفظة كان له الأثر ايجابي من منطلق تخفيض درجة المخاطرة والرفع من مردودية المحفظة.

### المطلب الثاني: إثبات أثر التنويع الدولي من خلال تحليل أداء بورصتي الجزائر والدار البيضاء

#### 1. تحليل أداء بورصة الدار البيضاء في الفترة (2000-2004):

سجلت بورصة الدار البيضاء خلال سنوات التسعينيات من القرن الماضي تطورا غير مسبوق<sup>1</sup>، حيث انتقل حجم التبادل من 512 مليون درهم سنة 1990 إلى 13 298 مليون درهم سنة 1998 و انتقلت الرسملة البورصية من 7.8 مليار درهم سنة 1990 إلى 145.1 مليار درهم سنة 1998 ممثلة حوالي 42% من الناتج الداخلي الخام للمغرب PIB، و هذه النسبة تبقى ضعيفة أمام نظيراتها في أسواق صاعدة أخرى ؛ فعلى سبيل المثال فهي تبلغ 79% في الأردن و 285% في ماليزيا. كما بلغ عدد المؤسسات المسعرة في بورصة الدار البيضاء 55 مؤسسة سنة 2000، وهذا ما يعكس بعض الركود في السنوات الأخيرة أي انخفاض عدد المؤسسات المسعرة من 70 مؤسسة سنة 1990 إلى 55 سنة 2000، كما أن معدل "عدد القيم المتبادلة في السنة الأخيرة لم يتجاوز 12 000 سند (titre) و نسبة الرسملة البورصية من الناتج الداخلي المغربي لنفس السنة تساوي 33%"<sup>2</sup>.

كما بلغت نسبة الأسعار على الأرباح 21.2 و مضاعف القيم في السوق على القيم المسلمة بلغ 3.6 نهاية سنة 1998. و بالتالي فإن تطور الرسملة البورصية كان ناتج أساسا عن ارتفاع الأسعار و عمليات الخصخصة عبر البورصة لاسيما سنة 1997.

ارتفع المؤشر العام للسوق بنسبة 20.4% سنة 1998 مقارنة بسنة 1997، إلا أن هذا المؤشر سجل لأول مرة مردودية سالبة سنة 1999 بخسارة قدرها 3.31%، و يعكس هذا الانخفاض حالة الاستياء التي طبعته الثلاثي الأخير من سنة 1998، فإلى غاية هذا التاريخ اتقت بورصة الدار البيضاء مختلف الأزمات الدولية التي أثرت على البورصات الدولية كما أثرت على بورصات الشرق الأوسط و شمال إفريقيا، فيما عملت ظروف داخلية

<sup>1</sup> « La Bourse Au Maghreb : les marchés à la loupe » <http://www.arabiestrends.com>

<sup>2</sup> [www.boad.org/content/dossier/dossier\\_crepf/discours%20du%20Gouverneur.pdf](http://www.boad.org/content/dossier/dossier_crepf/discours%20du%20Gouverneur.pdf) (Lomé, les 3 et 4 juin 2004)

محضة على تغيير هذا المنحى الإيجابي، حيث شرع مسؤولو البورصة في تصحيح القيم المقيمة بالزيادة *surévaluées* في نهاية سنة 1998، إضافة إلى التوقعات السلبية للنمو نتيجة الجفاف في الموسم 1998/1999، مع قلة عمليات الدخول للبورصة وإعادة هيكلة مؤسسة أوننا ONA التي مثلت في مارس 2000 نسبة 16% من الرسملة البورصية الإجمالية.

بلغت القيمة السنوية للإصدارات (باستثناء القيم الصادرة عن الخزينة العمومية) 6.6 مليار درهم سنة 1998 و هي مشكلة من 4.2 مليار درهم من الأسهم، 1.2 مليار درهم من السندات و 0.7 مليار درهم من الأسهم النقدية و العينية. و قد شهدت هذه الإصدارات ركودا منذ سنة 1995 رغم انخفاض معدلات الفائدة و التطور الملائم للأسعار في البورصة، كما لم يتم دخول سوى خمس مؤسسات للبورصة تنتمي إحداها لقطاع التغليف و التعليب، و اثنتان لقطاع الطاقة، واحدة لقطاع صناعة السيارات و أخرى لقطاع المعادن بين سنتي 1998 و 1999.

بلغت القيمة الإجمالية للسوق الثانوية 58.2 مليار درهم سنة 1998 منها 50% يتعلق بعشر مؤسسات الأكثر تسعيرا في البورصة. كما تنامت حصة السوق المركزية تدريجيا منذ سنة 1995، حيث كانت تمثل سوق الجملة 72% من حجم المعاملات سنة 1998 مقابل قيمة معاملة عن طريق التنازل المباشر قدرها 89% من حجم المعاملات سنة 1995. كما تم في نهاية عام 1998 التخلي عن نظام التسليم و التسوية بعد خمسة أيام من جلسة التفاوض حيث أصبحت التسوية بعد خمسة أيام بينما التسليم يكون بعد 12 يوما من التفاوض.

تمثل ثمانية من مؤسسات البورصة الخمسة العشر فروعا لبنوك، حققت رقم أعمال قدره 170 مليون درهم و نتيجة صافية قدرها 65 مليون درهم سنة 1998 مقارنة برقم أعمال قدره 69 مليون درهم و 23.6 مليون درهم كنتيجة صافية سنة 1996. كما حققت أربع مؤسسات بورصة (من بينها اثنتان من القطاع البنكي) ثلث رقم أعمال القطاع.

قامت بورصة الدار البيضاء بتحديث نظام التسعير بإدخال نظام التسعير الإلكتروني حيث تتبع القيم الأكثر تسعيرا نظام التسعير المستمر (en continu)، وتم الانتقال النهائي من التسعير بالطبشور إلى التسعير الإلكتروني في جوان 1998.

تجدر الإشارة إلى تفتح بورصة الدار البيضاء على التجارب البورصية في العالم والأمثلة على ذلك كثيرة نذكر منها :

- مشروع التعاون مع بورصة القاهرة و الذي بموجبه يمكن للمؤسسات المصرية الدخول بسهولة إلى بورصة الدار البيضاء، كما يمكن للمؤسسات المغربية الدخول كذلك إلى بورصة القاهرة<sup>1</sup>؛
- بروتوكول التعاون و تبادل الخبرات مع بورصة باريس<sup>2</sup>؛
- انضمامها إلى الإتحاد الاقتصادي و النقدي لغرب إفريقيا الذي يمثل إنشاء سوق مالي جهوي أبرز أهدافه لتقريب الدول المعنية و تفعيل التعاون بينها.

الجدول (5.3): تقييم الأداء السنوي لبورصة الدار البيضاء للفترة (2004-2000)

السنة	عدد المؤسسات المسعرة	الرسمة البورصية (بالمليون درهم مغربي)	التغير (%)	الرسمة البورصية\PIB
1999	54	138.051	--	39.9
2000	53	114.881	% -17	32.4
2001	55	104.676	% -9	27.3
2002	55	87.175	% -17	21.9
2003	52	115.507	% 32	27.6
2004	53	206.517	% 79	46.9

SOURCE : ministère des finances et de la privatisation marocaine – direction de la politique économique : « tableau de bord annuel de l'économie marocaine » (Mars 2005).

بلغت الرسمة البورصية لبورصة الدار البيضاء قيمة 206.52 مليار درهم في 31 ديسمبر 2004 مقابل 115.51 مليار درهم نهاية 2003، أي بزيادة قدرها 78.79%، و هذه الرسمة تمثل نسبة 47% من الناتج الداخلي الخام للمغرب في حين كانت تمثل 27% عام 2003 علما أن عدد المؤسسات المسعرة سنة 2004 هو 53 مؤسسة. وبلغ حجم المعاملات لنفس السنة أي 2004 ما قيمته 71.8 مليار درهم أي بارتفاع قدره 34% مقارنة بسنة 2003، و نفس هذا الارتفاع بالزيادة المحسوسة في الحجم المسجل بالنسبة لأسهم السوق

<sup>1</sup> Driss BENCHEIKH (président du directoire de la Bourse)., **Partenariat stratégique entre la Bourse de Casablanca et celle du Caire et d'Alexandrie**  
[http:// www.maroc-hebdo.press.ma/MHinternet/ Archives\\_589/html\\_589/cotation.html](http://www.maroc-hebdo.press.ma/MHinternet/Archives_589/html_589/cotation.html) - 9k -

<sup>2</sup> <http://www.casablanca-bourse.com> (règlement intérieur du directoire)



المركزية (+132%)، و الحجم الاستثنائي لعمليات الدخول للبورصة : 25.23% درهم منها 17.79 مليار ناتجة عن دخول مؤسسة اتصالات المغرب وعمليات العرض العمومي للتبادل التي قامت بها مؤسسة BCM على قيمة بنك الوفاء WAFABANK. إلا أن حجم المعاملات في سوق الجملة (marché à blocs) انخفض بنسبة 50% مقارنة بسنة 2003، و زادت نسبة السيولة بـ 30% (7.36% سنة 2004 مقابل 5.66% سنة 2003).

كما سجل مؤشر مازي في ديسمبر 2004 مستوى 4521.985 نقطة أي بأداء سنوي قدره 14.67%.

## 2. تحليل أداء بورصة الجزائر في الفترة (2000-2003):

لم تتجج بورصة الجزائر في الخروج من الجمود الذي تعرفه منذ تاريخ افتتاحها رغم إصرار السلطات على أن التحضيرات الخاصة بإنعاش سوق رأس المال قد تم تهيئتها. وقد ذهبت هذه السلطات إلى حد الإعلان عن الخصخصة الجزئية لـ 11 مؤسسة عمومية في نهاية 2004 عن طريق البورصة.

يظهر نقص السيولة والتعامل في بورصة الجزائر من خلال تكرر حصص التسعير البيضاء (حجم المعاملات = 0)، فعلى سبيل المثال فقد تواصلت الحصص البيضاء لمدة ستة أيام نهاية شهر مارس 2004. وبعد خمس سنوات من انطلاق التسعير لم يدخل لبورصة الجزائر سوى ثلاث قيم هي : الرياض سطيف، فندق الأوراسي ومجمع صيدال، ولم تحصل هذه الأخيرة إلا على فوائض قيم سالبة moins-values، ويرى مسؤولو البورصة أن التفسير الوحيد لذلك هو أن : " السوق البورصية تمر حاليا بفترة انتقالية في انتظار اعتماد الخدمات البنكية الوسطة البورصية"، وذلك ما يزيد من غموض هذه السوق خاصة و أن الوسطاء القداماء في العمليات البورصية (IOB) لا يبدون استعدادا لترك مكانهم للمؤسسات البنكية.

ويرى المحللون الماليون أن بورصة الجزائر لن تعرف انطلاقها الفعلية قبل التخلص من الغموض الذي يشوب السوق، فقد ترك إفلاس بنك الخليفة، وتصفية البنك التجاري والصناعي الجزائري (BCIA) انعكاسات سلبية في الخارج.

بلغت قيمة التعامل في البورصة أقصاها سنة 2000 أي قيمة 720 039 160 دج، ثم أخذت في التضاؤل لتأخذ 17 257 700 دج كإجمالي لسنة 2003.

كما أن نسبة الرسملة البورصية من الناتج الداخلي الخام (PIB) produit intérieur brut لم تتجاوز منذ افتتاح البورصة إلى غاية عام 2003 قيمة 0.59% كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (6.3): تقييم الأداء السنوي لبورصة الجزائر في الفترة (2000-2003)

السنة	عدد القيم	الرسملة البورصية	التغير	الرسملة البورصية\PIB
-------	-----------	------------------	--------	----------------------

	(%)	(بالمليار دج)		
1999	-	19 175	2	
2000	%12.10	21 495	3	
2001	%31.52	14 720	3	
2002	%25.34	10 990	3	
2003	%01.00	11 100	3	

Source : <http://www.unec.org/> Op. Cit

لم تعكس السيناريوهات و التوقعات المتفائلة لحكومتنا ومحلي السواقين الماليين الجزائريين والمغربية، الحقيقة التي تتضح في الميدان (بناء على العينة المدروسة) على هذه الأسواق. فهذا الواقع يُظهر ميلا عاما للانخفاض في السواقين، وعدم تحسن في أداء السندات المسعرة (سندات حقوق أو ملكية)، وهذا ما يجعل خبراء الأعمال المتعاملين في هذه المنطقة الجغرافية يعتبرون الارتفاع الحاصل في هاتين السواقين لا يمثل تحسنا حقيقيا والمتدخلون فيها ليسوا في مستوى دفع المؤشرات للارتفاع، فمن بين أسباب تأخر البورصة المغربية استعمالها كأداة موجهة أساسا لعمليات الخصخصة مما يدفع بالمستثمرين إلى انتظار تجسيد هذه العمليات قبل الاستثمار في البورصة، أما عن بورصة الجزائر فسبب التأخر فيها يعود أساسا إلى حداثة إنشائها وتخوف المستثمرين من الدخول إليها.

بينما تبدي نسبة الرسملة البورصية للفترة ( 2000-2003) في البورصتين اختلاف كبير من حيث مساهمة كل من بورصة في اقتصادها المحلي مما يفصل إلى حد كبير بين الارتباط بين اقتصاد الدولتين من جهة، والارتباط بين البورصتين.

### خاتمة الفصل الثالث:

تظهر لنا الأنظمة المالية في كل من الجزائر والمغرب تشابها بين البلدين في تنظيم إطار تسيير القيم ومحافظ القيم المالية وكذلك في الثقافة البورصية والادخارية وذلك مع مراعاة أسبقية المغرب للخصخصة وإنشاء البورصة، فبالرغم من كون بورصة الدار البيضاء لم تأخذ شكلها الحديث إلا بعد إصلاحات سنة 1993 فقد

كانت هذه البورصة موجودة منذ سنة 1929 كسوق للعرض العمومي للدخار. وهذا ما انعكس على مستوى الرسملة البورصية و نسبة الرسملة البورصية من الناتج الداخلي الخام للبلدين، ويدل الاختلاف الكبير بين البلدين فيما يخص نسبة الرسملة البورصية من الناتج الداخلي الخام، على الاختلاف من حيث نسبة مشاركة كل من البورصتين في الاقتصاد الوطني، وهذا ما يزيد من أهمية التنويع الدولي بينهما لأن الارتباط بين الاقتصاد الجزائري والمغربي في هذه الحالة لا يساهم إلا بقدر طفيف في الارتباط بين القيم المسعرة في بورصة الجزائر مع نظيراتها في بورصة الدار البيضاء.

كما انعكس الفرق في أداء البورصتين على نجاعة تسيير القيم ومحافظ القيم المنقولة ؛ بحيث نجد أن القيم في المغرب أكثر تعبيراً عن حقيقة والمؤسسات المغربية (نتيجة التسعير اليومي) منها في الجزائر، بالرغم من أن البورصتين لازالتا تمتازان بكثرة الجلسات البيضاء (قيم ناقصة من سلسلة الأسعار)، مع ذلك فهذا لا يعني عدم الجدوى من التنويع بين البلدين، بحيث نجد أن هذا التنويع مجدي نظرياً من خلال إثبات اختلاف أداء البورصتين ومساهمتهما في اقتصاديهما المحليين، أما بالنسبة للتطبيق فقد يصعب إثبات ذلك كما هو الحال في تطبيقنا السابق ويمكن إرجاع ذلك إلى حالة عدم الوضوح التي تحيط بالبورصتين إضافة إلى استحالة تعويض القيم الناقصة من السلسلة إلا بالتقريب، وهي قيم تزداد أهميتها في السوقين الجزائرية والمغربية بالنظر لدرجة المخاطرة التي تتخللها نتيجة التحول الذي تشهده البيئتين الاقتصاديتين والمالييتين في البلدين .

يظهر بالمقابل أثر تغيير سياسة تغطية خطر الصرف على الخطر العام للمحفظة المالية إيجابياً وهذا ما يزيد من معنوية تدويل المحفظة المالية في الإطار الزمني والمكاني موضوع الدراسة.

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة:

أدى التقارب المتزايد للاقتصاديات الوطنية، إلى خلق ارتباط وثيق بين الأسواق المالية بشكل متفاوت من نطاق جغرافي لآخر، وكذا تدويل الأسواق المالية الكبرى بحيث أصبحت رؤوس الأموال الأجنبية تلعب الدور الأساسي في بعض البورصات الكبرى على غرار بورصة لندن، وتغيرت نتيجة لذلك نظرة المحللين لمفهوم البورصة والمتغيرات المؤثرة على التسعير بها ومن تم على هياكل النماذج وطرق التقييم بالبورصة (تقييم الأصول ومحافظ الأصول المسعرة في البورصة)، وظهرت نتيجة لهذا التغيير مجموعة من النظريات لتسيير المحافظ المالية حملت بعض التغييرات على النظريات الكلاسيكية لتسيير المحافظ المالية، وهي تراعي البعد الدولي للمحافظ المالية وتتمحور على نقطتين أساسيتين هما : طريقة تحديد الأوزان النسبية (نشطة أو غير نشطة) وطريقة التعامل مع خطر الصرف (تغطية أو عدم التغطية). تمثل هذه النظريات بالتالي امتدادات للنظريات الأولى لتسيير المحافظ المالية التي تهتم أساسا بتحديد طريقة الترجيح المثلى وكذلك طريقة تسيير الأخطار باختلاف أنواعها. غير أن العولمة لم تكن السبب الوحيد لتوسيع النظرية الحديثة لتسيير المحافظ المالية بحيث نميز وجود سببين عملا بالتوازي مع هذه الظاهرة على تغيير النظرية السالفة الذكر، وهما الإبداع المالي و تطور النظريات الإحصائية.

عمل الإبداع المالي على تحويل مفهوم تسيير الأخطار من إطاره الكلاسيكي المقتصر على التنوع إلى مفهومه الحديث المتمثل في تغيير شكل القيم المنقولة (اشتقاقها أو تهجينها).

كما أدى الاهتمام المتزايد للإحصائيين بالميدان المالي (لما فيه من وتعقيد في المتغيرات التي تدخل في تقدير القيم المنقولة) واهتمام الماليين بالمقاييس الإحصائية للحصول على أكبر قدر ممكن من الدقة في التقييم، إلى ظهور مجال خاص بالقياس المالي نظرا لخصوصية النماذج القياسية المالية، وظهر تأثير هذه الدراسات جليا في نماذج تسيير المحافظ المالية خاصة.

## **نتائج الدراسة:**

### **1. الإجراءات الأولية الواجب إتباعها لتسيير محفظة مالية**

أصبح مسير المحفظة المالية (خاصة المحفظة الدولية ) ملزما بمجموعة من الإجراءات وهي :

1.1. تحليل الأخطار في البيئتين الماليين (الوطنية و الدولية) الممثلتين المحفظة المالية موضوع الدراسة؛

2.1. دراسة مختلف أشكال الأوراق المالية ومشتقاتها الموجودة في السوق الدولي والوطني؛

3.1. مراعاة درجة المخاطرة التي يستعد صاحب المحفظة لتحملها و كذا المرودية التي يريجوها؛

4.1. اختيار تردد فترة القياس المناسب بحيث يستحسن استخدام أصغر تردد ممكن في حالة توفر المعطيات؛

- 5.1. مقارنة المرودية والمخاطرة لمختلف البدائل ودراسة العوامل المؤثرة على كل منهما في كل حالة؛
- 6.1. تقييم فعالية المؤشرات التي يمكن اتخاذها كمرجع للمحفظة المالية، أي دراسة نجاعة الأسلوب غير النشط للمحفظة المالية أو استخدام أسلوب التعظيم مباشرة؛
- 7.1. مقارنة معدلات الاقتراض المتاحة للنظر في إمكانية تمويل المحفظة بالأموال الخاصة أو بقرض لما في ذلك من تأثير على تكلفة الاستثمار المالي ككل؛
- 8.1. اختبار أفضلية منطق التنويع الدولي على القطاعي أو العكس، لوضع الأساس الأحسن لنمذجة المحفظة المالية على المدى الطويل؛
- 9.1. اختيار سياسة تغطية خطر الصرف المناسبة لظروف تسيير المحفظة؛ وذلك من خلال دراسة تأثير إدراج خطر الصرف على الخطر الإجمالي للمحفظة المالية؛

## 2. ظروف تسيير محفظة الأسهم المالية في البيئة المغاربية (الجزائر والمغرب بالتحديد):

تمر البيئة المالية في كل من الجزائر والمغرب بمرحلة انتقالية تتمثل في تجسيد مجموعة من الإصلاحات على الصعيدين الداخلي والخارجي، وقد بدأت نتائج هذه الإصلاحات بالظهور في البلدين خلال فترة التسعينات من القرن الماضي، بحيث ظهرت فرصا كبيرة للاستثمار المالي فيهما. غير أن الأخطار التي تتضمنها البيئتين، إضافة إلى حالة عدم الوضوح التي تحيط بالسوقين تؤديان إلى إغراض المستثمرين عن التسعير خاصة في الجزائر وذلك لصعوبة اتخاذ قرار مالي مؤسس ودقيق خاصة فيما يتعلق بتسيير المحفظة الأسهم المالية، مع ذلك فإن الصعوبات السالفة الذكر لا تمنعنا من دراسة معنوية تدويل المحفظة المالية بين الدولتين، إذا أخذنا بعين الاعتبار الظروف المحيطة بالاستثمار المالي في البلدين إلى جانب النتائج التاريخية المستخرجة من البورصتين، فهي تمتاز بكثرة الجلسات البيضاء في كلا السوقين وكذلك قلة الأسهم المسعرة في بورصة الجزائر مما يضعف من الدلالة الإحصائية للسلاسل الزمنية للأسعار على واقع المؤسسات والاقتصاد في البلدين، فنظريا يكفي الاستناد إلى الاختلاف الهيكلي في أنظمة التسعير بين البلدين لتبرير التنويع الدولي للمحفظة المالية بين الدولتين، كما يمكن الاعتماد على أثر سياسة الصرف في المحفظة لنفس الغرض.

## الاقتراحات:

يمكننا الخروج مما سبق بمجموعة من الاقتراحات من شأنها أن تساهم في تحسين ظروف تسيير محافظ الأسهم المسعرة في بورصتي الجزائر والدار البيضاء:

- تفعيل دور المستثمرين المؤسسيين كأجهزة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM نظر لإمكانيات هذه المؤسسات من حيث حجم الاستثمار وقدرتها على الدخول لنطاقات جغرافية أوسع؛
  - إدخال التكنولوجيا في التقييم بشكل يضمن الحصول على ترددات أقل للأسعار ومن تم على أحسن تقييم ممكن؛
  - فتح الباب أمام الاشتقاق والإبداع الماليين للحصول على أحسن تسيير للأخطار؛
  - العمل على إنشاء المؤشرات المالية خاصة في الجزائر لما تشكله كمرجع لتسيير المحافظ المالية، ولتسهيلها لمتابعة تطور القيم؛
  - تشجيع الخصخصة عن طريق البورصة لزيادة القيم المسعرة فيها؛
- نشير إلى أن هذه التوصيات موجهة للبلدين خاصة للجزائر باعتبار المغرب أكثر تقدما من حيث الثقافة الادخارية والبورصية مقارنة بالجزائر.

### آفاق البحث:

تمكننا الدراسة السابقة من فهم المحيط العام لتسيير محافظ الأسهم المسعرة في البيئتين الجزائرية والمغربية وهي بيئة تمتاز بعدم الوضوح ودرجة المخاطرة العالية، والبيئة الاقتصادية العاصفة في ظل الإصلاحات التي لم تحقق بعد النتائج المرجوة منها، وهذا ما يستوجب على القائم على تسيير المحفظة في هذا الإطار المكاني، عدم الاكتفاء بالمعطيات التاريخية المعلنة في البورصة، وتوسيع متغيرات النموذج المراد الوصول إليه إلى الإطار الاقتصادي الكلي، وكذا مراعاة خصائص المستثمر الوطني في هاتين البيئتين، ونظرة المستثمر الأجنبي لهما.

في الأخير نرجو أن تفتح هذه المذكرة الباب أمام دراسات أعمق في الإطار الجغرافي المدروس، سواء تعلق الأمر بتنظيم البورصة، تحسين ظروف تسيير المحافظ المالية أو النمذجة المالية في ظروف مشابهة.

المراجع



## Liste de références :

## قائمة المراجع:

## كتب باللغة العربية:

1)- فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، 1999

## مذكرات باللغة العربية:

1)- عبد الوهاب علي حسن الغشم، "سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن"، رسالة ماجستير- المدرسة العليا للتجارة الجزائر.-، 2002-2003

## كتب باللغة الفرنسية:

1)- CHARRAUX Gérard., finance d'entreprise, ED. DUNOD, 1997

2)- CHOINEL Alain, **introduction à l'ingénierie financière**, ED. LA REVUE BANQUE, Paris, 1991

3)- DERVAUX Bernard et COULAUD Alain., **dictionnaire de management et de contrôle de gestion**, 2<sup>ème</sup> ED. DUNOD, paris, 1990

4)- GIRAULT Francis & ZISSWILLER Richard., finances modernes : théorie et pratique., tome.2 : coût du capital et évaluation de l'entreprise, DUNOD, 1973

5)- HAMON Jacques., **bourse et gestion de portefeuille**, ED. ECONOMICA, 2004

6)- JACQUILLAT Bertrand & SOLNIK Bruno., **les marchés financiers et la gestion de portefeuille**, ED. DUNOD, BORDAS, 1974

7)- MENOVAR Soufi., **gestion de portefeuille**, ED. Office de publication universitaire, 2003

8)- VERNIMMEN Pierre., **Finance D'entreprise**, 3<sup>e</sup> édition, DALLOZ, paris, 1998

## مذكرات باللغة الفرنسية

1)- KHELDOUN Hadjila., **l'optimisation flou du portefeuille et ses contraintes d'application en ALGERIE**, mémoire de magistère en management, option : finance, école supérieur de commerce, 2002-2003.

## بحوث ودراسات منشورة على شبكة الانترنت :

- 1)- ASSOE kodjovi ( professeur à l'école des hautes études commerciales à Montréal) « **processus de gestion du portefeuille** », publié dans le site web : [www.hec.ca/~p283/private/fig\\_proc\\_c1.pdf](http://www.hec.ca/~p283/private/fig_proc_c1.pdf)
- 2)- BENCHEIKH Driss (président du directoire de la Bourse)., **Partenariat stratégique entre la Bourse de Casablanca et celles du Caire et d'Alexandrie**, dans le site : [http://www.maroc-hebdo.press.ma/MHinternet/Archives\\_589/html\\_589/cotation.html](http://www.maroc-hebdo.press.ma/MHinternet/Archives_589/html_589/cotation.html) - 9k –
- 3)- BERDOT Jean Pierre, GOYEAU Daniel et LEONARD Jacques (2005)., **les fondements de la rotation sectorielle des portefeuilles**, Revue D'économie Financière, n° 61, publié dans le site : <http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2001.06.pdf>
- 4)- BOUREGARD François (vice-président de MERRILL LYNCH et conseiller financier)., **la saine gestion de votre portefeuille** Dans le site : [http://www.canoe.qc.ca/RatioInvestir/mai15\\_eaugard.html](http://www.canoe.qc.ca/RatioInvestir/mai15_eaugard.html) (20/04/2004)
- 5)- DESROSIERS Stéphanie, FRANCOIS L'HER Jean et XUAN Meimei (caisse de placement du QUEBEC)., **répartition de l'actif d'un portefeuille d'action internationales et exposition au risque de change**. L'Actualité économique revue d'analyse économique, vol. 78, n°4, décembre 2002.puiblié dans le site web: [www.erudit.org/revue/ae/2002/V78/n4/0072/63ar.pdf](http://www.erudit.org/revue/ae/2002/V78/n4/0072/63ar.pdf) (dernière visite: 26/12/2005)
- 6)- EL BOUHADI Abdelhamid (professeur assistant de finance à l'université de Marrakech, MAROC), **volatilité conditionnelle des valeurs les plus actives de la bourse de CASABLANCA**. Dans le site web : <http://econwpa.wustl.edu:8089/eps/fin/papers/0305/0305007.pdf>
- 7)- GUERTLER M. & MENDI M. S., portefeuille optimisation, Status Review., novembre 2001., (partie II) : the **MARKOWITZ mean-variance model : a technical perspective**, publié dans le site : <http://www.optirisk-systems.com/docs/whitepaper/whitepaper.pdf>19- François
- 8)- KEELEY David P., **Internationaliser Les Portefeuilles Pour Diminuer Les Risques**.CA MAGAZINE., Avril 1995: Planification financière personnel- le. Publié dans le site : <http://www.camagazine.com/mutimedia/camagazine/Library/FR/1995/Apr/pfpf.pdf> Dernière visite : 21/12/2005.

9)- ZAINAL ABIDIN Sazali, ARIFF Mohamed, MD. NASSIR Annuar, SHAMSHER Mohamad, “**International Portfolio Diversification: A Malaysian Perspective**” (Mars 2004), dans le site web :  
[http://www.businessperspectives.org/files/library/Abidin\\_internationalPortfolio.pdf](http://www.businessperspectives.org/files/library/Abidin_internationalPortfolio.pdf)

مواقع أخرى:

1)- [http://dissertation.up.rug.nl/FILES/faculties/management/2002/b.s.a.bayala/c2 .pdf](http://dissertation.up.rug.nl/FILES/faculties/management/2002/b.s.a.bayala/c2.pdf)

2)- <http://www.boursier.com/help/1.asp>

3)- Dictionary of Financial terms : <http://www.investopedia.com/termes/i/>  
<http://www.optirisk-systems.com/docs/whitepaper/whitepaper.pdf>.

4)- <http://www.bnains.org/risque/risque.htm>

5)- [http://français.altamira.com/altamira\\_fr/education-tools/advice+centre/diversification.htm](http://français.altamira.com/altamira_fr/education-tools/advice+centre/diversification.htm) (12/10/2004)

6)- <http://www.sicavonline.fr> (29/07/2004)

7)- [http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits\\_services/epargne\\_placements/epargne/conseils/titres\\_croissance.jsp](http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits_services/epargne_placements/epargne/conseils/titres_croissance.jsp)

8)- [http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits\\_services/epargne\\_placements/epargne/conseils/titres\\_boursiers/titres\\_capitalisation.jsp](http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits_services/epargne_placements/epargne/conseils/titres_boursiers/titres_capitalisation.jsp)

9)- <http://www.casablanca-bourse.com> (site officiel de la bourse de casablanca)

10)- [www.boad.org/content/dossier/dossier\\_crepf/discours%20du%20Gouverneur .pdf](http://www.boad.org/content/dossier/dossier_crepf/discours%20du%20Gouverneur.pdf) (Lomé, les 3 et 4 juin 2004)

11)- [http://www.unec.org/.../major\\_eca\\_websites/cmd/workShope\\_northafrican\\_presentation/bourse%20Algeriers%20Pres.ppt](http://www.unec.org/.../major_eca_websites/cmd/workShope_northafrican_presentation/bourse%20Algeriers%20Pres.ppt).

12)- « **La Bourse Au Maghreb : les marchés à la loupe** » <http://www.Arabiestrends.com>

13)- Document de la banque mondiale. **Royaume du Maroc : note de stratégie du secteur financier**, septembre 2000, dans le site : [inweb18.worldbank.org/mna/mena.nst/0/9DC406B71D5B394B85256B420049cF9D?OpenDocument-25k-](http://inweb18.worldbank.org/mna/mena.nst/0/9DC406B71D5B394B85256B420049cF9D?OpenDocument-25k-)

14)- convertisseur de devis : <http://fxtop.com/fr/historate.php3?C1=MAD & C2=DZD&DD1=01&YYYY1=1998&DD2=22&MM2=04 &YY YY2 =2005&MA=> (dernière visite :21/12/05)

15)- [http://www.comprendrelabourse.com/Initiation/init\\_1.htm](http://www.comprendrelabourse.com/Initiation/init_1.htm)(site d'initiation à la bourse - dernière visite : 21/12/05)

16)- les indices : <http://www.firstinvest.com/Guide/Fiches/fiche9.asp> (dernière visite: 21/12/2005)

17)- Ministère Délégué à la Participation et à la Promotion de l'Investissement « MDPPI » (octobre 2004) : « **guide d'investisseur** ». dans le site : [http://193.194.78.233/pdf/economie/guide\\_invest.pdf](http://193.194.78.233/pdf/economie/guide_invest.pdf)

18)- **Forum EMEA** (Mardi 30 novembre 2004- Casablanca, MAROC), Atos EURONEXT dans le site : [http://www.atoseuronext.net/evenement/EMEA/Documentations/FR\\_ForumEMEA-Synth%C3%A8ses.pdf](http://www.atoseuronext.net/evenement/EMEA/Documentations/FR_ForumEMEA-Synth%C3%A8ses.pdf)

19)- Ministère des finances et de la privatisation marocaine – direction de la politique économique : « **tableau de bord annuel de l'économie marocaine** » (Mars 2005) Dans le site : [www.anpme.ma/fr/environnement/Rubriques.aspx?idmad=10](http://www.anpme.ma/fr/environnement/Rubriques.aspx?idmad=10) consulté le : 26/12/2005

20)- <http://www.boursorama.com/campus/guideessentiel09.html>

الملاحق

**الملحق -01- : أسعار أسهم المؤسسات المغربية (SNI,SID,BCE) بالدينار الجزائري حسب سعر صرف الدرهم المغربي بالدينار الجزائري في 2003/01/13 ، 1 درهم مغربي = 7,60 دج)**

أسعار أسهم المؤسسات المغربية (SNI,SID,BCE) بالدينار الجزائري حسب سعر صرف الدرهم المغربي بالدينار الجزائري في 2003/01/13 ، 1 درهم مغربي = 7,60 دج				
تاريخ الجلسة	اسعار سهم ONA	اسعار سهم BCE	اسعار سهم SID	اسعار سهم SNI
14/02/2000	9007,23	5031,89	4492,21	8399,15
21/02/2000	8946,42	5054,69	4370,60	8315,53
28/02/2000	8703,19	4940,67	4028,55	7753,06
06/03/2000	8931,22	4978,68	4089,36	7905,08
13/03/2000	8862,81	4940,67	4104,56	7958,29
20/03/2000	8931,22	4925,47	4218,58	8125,51
27/03/2000	8908,42	5115,50	4180,57	7981,09
03/04/2000	8817,20	5016,68	4104,56	7981,09
10/04/2000	8756,39	4910,27	4066,55	7981,09
17/04/2000	8627,18	4826,66	3876,53	7943,08
24/04/2000	8657,58	4826,66	3914,53	7889,88
02/05/2000	8209,12	4621,43	3580,09	7449,02
08/05/2000	8513,16	4788,65	4028,55	7532,63
15/05/2000	8680,38	4986,28	4302,19	7943,08
22/05/2000	8566,37	4917,87	4028,55	7821,47
29/05/2000	8589,17	4993,88	4104,56	7844,27
05/06/2000	8459,95	4955,88	4112,16	7836,67
12/06/2000	8513,16	4940,67	4066,55	7616,24
20/06/2000	8490,36	4841,86	4028,55	7684,65
26/06/2000	8528,36	4895,07	4028,55	7601,04
03/07/2000	8528,36	4431,40	3846,12	7525,03
10/07/2000	8535,96	4302,19	3762,51	7677,05
17/07/2000	8421,95	4256,58	3762,51	7669,45
24/07/2000	8437,15	4142,57	3758,71	7601,04
31/07/2000	8452,35	4104,56	3694,10	7487,02
07/08/2000	8475,16	4142,57	3823,32	7540,23
14/08/2000	8452,35	4119,76	3815,72	7513,62
21/08/2000	8725,99	4205,27	4011,45	7669,45
28/08/2000	9349,28	4340,19	4530,22	7639,04
04/09/2000	9204,86	4127,36	4401,00	7639,04
11/09/2000	8999,63	4127,36	4370,60	7418,61
18/09/2000	9045,23	4089,36	4446,61	7456,62
25/09/2000	8908,42	4036,15	4385,80	7449,02
02/10/2000	8938,82	4066,55	4332,59	7449,02
09/10/2000	8931,22	3990,54	4340,19	7517,43
16/10/2000	8817,20	3960,14	3990,54	7373,01
23/10/2000	8885,61	3944,94	4172,97	7297,00
30/10/2000	8840,01	3998,15	4127,36	7487,02
06/11/2000	8783,00	3998,15	4032,35	7350,20
13/11/2000	8779,20	3975,34	3952,54	7182,98
20/11/2000	8558,77	3800,52	3838,52	7167,78
27/11/2000	8444,75	3800,52	3754,91	7038,56
04/12/2000	7943,08	3724,51	3602,89	6620,50
11/12/2000	8209,12	3572,49	3686,50	6924,54
18/12/2000	8300,33	3648,50	3770,11	7144,97

7068,96	3686,50	3587,69	8361,14	<b>25/12/2000</b>
6916,94	3610,49	3496,48	8467,55	<b>02/01/2001</b>
6810,53	3542,08	3458,47	8209,12	<b>08/01/2001</b>
6240,45	3435,67	3420,47	7829,07	<b>15/01/2001</b>
5791,99	3078,42	3412,87	7373,01	<b>22/01/2001</b>
6757,32	3724,51	3496,48	8186,32	<b>29/01/2001</b>
6840,93	3800,52	3458,47	8186,32	<b>05/02/2001</b>
6696,51	3853,73	3321,65	8125,51	<b>12/02/2001</b>
6894,14	4104,56	3420,47	8520,76	<b>19/02/2001</b>
7487,02	4446,61	3412,87	9121,24	<b>26/02/2001</b>
7445,22	4305,99	3390,06	8961,62	<b>07/03/2001</b>
7525,03	4378,20	3458,47	9090,84	<b>12/03/2001</b>
7441,42	4545,42	3450,87	9083,24	<b>19/03/2001</b>
7163,98	4640,43	3420,47	9033,83	<b>27/03/2001</b>
7000,55	4446,61	3344,46	8627,18	<b>02/04/2001</b>
7220,98	4530,22	3359,66	8893,21	<b>09/04/2001</b>
7008,16	4492,21	3306,45	8748,79	<b>16/04/2001</b>
6909,34	4484,61	3329,25	8619,58	<b>23/04/2001</b>
6707,91	4378,20	3268,45	8665,18	<b>30/04/2001</b>
6780,12	4454,21	3374,86	8589,17	<b>07/05/2001</b>
6468,48	4469,41	3405,26	8513,16	<b>14/05/2001</b>
6346,87	4309,79	3435,67	8247,12	<b>21/05/2001</b>
6460,88	4416,20	3443,27	8361,14	<b>28/05/2001</b>
6487,48	4404,80	3420,47	8395,35	<b>05/06/2001</b>
6369,67	4370,60	3420,47	8140,71	<b>11/06/2001</b>
6369,67	4180,57	3230,44	8133,11	<b>18/06/2001</b>
6407,67	4256,58	3215,24	8171,11	<b>25/06/2001</b>
6316,46	3876,53	3116,43	8057,10	<b>02/07/2001</b>
6088,43	3724,51	3101,22	7943,08	<b>09/07/2001</b>
6118,83	3640,90	3078,42	7753,06	<b>16/07/2001</b>
5868,00	3572,49	3078,42	7897,48	<b>23/07/2001</b>
5757,79	3576,29	3078,42	7844,27	<b>30/07/2001</b>
6194,84	3800,52	3260,84	8361,14	<b>06/08/2001</b>
5974,41	3618,09	3070,82	8277,53	<b>13/08/2001</b>
5966,81	3648,50	3078,42	8228,12	<b>20/08/2001</b>
5928,81	3720,71	3078,42	8133,11	<b>27/08/2001</b>
6251,85	3876,53	3078,42	8452,35	<b>03/09/2001</b>
6080,83	3914,53	3086,02	8285,13	<b>10/09/2001</b>
5852,80	3686,50	3063,22	8231,92	<b>17/09/2001</b>
5997,22	3792,92	3078,42	8353,54	<b>24/09/2001</b>
5830,00	3724,51	3063,22	8019,09	<b>01/10/2001</b>
5852,80	3739,71	3063,22	8125,51	<b>08/10/2001</b>
5814,79	3686,50	3048,02	7981,09	<b>15/10/2001</b>
5753,98	3633,30	3040,41	7943,08	<b>22/10/2001</b>
5662,77	3526,88	3040,41	7813,87	<b>29/10/2001</b>
5510,75	3458,47	3040,41	7449,02	<b>05/11/2001</b>
5396,74	3344,46	3040,41	7380,61	<b>12/11/2001</b>
5548,76	3564,89	3040,41	7418,61	<b>19/11/2001</b>
5700,78	3777,72	3382,46	7745,46	<b>26/11/2001</b>
6012,42	3990,54	3405,26	7677,05	<b>03/12/2001</b>
5753,98	3876,53	3382,46	7601,04	<b>10/12/2001</b>
5826,19	3853,73	3359,66	7597,24	<b>18/12/2001</b>



5807,19	3861,33	3078,42	7570,63	24/12/2001
5776,79	3800,52	3336,86	7882,28	31/12/2001
5472,75	3678,90	3268,45	7525,03	07/01/2002
5487,95	3724,51	3268,45	7532,63	14/01/2002
5563,96	3732,11	3268,45	7525,03	21/01/2002
5495,55	3762,51	3215,24	7449,02	28/01/2002
5381,53	3770,11	3192,44	7555,43	04/02/2002
5396,74	3587,69	3154,43	7373,01	11/02/2002
5373,93	3709,31	3192,44	7365,40	18/02/2002
5400,54	3773,91	3150,63	7350,20	25/02/2002
5396,74	3937,34	3215,24	7335,00	04/03/2002
5434,74	3937,34	3154,43	7327,40	11/03/2002
5548,76	3944,94	3078,42	7335,00	18/03/2002
5510,75	4074,16	3078,42	7327,40	25/03/2002
5548,76	4104,56	3078,42	7274,19	01/04/2002
5556,36	4165,37	3040,41	7251,39	08/04/2002
5548,76	4005,75	3040,41	7137,37	15/04/2002
5563,96	4058,95	3040,41	7046,16	22/04/2002
5358,73	4036,15	3040,41	6628,10	29/04/2002
5457,54	4028,55	3032,81	6605,30	06/05/2002
5434,74	4028,55	3025,21	6308,86	13/05/2002
5381,53	4013,35	3032,81	6293,66	20/05/2002
5434,74	4028,55	3032,81	6293,66	27/05/2002
5404,34	4043,75	3017,61	6156,84	03/06/2002
5411,94	4089,36	2812,38	6058,03	10/06/2002
5335,93	4036,15	2812,38	5837,60	17/06/2002
5320,73	4074,16	2812,38	5852,80	24/06/2002
5092,69	3587,69	2804,78	5928,81	2002/07/01
4910,27	3412,87	2774,38	5700,78	08/07/2002
4750,65	3382,46	2713,57	5503,15	15/07/2002
4560,62	3268,45	2645,16	4781,05	22/07/2002
4933,07	3610,49	2629,96	5358,73	29/07/2002
5016,68	3640,90	2660,36	5845,20	05/08/2002
4902,67	3629,50	2645,16	5799,59	12/08/2002
5024,29	3686,50	2645,16	5875,60	19/08/2002
5130,70	3724,51	2645,16	5928,81	26/08/2002
5145,90	3861,33	2637,56	6020,02	02/09/2002
5145,90	3846,12	2622,36	5906,01	09/09/2002
5320,73	3876,53	2599,55	5989,62	16/09/2002
5092,69	3884,13	2591,95	4902,67	23/09/2002
5092,69	3876,53	2508,34	5130,70	30/09/2002
5092,69	3891,73	2622,36	5054,69	07/10/2002
4948,27	3952,54	2622,36	5069,89	14/10/2002
4864,66	3914,53	2614,76	4955,88	21/10/2002
4902,67	3982,94	2721,17	5009,08	28/10/2002
4826,66	3937,34	2690,77	5047,09	04/11/2002
4940,67	3891,73	2660,36	5221,91	11/11/2002
4872,26	3967,74	2667,96	5423,34	18/11/2002
4864,66	4019,05	2743,97	5529,75	25/11/2002
4887,47	4028,55	2850,39	5468,95	02/12/2002
4864,66	4005,75	2865,59	5541,16	09/12/2002
5016,68	4104,56	2926,40	5776,79	16/12/2002



5092,69	4210,97	2964,40	5814,79	<b>23/12/2002</b>
4902,67	4066,55	2850,39	5761,59	<b>30/12/2002</b>
4636,63	4066,55	2888,39	5168,71	<b>06/01/2003</b>
4781,05	4119,76	2888,39	5168,71	<b>13/01/2003</b>

الملحق رقم -02- : أسعار أسهم المؤسسات المغربية بالدرهم المغربي

أسعار سهم SNI	أسعار سهم SID	أسعار سهم BCE	أسعار سهم ONA	تاريخ الجلسة
1031,00	541,00	652,00	1113,00	05/06/2000
1002,00	535,00	650,00	1120,00	12/06/2000
1011,00	530,00	637,00	1117,00	20/06/2000
1000,00	530,00	644,00	1122,00	26/06/2000
990,00	506,00	583,00	1122,00	03/07/2000
1010,00	495,00	566,00	1123,00	10/07/2000
1009,00	495,00	560,00	1108,00	17/07/2000
1000,00	494,50	545,00	1110,00	24/07/2000
985,00	486,00	540,00	1112,00	31/07/2000
992,00	503,00	545,00	1115,00	07/08/2000
988,50	502,00	542,00	1112,00	14/08/2000
1009,00	527,75	553,25	1148,00	21/08/2000
1005,00	596,00	571,00	1230,00	28/08/2000
1005,00	579,00	543,00	1211,00	04/09/2000
976,00	575,00	543,00	1184,00	11/09/2000
981,00	585,00	538,00	1190,00	18/09/2000
980,00	577,00	531,00	1172,00	25/09/2000
980,00	570,00	535,00	1176,00	02/10/2000
989,00	571,00	525,00	1175,00	09/10/2000
970,00	525,00	521,00	1160,00	16/10/2000
960,00	549,00	519,00	1169,00	23/10/2000
985,00	543,00	526,00	1163,00	30/10/2000
967,00	530,50	526,00	1155,50	06/11/2000
945,00	520,00	523,00	1155,00	13/11/2000
943,00	505,00	500,00	1126,00	20/11/2000
926,00	494,00	500,00	1111,00	27/11/2000
871,00	474,00	490,00	1045,00	04/12/2000
911,00	485,00	470,00	1080,00	11/12/2000
940,00	496,00	480,00	1092,00	18/12/2000
930,00	485,00	472,00	1100,00	25/12/2000
910,00	475,00	460,00	1114,00	02/01/2001
896,00	466,00	455,00	1080,00	08/01/2001
821,00	452,00	450,00	1030,00	15/01/2001
762,00	405,00	449,00	970,00	22/01/2001
889,00	490,00	460,00	1077,00	29/01/2001
900,00	500,00	455,00	1077,00	05/02/2001
881,00	507,00	437,00	1069,00	12/02/2001
907,00	540,00	450,00	1121,00	19/02/2001
985,00	585,00	449,00	1200,00	26/02/2001
979,50	566,50	446,00	1179,00	07/03/2001
990,00	576,00	455,00	1196,00	12/03/2001
979,00	598,00	454,00	1195,00	19/03/2001
942,50	610,50	450,00	1188,50	27/03/2001
921,00	585,00	440,00	1135,00	02/04/2001
950,00	596,00	442,00	1170,00	09/04/2001
922,00	591,00	435,00	1151,00	16/04/2001
909,00	590,00	438,00	1134,00	23/04/2001
882,50	576,00	430,00	1140,00	30/04/2001
892,00	586,00	444,00	1130,00	07/05/2001
851,00	588,00	448,00	1120,00	14/05/2001

835,00	567,00	452,00	1085,00	<b>21/05/2001</b>
850,00	581,00	453,00	1100,00	<b>28/05/2001</b>
853,50	579,50	450,00	1104,50	<b>05/06/2001</b>
838,00	575,00	450,00	1071,00	<b>11/06/2001</b>
838,00	550,00	425,00	1070,00	<b>18/06/2001</b>
843,00	560,00	423,00	1075,00	<b>25/06/2001</b>
831,00	510,00	410,00	1060,00	<b>02/07/2001</b>
801,00	490,00	408,00	1045,00	<b>09/07/2001</b>
805,00	479,00	405,00	1020,00	<b>16/07/2001</b>
772,00	470,00	405,00	1039,00	<b>23/07/2001</b>
757,50	470,50	405,00	1032,00	<b>30/07/2001</b>
815,00	500,00	429,00	1100,00	<b>06/08/2001</b>
786,00	476,00	404,00	1089,00	<b>13/08/2001</b>
785,00	480,00	405,00	1082,50	<b>20/08/2001</b>
780,00	489,50	405,00	1070,00	<b>27/08/2001</b>
822,50	510,00	405,00	1112,00	<b>03/09/2001</b>
800,00	515,00	406,00	1090,00	<b>10/09/2001</b>
770,00	485,00	403,00	1083,00	<b>17/09/2001</b>
789,00	499,00	405,00	1099,00	<b>24/09/2001</b>
767,00	490,00	403,00	1055,00	<b>01/10/2001</b>
770,00	492,00	403,00	1069,00	<b>08/10/2001</b>
765,00	485,00	401,00	1050,00	<b>15/10/2001</b>
757,00	478,00	400,00	1045,00	<b>22/10/2001</b>
745,00	464,00	400,00	1028,00	<b>29/10/2001</b>
725,00	455,00	400,00	980,00	<b>05/11/2001</b>
710,00	440,00	400,00	971,00	<b>12/11/2001</b>
730,00	469,00	400,00	976,00	<b>19/11/2001</b>
750,00	497,00	445,00	1019,00	<b>26/11/2001</b>
791,00	525,00	448,00	1010,00	<b>03/12/2001</b>
757,00	510,00	445,00	1000,00	<b>10/12/2001</b>
766,50	507,00	442,00	999,50	<b>18/12/2001</b>
764,00	508,00	405,00	996,00	<b>24/12/2001</b>
760,00	500,00	439,00	1037,00	<b>31/12/2001</b>
720,00	484,00	430,00	990,00	<b>07/01/2002</b>
722,00	490,00	430,00	991,00	<b>14/01/2002</b>
732,00	491,00	430,00	990,00	<b>21/01/2002</b>
723,00	495,00	423,00	980,00	<b>28/01/2002</b>
708,00	496,00	420,00	994,00	<b>04/02/2002</b>
710,00	472,00	415,00	970,00	<b>11/02/2002</b>
707,00	488,00	420,00	969,00	<b>18/02/2002</b>
710,50	496,50	414,50	967,00	<b>25/02/2002</b>
710,00	518,00	423,00	965,00	<b>04/03/2002</b>
715,00	518,00	415,00	964,00	<b>11/03/2002</b>
730,00	519,00	405,00	965,00	<b>18/03/2002</b>
725,00	536,00	405,00	964,00	<b>25/03/2002</b>
730,00	540,00	405,00	957,00	<b>01/04/2002</b>
731,00	548,00	400,00	954,00	<b>08/04/2002</b>
730,00	527,00	400,00	939,00	<b>15/04/2002</b>
732,00	534,00	400,00	927,00	<b>22/04/2002</b>
705,00	531,00	400,00	872,00	<b>29/04/2002</b>
718,00	530,00	399,00	869,00	<b>06/05/2002</b>
715,00	530,00	398,00	830,00	<b>13/05/2002</b>

708,00	528,00	399,00	828,00	<b>20/05/2002</b>
715,00	530,00	399,00	828,00	<b>27/05/2002</b>
711,00	532,00	397,00	810,00	<b>03/06/2002</b>
712,00	538,00	370,00	797,00	<b>10/06/2002</b>
702,00	531,00	370,00	768,00	<b>17/06/2002</b>
700,00	536,00	370,00	770,00	<b>24/06/2002</b>
670,00	472,00	369,00	780,00	<b>2002/07/01</b>
646,00	449,00	365,00	750,00	<b>08/07/2002</b>
625,00	445,00	357,00	724,00	<b>15/07/2002</b>
600,00	430,00	348,00	629,00	<b>22/07/2002</b>
649,00	475,00	346,00	705,00	<b>29/07/2002</b>
660,00	479,00	350,00	769,00	<b>05/08/2002</b>
645,00	477,50	348,00	763,00	<b>12/08/2002</b>
661,00	485,00	348,00	773,00	<b>19/08/2002</b>
675,00	490,00	348,00	780,00	<b>26/08/2002</b>
677,00	508,00	347,00	792,00	<b>02/09/2002</b>
677,00	506,00	345,00	777,00	<b>09/09/2002</b>
700,00	510,00	342,00	788,00	<b>16/09/2002</b>
670,00	511,00	341,00	645,00	<b>23/09/2002</b>
670,00	510,00	330,00	675,00	<b>30/09/2002</b>
670,00	512,00	345,00	665,00	<b>07/10/2002</b>
651,00	520,00	345,00	667,00	<b>14/10/2002</b>
640,00	515,00	344,00	652,00	<b>21/10/2002</b>
645,00	524,00	358,00	659,00	<b>28/10/2002</b>
635,00	518,00	354,00	664,00	<b>04/11/2002</b>
650,00	512,00	350,00	687,00	<b>11/11/2002</b>
641,00	522,00	351,00	713,50	<b>18/11/2002</b>
640,00	528,75	361,00	727,50	<b>25/11/2002</b>
643,00	530,00	375,00	719,50	<b>02/12/2002</b>
640,00	527,00	377,00	729,00	<b>09/12/2002</b>
660,00	540,00	385,00	760,00	<b>16/12/2002</b>
670,00	554,00	390,00	765,00	<b>23/12/2002</b>
645,00	535,00	375,00	758,00	<b>30/12/2002</b>
610,00	535,00	380,00	680,00	<b>06/01/2003</b>
629,00	542,00	380,00	680,00	<b>13/01/2003</b>

**الملحق -03- : أسعار صرف الدينار الجزائري بالدرهم المغربي و الدرهم المغربي بالدينار الجزائري  
للفترة الممتدة بين 2000/06/05 و 2003/01/13**

التاريخ	سعر صرف الدينار بالدرهم	سعر صرف الدرهم بالدينار
05/06/2000	0,136303	7,336596
12/06/2000	0,137241	7,286452
20/06/2000	0,137623	7,266227
26/06/2000	0,137401	7,277967
03/07/2000	0,137203	7,288470
10/07/2000	0,136972	7,300762
17/07/2000	0,136648	7,318073
24/07/2000	0,136256	7,339126
31/07/2000	0,136701	7,315235
07/08/2000	0,136765	7,311812
14/08/2000	0,137745	7,259792
21/08/2000	0,137165	7,290490
28/08/2000	0,136358	7,333636
04/09/2000	0,135670	7,370826
11/09/2000	0,136870	7,306203
18/09/2000	0,136780	7,311010
25/09/2000	0,137699	7,262217
02/10/2000	0,145781	6,859604
09/10/2000	0,135967	7,354726
16/10/2000	0,136581	7,321663
23/10/2000	0,135370	7,387161
30/10/2000	0,138906	7,199113
06/11/2000	0,139077	7,190262
13/11/2000	0,139785	7,153843
20/11/2000	0,139635	7,161528
27/11/2000	0,140059	7,139848
04/12/2000	0,139001	7,194193
11/12/2000	0,139801	7,153025
18/12/2000	0,139801	7,153025
25/12/2000	0,140516	7,116627
02/01/2001	0,139921	7,146890
08/01/2001	0,141787	7,052833
15/01/2001	0,141840	7,050197
22/01/2001	0,138332	7,228985
29/01/2001	0,139416	7,172778
05/02/2001	0,140042	7,140715
12/02/2001	0,137687	7,262850
19/02/2001	0,140641	7,110302
26/02/2001	0,138643	7,212769

7,219539	0,138513	<b>07/03/2001</b>
7,265805	0,137631	<b>12/03/2001</b>
7,142653	0,140004	<b>19/03/2001</b>
7,117488381	0,140499	<b>27/03/2001</b>
7,198750297	0,138913	<b>02/04/2001</b>
7,140256050	0,140051	<b>09/04/2001</b>
7,154252846	0,139777	<b>16/04/2001</b>
7,238980462	0,138141	<b>23/04/2001</b>
6,907937911	0,144761	<b>30/04/2001</b>
7,225851205	0,138392	<b>07/05/2001</b>
6,897455529	0,144981	<b>14/05/2001</b>
6,905362014	0,144815	<b>21/05/2001</b>
6,888617937	0,145167	<b>28/05/2001</b>
6,741088281	0,148344	<b>05/06/2001</b>
6,863041151	0,145708	<b>11/06/2001</b>
6,895885914	0,145014	<b>18/06/2001</b>
6,853633797	0,145908	<b>25/06/2001</b>
6,804341170	0,146965	<b>02/07/2001</b>
6,817283176	0,146686	<b>09/07/2001</b>
6,872993945	0,145497	<b>16/07/2001</b>
6,852224917	0,145938	<b>23/07/2001</b>
6,901978107	0,144886	<b>30/07/2001</b>
6,842191691	0,146152	<b>06/08/2001</b>
6,907413036	0,144772	<b>13/08/2001</b>
6,924488453	0,144415	<b>20/08/2001</b>
6,861581320	0,145739	<b>27/08/2001</b>
6,848095545	0,146026	<b>03/09/2001</b>
7,102676288	0,140792	<b>10/09/2001</b>
6,559097468	0,152460	<b>17/09/2001</b>
6,938228948	0,144129	<b>24/09/2001</b>
6,940877605	0,144074	<b>01/10/2001</b>
6,872474366	0,145508	<b>08/10/2001</b>
7,010656197	0,142640	<b>15/10/2001</b>
6,917016552	0,144571	<b>22/10/2001</b>
6,930967563	0,144280	<b>29/10/2001</b>
6,972479623	0,143421	<b>05/11/2001</b>
6,438901266	0,155306	<b>12/11/2001</b>
6,466214032	0,154650	<b>19/11/2001</b>
6,489713804	0,154090	<b>26/11/2001</b>
6,522391370	0,153318	<b>03/12/2001</b>
6,480881400	0,154300	<b>10/12/2001</b>
6,754748588	0,148044	<b>18/12/2001</b>
6,691066757	0,149453	<b>24/12/2001</b>

6,478194398	0,154364	<b>31/12/2001</b>
6,464541987	0,154690	<b>07/01/2002</b>
6,667644588	0,149978	<b>14/01/2002</b>
6,676325084	0,149783	<b>21/01/2002</b>
6,716187355	0,148894	<b>28/01/2002</b>
6,720384944	0,148801	<b>04/02/2002</b>
6,488282162	0,154124	<b>11/02/2002</b>
6,497936905	0,153895	<b>18/02/2002</b>
6,749232275	0,148165	<b>25/02/2002</b>
6,733145254	0,148519	<b>04/03/2002</b>
6,735503513	0,148467	<b>11/03/2002</b>
6,883733737	0,145270	<b>18/03/2002</b>
6,800038080	0,147058	<b>25/03/2002</b>
6,632795193	0,150766	<b>01/04/2002</b>
6,809576989	0,146852	<b>08/04/2002</b>
6,839009711	0,146220	<b>15/04/2002</b>
6,917638595	0,144558	<b>22/04/2002</b>
6,982947642	0,143206	<b>29/04/2002</b>
6,758400692	0,147964	<b>06/05/2002</b>
6,978269668	0,143302	<b>13/05/2002</b>
7,313951362	0,136725	<b>20/05/2002</b>
6,911375433	0,144689	<b>27/05/2002</b>
7,110302117	0,140641	<b>03/06/2002</b>
7,180039490	0,139275	<b>10/06/2002</b>
6,993887342	0,142982	<b>17/06/2002</b>
7,427764986	0,134630	<b>24/06/2002</b>
7,496701451	0,133392	<b>01/07/2002</b>
7,528079737	0,132836	<b>08/07/2002</b>
7,633354707	0,131004	<b>15/07/2002</b>
7,524454477	0,132900	<b>22/07/2002</b>
7,480886335	0,133674	<b>29/07/2002</b>
7,385360738	0,135403	<b>05/08/2002</b>
7,441472816	0,134382	<b>12/08/2002</b>
7,441140578	0,134388	<b>19/08/2002</b>
7,168869899	0,139492	<b>26/08/2002</b>
7,364149846	0,135793	<b>02/09/2002</b>
7,378984652	0,135520	<b>09/09/2002</b>
7,385851663	0,135394	<b>16/09/2002</b>
7,237251581	0,138174	<b>23/09/2002</b>
7,228933082	0,138333	<b>30/09/2002</b>
7,175042333	0,139372	<b>07/10/2002</b>
7,400774121	0,135121	<b>14/10/2002</b>
7,243489913	0,138055	<b>21/10/2002</b>

7,236884955	0,138181	<b>28/10/2002</b>
7,512019231	0,133120	<b>04/11/2002</b>
7,473841555	0,133800	<b>11/11/2002</b>
7,543070935	0,132572	<b>18/11/2002</b>
7,211365111	0,138670	<b>25/11/2002</b>
7,562980722	0,132223	<b>02/12/2002</b>
7,495352881	0,133416	<b>09/12/2002</b>
7,632364277	0,131021	<b>16/12/2002</b>
7,648885557	0,130738	<b>23/12/2002</b>
7,651343576	0,130696	<b>30/12/2002</b>
7,571226312	0,132079	<b>06/01/2003</b>
7,601036781	0,131561	<b>13/01/2003</b>



**الملحق رقم -04- : أسعار صرف الدرهم المغربي بالدينار الجزائري المتغير على الفترة الممتدة بين  
2003/01/13 و 2000/06/05**

أسعار سهم SNI	أسعار سهم SID	أسعار سهم BCE	أسعار سهم ONA	seance
7564,03	3969,10	4783,46	8165,63	05/06/2000
7301,03	3898,25	4736,19	8160,83	12/06/2000
7346,16	3851,10	4628,59	8116,38	20/06/2000
7277,97	3857,32	4687,01	8165,88	26/06/2000
7215,59	3687,97	4249,18	8177,66	03/07/2000
7373,77	3613,88	4132,23	8198,76	10/07/2000
7383,94	3622,45	4098,12	8108,42	17/07/2000
7339,13	3629,20	3999,82	8146,43	24/07/2000
7205,51	3555,20	3950,23	8134,54	31/07/2000
7253,32	3677,84	3984,94	8152,67	07/08/2000
7176,30	3644,42	3934,81	8072,89	14/08/2000
7356,10	3847,56	4033,46	8369,48	21/08/2000
7370,30	4370,85	4187,51	9020,37	28/08/2000
7407,68	4267,71	4002,36	8926,07	04/09/2000
7130,85	4201,07	3967,27	8650,54	11/09/2000
7172,10	4276,94	3933,32	8700,10	18/09/2000
7116,97	4190,30	3856,24	8511,32	25/09/2000
6722,41	3909,97	3669,89	8066,89	02/10/2000
7273,82	4199,55	3861,23	8641,80	09/10/2000
7102,01	3843,87	3814,59	8493,13	16/10/2000
7091,67	4055,55	3833,94	8635,59	23/10/2000
7091,13	3909,12	3786,73	8372,57	30/10/2000
6952,98	3814,43	3782,08	8308,35	06/11/2000
6760,38	3720,00	3741,46	8262,69	13/11/2000
6753,32	3616,57	3580,76	8063,88	20/11/2000
6611,50	3527,09	3569,92	7932,37	27/11/2000
6266,14	3410,05	3525,15	7517,93	04/12/2000
6516,41	3469,22	3361,92	7725,27	11/12/2000
6723,84	3547,90	3433,45	7811,10	18/12/2000
6618,46	3451,56	3359,05	7828,29	25/12/2000
6503,67	3394,77	3287,57	7961,64	02/01/2001
6319,34	3286,62	3209,04	7617,06	08/01/2001
5788,21	3186,69	3172,59	7261,70	15/01/2001
5508,49	2927,74	3245,81	7012,12	22/01/2001
6376,60	3514,66	3299,48	7725,08	29/01/2001
6426,64	3570,36	3249,03	7690,55	05/02/2001
6398,57	3682,26	3173,87	7763,99	12/02/2001
6449,04	3839,56	3199,64	7970,65	19/02/2001
7104,58	4219,47	3238,53	8655,32	26/02/2001
7071,54	4089,87	3219,91	8511,84	07/03/2001
7193,15	4185,10	3305,94	8689,90	12/03/2001
6992,66	4271,31	3242,76	8535,47	19/03/2001
6708,23	4345,23	3202,87	8459,13	27/03/2001
6630,05	4211,27	3167,45	8170,58	02/04/2001
6783,24	4255,59	3155,99	8354,10	09/04/2001
6596,22	4228,16	3112,10	8234,55	16/04/2001
6580,23	4271,00	3170,67	8209,00	23/04/2001

6096,26	3978,97	2970,41	7875,05	30/04/2001
6445,46	4234,35	3208,28	8165,21	07/05/2001
5869,73	4055,70	3090,06	7725,15	14/05/2001
5765,98	3915,34	3121,22	7492,32	21/05/2001
5855,33	4002,29	3120,54	7577,48	28/05/2001
5753,52	3906,46	3033,49	7445,53	05/06/2001
5751,23	3946,25	3088,37	7350,32	11/06/2001
5778,75	3792,74	2930,75	7378,60	18/06/2001
5777,61	3838,03	2899,09	7367,66	25/06/2001
5654,41	3470,21	2789,78	7212,60	02/07/2001
5460,64	3340,47	2781,45	7124,06	09/07/2001
5532,76	3292,16	2783,56	7010,45	16/07/2001
5289,92	3220,55	2775,15	7119,46	23/07/2001
5228,25	3247,38	2795,30	7122,84	30/07/2001
5576,39	3421,10	2935,30	7526,41	06/08/2001
5429,23	3287,93	2790,59	7522,17	13/08/2001
5435,72	3323,75	2804,42	7495,76	20/08/2001
5352,03	3358,74	2778,94	7341,89	27/08/2001
5632,56	3492,53	2773,48	7615,08	03/09/2001
5682,14	3657,88	2883,69	7741,92	10/09/2001
5050,51	3181,16	2643,32	7103,50	17/09/2001
5474,26	3462,18	2809,98	7625,11	24/09/2001
5323,65	3401,03	2797,17	7322,63	01/10/2001
5291,81	3381,26	2769,61	7346,68	08/10/2001
5363,15	3400,17	2811,27	7361,19	15/10/2001
5236,18	3306,33	2766,81	7228,28	22/10/2001
5163,57	3215,97	2772,39	7125,03	29/10/2001
5055,05	3172,48	2788,99	6833,03	05/11/2001
4571,62	2833,12	2575,56	6252,17	12/11/2001
4720,34	3032,65	2586,49	6311,02	19/11/2001
4867,29	3225,39	2887,92	6613,02	26/11/2001
5159,21	3424,26	2922,03	6587,62	03/12/2001
4906,03	3305,25	2883,99	6480,88	10/12/2001
5177,51	3424,66	2985,60	6751,37	18/12/2001
5111,98	3399,06	2709,88	6664,30	24/12/2001
4923,43	3239,10	2843,93	6717,89	31/12/2001
4654,47	3128,84	2779,75	6399,90	07/01/2002
4814,04	3267,15	2867,09	6607,64	14/01/2002
4887,07	3278,08	2870,82	6609,56	21/01/2002
4855,80	3324,51	2840,95	6581,86	28/01/2002
4758,03	3333,31	2822,56	6680,06	04/02/2002
4606,68	3062,47	2692,64	6293,63	11/02/2002
4594,04	3170,99	2729,13	6296,50	18/02/2002
4795,33	3350,99	2797,56	6526,51	25/02/2002
4780,53	3487,77	2848,12	6497,49	04/03/2002
4815,89	3488,99	2795,23	6493,03	11/03/2002
5025,13	3572,66	2787,91	6642,80	18/03/2002
4930,03	3644,82	2754,02	6555,24	25/03/2002
4841,94	3581,71	2686,28	6347,58	01/04/2002
4977,80	3731,65	2723,83	6496,34	08/04/2002
4992,48	3604,16	2735,60	6421,83	15/04/2002
5063,71	3694,02	2767,06	6412,65	22/04/2002

4922,98	3707,95	2793,18	6089,13	<b>29/04/2002</b>
4852,53	3581,95	2696,60	5873,05	<b>06/05/2002</b>
4989,46	3698,48	2777,35	5791,96	<b>13/05/2002</b>
5178,28	3861,77	2918,27	6055,95	<b>20/05/2002</b>
4941,63	3663,03	2757,64	5722,62	<b>27/05/2002</b>
5055,42	3782,68	2822,79	5759,34	<b>03/06/2002</b>
5112,19	3862,86	2656,61	5722,49	<b>10/06/2002</b>
4909,71	3713,75	2587,74	5371,31	<b>17/06/2002</b>
5199,44	3981,28	2748,27	5719,38	<b>24/06/2002</b>
5022,79	3538,44	2766,28	5847,43	<b>2002/07/01</b>
4863,14	3380,11	2747,75	5646,06	<b>08/07/2002</b>
4770,85	3396,84	2725,11	5526,55	<b>15/07/2002</b>
4514,67	3235,52	2618,51	4732,88	<b>22/07/2002</b>
4855,10	3553,42	2588,39	5274,02	<b>29/07/2002</b>
4874,34	3537,59	2584,88	5679,34	<b>05/08/2002</b>
4799,75	3553,30	2589,63	5677,84	<b>12/08/2002</b>
4918,59	3608,95	2589,52	5752,00	<b>19/08/2002</b>
4838,99	3512,75	2494,77	5591,72	<b>26/08/2002</b>
4985,53	3740,99	2555,36	5832,41	<b>02/09/2002</b>
4995,57	3733,77	2545,75	5733,47	<b>09/09/2002</b>
5170,10	3766,78	2525,96	5820,05	<b>16/09/2002</b>
4848,96	3698,24	2467,90	4668,03	<b>23/09/2002</b>
4843,39	3686,76	2385,55	4879,53	<b>30/09/2002</b>
4807,28	3673,62	2475,39	4771,40	<b>07/10/2002</b>
4817,90	3848,40	2553,27	4936,32	<b>14/10/2002</b>
4635,83	3730,40	2491,76	4722,76	<b>21/10/2002</b>
4667,79	3792,13	2590,80	4769,11	<b>28/10/2002</b>
4770,13	3891,23	2659,25	4987,98	<b>04/11/2002</b>
4858,00	3826,61	2615,84	5134,53	<b>11/11/2002</b>
4835,11	3937,48	2647,62	5381,98	<b>18/11/2002</b>
4615,27	3813,01	2603,30	5246,27	<b>25/11/2002</b>
4863,00	4008,38	2836,12	5441,56	<b>02/12/2002</b>
4797,03	3950,05	2825,75	5464,11	<b>09/12/2002</b>
5037,36	4121,48	2938,46	5800,60	<b>16/12/2002</b>
5124,75	4237,48	2983,07	5851,40	<b>23/12/2002</b>
4935,12	4093,47	2869,25	5799,72	<b>30/12/2002</b>
4618,45	4050,61	2877,07	5148,43	<b>06/01/2003</b>
4781,05	4119,76	2888,39	5168,71	<b>13/01/2003</b>

**الملحق رقم -05- : أسعار المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة بين 2000/06/05 و 2003/01/13**

تاريخ الجلسة	أسعار سهم سطيف	أسعار سهم الرياض	أسعار سهم صيدال	أسعار سهم الأوراسي
05/06/2000	2300	2300	775	390
12/06/2000	2300	2300	775	390
20/06/2000	2300	2300	740	390
26/06/2000	2300	2300	760	390
03/07/2000	2300	2300	770	390
10/07/2000	2300	2300	800	390
17/07/2000	2300	2300	800	395
24/07/2000	2300	2300	760	380
31/07/2000	2300	2300	735	390
07/08/2000	2300	2300	740	395
14/08/2000	2300	2300	765	385
21/08/2000	2300	2300	780	380
28/08/2000	2300	2300	800	395
04/09/2000	2300	2300	800	380
11/09/2000	2300	2300	800	380
18/09/2000	2300	2300	800	395
25/09/2000	2300	2300	760	395
02/10/2000	2300	2300	765	400
09/10/2000	2300	2300	770	385
16/10/2000	2300	2300	770	375
23/10/2000	2300	2300	745	380
30/10/2000	2300	2300	740	380
06/11/2000	2290	2290	735	385
13/11/2000	2295	2295	710	385
20/11/2000	2295	2295	720	380
27/11/2000	2300	2300	720	375
04/12/2000	2300	2300	720	375
11/12/2000	2300	2300	750	365
18/12/2000	2295	2295	780	375
25/12/2000	2295	2295	780	370
02/01/2001	2300	2300	790	370
08/01/2001	2300	2300	785	375
15/01/2001	2300	2300	785	380
22/01/2001	2300	2300	770	380
29/01/2001	2300	2300	780	380
05/02/2001	2300	2300	780	380
12/02/2001	2300	2300	770	380
19/02/2001	2300	2300	770	365
26/02/2001	2300	2300	770	365
07/03/2001	2290	2290	770	350
12/03/2001	2295	2295	795	350
19/03/2001	2285	2285	790	350
27/03/2001	2285	2285	770	365
02/04/2001	2285	2285	770	365
09/04/2001	2285	2285	770	365
16/04/2001	2285	2285	735	380
23/04/2001	2280	2280	735	380

380	735	2280	30/04/2001
380	700	2195	07/05/2001
365	665	2090	14/05/2001
365	695	1990	21/05/2001
365	725	1990	28/05/2001
350	760	1990	05/06/2001
335	760	1895	11/06/2001
330	760	1895	18/06/2001
345	725	1805	25/06/2001
350	720	1715	02/07/2001
365	735	1800	09/07/2001
380	735	1750	16/07/2001
380	735	1750	23/07/2001
380	715	1700	30/07/2001
380	715	1700	06/08/2001
380	715	1700	13/08/2001
380	715	1700	20/08/2001
365	715	1700	27/08/2001
365	715	1785	03/09/2001
350	715	1785	10/09/2001
350	715	1870	17/09/2001
335	715	1780	24/09/2001
20	715	1780	01/10/2001
320	715	1780	08/10/2001
350	715	1700	15/10/2001
290	715	1645	22/10/2001
<b>285</b>	<b>680</b>	<b>1645</b>	<b>29/10/2001</b>
280	645	1645	05/11/2001
270	615	1645	12/11/2001
260	615	1940	19/11/2001
260	615	1940	26/11/2001
260	615	1560	03/12/2001
270	585	1635	10/12/2001
260	560	1635	18/12/2001
270	535	1600	24/12/2001
270	510	1600	31/12/2001
260	485	1600	07/01/2002
255	505	1560	14/01/2002
255	505	1560	21/01/2002
265	530	1560	28/01/2002
255	555	1635	04/02/2002
255	560	1645	11/02/2002
250	560	1595	18/02/2002
245	535	1595	25/02/2002
255	535	1595	04/03/2002
260	560	1595	11/03/2002
265	585	1595	18/03/2002
265	560	1440	25/03/2002
275	560	1440	01/04/2002
270	535	1440	08/04/2002
265	490	1440	15/04/2002
265	490	1440	22/04/2002

265	490	1440	29/04/2002
265	490	1300	06/05/2002
265	490	1235	13/05/2002
265	470	1235	20/05/2002
265	470	1235	27/05/2002
270	450	1235	03/06/2002
270	430	1235	10/06/2002
270	430	1155	17/06/2002
270	430	1145	24/06/2002
260	430	1100	2002/07/01
240	430	1100	08/07/2002
240	430	1100	15/07/2002
235	390	1100	22/07/2002
240	405	1100	29/07/2002
230	430	1100	05/08/2002
235	430	1100	12/08/2002
235	450	1100	19/08/2002
225	450	1100	26/08/2002
225	450	1095	02/09/2002
215	450	1095	09/09/2002
215	430	1095	16/09/2002
215	410	1095	23/09/2002
215	410	1095	30/09/2002
215	410	1095	07/10/2002
210	400	1095	14/10/2002
210	395	1095	21/10/2002
210	385	1095	28/10/2002
210	370	1095	04/11/2002
210	370	1095	11/11/2002
210	400	1095	18/11/2002
210	410	1095	25/11/2002
<b>215</b>	<b>407,5</b>	<b>1095</b>	<b>02/12/2002</b>
220	405	1095	09/12/2002
220	425	1095	16/12/2002
230	430	1095	23/12/2002
240	430	1095	30/12/2002
250	420	1095	06/01/2003
255	430	1095	13/01/2003

**الملحق رقم -06-:** معدلات مردودية الأسبوعية الأسهم المغربية (SID، SNI، BCE و ONA للفترة الممتدة بين 2000/06/05 و 2003/01/13 في حالة تغطية خطر الصرف

SNI	SID	BCE	ONA	تاريخ الجلسة
				05/06/2000
-0,028128031	-0,011090573	-0,003067485	0,006289308	12/06/2000
0,008982036	-0,009345794	-0,02	-0,002678571	20/06/2000
-0,010880317	0	0,010989011	0,004476276	26/06/2000
-0,01	-0,045283019	-0,094720497	0	03/07/2000
0,02020202	-0,02173913	-0,02915952	0,000891266	10/07/2000
-0,000990099	0	-0,010600707	-0,013357079	17/07/2000
-0,008919722	-0,001010101	-0,026785714	0,001805054	24/07/2000
-0,015	-0,01718908	-0,009174312	0,001801802	31/07/2000
0,007106599	0,034979424	0,009259259	0,002697842	07/08/2000
-0,003528226	-0,001988072	-0,005504587	-0,002690583	14/08/2000
0,020738493	0,051294821	0,020756458	0,032374101	21/08/2000
-0,003964321	0,129322596	0,032083145	0,071428571	28/08/2000
0	-0,02852349	-0,049036778	-0,015447154	04/09/2000
-0,028855721	-0,006908463	0	-0,022295623	11/09/2000
0,005122951	0,017391304	-0,009208103	0,005067568	18/09/2000
-0,001019368	-0,013675214	-0,013011152	-0,01512605	25/09/2000
0	-0,012131716	0,007532957	0,003412969	02/10/2000
0,009183673	0,001754386	-0,018691589	-0,00085034	09/10/2000
-0,019211325	-0,08056042	-0,007619048	-0,012765957	16/10/2000
-0,010309278	0,045714286	-0,003838772	0,007758621	23/10/2000
0,026041667	-0,010928962	0,013487476	-0,005132592	30/10/2000
-0,018274112	-0,023020258	0	-0,006448839	06/11/2000
-0,022750776	-0,019792648	-0,005703422	-0,000432713	13/11/2000
-0,002116402	-0,028846154	-0,043977055	-0,025108225	20/11/2000
-0,018027572	-0,021782178	0	-0,013321492	27/11/2000
-0,059395248	-0,04048583	-0,02	-0,059405941	04/12/2000
0,045924225	0,023206751	-0,040816327	0,033492823	11/12/2000
0,03183315	0,022680412	0,021276596	0,011111111	18/12/2000
-0,010638298	-0,022177419	-0,016666667	0,007326007	25/12/2000
-0,021505376	-0,020618557	-0,025423729	0,012727273	02/01/2001
-0,015384615	-0,018947368	-0,010869565	-0,030520646	08/01/2001
-0,083705357	-0,030042918	-0,010989011	-0,046296296	15/01/2001
-0,071863581	-0,103982301	-0,002222222	-0,058252427	22/01/2001
0,166666667	0,209876543	0,024498886	0,110309278	29/01/2001
0,012373453	0,020408163	-0,010869565	0	05/02/2001
-0,021111111	0,014	-0,03956044	-0,007428041	12/02/2001
0,029511918	0,065088757	0,029748284	0,048643592	19/02/2001
0,085997795	0,083333333	-0,002222222	0,070472792	26/02/2001
-0,005583756	-0,031623932	-0,006681514	-0,0175	07/03/2001
0,010719755	0,016769638	0,020179372	0,014418999	12/03/2001
-0,011111111	0,038194444	-0,002197802	-0,00083612	19/03/2001
-0,037282942	0,02090301	-0,008810573	-0,005439331	27/03/2001
-0,022811671	-0,041769042	-0,022222222	-0,045014724	02/04/2001
0,031487514	0,018803419	0,004545455	0,030837004	09/04/2001
-0,029473684	-0,008389262	-0,015837104	-0,016239316	16/04/2001
-0,014099783	-0,001692047	0,006896552	-0,014769765	23/04/2001
-0,029152915	-0,023728814	-0,01826484	0,005291005	30/04/2001
0,010764873	0,017361111	0,03255814	-0,00877193	07/05/2001



-0,045964126	0,003412969	0,009009009	-0,008849558	<b>14/05/2001</b>
-0,01880141	-0,035714286	0,008928571	-0,03125	<b>21/05/2001</b>
0,017964072	0,024691358	0,002212389	0,013824885	<b>28/05/2001</b>
0,004117647	-0,002581756	-0,006622517	0,004090909	<b>05/06/2001</b>
-0,018160516	-0,007765315	0	-0,030330466	<b>11/06/2001</b>
0	-0,043478261	-0,055555556	-0,000933707	<b>18/06/2001</b>
0,005966587	0,018181818	-0,004705882	0,004672897	<b>25/06/2001</b>
-0,014234875	-0,089285714	-0,030732861	-0,013953488	<b>02/07/2001</b>
-0,036101083	-0,039215686	-0,004878049	-0,014150943	<b>09/07/2001</b>
0,004993758	-0,02244898	-0,007352941	-0,023923445	<b>16/07/2001</b>
-0,040993789	-0,018789144	0	0,018627451	<b>23/07/2001</b>
-0,018782383	0,00106383	0	-0,006737247	<b>30/07/2001</b>
0,075907591	0,062699256	0,059259259	0,065891473	<b>06/08/2001</b>
-0,035582822	-0,048	-0,058275058	-0,01	<b>13/08/2001</b>
-0,001272265	0,008403361	0,002475248	-0,005968779	<b>20/08/2001</b>
-0,006369427	0,019791667	0	-0,011547344	<b>27/08/2001</b>
0,054487179	0,041879469	0	0,039252336	<b>03/09/2001</b>
-0,027355623	0,009803922	0,002469136	-0,019784173	<b>10/09/2001</b>
-0,0375	-0,058252427	-0,007389163	-0,006422018	<b>17/09/2001</b>
0,024675325	0,028865979	0,004962779	0,014773777	<b>24/09/2001</b>
-0,027883397	-0,018036072	-0,004938272	-0,040036397	<b>01/10/2001</b>
0,003911343	0,004081633	0	0,013270142	<b>08/10/2001</b>
-0,006493506	-0,014227642	-0,004962779	-0,01777362	<b>15/10/2001</b>
-0,010457516	-0,01443299	-0,002493766	-0,004761905	<b>22/10/2001</b>
-0,015852048	-0,029288703	0	-0,016267943	<b>29/10/2001</b>
-0,026845638	-0,019396552	0	-0,046692607	<b>05/11/2001</b>
-0,020689655	-0,032967033	0	-0,009183673	<b>12/11/2001</b>
0,028169014	0,065909091	0	0,005149331	<b>19/11/2001</b>
0,02739726	0,059701493	0,1125	0,044057377	<b>26/11/2001</b>
0,054666667	0,056338028	0,006741573	-0,008832188	<b>03/12/2001</b>
-0,042983565	-0,028571429	-0,006696429	-0,00990099	<b>10/12/2001</b>
0,012549538	-0,005882353	-0,006741573	-0,0005	<b>18/12/2001</b>
-0,003261579	0,001972387	-0,083710407	-0,003501751	<b>24/12/2001</b>
-0,005235602	-0,015748031	0,083950617	0,041164659	<b>31/12/2001</b>
-0,052631579	-0,032	-0,020501139	-0,045323047	<b>07/01/2002</b>
0,002777778	0,012396694	0	0,001010101	<b>14/01/2002</b>
0,013850416	0,002040816	0	-0,001009082	<b>21/01/2002</b>
-0,012295082	0,00814664	-0,01627907	-0,01010101	<b>28/01/2002</b>
-0,020746888	0,002020202	-0,007092199	0,014285714	<b>04/02/2002</b>
0,002824859	-0,048387097	-0,011904762	-0,024144869	<b>11/02/2002</b>
-0,004225352	0,033898305	0,012048193	-0,001030928	<b>18/02/2002</b>
0,004950495	0,017418033	-0,013095238	-0,002063983	<b>25/02/2002</b>
-0,00070373	0,043303122	0,020506634	-0,002068252	<b>04/03/2002</b>
0,007042254	0	-0,01891253	-0,001036269	<b>11/03/2002</b>
0,020979021	0,001930502	-0,024096386	0,001037344	<b>18/03/2002</b>
-0,006849315	0,032755299	0	-0,001036269	<b>25/03/2002</b>
0,006896552	0,007462687	0	-0,007261411	<b>01/04/2002</b>
0,001369863	0,014814815	-0,012345679	-0,003134796	<b>08/04/2002</b>
-0,001367989	-0,038321168	0	-0,01572327	<b>15/04/2002</b>
0,002739726	0,013282732	0	-0,012779553	<b>22/04/2002</b>
-0,036885246	-0,005617978	0	-0,059331176	<b>29/04/2002</b>
0,018439716	-0,001883239	-0,0025	-0,003440367	<b>06/05/2002</b>



-0,004178273	0	-0,002506266	-0,044879171	13/05/2002
-0,00979021	-0,003773585	0,002512563	-0,002409639	20/05/2002
0,009887006	0,003787879	0	0	27/05/2002
-0,005594406	0,003773585	-0,005012531	-0,02173913	03/06/2002
0,00140647	0,011278195	-0,068010076	-0,016049383	10/06/2002
-0,014044944	-0,013011152	0	-0,036386449	17/06/2002
-0,002849003	0,009416196	0	0,002604167	24/06/2002
-0,042857143	-0,119402985	-0,002702703	0,012987013	2002/07/01
-0,035820896	-0,048728814	-0,010840108	-0,038461538	08/07/2002
-0,03250774	-0,008908686	-0,021917808	-0,034666667	15/07/2002
-0,04	-0,033707865	-0,025210084	-0,13121547	22/07/2002
0,081666667	0,104651163	-0,005747126	0,120826709	29/07/2002
0,016949153	0,008421053	0,011560694	0,090780142	05/08/2002
-0,022727273	-0,003131524	-0,005714286	-0,007802341	12/08/2002
0,024806202	0,015706806	0	0,01310616	19/08/2002
0,02118003	0,010309278	0	0,009055627	26/08/2002
0,002962963	0,036734694	-0,002873563	0,015384615	02/09/2002
0	-0,003937008	-0,005763689	-0,018939394	09/09/2002
0,033973412	0,007905138	-0,008695652	0,014157014	16/09/2002
-0,042857143	0,001960784	-0,002923977	-0,181472081	23/09/2002
0	-0,001956947	-0,032258065	0,046511628	30/09/2002
0	0,003921569	0,045454545	-0,014814815	07/10/2002
-0,028358209	0,015625	0	0,003007519	14/10/2002
-0,016897081	-0,009615385	-0,002898551	-0,022488756	21/10/2002
0,0078125	0,017475728	0,040697674	0,010736196	28/10/2002
-0,015503876	-0,011450382	-0,011173184	0,007587253	04/11/2002
0,023622047	-0,011583012	-0,011299435	0,034638554	11/11/2002
-0,013846154	0,01953125	0,002857143	0,038573508	18/11/2002
-0,001560062	0,012931034	0,028490028	0,019621584	25/11/2002
0,0046875	0,002364066	0,038781163	-0,010996564	02/12/2002
-0,00466563	-0,005660377	0,005333333	0,013203614	09/12/2002
0,03125	0,024667932	0,021220159	0,042524005	16/12/2002
0,015151515	0,025925926	0,012987013	0,006578947	23/12/2002
-0,037313433	-0,034296029	-0,038461538	-0,009150327	30/12/2002
-0,054263566	0	0,013333333	-0,102902375	06/01/2003
0,031147541	0,013084112	0	0	13/01/2003
-0,0032	0,0007	-0,0037	-0,0030	المتوسط الحسابي
0,0306	0,0386	0,0248	0,0353	الانحراف المعياري

**الملحق رقم -07-:** معدلات مردودية الأسبوعية الأسهم المغربية SID، SNI، BCE و ONA للفترة الممتدة بين 2000/06/05 و 2003/01/13 في حالة عدم تغطية خطر الصرف

SNI	SID	BCE	ONA	تاريخ الجلسة
				05/06/2000
-0,034770477	-0,017849465	-0,009881212	-0,00058837	12/06/2000
0,006181406	-0,012095552	-0,022720185	-0,005446835	20/06/2000
-0,009282187	0,001615709	0,012622475	0,006099217	26/06/2000
-0,008571314	-0,04390525	-0,093414073	0,001443117	03/07/2000
0,021922566	-0,020089317	-0,02752222	0,002579245	10/07/2000
0,001378609	0,002371056	-0,008254786	-0,011017694	17/07/2000
-0,006068446	0,001863931	-0,023985838	0,004687185	24/07/2000
-0,018206451	-0,020388404	-0,012399727	-0,001459343	31/07/2000
0,006635317	0,034495099	0,00878697	0,002228623	07/08/2000
-0,01061772	-0,009088523	-0,01258002	-0,009786036	14/08/2000
0,025054669	0,055740204	0,02507271	0,036739478	21/08/2000
0,001930462	0,136006203	0,038191266	0,077769548	28/08/2000
0,005071128	-0,023597008	-0,044214321	-0,010454361	04/09/2000
-0,037370174	-0,015615337	-0,008767444	-0,030867591	11/09/2000
0,005784313	0,018060739	-0,008556171	0,005728893	18/09/2000
-0,007686542	-0,020257923	-0,019598294	-0,021699077	25/09/2000
-0,05439323	-0,066898465	-0,048323989	-0,052215567	02/10/2000
0,082025823	0,074060295	0,052138545	0,071267562	09/10/2000
-0,023620461	-0,084693762	-0,012080297	-0,017204069	16/10/2000
-0,001455652	0,055069091	0,005072739	0,01677388	23/10/2000
-7,73155E-05	-0,036106817	-0,012311926	-0,030458	30/10/2000
-0,019481178	-0,024221488	-0,001229535	-0,007670445	06/11/2000
-0,027700466	-0,024757321	-0,010739456	-0,005495443	13/11/2000
-0,001044446	-0,027802912	-0,042950068	-0,024060968	20/11/2000
-0,021000292	-0,024743533	-0,003027296	-0,01630846	27/11/2000
-0,052235877	-0,03318253	-0,012540773	-0,05224665	04/12/2000
0,039939008	0,017351533	-0,046305178	0,027578743	11/12/2000
0,03183315	0,022680412	0,021276596	0,011111111	18/12/2000
-0,015672555	-0,027152961	-0,021670249	0,002200341	25/12/2000
-0,017344426	-0,016453835	-0,021279441	0,017033794	02/01/2001
-0,028342731	-0,031858596	-0,023887101	-0,043279563	08/01/2001
-0,08404774	-0,030405353	-0,011358565	-0,046652658	15/01/2001
-0,048326709	-0,081259937	0,023080704	-0,034370386	22/01/2001
0,157595494	0,200469401	0,016533109	0,1016763	29/01/2001
0,007848055	0,015846849	-0,015291065	-0,004470088	05/02/2001
-0,004368185	0,031343467	-0,02313307	0,009548921	12/02/2001
0,007888222	0,042717812	0,008119623	0,026618058	19/02/2001
0,101648232	0,098945373	0,012156867	0,085899497	26/02/2001
-0,004650457	-0,030715072	-0,005749245	-0,016577884	07/03/2001
0,017196892	0,023285545	0,02671713	0,020919842	12/03/2001
-0,027872299	0,020597551	-0,019110066	-0,017771464	19/03/2001
-0,040674745	0,017306209	-0,012302688	-0,008943324	27/03/2001
-0,011654899	-0,03082871	-0,01105872	-0,034111449	02/04/2001
0,023106047	0,010525018	-0,003617091	0,022460824	09/04/2001
-0,027571195	-0,006445442	-0,013907884	-0,014310884	16/04/2001
-0,002423794	0,010130886	0,018821199	-0,003101711	23/04/2001
-0,073550285	-0,068374231	-0,063160128	-0,040681504	30/04/2001
0,057281734	0,064181541	0,080077959	0,03684582	07/05/2001
-0,089322513	-0,042189476	-0,036847761	-0,053894703	14/05/2001

-0,017676672	-0,034608935	0,010085096	-0,030139531	21/05/2001
0,015495719	0,022206693	-0,000217769	0,011366569	28/05/2001
-0,017386976	-0,023942901	-0,027897123	-0,017413141	05/06/2001
-0,000398081	0,010185179	0,018090976	-0,012788198	11/06/2001
0,004785745	-0,038900592	-0,051035685	0,00384757	18/06/2001
-0,00019712	0,011943267	-0,010804197	-0,001482883	25/06/2001
-0,021324684	-0,095835743	-0,037704013	-0,021045321	02/07/2001
-0,034267726	-0,037388253	-0,002985305	-0,012275837	09/07/2001
0,013206557	-0,014460443	0,00075896	-0,015946957	16/07/2001
-0,043891744	-0,021754198	-0,003021831	0,015549331	23/07/2001
-0,011657879	0,008332435	0,007260881	0,000474715	30/07/2001
0,066587848	0,053493927	0,050083728	0,056658492	06/08/2001
-0,026389776	-0,038925317	-0,04929832	-0,000563092	13/08/2001
0,001196633	0,010896177	0,004953409	-0,003511491	20/08/2001
-0,015396296	0,010527131	-0,009084734	-0,020527173	27/08/2001
0,052414687	0,039831755	-0,001965403	0,037209786	03/09/2001
0,008802828	0,047343794	0,039736335	0,01665575	10/09/2001
-0,111161616	-0,130325828	-0,083355208	-0,082462081	17/09/2001
0,083904003	0,088336887	0,063052025	0,073430121	24/09/2001
-0,027512293	-0,017661209	-0,004558409	-0,039669932	01/10/2001
-0,005982332	-0,005813721	-0,009855128	0,003284235	08/10/2001
0,013482493	0,005592851	0,015043998	0,001975575	15/10/2001
-0,023674597	-0,027596971	-0,015817216	-0,01805506	22/10/2001
-0,013867108	-0,027330864	0,002016912	-0,014283842	29/10/2001
-0,021017066	-0,013523365	0,00598936	-0,040982906	05/11/2001
-0,095632693	-0,106970528	-0,076526342	-0,085007222	12/11/2001
0,032530339	0,070430503	0,004241836	0,00941301	19/11/2001
0,031131068	0,063552702	0,116543092	0,047851732	26/11/2001
0,059977215	0,061656992	0,011810805	-0,003841375	03/12/2001
-0,049074234	-0,034753819	-0,013018037	-0,016202203	10/12/2001
0,05533756	0,036126779	0,035231251	0,041736578	18/12/2001
-0,012658542	-0,007473922	-0,092348923	-0,01289645	24/12/2001
-0,036883447	-0,04706143	0,049465365	0,008040617	31/12/2001
-0,054628102	-0,034040003	-0,022565375	-0,047334972	07/01/2002
0,034282991	0,044204114	0,031417941	0,032459778	14/01/2002
0,015170331	0,003345357	0,001301883	0,000291488	21/01/2002
-0,006397802	0,014165971	-0,010405576	-0,00419063	28/01/2002
-0,020134859	0,00264646	-0,006471635	0,014919639	04/02/2002
-0,03180983	-0,081253071	-0,046030732	-0,057848101	11/02/2002
-0,002743612	0,035436774	0,013554148	0,000455566	18/02/2002
0,043815047	0,056764743	0,025071429	0,036529297	25/02/2002
-0,003085586	0,040816374	0,018074223	-0,004446856	04/03/2002
0,007394966	0,000350246	-0,018568907	-0,000686386	11/03/2002
0,043448009	0,023980284	-0,002619385	0,02306747	18/03/2002
-0,018924506	0,020198576	-0,012158468	-0,013182138	25/03/2002
-0,017867469	-0,017315258	-0,024594405	-0,031677225	01/04/2002
0,028059058	0,041862354	0,01397796	0,023434337	08/04/2002
0,002948352	-0,034164548	0,004322254	-0,011468976	15/04/2002
0,01426834	0,024932561	0,011497115	-0,001429365	22/04/2002
-0,027792532	0,003769929	0,009440945	-0,050450373	29/04/2002
-0,01430971	-0,033979151	-0,034576079	-0,035486207	06/05/2002
0,02821849	0,032532693	0,029944892	-0,013806519	13/05/2002

0,037842701	0,044148749	0,050737285	0,045578307	20/05/2002
-0,045699391	-0,051462808	-0,055042194	-0,055042194	27/05/2002
0,023027076	0,032664701	0,023625698	0,006417666	03/06/2002
0,011228198	0,021196745	-0,05886918	-0,00639886	10/06/2002
-0,03960715	-0,038600161	-0,02592634	-0,061369422	17/06/2002
0,059010948	0,072037039	0,062036693	0,064802414	24/06/2002
-0,03397398	-0,111230238	0,00655313	0,022388461	2002/07/01
-0,031785216	-0,044747161	-0,006699869	-0,034436911	08/07/2002
-0,018978032	0,004951038	-0,008240008	-0,02116715	15/07/2002
-0,053695711	-0,047493342	-0,039116793	-0,143609867	22/07/2002
0,075403594	0,098255005	-0,011504055	0,114336891	29/07/2002
0,003963435	-0,004455767	-0,001356217	0,076851655	05/08/2002
-0,015302205	0,004442427	0,001840042	-0,000263877	12/08/2002
0,024760447	0,015661458	-4,46468E-05	0,013060928	19/08/2002
-0,016184857	-0,026657849	-0,036589912	-0,027865629	26/08/2002
0,030283664	0,064975337	0,024288151	0,043043682	02/09/2002
0,002014463	-0,001930476	-0,003760837	-0,016963084	09/09/2002
0,034935646	0,008843112	-0,007773127	0,015100806	16/09/2002
-0,062114435	-0,018198225	-0,022984707	-0,197940502	23/09/2002
-0,0011494	-0,003104098	-0,033370387	0,045308767	30/09/2002
-0,007454869	-0,003562535	0,037660819	-0,022159241	07/10/2002
0,002210313	0,047577264	0,031460691	0,034562828	14/10/2002
-0,037790377	-0,030663434	-0,024089349	-0,043263215	21/10/2002
0,006893529	0,016547945	0,039748717	0,009814559	28/10/2002
0,021925022	0,026132623	0,026420359	0,045894037	04/11/2002
0,018419783	-0,016606357	-0,016324221	0,029380301	11/11/2002
-0,004711518	0,028975057	0,012146499	0,048193701	18/11/2002
-0,045466363	-0,031612511	-0,016737722	-0,025216178	25/11/2002
0,053674592	0,051237871	0,089430613	0,037225797	02/12/2002
-0,013565866	-0,014551719	-0,003656313	0,004143592	09/12/2002
0,050100747	0,043398362	0,039887566	0,061580836	16/12/2002
0,017348947	0,028146681	0,01517976	0,008757823	23/12/2002
-0,037004067	-0,033985694	-0,038152542	-0,008831911	30/12/2002
-0,064166378	-0,010471006	0,002722714	-0,112295889	06/01/2003
0,035207516	0,017072966	0,003937337	0,003937337	13/01/2003
-0,0026	0,0013	-0,0032	-0,0025	المتوسط الحسابي
0,0387	0,0464	0,0325	0,0415	الانحراف المعياري

**الملحق رقم -08-:** معدلات مردودية الأسبوعية الأسهم الجزائرية فندق الأوراسي، صيدال، الرياض سطيف للفترة الممتدة بين 2000/06/05 و 2003/01/13.

تاريخ الجلسة	الرياض سطيف	صيدال	فندق الأوراسي
05/06/2000			

0	0	0	12/06/2000
0	-0,04516129	0	20/06/2000
0	0,027027027	0	26/06/2000
0	0,013157895	0	03/07/2000
0	0,038961039	0	10/07/2000
0,012820513	0	0	17/07/2000
-0,037974684	-0,05	0	24/07/2000
0,026315789	-0,032894737	0	31/07/2000
0,012820513	0,006802721	0	07/08/2000
-0,025316456	0,033783784	0	14/08/2000
-0,012987013	0,019607843	0	21/08/2000
0,039473684	0,025641026	0	28/08/2000
-0,037974684	0	0	04/09/2000
0	0	0	11/09/2000
0,039473684	0	0	18/09/2000
0	-0,05	0	25/09/2000
0,012658228	0,006578947	0	02/10/2000
-0,0375	0,006535948	0	09/10/2000
-0,025974026	0	0	16/10/2000
0,013333333	-0,032467532	0	23/10/2000
0	-0,006711409	0	30/10/2000
0,013157895	-0,006756757	-0,004347826	06/11/2000
0	-0,034013605	0,002183406	13/11/2000
-0,012987013	0,014084507	0	20/11/2000
-0,013157895	0	0,002178649	27/11/2000
0	0	0	04/12/2000
-0,026666667	0,041666667	0	11/12/2000
0,02739726	0,04	-0,002173913	18/12/2000
-0,013333333	0	0	25/12/2000
0	0,012820513	0,002178649	02/01/2001
0,013513514	-0,006329114	0	08/01/2001
0,013333333	0	0	15/01/2001
0	-0,01910828	0	22/01/2001
0	0,012987013	0	29/01/2001
0	0	0	05/02/2001
0	-0,012820513	0	12/02/2001
-0,039473684	0	0	19/02/2001
0	0	0	26/02/2001
-0,04109589	0	-0,004347826	07/03/2001
0	0,032467532	0,002183406	12/03/2001
0	-0,006289308	-0,004357298	19/03/2001
0,042857143	-0,025316456	0	27/03/2001
0	0	0	02/04/2001
0	0	0	09/04/2001
0,04109589	-0,045454545	0	16/04/2001
0	0	-0,002188184	23/04/2001
0	0	0	30/04/2001
0	-0,047619048	-0,037280702	07/05/2001
-0,039473684	-0,05	-0,047835991	14/05/2001
0	0,045112782	-0,04784689	21/05/2001
0	0,043165468	0	28/05/2001
-0,04109589	0,048275862	0	05/06/2001

-0,042857143	0	-0,047738693	11/06/2001
-0,014925373	0	0	18/06/2001
0,045454545	-0,046052632	-0,047493404	25/06/2001
0,014492754	-0,006896552	-0,049861496	02/07/2001
0,042857143	0,020833333	0,049562682	09/07/2001
0,04109589	0	-0,027777778	16/07/2001
0	0	0	23/07/2001
0	-0,027210884	-0,028571429	30/07/2001
0	0	0	06/08/2001
0	0	0	13/08/2001
0	0	0	20/08/2001
-0,039473684	0	0	27/08/2001
0	0	0,05	03/09/2001
-0,04109589	0	0	10/09/2001
0	0	0,047619048	17/09/2001
-0,042857143	0	-0,048128342	24/09/2001
-0,940298507	0	0	01/10/2001
15	0	0	08/10/2001
0,09375	0	-0,04494382	15/10/2001
-0,171428571	0	-0,032352941	22/10/2001
-0,017241379	-0,048951049	0	29/10/2001
-0,01754386	-0,051470588	0	05/11/2001
-0,035714286	-0,046511628	0	12/11/2001
-0,037037037	0	0,179331307	19/11/2001
0	0	0	26/11/2001
0	0	-0,195876289	03/12/2001
0,038461538	-0,048780488	0,048076923	10/12/2001
-0,037037037	-0,042735043	0	18/12/2001
0,038461538	-0,044642857	-0,021406728	24/12/2001
0	-0,046728972	0	31/12/2001
-0,037037037	-0,049019608	0	07/01/2002
-0,019230769	0,041237113	-0,025	14/01/2002
0	0	0	21/01/2002
0,039215686	0,04950495	0	28/01/2002
-0,037735849	0,047169811	0,048076923	04/02/2002
0	0,009009009	0,006116208	11/02/2002
-0,019607843	0	-0,030395137	18/02/2002
-0,02	-0,044642857	0	25/02/2002
0,040816327	0	0	04/03/2002
0,019607843	0,046728972	0	11/03/2002
0,019230769	0,044642857	0	18/03/2002
0	-0,042735043	-0,097178683	25/03/2002
0,037735849	0	0	01/04/2002
-0,018181818	-0,044642857	0	08/04/2002
-0,018518519	-0,08411215	0	15/04/2002
0	0	0	22/04/2002
0	0	0	29/04/2002
0	0	-0,097222222	06/05/2002
0	0	-0,05	13/05/2002
0	-0,040816327	0	20/05/2002
0	0	0	27/05/2002
0,018867925	-0,042553191	0	03/06/2002

0	-0,044444444	0	10/06/2002
0	0	-0,064777328	17/06/2002
0	0	-0,008658009	24/06/2002
-0,037037037	0	-0,03930131	2002/07/01
-0,076923077	0	0	08/07/2002
0	0	0	15/07/2002
-0,020833333	-0,093023256	0	22/07/2002
0,021276596	0,038461538	0	29/07/2002
-0,041666667	0,061728395	0	05/08/2002
0,02173913	0	0	12/08/2002
0	0,046511628	0	19/08/2002
-0,042553191	0	0	26/08/2002
0	0	-0,004545455	02/09/2002
-0,044444444	0	0	09/09/2002
0	-0,044444444	0	16/09/2002
0	-0,046511628	0	23/09/2002
0	0	0	30/09/2002
0	0	0	07/10/2002
-0,023255814	-0,024390244	0	14/10/2002
0	-0,0125	0	21/10/2002
0	-0,025316456	0	28/10/2002
0	-0,038961039	0	04/11/2002
0	0	0	11/11/2002
0	0,081081081	0	18/11/2002
0	0,025	0	25/11/2002
0,023809524	-0,006097561	0	02/12/2002
0,023255814	-0,006134969	0	09/12/2002
0	0,049382716	0	16/12/2002
0,045454545	0,011764706	0	23/12/2002
0,043478261	0	0	30/12/2002
0,041666667	-0,023255814	0	06/01/2003
0,02	0,023809524	0	13/01/2003
0,1010	-0,0039	-0,0050	المتوسط الحسابي
1,2899	0,0294	0,0308	الانحراف المعياري





## الفصل الأول: بورصة القيم المنقولة ونماذج تقييم الأسهم

### مقدمة الفصل الأول:

تلعب بورصة القيم المالية دورا خاصا كجزء من السوق المالية في تسيير القيم ومحافظ القيم المنقولة، بحيث تمثل الوسط الأنسب للتداول على القيم بالنظر للشفافية والانتظام اللذان توفرهما للمستثمرين والمدخرين، لذلك وجبت الإشارة بشكل خاص للبورصة لمناقشة موضوع تسيير المحافظ المالية.

سنبين في هذا الفصل ظروف التسعير و التقييم في البورصة، مروراً بتحديد مفهوم البورصة الذي أصبح يشكل جدلا لعدة عوامل منها القانونية، التكنولوجية و التقنية المالية... الخ. ثم نتطرق بعدها لمختلف أشكال القيم المنقولة متناولين بذلك أوجه الشبه و الاختلاف بينها مع التركيز على الأسهم المالية التي نعتبرها القيم الأكثر تعبيرا عن واقع المؤسسات و القطاعات أو حتى الاقتصاد بشكل عام.

كما ستتم الإشارة بشكل خاص إلى المؤشرات البورصية التي أصبحت تلعب أدوارا هامة في التقييم والتسيير الماليين، والتي سيأتي توضيحها في هذا الفصل.

في الأخير، نقوم بإبراز أهم أشكال نماذج تقييم الأسهم في البورصة وهي الأشكال الأكثر واقعية وشيوعا حاليا مع إبراز أهم الدراسات التي تمت حول هذه النماذج باعتبارها نتائج لدراسات تجريبية محضه.

باختصار فإن هذا الفصل يعنى بالإجابة على الأسئلة التالية:

- 1- هل يمكن وضع تعريف عام لبورصة القيم المنقولة ؟
- 2- ما هي الظروف التي تجعل من البورصة وسطا جيدا لتقييم الأصول و المحافظ المالية ؟
- 3- ما هي أبرز أشكال القيم المنقولة المتداولة في البورصات وما الذي يميز الأسهم من بينها ؟
- 4- ما هي أبرز النماذج المطبقة حاليا في تقييم الأسهم المالية في البورصة ؟

## خاتمة الفصل الأول:

يسمح لنا هذا الفصل بتسليط الضوء على أهم المفاهيم المتعلقة ببورصة القيم المنقولة و التسعير فيها، فقد حاولنا من خلاله الوصول إلى تعريف شامل للبورصة رغم صعوبة هذا الترجيح بالنظر لارتباطه هذا المفهوم بعوامل قانونية واقتصادية قد تخلف بشكل كبير من دولة لأخرى ومن محلل مالي لآخر، ونفس الجدل يثار حول مفهوم القيم المنقولة. لننتهي في الأخير إلى..... اتفاق التعاريف المتعلقة بالبورصة والقيم المنقولة وهي الثقة، النظامية والسيولة.

كما لاحظنا أن النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم المالية كانت نتاج دراسات لإحصائيين وماليين استعمل كل منهما المقاييس المناسبة لتخصصه ؛ بحيث يركز الإحصائيين على المعنوية الإحصائية للنماذج و صلاحيتها لمختلف البيئات والأزمنة، بينما يركز الماليون على درجة تعبير النماذج على وضعية المؤسسة، توقعات المستثمرين و أداء السوق.

وقد تم التطرق في هذا الفصل لنماذج تقييم الأسهم بتركيز كبير على نظرة المحللين الماليين للتقييم وسيأتي الحديث في الفصل الموالي على الأسس الإحصائية لتقييم القيم المنقولة و التي كان لها دور كبير في تطوير نظرية التسيير المالي بشكل عام وتسيير القيم ومحافظ القيم المنقولة بشكل خاص، رغم الانتقادات التي تتعرض لها باستمرار بسبب وجود عوامل متعلقة بالجانب البشري والتكنولوجي وكذا عامل العولمة المالية والاقتصادية وهي عوامل سريعة التغير والتطور وتستوجب إحداث تغييرات على النظرية تجمع الجوانب التقنية ، التحليلية والتكنولوجية.

## الفصل الثاني: النظريات الحديثة لتسيير المحافظ المالية

## مقدمة الفصل الثاني:

يعود الفضل لوضع المبادئ الأولى لنظرية تسيير المحفظة المالية لهاري ماركواف سنة 1950، بحيث أظهر هذا الأخير بطرق إحصائية وجود علاقة بين مردودية الأصل المالي ومستوى المخاطرة معبرا عنه بالانحراف المعياري لمعدلات المردودية التاريخية، وذلك مع افتراض عدم وجود ضرائب وتكاليف للمعاملات في البورصة مع قابلية التوظيفات للتقسيم، مجانية الإعلام وعقلانية المستثمرين أي عملهم بحذر للحصول على أكبر قدر ممكن من المنفعة من التوظيف.

فبعض المراجع تطلق على أعمال ماركواف اسم النظرية الحديثة للمحفظة المالية وبعضها الآخر يضيف إلى هذا اللقب أعمال كل من "شارب" و "ميلر"، باعتبارها لا تقل أهمية عن أعمال "ماركواف" والدليل هو حصولها مجتمعة أي أعمال ماركواف، شارب و ميلر على جائزة نوبل لاقتصاد سنة 1990.

و نظرا لتأثر النظرية بعوامل قياسية (تطور المقاييس و النظريات الإحصائية)، عوامل تحليلية (تطور التسيير و التحليل الماليين) و أخرى تكنولوجية (تألية تسيير المحفظة المالية) فقد ظهرت للأعمال السابقة الذكر في تسيير المحفظة المالية عدة امتدادات من بينها نظريات خاصة بتسيير المحافظ المالية الدولية بالنظر لأهمية الموضوع في عصرنا الحالي و ما تشهده اقتصاديات الدول و أسواقها المالية من مظاهر التدويل.

وسنعمل من خلال هذا الفصل على : أولا على عرض أهم النظريات في هذا الصدد مع محاولة للتمييز بين المفاهيم المتعلقة بتسيير المحافظ المالية (تسيير، تحليل، تنويع، تعظيم، تخصيص، اختيار و تقييم أداء المحفظة المالية) و التي تمثل في الغالب عناصر أو مراحل لتسيير المحفظة المالية بعد أن لاحظنا الخلط الكبير الذي يحصل بين هذه المفاهيم في الكثير من المراجع.

فهذا الفصل بالتالي يعكف على الإجابة على سؤالين أساسيين:

1 - ما هي أهم امتدادات النظرية الحديثة لتسيير المحافظ المالية ؟

2 - ما الذي يميز المحفظة الدولية عن غيرها في التسيير ؟

## خاتمة الفصل الثاني:

يسمح لنا هذا الفصل بتعيين المفاهيم الأكثر استخداما للتعبير عن مراحل أو عناصر تسيير المحافظ المالية بحيث نجد :

- التنوع: يعني ضمان حد معين من الاختلاف في المحفظة دون تخصيص الأنواع المستثمر فيها؛
  - التخصيص: تعيين شكل الأصول التي يفضل المستثمر المالي اقتناءها من أسهم و أصول مشتقة منها، سندات أو أصول مشتقة منها أو أصول أخرى غير ذلك، كما يشمل تعيين موطن هذه القيم (محلية أو أجنبية).
  - الاختيار: اختيار الأصل أو الأصول مع تحديد الأحجام النسبية لها في المحفظة.
  - التنفيذ: و تتمثل في تجسيد عملية التسيير مع تدقيق أكبر فيما يخص تحديد تردد فترات القياس والمعاملات، حجم المعاملات (الكميات)، ودراسة إمكانية استخدام المنتجات المشتقة في تسيير الأخطار.
  - التحليل: دراسة خصائص محفظة محددة مسبقا.
  - تقييم أداء المحفظة: وهي مرحلة قد يقوم بها مسير المحفظة لتقييم تسييره أو يقوم بها محلل آخر لتقييم مسير المحفظة وتتمحور حول نقطتين أساسيتين هما : نجاعة المسير في الاختيار وكذا مواقاة السوق market timing أي متابعة الأحداث والفرص ثانية بثانية.
- كما اتضح وجود عاملين أساسيين يحكمان تسيير المحافظ المالية الدولية وهما:
- 1 - إستراتيجية التوزيع؛ نشطة أو غير نشطة؛
  - 2 - إستراتيجية التعامل مع خطر الصرف بتغطية كلية أو جزئية، أو عدم التغطية.
- يبقى طرح مشكلة تسيير المحفظة المالية في أسواق ناشئة émergente أو قبل الناشئة pré-émergente مثل السوق المالية المغربية، يستوجب إجراء دراسة خاصة للبيئة المالية وللبورصة خصوصا لتحديد ظروف تسيير المحفظة المالية (خاصة الدولية منها)، وتغطية نقص المعطيات الناتج عن حداثة البورصة والتسيير في هذه الدول.

## الفصل الثالث: ظروف تسيير محفظة أسهم مسعرة في بورصتي الجزائر والدار البيضاء

### مقدمة الفصل الثالث:

شهدت البيئتين الماليتين الجزائرية والمغربية خلال سنوات التسعينات من القرن الماضي إصلاحات عميقة أدت في الجزائر إلى ظهور بورصة القيم المنقولة (بمفهومها الحديث) وبداية التسعير بها في نفس العشرية.

كما أدت الإصلاحات في المغرب إلى تحريك بورصة الدار البيضاء و إعطائها الخصائص الحديثة لبورصة القيم المنقولة فبالرغم من أن هذه البورصة قد تم إنشاؤها منذ سنة 1929 « فلم يكن في المغرب جهاز مالي ذاتي التنظيم à auto réglementation إلا أن ظهور سوق مالية مغربية لم يكن سوى سنة 1993... » .

ونظرا لحدثة البورصتين وطبيعة التسعير بهما فهما تصنفان ضمن البورصات قبل الناشئة pré émergentes، وهذا ما يخلق بالطبع بعض الصعوبات و الخصائص الناتجة عن الظروف السابقة الذكر فيما يخص تسيير القيم ومحافظ القيم المنقولة ويمكن تصنيف هذه الخصائص إلى:

- خصائص تنظيمية؛

- وخصائص تقنية.

باختصار فإننا نسعى من خلا هذا الفصل للإجابة على السؤالين التاليين:

1 - ما هي ظروف التنظيم و التسعير في بورصتي الجزائر والدر البيضاء ؟

2 - ما مدى معنوية التنوع الدولي بين البورصتين من المنظور التقني والاقتصادي ؟

بحيث سنركز على الخصائص التنظيمية من خلال تحليل النظام المالي للبلدين والظروف التنظيمية للبورصتين بشكل خاص، ثم نقوم بمعالجة بعض الخصائص التقنية بمفهوم المردودية والمخاطرة من خلال معالجة السلاسل التاريخية للأسعار الأسبوعية لعينة مكونة من المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر إضافة إلى عينة من المؤسسات الأكثر تسعيرا في بورصة الدار البيضاء بالمغرب للفترة 2000-2003، مع مراعاة درجة تعبير السلاسل التاريخية للأسعار عن واقع البورصة والمؤسسات المعنية، كذا تحليل أداء البورصتين في الفترة الممتدة بين سنتي 2000 و 2004.

### خاتمة الفصل الثالث:

تظهر لنا الأنظمة المالية في كل من الجزائر والمغرب تشابها بين البلدين في تنظيم إطار تسيير القيم ومحافظ القيم المالية وكذلك في الثقافة البورصية والادخارية وذلك مع مراعاة أسبقية المغرب للخصخصة وإنشاء

البورصة، فبالرغم من كون بورصة الدار البيضاء لم تأخذ شكلها الحديث إلا بعد إصلاحات سنة 1993 فقد كانت هذه البورصة موجودة منذ سنة 1929 كسوق للعرض العمومي للادخار. وهذا ما انعكس على مستوى الرسملة البورصية و نسبة الرسملة البورصية من الناتج الداخلي الخام للبلدين، ويدل الاختلاف الكبير بين البلدين فيما يخص نسبة الرسملة البورصية من الناتج الداخلي الخام، على الاختلاف من حيث نسبة مشاركة كل من البورصتين في الاقتصاد الوطني، وهذا ما يزيد من أهمية التنويع الدولي بينهما لأن الارتباط بين الاقتصاد الجزائري والمغربي في هذه الحالة لا يساهم إلا بقدر طفيف في الارتباط بين القيم المسعرة في بورصة الجزائر مع نظيراتها في بورصة الدار البيضاء.

كما انعكس الفرق في أداء البورصتين على نجاعة تسيير القيم ومحافظ القيم المنقولة ؛ بحيث نجد أن القيم في المغرب أكثر تعبيراً عن حقيقة المؤسسات المغربية (نتيجة التسعير اليومي) منها في الجزائر، بالرغم من أن البورصتين لازالتا تمتازان بكثرة الجلسات البيضاء (قيم ناقصة من سلسلة الأسعار)، مع ذلك فهذا لا يعني عدم الجدوى من التنويع بين البلدين، بحيث نجد أن هذا التنويع مجدي نظرياً من خلال إثبات اختلاف أداء البورصتين ومساهمتهما في اقتصاديهما المحليين، أما بالنسبة للتطبيق فقد يصعب إثبات ذلك كما هو الحال في تطبيقنا السابق ويمكن إرجاع ذلك إلى حالة عدم الوضوح التي تحيط بالبورصتين إضافة إلى استحالة تعويض القيم الناقصة من السلسلة إلا بالتقريب، وهي قيم تزداد أهميتها في السوقين الجزائرية والمغربية بالنظر لدرجة المخاطرة التي تتخللها نتيجة التحول الذي تشهده البيئتين الاقتصاديتين والمالييتين في البلدين .

يظهر بالمقابل أثر تغيير سياسة تغطية خطر الصرف على الخطر العام للمحفظة المالية إيجابياً وهذا ما يزيد من معنوية تدويل المحفظة المالية في الإطار الزمني والمكاني موضوع الدراسة.

### مقارنة خصائص مختلف المحافظ المدروسة:

#### الجدول (4.3): مقارنة خصائص مختلف المحافظ المدروسة

الانحراف المعياري	المردودية	مكونات المالية المحفظة
-------------------	-----------	------------------------

0,0308	-0,0050	سهم الرياض سطيف
0,0294	-0,0039	سهم صيدال
1,2899	0,1010	سهم فندق الأوراسي
0.0229	-0.0044	الرياض سطيف+ صيدال
0.64532	0.048	الرياض سطيف + فندق الأوراسي
0.64527	0.0971	صيدال+ فندق الأوراسي
0.4306	0.0307	الرياض سطيف+ صيدال+ فندق الأوراسي
0.1855	0.0122	الرياض سطيف، صيدال، فندق الأوراسي، ONA، SNI، SID وBCE (مع عدم تغطية خطر الصرف)
0.1856	0.0119	الرياض سطيف، صيدال، فندق الأوراسي، ONA، SNI، SID وBCE (مع تغطية خطر الصرف)

نستنتج من خلال الجدول السابق النتائج التالية:

1- يظهر أثر التنوع في المحافظ الوطنية من كون :

أ- مردودية المحافظ المكونة من سهمين أعلى من مردودية المحافظ المكونة من سهم واحد؛

ب- مستوى الانحراف المعياري (المخاطرة) في المحافظ المكونة من سهمين أقل من مستواه في المحافظ المكونة من سهم واحد؛

2- يظهر أثر تدويل المحفظة المالية في كون خطر المحافظ الدولية أقل من الخطر في جميع المحافظ الوطنية، ولا يظهر هذا الأثر من حيث المردودية لأن مردودية المحفظة الوطنية المكونة الأسهم الجزائرية الثلاث أعلى من معدلات مردودية المحفظ الدولية المذكورة.

3- يظهر أثر إدراج خطر الصرف في:

أ- مردودية المحفظة الدولية غير المرجحة في هذا حالة عدم تغطية خطر الصرف أعلى من مردوديتها في حالة التغطية.

ب- الانحراف المعياري (مستوى المخاطرة) للمحفظة في حالة عدم تغطية خطر الصرف أقل (بشكل طفيف) من انحرافها المعياري في حالة التغطية.

وبالتالي فإنه يمكننا القول بأن إدراج تغيرات الصرف في تحليل المحفظة كان له الأثر ايجابي من منطلق تخفيض درجة المخاطرة والرفع من مردودية المحفظة.

لم تعكس السيناريوهات و التوقعات المتفائلة لحكومتنا ومحللي السوقين الماليين الجزائريين والمغربية، الحقيقة التي تتضح في الميدان (بناء على العينة المدروسة) على هذه الأسواق. فهذا الواقع يُظهر ميلا عاما للانخفاض في السوقين، وعدم تحسن في أداء السندات المسعرة (سندات حقوق أو ملكية)، وهذا ما يجعل خبراء الأعمال المتعاملين في هذه المنطقة الجغرافية يعتبرون الارتفاع الحاصل في هاتين السوقين لا يمثل تحسنا حقيقيا والمتدخلون فيها ليسوا في مستوى دفع المؤشرات للارتفاع، فمن بين أسباب تأخر البورصة المغربية استعمالها كأداة موجهة أساسا لعمليات الخصخصة مما يدفع بالمستثمرين إلى انتظار تجسيد هذه العمليات قبل الاستثمار في البورصة، أما عن بورصة الجزائر فسبب التأخر فيها يعود أساسا إلى حداثة إنشائها وتخوف المستثمرين من الدخول إليها.

بينما تبدي نسبة الرسملة البورصية للفترة ( 2000-2003) في البورصتين اختلاف كبير من حيث مساهمة كل من بورصة في اقتصادها المحلي مما يفصل إلى حد كبير بين الارتباط بين اقتصاد الدولتين من جهة، والارتباط بين البورصتين.

### خاتمة الفصل الثالث:

تظهر لنا الأنظمة المالية في كل من الجزائر والمغرب تشابها بين البلدين في تنظيم إطار تسيير القيم ومحافظ القيم المالية وكذلك في الثقافة البورصية والادخارية وذلك مع مراعاة أسبقية المغرب للخصخصة وإنشاء



البورصة، فبالرغم من كون بورصة الدار البيضاء لم تأخذ شكلها الحديث إلا بعد إصلاحات سنة 1993 فقد كانت هذه البورصة موجودة منذ سنة 1929 كسوق للعرض العمومي للادخار. وهذا ما انعكس على مستوى الرسملة البورصية و نسبة الرسملة البورصية من الناتج الداخلي الخام للبلدين، ويدل الاختلاف الكبير بين البلدين فيما يخص نسبة الرسملة البورصية من الناتج الداخلي الخام، على الاختلاف من حيث نسبة مشاركة كل من البورصتين في الاقتصاد الوطني، وهذا ما يزيد من أهمية التنويع الدولي بينهما لأن الارتباط بين الاقتصاد الجزائري والمغربي في هذه الحالة لا يساهم إلا بقدر طفيف في الارتباط بين القيم المسعرة في بورصة الجزائر مع نظيراتها في بورصة الدار البيضاء.

كما انعكس الفرق في أداء البورصتين على نجاعة تسيير القيم ومحافظ القيم المنقولة ؛ بحيث نجد أن القيم في المغرب أكثر تعبيراً عن حقيقة والمؤسسات المغربية (نتيجة التسعير اليومي) منها في الجزائر، بالرغم من أن البورصتين لازالتا تمتازان بكثرة الجلسات البيضاء (قيم ناقصة من سلسلة الأسعار)، مع ذلك فهذا لا يعني عدم الجدوى من التنويع بين البلدين، بحيث نجد أن هذا التنويع مجدي نظرياً من خلال إثبات اختلاف أداء البورصتين ومساهمتهما في اقتصاديهما المحليين، أما بالنسبة للتطبيق فقد يصعب إثبات ذلك كما هو الحال في تطبيقنا السابق ويمكن إرجاع ذلك إلى حالة عدم الوضوح التي تحيط بالبورصتين إضافة إلى استحالة تعويض القيم الناقصة من السلسلة إلا بالتقريب، وهي قيم تزداد أهميتها في السوقين الجزائرية والمغربية بالنظر لدرجة المخاطرة التي تتخللها نتيجة التحول الذي تشهده البيئتين الاقتصاديتين والماليتين في البلدين .

يظهر بالمقابل أثر تغيير سياسة تغطية خطر الصرف على الخطر العام للمحفظة المالية إيجابياً وهذا ما يزيد من معنوية تدويل المحفظة المالية في الإطار الزمني والمكاني موضوع الدراسة.

## الخاتمة العامة:

أدى التقارب المتزايد للاقتصاديات الوطنية، إلى خلق ارتباط وثيق بين الأسواق المالية بشكل متفاوت من نطاق جغرافي لآخر، وكذا تدويل الأسواق المالية الكبرى بحيث أصبحت رؤوس الأموال الأجنبية تلعب الدور الأساسي في بعض البورصات الكبرى على غرار بورصة لندن، وتغيرت نتيجة لذلك نظرة المحللين لمفهوم

البورصة والمتغيرات المؤثرة على التسعير بها ومن تم على هياكل النماذج وطرق التقييم بالبورصة (تقييم الأصول ومحافظ الأصول المسعرة في البورصة)، وظهرت نتيجة لهذا التغيير مجموعة من النظريات لتسيير المحافظ المالية حملت بعض التغييرات على النظريات الكلاسيكية لتسيير المحافظ المالية، وهي تراعي البعد الدولي للمحافظ المالية وتتمحور على نقطتين أساسيتين هما : طريقة تحديد الأوزان النسبية (نشطة أو غير نشطة) وطريقة التعامل مع خطر الصرف (تغطية أو عدم التغطية). تمثل هذه النظريات بالتالي امتدادات للنظريات الأولى لتسيير المحافظ المالية التي تهتم أساسا بتحديد طريقة الترجيح المثلى وكذلك طريقة تسيير الأخطار باختلاف أنواعها. غير أن العولمة لم تكن السبب الوحيد لتوسيع النظرية الحديثة لتسيير المحافظ المالية بحيث نميز وجود سببين عملا بالتوازي مع هذه الظاهرة على تغيير النظرية السالفة الذكر، وهما الإبداع المالي و تطور النظريات الإحصائية.

عمل الإبداع المالي على تحويل مفهوم تسيير الأخطار من إطاره الكلاسيكي المقتصر على التنوع إلى مفهومه الحديث المتمثل في تغيير شكل القيم المنقولة (اشتقاقها أو تهجينها).

كما أدى الاهتمام المتزايد للإحصائيين بالميدان المالي (لما فيه من وتعقيد في المتغيرات التي تدخل في تقدير القيم المنقولة) واهتمام الماليين بالمقاييس الإحصائية للحصول على أكبر قدر ممكن من الدقة في التقييم، إلى ظهور مجال خاص بالقياس المالي نظرا لخصوصية النماذج القياسية المالية، وظهر تأثير هذه الدراسات جليا في نماذج تسيير المحافظ المالية خاصة.

## نتائج الدراسة:

### 1. الإجراءات الأولية الواجب إتباعها لتسيير محفظة مالية

أصبح مسير المحفظة المالية (خاصة المحفظة الدولية ) ملزما بمجموعة من الإجراءات وهي :

1.1. تحليل الأخطار في البيئتين الماليين (الوطنية و الدولية) الممثلتين المحفظة المالية موضوع الدراسة؛

2.1. دراسة مختلف أشكال الأوراق المالية ومشتقاتها الموجودة في السوق الدولي والوطني؛

3.1. مراعاة درجة المخاطرة التي يستعد صاحب المحفظة لتحملها و كذا المرودية التي يريجوها؛

4.1. اختيار تردد قتره القياس المناسب بحيث يستحسن استخدام أصغر تردد ممكن في حالة توفر المعطيات؛

5.1. مقارنة المرودية والمخاطرة لمختلف البدائل ودراسة العوامل المؤثرة على كل منهما في كل حالة؛

6.1. تقييم فعالية المؤشرات التي يمكن اتخاذها كمرجع للمحفظة المالية، أي دراسة نجاعة الأسلوب غير النشط

للمحفظة المالية أو استخدام أسلوب التعظيم مباشرة؛

7.1. مقارنة معدلات الاقتراض المتاحة للنظر في إمكانية تمويل المحفظة بالأموال الخاصة أو بقرض لما في ذلك من تأثير على تكلفة الاستثمار المالي ككل؛

8.1. اختبار أفضلية منطق التنويع الدولي على القطاعي أو العكس، لوضع الأساس الأحسن لنمذجة المحفظة المالية على المدى الطويل؛

9.1. اختيار سياسة تغطية خطر الصرف المناسبة لظروف تسيير المحفظة؛ وذلك من خلال دراسة تأثير إدراج خطر الصرف على الخطر الإجمالي للمحفظة المالية؛

## 2. ظروف تسيير محفظة الأسهم المالية في البيئة المغربية (الجزائر والمغرب بالتحديد):

تمر البيئة المالية في كل من الجزائر والمغرب بمرحلة انتقالية تتمثل في تجسيد مجموعة من الإصلاحات على الصعيدين الداخلي والخارجي، وقد بدأت نتائج هذه الإصلاحات بالظهور في البلدين خلال فترة التسعينات من القرن الماضي، بحيث ظهرت فرصا كبيرة للاستثمار المالي فيهما. غير أن الأخطار التي تتضمنها البيئتين، إضافة إلى حالة عدم الوضوح التي تحيط بالسوقين تؤديان إلى إغراض المستثمرين عن التسعير خاصة في الجزائر وذلك لصعوبة اتخاذ قرار مالي مؤسس ودقيق خاصة فيما يتعلق بتسيير المحفظة الأسهم المالية، مع ذلك فإن الصعوبات السالفة الذكر لا تمنعنا من دراسة معنوية تدويل المحفظة المالية بين الدولتين، إذا أخذنا بعين الاعتبار الظروف المحيطة بالاستثمار المالي في البلدين إلى جانب النتائج التاريخية المستخرجة من البورصتين، فهي تمتاز بكثرة الجلسات البيضاء في كلا السوقين وكذلك قلة الأسهم المسعرة في بورصة الجزائر مما يضعف من الدلالة الإحصائية للسلاسل الزمنية للأسعار على واقع المؤسسات والاقتصاد في البلدين، فنظريا يكفي الاستناد إلى الاختلاف الهيكلي في أنظمة التسعير بين البلدين لتبرير التنويع الدولي للمحفظة المالية بين الدولتين، كما يمكن الاعتماد على أثر سياسة الصرف في المحفظة لنفس الغرض.

## الاقتراحات:

يمكننا الخروج مما سبق بمجموعة من التوصيات من شأنها أن تساهم في تحسين ظروف تسيير محافظ الأسهم المسعرة في بورصتي الجزائر والدار البيضاء:

- تفعيل دور المستثمرين المؤسساتيين كأجهزة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM نظر لإمكانيات هذه المؤسسات من حيث حجم الاستثمار وقدرتها على الدخول لنطاقات جغرافية أوسع؛

- إدخال التكنولوجيا في التقييم بشكل يضمن الحصول على ترددات أقل للأسعار ومن تم على أحسن تقييم ممكن؛

- فتح الباب أمام الاشتقاق والإبداع الماليين للحصول على أحسن تسيير للأخطار؛

- العمل على إنشاء المؤشرات المالية خاصة في الجزائر لما تشكله كمرجع لتسيير المحافظ المالية، ولتسهيلها لمتابعة تطور القيم؛

- تشجيع الخصخصة عن طريق البورصة لزيادة القيم المسعرة فيها؛

نشير إلى أن هذه التوصيات موجهة للبلدين خاصة للجزائر باعتبار المغرب أكثر تقدما من حيث الثقافة الادخارية والبورصية مقارنة بالجزائر.

### آفاق البحث:

تمكننا الدراسة السابقة من فهم المحيط العام لتسيير محافظ الأسهم المسعرة في البيئتين الجزائرية والمغربية وهي بيئة تمتاز بعدم الوضوح ودرجة المخاطرة العالية، و البيئة الاقتصادية العاصفة في ظل الإصلاحات التي لم تحقق بعد النتائج المرجوة منها، وهذا ما يستوجب على القائم على تسيير المحفظة في هذا الإطار المكاني، عدم الاكتفاء بالمعطيات التاريخية المعلنة في البورصة، وتوسيع متغيرات النموذج المراد الوصول إليه إلى الإطار الاقتصادي الكلي، وكذا مراعاة خصائص المستثمر الوطني في هاتين البيئتين، ونظرة المستثمر الأجنبي لهما.

في الأخير نرجو أن تفتح هذه المذكرة الباب أمام دراسات أعمق في الإطار الجغرافي المدروس، سواء تعلق الأمر بتنظيم البورصة، تحسين ظروف تسيير المحافظ المالية أو النمذجة المالية في ظروف مشابهة.

### Liste de références :

### قائمة المراجع:

كتب بالغة العربية:

(1)- فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، 1999

مذكرات بالغة العربية:

(1)- عبد الوهاب علي حسن الغشم، "سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن"، رسالة ماجستير- المدرسة العليا للتجارة الجزائر.-، 2002-2003

كتب باللغة الفرنسية:

- 1)- CHARRAUX Gérard., finance d'entreprise, ED. DUNOD, 1997
- 2)- CHOINEL Alain, **introduction à l'ingénierie financière**, ED. LA REVUE BANQUE, Paris, 1991
- 3)- DERVAUX Bernard et COULAUD Alain., **dictionnaire de management et de contrôle de gestion**, 2<sup>ème</sup> ED. DUNOD, paris, 1990
- 4)- GIRAULT Francis & ZISSWILLER Richard., finances modernes : théorie et pratique., tome.2 : coût du capital et évaluation de l'entreprise, DUNOD, 1973
- 5)- HAMON Jacques., **bourse et gestion de portefeuille**, ED. ECONOMICA, 2004
- 6)- JACQUILLAT Bertrand & SOLNIK Bruno., **les marchés financiers et la gestion de portefeuille**, ED. DUNOD, BORDAS, 1974
- 7)- MENOVAR Soufi., **gestion de portefeuille**, ED. Office de publication universitaire, 2003
- 8)- VERNIMMEN Pierre., **Finance D'entreprise**, 3<sup>e</sup> édition, DALLOZ, paris, 1998

مذكرات باللغة الفرنسية

- 1)- KHELDOUN Hadjila., **l'optimisation flou du portefeuille et ses contraintes d'application en ALGERIE**, mémoire de magistère en management, option : finance, école supérieur de commerce, 2002-2003.

بحوث ودراسات منشورة على شبكة الانترنت :

- 1)- ASSOE kodjovi ( professeur à l'école des hautes études commerciales à Montréal) « **processus de gestion du portefeuille** », publié dans le site web : [www.hec.ca/~p283/private/fig\\_proc\\_c1.pdf](http://www.hec.ca/~p283/private/fig_proc_c1.pdf)
- 2)- BENCHEIKH Driss (président du directoire de la Bourse)., **Partenariat stratégique entre la Bourse de Casablanca et celles du Caire et d'Alexandrie**, dans le site : [http://www.maroc-hebdo.press.ma/MHinternet/Archives\\_589/html\\_589/cotation.html](http://www.maroc-hebdo.press.ma/MHinternet/Archives_589/html_589/cotation.html) - 9k –

3)- BERDOT Jean Pierre, GOYEAU Daniel et LEONARD Jacques (2005)., **les fondements de la rotation sectorielle des portefeuilles**, Revue D'économie Financière, n° 61, publié dans le site : <http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2001.06.pdf>

4)- BOUREGARD François (vice-président de MERRILL LYNCH et conseiller financier)., **la saine gestion de votre portefeuille** Dans le site : [http://www.canoe.qc.ca/RatioInvestir/mai15\\_eaugard.html](http://www.canoe.qc.ca/RatioInvestir/mai15_eaugard.html) (20/04/2004)

5)- DESROSIERS Stéphanie, FRANCOIS L'HER Jean et XUAN Meimei (caisse de placement du QUEBEC)., **répartition de l'actif d'un portefeuille d'action internationales et exposition au risque de change.**

L'Actualité économique revue d'analyse économique, vol. 78, n°4, décembre 2002.puiblié dans le site web: [www.erudit.org/revue/ae/2002/V78/n4/0072/63ar.pdf](http://www.erudit.org/revue/ae/2002/V78/n4/0072/63ar.pdf) (dernière visite: 26/12/2005)

6)- EL BOUHADI Abdelhamid (professeur assistant de finance à l'université de Marrakech, MAROC), **volatilité conditionnelle des valeurs les plus actives de la bourse de CASABLANCA.** Dans le site web :

<http://econwpa.wustl.edu:8089/eps/fin/papers/0305/0305007.pdf>

7)- GUERTLER M. & MENDI M. S., portfolio optimisation, Status Review., novembre 2001., (partie II) : the **MARKOWITZ mean-variance model : a technical perspective**, publié dans le site :

<http://www.optirisk-systems.com/docs/whitepaper/whitepaper.pdf>19- François

8)- KEELEY David P., **Internationaliser Les Portefeuilles Pour Diminuer Les Risques.**CA MAGAZINE., Avril 1995: Planification financière personnel- le. Publié dans le site :

<http://www.camagazine.com/multimedia/camagazine/Library/FR/1995/Apr/pfpf.pdf>

Dernière visite : 21/12/2005.

9)- ZAINAL ABIDIN Sazali, ARIFF Mohamed, MD. NASSIR Annuar, SHAMSHER Mohamad, **“International Portfolio Diversification: A Malaysian Perspective”** (Mars 2004), dans le site web :

[http://www.businessperspectives.org/files/library/Abidin\\_internationalPortfolio.pdf](http://www.businessperspectives.org/files/library/Abidin_internationalPortfolio.pdf)

مواقع أخرى:

1)-<http://dissertation.up.rug.nl/FILES/faculties/management/2002/b.s.a.bayala/c2.pdf>

2)- <http://www.boursier.com/help/1.asp>

- 3)- Dictionary of Financial terms : <http://www.investopedia.com/termes/i/>  
<http://www.optirisk-systems.com/docs/whitepaper/whitepaper.pdf>.
- 4)- <http://www.bnains.org/risque/risque.htm>
- 5)- [http://français.altamira.com/altamira\\_fr/education-tools/advice+centre/diversification.htm](http://français.altamira.com/altamira_fr/education-tools/advice+centre/diversification.htm) (12/10/2004)
- 6)- <http://www.sicavonline.fr> (29/07/2004)
- 7)-[http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits\\_services/epargne\\_placements/epargne/conseils/titres\\_croissance.jsp](http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits_services/epargne_placements/epargne/conseils/titres_croissance.jsp)
- 8)-[http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits\\_services/epargne\\_placements/epargne/conseils/titres\\_boursiers/titres\\_capitalisation.jsp](http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits_services/epargne_placements/epargne/conseils/titres_boursiers/titres_capitalisation.jsp)
- 9)- <http://www.casablanca-bourse.com> (site officiel de la bourse de casablanca)
- 10)- [www.boad.org/content/dossier/dossier\\_crepf/discours%20du%20Gouverneur.pdf](http://www.boad.org/content/dossier/dossier_crepf/discours%20du%20Gouverneur.pdf) (Lomé, les 3 et 4 juin 2004)
- 11)- [http://www.unec.org/.../major\\_eca\\_websites/cmd/workShope\\_northafrican\\_presentation/bourse%20Algeriers%20Pres.ppt](http://www.unec.org/.../major_eca_websites/cmd/workShope_northafrican_presentation/bourse%20Algeriers%20Pres.ppt)
- 12)- « **La Bourse Au Maghreb : les marchés à la loupe** » <http://www.Arabiestrends.com>
- 13)- Document de la banque mondiale. **Royaume du Maroc : note de stratégie du secteur financier**, septembre 2000
- 14)- convertisseur de devis : [http://fxtop.com/fr/historate.php3?C1=MAD & C2=DZD&DD1= 01&YYYY1=1998&DD2= 22&MM2=04 &YY1=2005&MA=](http://fxtop.com/fr/historate.php3?C1=MAD&C2=DZD&DD1=01&YYYY1=1998&DD2=22&MM2=04&YY1=2005&MA=) (dernière visite :21/12/05)
- 15)- [http://www.comprendrelabourse.com/Initiation/init\\_1.htm](http://www.comprendrelabourse.com/Initiation/init_1.htm)(site d'initiation à la bourse - dernière visite : 21/12/05)
- 16)- les indices : <http://www.firstinvest.com/Guide/Fiches/fiche9.asp> (dernière visite: 21/12/2005)

17)- Ministère Délégué à la Participation et à la Promotion de l'Investissement « MDPPI » (octobre 2004) : « **guide d'investisseur** ». dans le site : [http://193.194.78.233/pdf/economie/guide\\_invest.pdf](http://193.194.78.233/pdf/economie/guide_invest.pdf)

18)- **Forum EMEA** (Mardi 30 novembre 2004- Casablanca, MAROC), Atos EURONEXT dans le site : [http://www.atoseuronext.net/evenement/EMEA/Documentations/FR\\_ForumEMEA-Synth%C3%A8ses.pdf](http://www.atoseuronext.net/evenement/EMEA/Documentations/FR_ForumEMEA-Synth%C3%A8ses.pdf)

19)- Ministère des finances et de la privatisation marocaine – direction de la politique économique : « **tableau de bord annuel de l'économie marocaine** » (Mars 2005)

20)- <http://www.boursorama.com/campus/guideessentiel09.html>



## تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر و المغرب ملخص:

ظهرت النظرية الحديثة للمحفظة المالية على يد هاري ماركوفتس سنة 1952، اعتمد فيها الكاتب مفاهيم المرودية والمخاطرة ممثلين بالمتوسط الحسابي والانحراف المعياري لقيم الأصل المالي في فترة معينة. ثم تعرضت هذه النظرية لعدة تعديلات من طرف نفس الكاتب وكتاب آخرين مثل ويليام شارب وميرتون ميلر اللذان تحصلا - بفضل هذه الأعمال - مع ماركوفتس على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1990. نذكر كذلك من بين امتدادات نظرية المحفظة المالية أعمال برونو سولنيك 1974، بخصوص تدويل المحفظة المالية، والتي سمحت بظهور أعمال أخرى موجهة لدراسة تأثير التطور التقني والاقتصادي، العولمة، أثر الصرف وطرق الانتقال على خصائص المحفظة المالية الدولية. تأخذ مشكلة تسيير المحفظة المالية في أسواق المالية ناشئة أو مبتدئة على غرار الأسواق المالية المغاربية خصائص أخرى، تستوجب إجراء دراسة أعمق للبيئة المالية وللبورصة خصوصا لتحديد ظروف تسيير المحفظة المالية الوطنية والدولية بهدف تغطية نقص المعطيات الناتج عن حداثة البورصة والتسعير في هذه الدول.

**الكلمات المفاتيح:** المحفظة المالية، أسهم، الدولية، بورصة الدار البيضاء، بورصة الجزائر.

### **La gestion des portefeuilles financiers internationaux des actions cotées en bourse avec indication au cas de l'ALGÉRIE et du MAROC**

#### **Résumé :**

La théorie moderne du portefeuille financier est mis en place par Harry MARKOWITZ en 1952, l'auteur a introduit les notions de rentabilité et du risque exprimées par la moyenne arithmétique et l'écart type des valeurs de l'actif financier dans une période donnée. Puis cette théorie a subi plusieurs modifications introduites par MARKOWITZ ou d'autres auteurs comme William SHARPE et Merton MILLER qui reçoivent – grâce à ces travaux – le prix Nobel en économie en 1990 avec MARKOWITZ. Citons aussi parmi les extensions du théorie du portefeuille financier les travaux de Bruno SOLNIK 1974, concernant l'internationalisation du portefeuille financier, et qui a permet de développer d'autres travaux orientés à étudier l'effet de : développement technique et économique, la mondialisation, l'effet de change et les méthodes de sélection sur les propriétés des portefeuilles internationaux.

Le problème de gestion de portefeuille financier prend autres caractéristiques dans les marchés financiers émergents ou pré-émergents à l'instar des marchés financier maghrébins, exigeant une étude plus profonde de l'environnement financière et de la bourse particulièrement pour déterminer les circonstances de gestion du portefeuille financier national et international dans le but de couvrir la manque des données résultant de la récence de la bourse et de cotation dans ces pays.

**Les mots-clés :** portefeuille financier, actions, international, la bourse de Casablanca, la bourse d'Alger

### **The management of International financial portfolio of shares quoted in stock exchange, with indication to the Algerian and Moroccan case.**

#### **Abstract:**

Modern financial portfolio theory was introduced by Harry MARKOWITZ in 1952, the author used the notions of return and risk expressed by the mean and the standard deviation of the stock values over a given period. After that the theory receive a lot of changes Introduced by MARKOWITZ or other authors like William SHARPE and Merton MILLER whose shared a Nobel price with MARKOWITZ in 1992. Among the extensions of the Modern financial portfolio theory we note Bruno SOLNIK researches in 1974 concerning international financial portfolio witch allowed to achieve other searches studying the effect of: Technical and economic development, globalisation, exchange effect and selection methods on the international portfolios proprieties.

The problem of financial portfolio management takes other characteristics in emergent or meadow emergent financial markets like the maghribin markets (ALGERIA, TUNISIA and MOROCCO), requiring a deep study of the financial environment and of the stock exchange particularly in order to determine national and international financial portfolio management circumstances, to cover the lack of data caused by recence of stock exchange and quotation in these countries.

**Key-words:** financial portfolio, shares, international, stock exchange of Casablanca, stock exchange of Algiers.

**FAYÇAL HAMDI**, KASDI MERBAH University, Ouargla, Algeria. 2006. E-mail: faycal.hamdi@laposte.net