

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
République Algérienne Démocratique et Populaire  
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université de M'sila  
Faculté des Sciences Economiques et  
Commerciales et des Sciences de Gestion  
Département des Sciences Economiques



جامعة المسيلة  
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

التنوع الدولي الإستثماري كإستراتيجية لإدارة محفظة الأوراق المالية  
- دراسة حالة بورصتي عمان وتونس (2010-2014) -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية  
تخصص: مالية وإدارة المخاطر

تحت إشراف:

د/ حسين بلعجوز

إعداد الطالبة:

كريمة لدغم شيكوش

نوقشت علنا يوم: 2015/06/04

لجنة المناقشة

رئيسا

مناقشا

مشرفا ومقررا

د. رابح بلعباس

أ. زغبة طلال

د. حسين بلعجوز

السنة الجامعية: 2014/2015



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وتقدير

الحمد لله أولاً وقبل كل شيء على أن هداني لإنجاز هذا العمل، ووفقتي ورزقتي  
الصبر لإتمامه.

أتوجه بشكري إلى جميع أفراد عائلتي على دعمهم وصبرهم طوال فترة إنجاز هذا  
العمل.

أشكر أستاذي المشرف حسين بلعجوز على قبوله أولاً الإشراف على المذكرة، كما  
أشكره على كل الوقت الذي أتاحه لي سواء لإبداء النصح أو التوجيه أو التصحيح.

أشكر جميع من شجعني من قريب أو من بعيد، وبأي شكل من الأشكال على إتمام  
هذا العمل.

# كريمة

# فهرس المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول:.....
X	قائمة الأشكال البيانية:.....
XI	قائمة الملاحق:.....
XII	قائمة المختصرات:.....
ب-ح	مقدمة عامة:.....
01	الفصل الأول: بورصة القيم المنقولة ومحفظة الأوراق المالية .....
02	تمهيد:.....
03	المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة القيم المنقولة .....
03	المطلب الأول: مفهوم بورصة القيم المنقولة.....
05	المطلب الثاني: مؤشرات أداء البورصة.....
06	المطلب الثالث: كفاءة بورصة القيم المنقولة.....
07	المبحث الثاني: ماهية محفظة الأوراق المالية.....
07	المطلب الأول: تعريف المحفظة المالية وأنواعها.....
09	المطلب الثاني: أهداف ووظائف محفظة الأوراق المالية.....
11	المطلب الثالث: السياسات الاستثمارية لمحافظ الاستثمار.....
13	المبحث الثالث: نظريات محفظة الأوراق المالية.....
13	المطلب الأول: نظرية ماركويتز.....
15	المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول محفظة الأوراق المالية المثلى.....
21	المطلب الثالث: نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية و نظرية المراجعة....
28	خلاصة الفصل الأول.....
29	الفصل الثاني: إدارة محفظة الأوراق المالية الدولية.....
30	تمهيد:.....
31	المبحث الأول: مقومات تكوين محفظة الأوراق المالية.....

31	المطلب الأول :مفهوم عائد محفظة الأوراق المالية و طريقة قياسه.....
34	المطلب الثاني :مفهوم مخاطرة محفظة الأوراق المالية و أنواعها.....
39	المطلب الثالث : قياس مخاطرة المحفظة المالية .....
44	المبحث الثاني: آلية تسير محفظة الأوراق المالية الدولية.....
44	المطلب الأول: مراحل وطرق تسيير محفظة الأوراق المالية.....
46	المطلب الثاني :تحليل مكونات محفظة الأوراق المالية.....
50	المطلب الثالث: النظريات الحديثة لتوزيع أصل محفظة الأوراق المالية.....
52	المبحث الثالث: أثر التنويع الدولي على خصائص محفظة الأوراق المالية.
52	المطلب الأول: مفهوم التنويع، أشكاله وأسس.....
58	المطلب الثاني: مفهوم التنويع الدولي وأساليبه .....
61	المطلب الثالث :أثر التنويع الدولي على تشكيلة المحفظة المالية.....
64	خلاصة الفصل الثاني.....
65	الفصل الثالث :تشكيل محفظة مالية متنوعة دوليا بين بورصتي عمان وتونس.....
66	تمهيد :.....
67	المبحث الأول :التعريف بسوق عمان وسوق تونس الماليين.....
67	المطلب الأول :لمحة حول النظام المالي الأردني والتونسي .....
73	المطلب الثاني :الإطار التنظيمي لسوقي عمان و تونس الماليين.....
79	المطلب الثالث : شروط الإدراج في سوقي عمان و تونس الماليين.....
85	المبحث الثاني : إختيار القطاعات والشركات لتشكيلة المحفظة.....
85	المطلب الأول :الإطار العام لدراسة الحالة.....
87	المطلب الثاني : إختيار القطاعات والشركات لسوقي عمان وتونس.....
93	المطلب الثالث : تشكيل محافظ مالية مكونة من أسهم مسعرة في سوق عمان المالي.....
96	المبحث الثالث :تشكيل محفظة مالية متنوعة دوليا.....

96	المطلب الأول :تشكيل محفظة دولية بشراء أسهم أجنبية.....
99	المطلب الثاني :أثر معامل الارتباط السالب على مخاطرة المحفظة الدولية..
102	المطلب الثالث :أثر الوزن النسبي على مخاطرة المحفظة الدولية.....
104	..... خلاصة الفصل الثالث :
106	..... الخاتمة :
111	..... المراجع :
120	..... الملاحق :
132	..... الملخص:

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
96	الأرقام القياسية الخاصة بكل قطاع في سوق عمان المالي	(1-3)
97	الأرقام القياسية الخاصة بكل قطاع في سوق تونس المالي	(2-3)
98	ترتيب أفضل 5 شركات من حيث حجم التداول في القطاع المالي بسوق عمان (2010-2014)	(3-3)
99	ترتيب أفضل 5 شركات من حيث حجم التداول في القطاع الصناعة بسوق عمان (2010-2014).	(4-3)
100	ترتيب أفضل 5 شركات من حيث حجم التداول في القطاع المالي بسوق تونس (2010-2014).	(5-3)
100	ترتيب أفضل 5 شركات من حيث حجم التداول في قطاع خدمات للمستهلك بسوق تونس (2010-2014).	(6-3)
101	العائد والتباين والمخاطرة النظامية للأسهم المختارة من القطاع المالي لسوق عمان	(7-3)
102	خصائص المحافظ المشكلة	(8-3)
104	العائد والتباين والمخاطرة النظامية للأسهم المختارة من القطاع الصناعي لسوق عمان المالي.	(9-3)
104	مقارنة بين محفظة القطاع المالي والمحفظة المتنوعة قطاعيا في سوق عمان المالي.	(10-3)
106	خصائص الأوراق المالية المسعرة في بورصة تونس بالدينار التونسي والدينار الأردني خلال الفترة 2010-2014.	( 11-3)

109	معامل الإرتباط بين الأوراق المالية لسوقي عمان وتونس.	(12-3)
110	عائد وبيتا محفظة الأوراق المالية بمعاملات موجبة	(13 -3)
110	عائد وبيتا محفظة الأوراق المالية بمعاملات سالبة	(14 -3)
112	أثر الوزن النسبي على العائد المخاطرة النظامية للمحفظة الدولية	(15-3)

## قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
24	منحنى السواء لمستثمر يتجنب المخاطر تماما	(1-1)
24	منحنى سواء لمستثمر يحب المخاطرة	(2-1)
25	منحنى سواء لمستثمر متحفظ	(3-1)
26	المجموعة المتاحة والحد الكفؤ	(4-1)
28	المحفظة الكفؤة للمستثمر المتجنب للمخاطرة	(5-1)
29	المحفظة الكفؤة للمستثمر الأقل تجنباً للمخاطرة	(6-1)
31	خط سوق الأوراق المالية SML	(7-1)
63	أثر التدويل في تخفيض مخاطرة محفظة أسهم محلية	(1-2)
70	تطور المخاطرة حسب عدد الأصول المكونة للمحفظة المحلية	(2-2)
71	مقارنة تطور المخاطرة حسب عدد الأصول المكونة للمحفظة المحلية والأجنبية	(3-2)

### قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
(1)	عائد وتباين وبيتا الأوراق المالية المسعرة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين (2010-2014)	130
(2)	عائد وتباين وبيتا الأوراق المالية المسعرة في بورصة تونس خلال الفترة الممتدة بين (2010-2014)	130
(3)	عائد وتباين وبيتا الأوراق المالية المسعرة في بورصة تونس بالدينار الأردني بإعتبار 1 دينار تونسي = 0,462 دينار أردني	131
(4)	معاملات الإرتباط ومعاملات التباين المشترك بين الأوراق المالية لبورصة عمان وبورصة تونس	132
(5)	أسعار الصرف لدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (2010-2014).	140
(6)	أسعار الصرف لدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (2010-2014).	140

## قائمة المختصرات:

الرمز	الشركات
ARBK	البنك العربي
JNTH	التجمعات لخدمات التغذية والإسكان
SPIC	التجمعات الإستثمارية
ULDC	تطوير الأراضي
UINV	الإتحاد للإستثمارات
JOPH	الفوسفات
IENG	رم علاء الدين
JOST	حديد الأردن
UTOB	الاتحاد للسجائر
CEIG	العصر للاستثمار
BIAT	بنك تونس العربي الدولي
BT	البنك التونسي
AMENBANK	بنك الأمان
STAR	الشركة التونسية للتأمين وإعادة التأمين - ستار -
TUNIS RE	الشركة التونسية لإعادة التأمين
ENNAKL AUTOMOBIL	شركة نقل
MONOPRIX	شركة مونوبري
MAGASINE GENERAL	شركة المغازة العامة
ARTES	الشبكة التونسية للسيارات والخدمات
TUNISAIR	الخطوط التونسية

# مقدمة عامة

إرتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الدول الرأسمالية، كما أدى إنتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الإقراض إلى خلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، وكانت البداية في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا أين كان التعامل بها على حافة الطريق ثم بعد ذلك تم تشيد أبنية خاصة بها أصبحت تعرف بأسواق الأوراق المالية؛

أصبح الإستثمار يلعب دورا مهما في النشاط الإقتصادي خاصة في ظل التطورات الحادثة التي أدت إلى تعدد وسائله وتنوع أساليبه ومن أهمها المحفظة المالية التي جلبت إهتمام العديد من الكتاب المعاصرين والتي ظهرت نتيجة لحاجة المستثمرين لأدوات تحقق لهم أقصى عائد ممكن في ظل أدنى درجة مخاطرة.

ظهرت نظرية هاري ماركوفيتز عام 1952م لتساعد المستثمر المالي على تسير محفظته معتمدة على مبدأ التنوع، الذي يؤكد ضرورة قيام المستثمر بتنوع موجوداته من خلال مسكه لأوراق مالية متنوعة قطاعيا ودوليا، ويعتبر التنوع الدولي من أهم الأساليب التي شهدت تطورا كبيرا خاصة بعد تحرر التجارة وإزدياد حركة رؤوس الأموال وتوسع الفرص الإستثمارية المتاحة والمتنوعة بين مختلف أنحاء العالم، ولعل أهم ميزة يوفرها التنوع الدولي هي ميزة الأمان النسبي وذلك لأن التنوع الدولي يعتمد على إستراتيجية تكوين محفظة دولية تشتمل على أوراق مالية مدرجة بأسواق عالمية مما يؤدي إلى تخفيض مخاطرة المحفظة.

أولاً: الإشكالية الرئيسية:

بناءً على ما سبق يمكننا طرح الإشكالية في السؤال الرئيسي التالي:

**مامدى تأثير إستراتيجية التنويع الدولي في إدارة محفظة الأوراق المالية المسعرة في بورصتي عمان وتونس خلال الفترة الممتدة بين 2010-2014؟**

وتتفرع تحت السؤال الرئيسي الاسئلة الفرعية التالية:

1. مامدى تأثير عدد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية بسوق عمان على عائد ومخاطرة هذه المحفظة خلال الفترة الممتدة بين 2010-2014؟
2. مامدى مساهمة إستراتيجية التنويع الدولي بشراء أسهم أجنبية من سوق تونس المالي في تدنية مخاطر المحفظة الأوراق المالية بسوق عمان خلال الفترة الممتدة بين 2010-2014 في ظل التغطية لمخاطر سعر الصرف؟
3. ماهو تأثير معامل الارتباط السالب بين الأوراق المالية الدولية لبورصتي عمان وتونس على مخاطرة المحفظة المنوعة بينهما خلال الفترة الممتدة بين 2010-2014؟
4. ما تأثير الوزن النسبي علي سياسة تسير المحفظة الدولية خلال الفترة الممتدة بين 2010-2014؟

ثانياً: فرضيات البحث:

1. يساهم عدد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية بسوق عمان في زيادة العوائد وتخفيض المخاطرة.
2. تساهم استراتيجية التنويع الدولي بشراء أسهم أجنبية بتدنية مخاطر محفظة الأوراق المالية في ظل تغطية سعر الصرف.

3. إن معامل الارتباط السالب بين الأوراق المالية الدولية يساهم في تدنية المخاطرة النظامية.

4. للوزن النسبي دور هام في تحقيق السياسة المتبناة لتسير المحفظة الدولية.

### ثالثا: حدود البحث :

تتمثل الحدود المكانية في سوقي عمان وتونس الماليين، في حين تتمثل الحدود الزمانية في الفترة الممتدة بين 2010-2014.

### رابعا: أسباب إختيار الموضوع:

1. قلة الكتابات والأعمال الأكاديمية بالمكتبة الجزائرية حول التنويع الدولي؛
2. الأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع من خلال الإهتمام المتزايد من قبل الإقتصاديين في ظل الأحداث التي تشهدها الأسواق المالية العالمية؛
3. موضوع البحث يتناسب ومجال التخصص (مالية وإدارة المخاطر)؛
4. الميول الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع بهدف التحكم في المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية.

### خامسا: أهداف البحث:

1. محاولة معرفة مدى التطابق بين الجانب النظري والجانب التطبيقي؛
2. التعرف على كيفية تشكيل محفظة متنوعة دوليا و كيفية حساب عائدها ومخاطرتها؛
3. استخدام النماذج الرياضية في تنويع المحفظة المالية الدولية بالتطبيق على بورصتي عمان وتونس.

**سادسا: أهمية الموضوع :**

1. تتبع أهمية الموضوع من كون التنويع الدولي أحد التقنيات الحديثة المستخدمة في إدارة مخاطر المحفظة المالية؛
2. تقديم الإطار المعرفي في هذا الميدان؛
3. إمكانية توعية المستثمر من خلال إختيار أحسن تشكيلة لمكونات المحفظة المالية وإبراز نقاط القوة والضعف للأوراق المالية؛
4. محاولة الإطلاع على واقع الأسواق المالية.

**سابعا: منهج البحث والأدوات المستخدمة:**

قصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة إستخدما المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والإقتصادية، وعليه فإن المنهج المستخدم سيكون منهاجا وصفيا تحليليا يمكن من توضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات، وتنظيمها بشكل تسلسلي، والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية ونظرياتها وألية تسيرها وكذا التنويع الدولي وعائد ومخاطرة المحفظة، وهذا في الفصلين النظريين الأول والثاني.

أما في الفصل الثالث فقد إعتدنا على منهج دراسة الحالة عند إسقاط الدراسة النظرية على بورصة عمان لمعرفة واقع تأثير التنويع الدولي على المحفظة المالية وقد إعتدنا في جمع البيانات على الإحصائيات والتقارير الرسمية وإستخدما في ذلك مزيجا من أدوات القياس والإحصاء.

ثامنا: الدراسات السابقة:

1) دراسة حيدر نعمة الفرجي، بعنوان " أثر التنويع الدولي على مردودية ومخاطرة المحفظة الدولية (دراسة تطبيقية )"، الدراسة عبارة عن مقالة في المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية العدد السادس عشر، العراق، 2008 .

توصلت الدراسة إلى أنه يمكن الإستفادة من التنويع الدولي في بعض الحالات عندما يكون معامل الارتباط صغيراً أو صفرياً أو سالباً بين عوائد الأصول الأجنبية، وبينت كذلك بأنه يزداد كل من عائد ومخاطرة المحفظة بزيادة نسبة الإستثمار في الموجود ذي العائد الأعلى.

2) دراسة فيصل حمدي، بعنوان " تسير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع الإشارة لحالة الجزائر والمغرب"، مذكرة ماجستير، 2006.

توصلت الدراسة إلى أن التنويع الوطني أدى إلى إرتفاع مردودية المحافظ وتخفيض المخاطرة، وأن التنويع الدولي أدى إلى تدنئة مخاطرة المحفظة لكن لم يكون له أثر جالياً على مردوديتها، وأن مردودية المحفظة الدولية في حالة عدم تغطية خطر الصرف أعلى من حالة تغطية خطر الصرف أما المخاطرة فكانت منخفضة بشكل قليل، إلا أن هذه الدراسة لم تتناول أثر الوزن النسبي على خصائص المحفظة الدولية.

3) دراسة غالية مليك، بعنوان " أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية دراسة تطبيقية على مجموعة من الأسواق المالية خلال الفترة (2010-2013)"، مذكرة ماستر، 2013.

توصلت الدراسة لأن التنويع الدولي يفقد فعاليته في ظل ترابط الأسواق، وأن أهداف سياسات تسير المحفظة الدولية مختلفة وللوزن النسبي دور هام في تحقيق السياسة المتبنى لتسير المحفظة، وأن خطر سعر الصرف أهم خطر يواجه المحفظة الدولية وذلك لأنه يحد من فاعلية التنويع الدولي، إلا أن هذه الدراسة لم تبين أثر التنويع الدولي على المخاطرة النظامية للمحفظة الدولية.

4) دراسة عائشة بخالد، بعنوان "التنوع كأداة لتدنية المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007"، مذكرة ماستر، 2010. توصلت الدراسة إلى أن التنوع القطاعي يؤدي إلى تدنية المخاطر غير النظامية، وتحقيق مردودية مرتفعة، وأن تدنية المخاطر غير النظامية يتوقف إلى حد كبير على معامل الارتباط بين مردودية الأصول المالية المكونة لحافظة الأوراق المالية، إلا أن هذه الدراسة لم تتناول طريقة تخفيض المخاطرة النظامية عن طريق التنوع الدولي.

5) دراسة منصورى الحاج موسى، بعنوان " أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة (2005-2007)", مذكرة ماجستير 2009، توصلت الدراسة إلى أن الوزن النسبي للأوراق المالية يساهم في تخفيض المخاطرة وأن تقلبات أسعار الفائدة تؤدي إلى إنخفاض في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تؤثر على عوائد المحفظة المالية، إلا أن هذه الدراسة لم تتناول مخطر سعر الصرف ولا التنوع الدولي بشراء أسهم أجنبية بإعتباره الإستراتيجية الأنسب لتخفيض المخاطر النظامية التي منها مخاطر أسعار الفائدة.

### تاسعا: هيكل البحث:

سعى منا للإحاطة بجميع جوانب وأساسيات البحث وللإجابة على إشكاليته فقد قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة فصول فصلين نظريين وفصل للجانب التطبيقي فكانت محاور البحث كما يلي:

**الفصل الأول :** بعنوان بورصة القيم المنقولة ومحفظة الأوراق المالية حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث خصص المبحث الأول للإطار النظري لبورصة القيم المنقولة وذلك بعرض لماهية البورصة، أنواع الأوراق المالية المتداولة بها وكذا مؤشرات وكفائتها وأما المبحث الثاني فتناولنا من خلاله ماهية المحفظة المالية من حيث تعريفها، أنواعها، أهدافها ووظائفها، وفي المبحث الثالث تم التطرق إلى نظريات محفظة الأوراق المالية كنظرية ماركويتز ونموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ونظرية المراجعة مع التطرق للمحفظة المالية المثلى.

**الفصل الثاني:** تحت عنوان إدارة محفظة الأوراق المالية الدولية قسم هذا الأخير إلى ثلاث مباحث فتمحور المبحث الأول حول مقومات تكوين محفظة الأوراق المالية، تم التطرق فيه إلى مفهوم كل من عائد ومخاطرة الأوراق المالية وطرق قياسهما، وأما المبحث الثاني فكان حول آلية تسيير محفظة الأوراق المالية الدولية من خلال تحديد مراحل وطرق تسيير محفظة الأوراق المالية، وكذا تحليل مكوناتها والعوامل المتحكمة في تحديد إستراتيجية تسييرها، أما المبحث الثالث فقد تناول أثر التنوع الدولي على خصائص محفظة الأوراق المالية من خلال التطرق إلى مفهوم التنوع وأشكاله وأسسها، وكذا أساليب التنوع الدولي وأثره على تشكيل المحفظة المالية.

**الفصل الثالث:** بعنوان تشكيل محفظة مالية متنوعة دولياً بين بورصة عمان وبورصة تونس حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث:

تطرقنا في المبحث الأول إلى التعريف بسوق عمان وسوق تونس الماليين من حيث النظام المالي والإطار التنظيمي وكذا شروط الإدماج بالسوقين. أما في المبحث الثاني فتم فيه إختيار القطاعات والشركات المناسبة لتشكيل المحفظة، أما المبحث الثالث فتم فيه تشكيل محفظة مالية متنوعة دولياً بشراء أسهم أجنبية ودراسة أثر كل من معامل الارتباط والوزن النسبي وعلى عائد المحفظة ومخاطرتها.

#### عاشراً: صعوبات البحث:

1. قصر الفترة الممنوحة لإعداد البحث؛
2. قلة المراجع حول محفظة الأوراق المالية الدولية والتنوع الدولي؛
3. صعوبة الحصول على بعض المعلومات من موقع بورصة تونس والبعض الآخر غير مدرج؛
4. اختلاف طرق توفير المعلومات بين البورصتين محل الدراسة.

الفصل الأول

بورصة القيم

المنقولة ومحفظة

الأوراق المالية

**تمهيد:**

يعود ظهور مفهوم البورصة إلى بداية القرن الخامس عشر حيث إرتبط إسمها بإسم أحد التجار (فان بورص) (van bourse) الذي كان يجتمع في فندقه العديد من التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين من أجل عقد إتفاقات ومبادلات قائمة على الثقة المتبادلة بين طرفي العقد.

إنتشرت البورصات في مختلف دول العالم مع ظهور النظام الإقتصادي الحديث وأصبحت مكان لجذب المستثمرين من أجل الإستثمار في الأوراق المالية بشتى أنواعها. ونظراً للمخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية تم جمعها فيما يسمى بمحفظة الأوراق المالية بإعتبارها أهم أدوات الإستثمار الفاعلة في تخفيض المخاطرة عن طريق تنويع الأوراق المالية والنسب المستثمرة في كل ورقة.

سننظر من خلال هذا الفصل إلى النقاط الأساسية التالية:

- الإطار النظري لبورصة القيم المنقولة؛
- ماهية محفظة الأوراق المالية؛
- نظريات محفظة الأوراق المالية.

## المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة القيم المنقولة

نتيجة للتطور الإقتصادي الذي شهده العالم، ظهرت أسواق مالية مختلفة، من أهمها أسواق الأوراق المالية (البورصة) لتلبية حاجات المستثمرين المختلفة، فهي تعكس مدى التقدم الإقتصادي والصناعي للدول.

وسنتناول في هذا المبحث عرض لماهية البورصة، أنواع الأوراق المالية المتداولة بها، والتطرق إلى مؤشرات البورصة وكفاءتها.

### المطلب الأول: مفهوم بورصة القيم المنقولة

#### أولاً: تعريف بورصة

هناك العديد من التعاريف للبورصة منها:

1. البورصة هي الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه<sup>1</sup>؛
  2. قد عرفت البورصة أيضا " بأنها سوق تتم فيها عمليات البيع و الشراء، من خلال السماسرة لتبادل سلعة ما أو أسهم وسندات وهي سوق مال طويل الأجل " <sup>2</sup>؛
  3. البورصة أو سوق التداول " هي سوق ثانوية تقوم بأداء دور مزدوج، فهي تعمل على التقاء العرض بالطلب، حيث أن أداتها ممثلة في قيم منقولة " <sup>3</sup>؛
  4. البورصة " هي سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والدول " <sup>4</sup>؛
- من التعاريف السابقة نستخلص تعريفا شاملا للبورصة:

هي سوق ثانوية منظمة يلتقي فيها دوريا أشخاص لإبرام صفقات ببيع أو شراء قيم منقولة (الأسهم، السندات، المشتقات المالية)، وفي مكان معين، تقوم بجمع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.

<sup>1</sup> محمد مطر، إدارة الإستثمار، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق، عمان، الاردن، 2005، ص 09.

<sup>2</sup> سويسسي الهواري، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 115 .

<sup>3</sup> أنطوان الناشف و خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص 45.

<sup>4</sup> Gosette Peyrard, LA Bourse, 6<sup>eme</sup> edition, libraire vuibert, Paris, 1998, p5.

**ثانياً: القيم المنقولة المتداولة في البورصة**

تتمثل أهم الأوراق المالية في ما يلي:

**1-السندات:**

يعرف السند على أنه وعد مالي تعاقدى يتعهد بموجبه المقرض تقديم مدفوعات إلى المقرض بتاريخ معين بالإضافة الى فائدة تدفع حسب عدد السنوات<sup>1</sup> كما يتميز السند بدرجة عالية من السيولة وقابلية التداول في البورصة<sup>2</sup>.

**2-الأسهم:**

تمثل الأسهم ملكية في شركة ما حيث يتكون رأس مال الشركة من عدة حصص متساوية يسمى كل منهما سهماً، حيث يتميز السهم بدخل متغير ويحصل حامله على أرباح ويتحمل الخسائر<sup>3</sup>.

من أهم أشكال الأوراق ذات الدخل المتغير نذكر:

- الأسهم العادية؛

- الأسهم الممتازة.

**2-1 الأسهم العادية:** تصدر المؤسسات الأسهم العادية كسند للملكية بقيمة إسمية محددة لتمويل نشاطها، ويتمتع حامل السهم بحقه في الحصول على نصيبه من الأرباح التي توزعها المؤسسة، وله حق الإشتراك في مجلس إدارة الشركة<sup>4</sup>.

**2-2 الأسهم الممتازة:**

تعد تكلفة الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة الأسهم العادية، لأنها تعطي لحاملها الأولوية عند التصفية، وهي دائمة مادامت المؤسسة قائمة، كما يحصل صاحبها على توزيعات سنوية بنسبة ثابتة وله صيب من الإحتياطات والأرباح المحتجزة، وليس له حق الإشتراك في مجلس إدارة الشركة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص9.

<sup>2</sup> فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص212.

<sup>3</sup> عصام حسن السعيد، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص78.

<sup>4</sup> مرجع نفسه.

<sup>5</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص265.

**3- المشتقات المالية:**

المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد وتلزم الطرف الآخر باحترام الإلتزام، قد يربط الطرفان بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد<sup>1</sup>.

**المطلب الثاني: مؤشرات أداء البورصة****أولاً: تعريف المؤشر وأنواعه:****1- تعريف المؤشر:**

يعتبر المؤشر أداة هامة لقياس أداء أسواق الأوراق المالية، فهو محصل للتغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة بما يساعد على كشف الاتجاه العام للسوق ويتم حسابه في صورة متوسط سعر عينة من الأسهم ممثلة للسوق كله بخلاف أنشطته خلال فترة زمنية معينة<sup>2</sup>.

**2- أنواع المؤشرات :**

يوجد نوعين من المؤشرات التي تقيس الأداء داخل البورصة هما<sup>3</sup> :

1-2 **المؤشرات العامة:** وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة، مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ؛

2-2 **المؤشرات القطاعية:** وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة، مثل مؤشر 50 لستانبور (S&P500).

**ثانياً: استخدامات المؤشر :**

لمؤشرات البورصة استخدامات عديدة تهتم المستثمرين والمحليلين والحكومات، حيث أن هذه المؤشرات تمد مستخدميها بالمعلومات اللازمة عن البورصة، وتمكن المستثمر من المقارنة بين التغير في عائد محفظة الأوراق المالية (بالزيادة أو النقصان) مع التغير الذي

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، المرجع السابق، ص 269.

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2011، ص 373.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 384.

يقرأ على مؤشر السوق وذلك لتقييم أداء محفظته، كذلك يسمح المؤشر بتقييم أداء مدير المحفظة ومدى استخدامه لأساليب متقدمة في التنويع والتي تسمح له بتحقيق عائدا أعلى من متوسط عائدا السوق، وأهم استخدام للمؤشر هو قياس المخاطرة النظامية لمحفظة الأوراق المالية<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: كفاءة بورصة القيم المنقولة:

#### أولا: كفاءة السوق

تتضمن السوق الكفاءة لحظيا الظروف والأحداث الماضية، وتعكس التوقعات المعبرة عن الأحداث المستقبلية. كما أن سعر الأصل المالي يمثل في كل لحظة تقديرا جيدا لقيمه الأصلية وبالتالي فإنه يستحيل التنبؤ بالتغيرات المستقبلية لأن جميع الأحداث المعلومة أو المتوقعة مدمجة مسبقا في الأسعار الحالية، ولا يمكن تعديل هذه الأسعار إلا بأحداث متوقعة<sup>2</sup>.

#### ثانيا: مستويات سوق الكفاءة

##### 1- مستويات سوق الكفاءة: تتمثل درجات سوق كفاء في ثلاث درجات هي<sup>3</sup>:

##### 1-1 المستوى الضعيف: يقتضي هذا المستوى أن تكون الأسعار الحالية للأوراق

المالية تعكس قيمة التغيرات السعرية التي حدثت في الماضي ؛

##### 2-1 المستوى المتوسط: طبقا لهذا المستوى فإن الأسعار الجارية للأوراق المالية

تعكس كلا من المعلومات المضمنة في سلسلة الأسعار التاريخية والمعلومات العامة المتاحة عن تلك الأوراق وخصوصا المعلنة والمنشورة، وفي ظل هذا المستوى من الكفاءة يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد أعلى من العادية اعتمادا على تلك المعلومات العامة؛

##### 3-1 المستوى قوي: يفترض هذا المستوى أن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة

المعلومات العامة والخاصة، وبالتالي لا يمكن للمستثمر تحقيق هامش ربح كبير.

<sup>1</sup> عصام حسن السعيد، مرجع سابق، ص ص39-40.

<sup>2</sup> حمدي فيصل، تسير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع الإشارة إلى حالة الجزائر والمغرب،

أطروحة لنيل شهادة ماجستير، غير منشورة، قسم علوم الإقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006، ص20.

<sup>3</sup> طاوس حمداوي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عنابة، الجزائر، 2007/ 2008، ص62.

## المبحث الثاني : ماهية محفظة الاوراق المالية

ينتج عن تجميع الاوراق المالية المنفردة والمتنوعة ما يعرف بالمحفظة المالية وهي التي تشغل اهتمام الكثير من المفكرين الماليين.

### المطلب الأول: تعريف المحفظة المالية وأنواعها

#### أولاً: تعريف المحفظة المالية

- تعرف بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والإستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمتلكها هذه الأصول من أموال<sup>1</sup>
- وتعرف على أنها تشكيلة لأصلين ماليين أو أكثر، والتي تختلف فيما بينها من حيث النوع والجودة بشكل عام، أما بشكل خاص يشار على أنها تشكيلة من الأوراق المالية كأسهم و/أو السندات التي يمسكها المستثمر لتعظيم العائد ولتقليل المخاطرة؛<sup>2</sup>

### ثانياً: أنواع محافظ الأوراق المالية

يمكن تقسيم محافظ الأوراق المالية لعدة أنواع\*، حيث تقسيم حسب الأهداف التي ترمي إليها على النحو التالي<sup>3</sup>:

- **محفظة الدخل:** هي المحفظة التي يهدف المستثمر من خلالها إلي تحقيق دخل مرتفع مع مستوى مخاطرة مقبولة، والدخل المتدفق من الأصول المالية للمحفظة بدوره قد يكون ثابت أو متغير وبالتالي يتم اختيار الأوراق المالية التي تولد دخلاً مستقراً نسبياً؛

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة الناشر الجامعية، مصر، 2005، ص267.

<sup>2</sup> أرشيد فؤاد التميمي واسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص190.

\* يمكن تصنيف المحافظ حسب تفضيلات المستثمرين الي: محفظة المخاطرة الصفرية، محفظة السوق، محفظة الحد الأعلى من المخاطرة.

<sup>3</sup> منية خرياش، اثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية(دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010)، أطروحة لنيل شهادة ماستر (غير منشورة)، علوم المالية والمحاسبة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص ص08-09.

- **محفظة النمو:** وهي المحفظة التي تهتم بالأوراق المالية لمؤسسات الأعمال النامية في نشاطها الاقتصادي، وهي المحافظ التي تسعى للمحافظة على وتأثر نمو العوائد؛
- **محفظة المتخصصة:** وهي نادرا ما تشكل، وإن تشكلت فهي مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة هو الذي يميز هذه المحفظة وهو لا يتلائم مع مبدأ المحفظة المالية و الذي هو التنوع؛
- **المحفظة المتوازنة:** وهي التي تهدف إلى تحقيق التوازن العام في مكونات المحفظة وهو ما يمكن تحقيقه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع للسيولة، والطويل الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد وهذا يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة وبما لا يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة؛
- **محفظة المتنوعة:** وهي التي تسعى إلى تنوع محتوياتها لتشمل غالبية الأوراق المالية التي من المتوقع أن تعطي عوائد ايجابية، وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن الديناميكي حيث تمكن من تعويض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات بالأرباح التي تتحقق من الأوراق الأخرى، فيكون التوازن مستمرا ويحافظ المستثمرون في محافظهم على ربحية مقبولة ومتناهية<sup>1</sup>؛
- **المحفظة الدولية:** هي المحفظة التي تضم أوراق مالية في بورصة عالمية<sup>2</sup>، وأهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنوع، التي توفر سمة الأمان النسبي، وذلك لأنها منوعة تنوعا جيدا، وذلك من ثلاث زوايا وهي:
  - تنوع الأصول، وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية؛
  - التنوع الجغرافي، وذلك لأن رأسمال المحفظة موزع على أدوات استثمارية في عدة دول؛

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم -سندات -أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2006، ص27.

<sup>2</sup> حيدر نعمة الفريحي، "أثر التنوع الدولي على مردودية ومخاطرة المحفظة الدولية (دراسة تطبيقية)"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد السادس عشر، 2008، العراق، ص81.

➤ تنوع العملات، اذ بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة، تنتوع أيضا العملات التي تقيم بها هذه الأصول.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني : أهداف ووظائف محفظة الأوراق المالية

#### أولاً: أهداف محفظة الأوراق المالية

يحقق تكوين محفظة الأوراق المالية عدداً من الأهداف تختلف من حيث نوع الاستثمار طويل أو قصير الأجل وكذا طبيعة الدخل المتوقع من الاستثمار، وفي ضوء ذلك يتم اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب مع الأهداف المرجوة، ومن هذه الأهداف<sup>2</sup>:

- حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم؛
- تحقيق عائد دوري ودخل إضافي رأسمالي ناتج من الأرباح الرأسمالية للبيع بقيمة أكبر من القيمة الشرائية؛
- تحقيق تنمية مستمرة في الأموال المستثمرة؛
- التأمين ضد المخاطر ولا سيما مخاطر انخفاض القوة الشرائية؛
- تقليل مخاطر التعرض للضرائب على إيرادات القروض، حيث أن الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب وبالتالي يمكن تعويض جانباً من الضرائب المدفوعة على إيرادات محفظة القروض؛
- تمد البنك بمرونة كافية في إدارة أصوله نظراً لأن مكونات المحفظة يمكن التصرف فيها بسهولة ومرونة أكبر من محفظة القروض؛
- توفير مصدر آخر للسيولة يتم اللجوء إليه عند الحاجة حيث يمكن بيع الأوراق المالية عند الحاجة للحصول على النقدية السائلة بدلاً من قيام البنك بالإقتراض.
- المزج بين الأوراق المالية، فالتنوع يعد أحد أهم أهداف المحفظة، وذلك بالمزج بين الأصول المالية الأسهم او السندات، أو من حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأسمال المحفظة أي تحديد الأوزان النسبية<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> محمد مطر، ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص148.

<sup>2</sup> محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، بدون ناشر، المنصورة، 1995، ص 382 .

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، ادارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الاردن، 2010، ص17.

## ثانيا : وظائف محفظة الأوراق المالية

تقوم محفظة الاوراق المالية بعدة وظائف أهمها<sup>1</sup>:

- تعزيز قيم موجودات المحفظة المالية وذلك من خلال المحافظة على ربحية هذه الموجودات والعمل على اعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر؛
- توفير الأمان للمحفظة المالية من خلال الربط الهادف بين سلوكي التحوط والعقلانية مع القبول بهامش ضروري للمخاطرة وذلك بالاستناد الى تنوع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية؛
- اقرار السياسات الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة؛
- دراسة التغذية العكسية للقرارات الاستثمارية مع تميز كافة النتائج المادية الملموسة الايجابية والسلبية لهذه القرارات؛
- توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق؛
- بناء إستراتيجية الإستثمار والتي تختلف عادة من إدارة الى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق؛
- إختيار الأصول المالية على أساس إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية وذلك بناء على الفرص المتاحة في الأسواق؛
- تحصين المحفظة وعملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الايدارية والمالية خاصة الضرائب المختلفة.

<sup>1</sup> سعيدة تلي، التنبؤ بالمرودية لتسير المحافظ المالية (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس)، أطروحة لنيل شهادة ماجستير (غير منشور)، علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009/2008، ص14.

**المطلب الثالث: السياسات الاستثمارية لمحافظ الاستثمار:**

تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة المحفظة وطبيعة أغراضها وأهدافها ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى الأنواع التالية:

**أولاً: السياسة المتحفظة أو الدفاعية :**

هي التي يكون فيها المستثمر متحفظاً تجاه المخاطر ويؤكد على عاملي الأمان والاستقرار، وعليه فغالباً ما تستثمر الأموال في سندات طويلة الأجل وأسهم ممتازة مما يضمن دخلاً ثابتاً ومستقراً لفترة طويلة. وتنحصر أساليب هذه السياسة في نقطتين رئيسيتين هما: أسلوب الشراء والاحتفاظ، وأسلوب صناديق المؤشر.

**(1) الشراء والاحتفاظ :** يتم اختيار أسهم مناسبة لتفضيل المستثمر للمخاطر وتحقق له

أهدافه من الاستثمار، ثم يقوم بتكوين المحفظة ويحتفظ بها حتى تاريخ مستقبل معين وذلك في محاولة لتجنب تكاليف المبادلة وتكاليف البحث عن أسهم جديدة للاستثمار فيها؛

**(2) أسلوب صناديق المؤشر:** ويتبع هذا الأسلوب العديد من محافظ الاستثمار

وصناديق المعاشات وفي إطاره يتم تكوين محافظ تطابق بقدر الإمكان أداء مؤشر السوق، وتتميز المحافظ التي يتم تكوينها بهذا الأسلوب بإمكانية أدائها بكفاءة من دون الحاجة لسمسار أو مدير للمحفظة؛<sup>1</sup>

**ثانياً: السياسة الهجومية:**

هي السياسة التي يركز فيها المستثمر على جني الأرباح عند حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية، حيث تكون الغلبة للأسهم العادية في تشكيلة المحفظة، حيث يتم شراؤها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها لفترة من الزمن حتى ترتفع الأسعار ليتم بيعها وجني أرباح رأسمالية، وعادة ما يكون عنصر المخاطرة في هذا المجال كبير. وتنقسم أساليب الاستراتيجية الهجومية إلى ثلاثة أقسام:

<sup>1</sup> الياس ميلانة، إدارة المحفظة الإستثمارية (دراسة حالة الشركة السورية للبيبة - للاستثمارات الصناعية والزراعية)، أطروحة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، 2008/2007، ص14.

(1) أسلوب اختيار الأوراق المالية: هنا يعتمد مدير المحفظة على أدوات التحليل الأساسي في تحديد الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها ويتطلب التنبؤ بعوائد هذه الأسهم الاعتماد على بعض مصادر المعلومات وأهم تلك المصادر هي التقارير السنوية للشركات المصدرة للأسهم؛

(2) الأسلوب الثاني: للاستراتيجية الهجومية يعتمد على تغير الأوزان النسبية لأسهم القطاعات التي تتكون منها المحفظة عن طريق زيادة النسبة من استثمارات المحفظة الموجهة لأسهم قطاعات يتوقع لها أداء جيد، وتخفيض النسبة من الاستثمارات الموجهة لأسهم القطاعات المتوقعة لها أداء رديء بهدف تجنب الآثار السلبية التي تترتب على حدوث تدهور شديد في أداء بعض القطاعات بالتحويل إلى الاستثمار في القطاعات التي تتسم بتحسن مستمر في أدائها؛

(3) أسلوب توقيت السوق: وهو أسلوب يعتمد في إطاره على التنبؤ بحالة السوق في الفترة التالية واتخاذ قرارات الاستثمار بناء على هذا التوقع، ففي ظل التنبؤ بتحسين حالة السوق يقوم مدير المحفظة بتغيير مكونات المحفظة لنتضمن أسهما ذات قيمة أما في ظل التنبؤ بتدهور السوق في الفترة التالية، يقوم مدير المحفظة بتغيير مكوناتها.<sup>1</sup>

### ثالثا: السياسة المتوازنة (الهجومية - الدفاعية):

هي تلك السياسة التي يراعى فيها المستثمر تحقيق نسبة من الأمان، وفي نفس الوقت جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة من الارتفاع في الأسعار، وعادة ما تتكون المحفظة في هذه السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وكذلك من السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الياس ميلانة، المرجع السابق، ص15

<sup>2</sup> الياس ميلانة، المرجع السابق، ص16.

## المبحث الثالث: نظريات محفظة الأوراق المالية

## المطلب الأول: نظرية ماركويتز

## أولاً: مفهوم نظرية محفظة الأوراق المالية

تعرف نظرية المحفظة علي أنها نظرية معيارية تهتم بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمر لإيجاد التوازن بين العائد والمخاطرة الناشئين من الاستثمار في أصول مالية، وتصف هذه النظرية المستثمر بالرشد، إذ يسعى إلي بناء المحفظة المالية الكفوءة من بين المحافظ المتاحة لديه، حيث تقوم نظرية المحفظة علي إفتراضين أساسيين بالنسبة لقرارات الإستثمار في ظل عدم التأكد هما:

- يتجنب المستثمرون المخاطرة، ويفضلون الحصول علي عائد أكبر عند مستوى معين من المخاطرة أو مخاطرة أقل عند مستوى معين من العوائد؛
- تتوزع إيرادات محفظة الأوراق المالية توزيعاً طبيعياً ونظراً لأن المستثمر يمكنه تخصيص أمواله في أنواع عديدة من أوراق المالية ذات الدرجات المختلفة من المخاطرة، فما يهمله هو العائد الخاص بمحفظة الأوراق المالية، ودرجة المخاطرة المتعلقة بها، وبالتالي يمثل عائد المحفظة متوسطاً لعائد الأوراق المالية التي تتضمنها.<sup>1</sup>

## ثانياً: نظرية ماركويتز:

يرجع الفضل في وضع أسس نظرية المحفظة للعالم الأمريكي هاري ماركويتز Harry Markowitz سنة 1952، حيث عرض ماركويتز هذه النظرية في مقال له بعنوان "إختيار الأوراق المالية" نشر في مجلة التمويل وهذا المقال تضمن المبادئ الأساسية لبناء محفظة إستثمارية .

إن جوهر نظرية المحفظة عند ماركويتز يدور حول أثر التنوع المدروس على مخاطر المحفظة، وقد ذهب ماركويتز إلى تفسيرٍ أبعد للكيفية التي تخفف بها مخاطر المحفظة من خلال التنوع المدروس عندما قدم نظرية المحفظة الكفوءة، وهي المحفظة التي تحقق أدنى

<sup>1</sup> أرشيد فؤاد التميمي واسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص 191 - 193 .

مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد أو التي تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة.

أدت هذه النظرية دوراً مهماً في تفسير العلاقة بين المخاطرة والعائد، حيث يسعى المستثمر الرشيد إلى إختيار التوليفة المثلى من بين البدائل الإستثمارية المتاحة التي تعظم العائد وفق درجة محددة من المخاطرة، وبموجب هذه النظرية ليس المهم إرتفاع أو إنخفاض العائد لأصل معين بل المهم هو عائد ومخاطرة المحفظة.<sup>1</sup>

لقد إعتد ماركوفتزر في بناء نموذجه علي مجموعة من الفرضيات الأساسية الآتية:<sup>2</sup>

- كل المستثمرين لهم نفس فترة القياس؛
- كل الإستثمارات قابلة للتقسيم بشكل تام؛
- المتعاملون لهم توقعات متجانسة، كما يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني إتجاه المخاطرة، أو أنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند مستوى معين من المخاطرة؛
- تمثل البدائل الإستثمارية بتوزيعات إحتماالية للعوائد المتوقعة خلال فترة الإحتفاظ بالأدوات الإستثمارية؛
- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة علي أساس تغير العوائد المتوقعة؛
- العمليات في البورصة وتكاليف المعاملات والظرب والرسوم معدومة، بالإضافة إلي مجانية المعلومات؛
- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة علما بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الإستثمار، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص37.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 240.

## المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول محفظة الأوراق المالية المثلى

أولاً : دالة منفعة ومنحنى السواء للمستثمر

## 1-دالة منفعة:

يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعته وهذا ما تأكد عليه نظرية المحفظة، ولاكن يجب علينا أن نفرق بين تعظيم المنفعة وتعظيم الثروة، فتعظيم الثروة يرتبط بتعظيم العائد من الاستثمار، أما تعظيم المنفعة فهو محصلة العائد والمخاطر وليس محصلة العائد وحده، لأن المخاطر متغير له أهمية بالنسبة للمستثمر، فالسعي لتعظيم الثروة يكون في ظل قيد أساسي يتعلق بحجم المخاطر التي ينبغي على المستثمر تحملها، وبالتالي فإن كلا من العائد والمخاطر لهما تأثير على المنفعة، بحيث أن تعظيم العائد ينعكس إيجاباً على المنفعة غير أنها تتأثر عكسياً بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، وبناء عليه فإنه لو كان التأثير السلبي للمخاطر يفوق التأثير الإيجابي للعائد فإن المنفعة المتوقعة من الاستثمار تقل عن الثروة المتوقعة منه<sup>1</sup>.

## 2- منحنى السواء

1-2 تعريف منحنى السواء: هو المنحنى الذي يوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة

التي يفضلهما المستثمر، وهناك عدد لا متناهي من منحنيات السواء وكل منحنى يناسبه مستوى منفعة معين كما أنه ليس لمنحنيات السواء نقاط تقاطع ويتحدد شكلها بحسب طبيعة وسلوك المستثمر اتجاه المخاطر كمايلي<sup>2</sup> :

1-1-2 المستثمر الذي يتجنب المخاطرة : بما أن المستثمر يبغض المخاطرة تماماً مما

يؤدي إلى عدم قدرته على تحمل أي مخاطر إضافية، وبالتالي تبقى المخاطرة ثابتة، في حين يزيد العائد.

<sup>1</sup> جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، أطروحة لنيل شهادة

الماجستير، غير منشورة، قسم علوم التسيير، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007، ص 86 .

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 30.

الشكل (1-1): منحنى السواء لمستثمر يتجنب المخاطر تماما

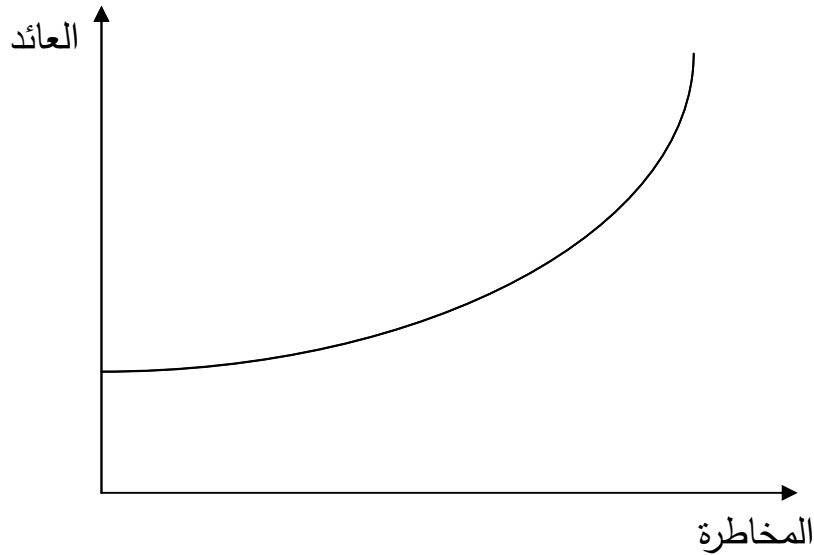


المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية والمشتقات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005/2004، ص230.

2-1-2 المستثمر الذي يحب المخاطرة:

هو المستثمر الذي يبحث عن العائد المرتفع بغض النظر عن المخاطر المرتفعة.

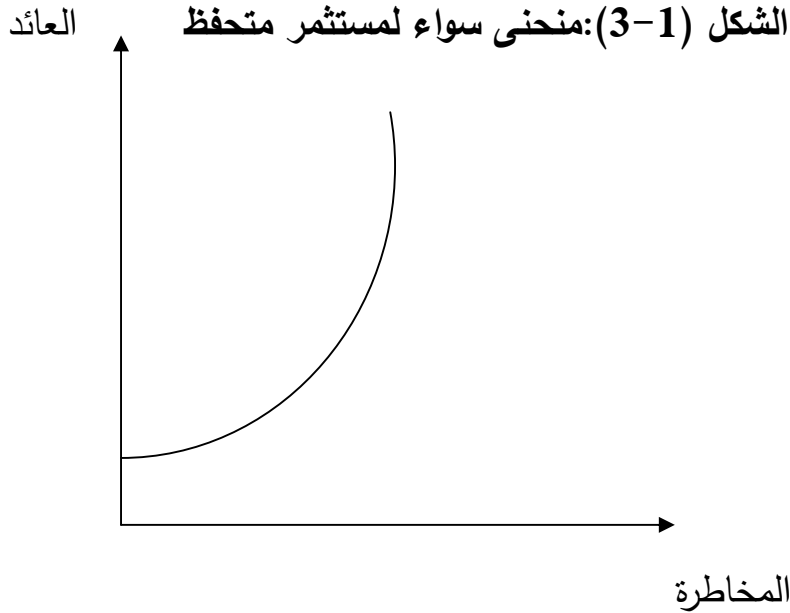
الشكل (2-1): منحنى سواء لمستثمر يحب المخاطرة:



المصدر : محمد صالح الحناوي وآخرون الإستثمار في الأوراق المالية والمشتقات، مرجع سابق، ص213.

**3-1-2 المستثمر المتحفظ :**

هذا النوع من المستثمرين يتحفظ من المخاطرة، وبالتالي فهو يقبل أي زيادة في درجة المخاطرة إذا صاحبها زيادة في العائد بمعدل أكبر، كما هو ممثل في المنحنى التالي:



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون الإستثمار في الأوراق المالية والمشتقات، مرجع سابق، ص213.

**2-2 فرضيات منحنيات السواء : تنطوي منحنيات السواء على فرضيتين هما <sup>1</sup>:****1-2-2-1 فرضية عدم التشبع :**

يقصد بها أن المستثمر لا يضره أبدا أن يحصل على المزيد من العائد، ولو كان أمام بديلين فإنه يختار البديل الذي يحقق له عائداً أكبر من الآخر، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

**2-2-2-2 فرضية كراهية المخاطرة:**

إن المستثمر يبغض المخاطر ويعني هذا لو أتاحت له المفاضلة بين إستثمارين متساويين من حيث العائد ، فسوف يختار أقلهما مخاطرة.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون الإستثمار في الأوراق المالية والمشتقات، المرجع السابق، ص214.

ثانياً: الحد الكفاء والمحفظة المثلى.

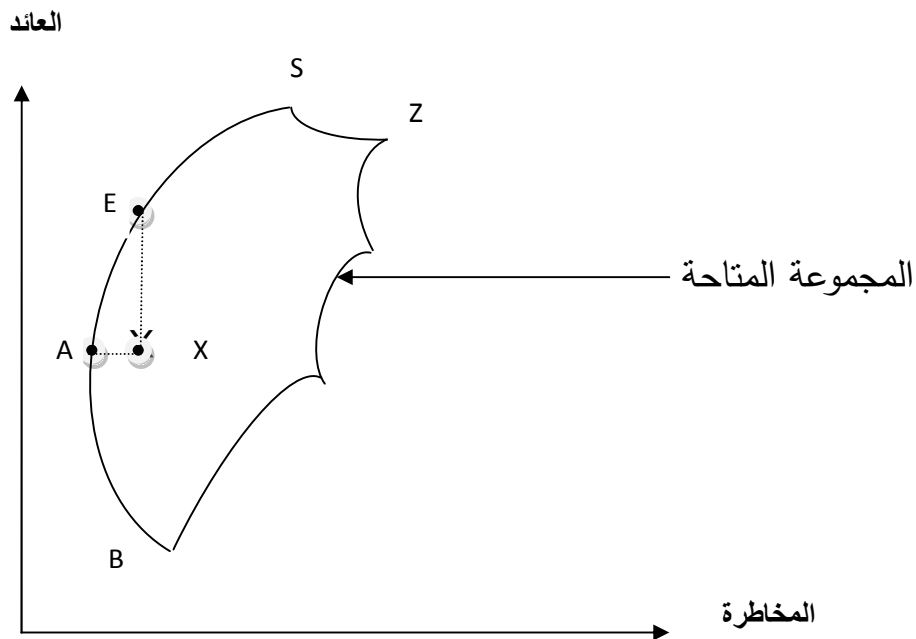
### 1- بناء الحد الكفاء:

عند دمج عدد من الأوراق المالية في محفظة بنسب إستثمارية مختلفة يتكون ما يسمى بالمجموعة المتاحة، والتي تأخذ شكل مظلة في فضاء العائد والمخاطرة كما يمثله الشكل (4-1).

إن عدد المحافظ في المجموعة المتاحة هو عدد لانهائي وذلك لإختلاف المبالغ المستثمرة في كل ورقة مالية لكل محفظة بالمجموعة، ويمكن للمستثمر تجنب حساب وتحليل هذا العدد اللامتناهي بإختيار المحفظة التي تحقق الشرطين التاليين :

- تحقق أقصى عائد متوقع في ظل مستوى معين من المخاطر؛
- توفر أدنى مخاطرة في ظل مستوى معين من العائد.<sup>1</sup>

الشكل (4-1): المجموعة المتاحة والحد الكفؤ



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 55.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 54.

من الشكل (1-4) نلاحظ أن مجموعة المحافظ التي تحقق الشرط الأول هي التي تقع على المنحنى (AZ) شمال المجموعة المتاحة، والمجموعة التي تحقق الشرط الثاني فهي المحافظ التي تقع على المنحنى (SB) غرب المجموعة المتاحة، أما المحافظ التي تحقق الشرطين معا فهي التي تقع على المنحنى (AS) شمال غرب المجموعة المتاحة وتكون هذه المحافظ الحد الكفوء.

لإثبات ذلك نأخذ المحفظة X، فمن خلالها نلاحظ أن المحفظة A توفر نفس العائد الذي تحققه X ولكن بدرجة مخاطرة أقل، ومن جهة أخرى نجد أن المحفظة E لها نفس مستوى مخاطرة المحفظة X ولكن لها عائد أكبر<sup>1</sup>.

## 2- المحفظة المثلى

### 1-2 تعريف المحفظة المثلى :

يمكن تعريف المحفظة المثلى على أنها تلك المحفظة التي تستطيع إدارتها اختيار الأوراق المالية التي تحقق أكبر عائد ممكن بأقل قدر من المخاطرة<sup>2</sup>. وتختلف من مستثمر لآخر كل حسب تفضيله وميوله الشخصي.

### 2-2 اختيار المحفظة المثلى :

يقوم المستثمر بإختيار المحفظة الكفوءة التي تعتمد على درجة تفضيله للعائد ودرجة تجنبه للمخاطرة بحيث يختار المحفظة التي تحقق له أعظم منفعة، وتوجد هذه المحفظة على نقطة التماس الحد الكفوء والمنحنى ذو المنفعة الأعلى والتي تبيينها منحنيات السواء لكل مستثمر وسلوكه إتجاه المخاطرة، كما يلي<sup>3</sup>:

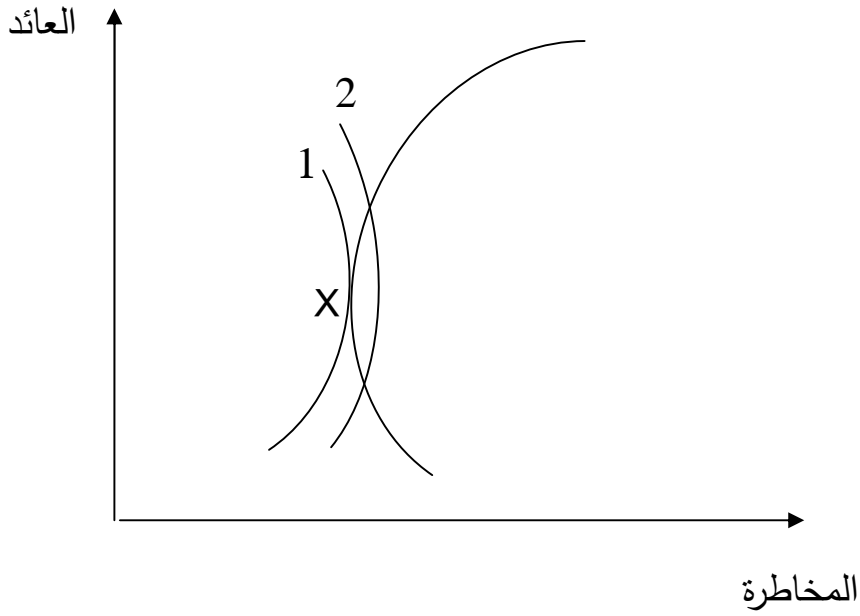
**1-2-2 المستثمر المتجنب للمخاطرة:** وتكون أعلى منفعة يحصل عليها عندما تلتقي أعلى منحنيات السواء الخاصة بهمع الحد الكفوء في النقطة (X) كما يمثله الشكل التالي:

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 56.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 162.

<sup>3</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 56.

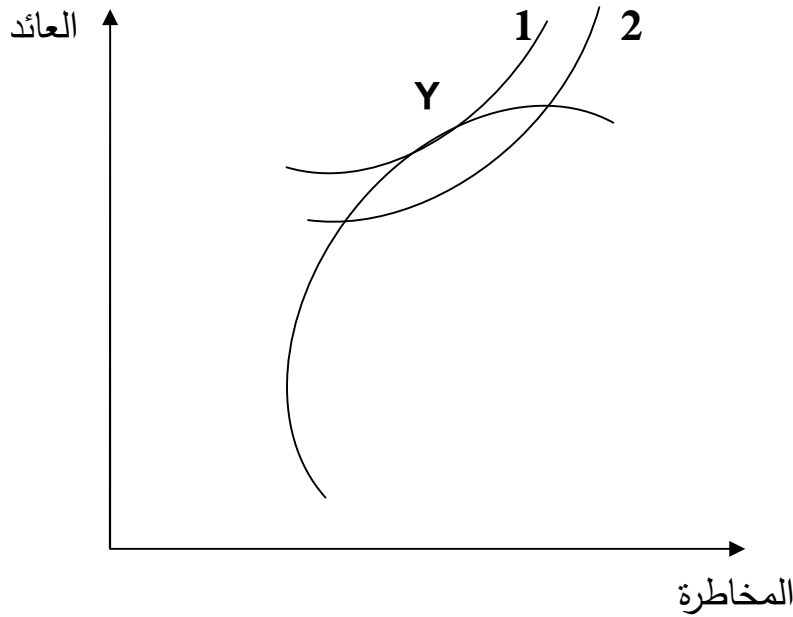
الشكل (1-5): المحفظة الكفوءة للمستثمر المتجنب للمخاطرة



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 56.

2-2-2 المستثمر الأقل تجنباً للمخاطرة: يختار النقطة التي تلتقي أعلى منحنيات السواء الخاصة به مع الحد الكفوء في المحفظة الكفوءة (Y) .

## الشكل (1-6): المحفظة الكفوة للمستثمر الأقل تجنباً للمخاطرة



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 56.

## المطلب الثالث: نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية و نظرية المراجعة

## أولاً: نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية

إقترح المنظر والرائد المالي الإقتصادي وليم شارب William F. Shap نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية <sup>1</sup> CPM عام 1963 وحصل شارب علي جائزة نوبل في المالية والإقتصاد عام 1990.

يمثل هذا النموذج الإمتداد الجوهرى لنظرية المحفظة، ويعرف بأنه نظرية للموازنة بين المخاطرة والعائد، وتبرز أهمية هذا النموذج بأنه جمع سوية ما بين المخاطرة والعائد في آن واحد، وبذلك فإن هذا النموذج قدم الأساس الكمي لقياس المخاطرة، وبالتالي جعل أساس تقييم القرارات المالية اكثر موضوعية.

تبرز أهمية هذا النموذج كونه قدم المقياس الكمي للمخاطرة غير قابلة للتنبوع لأي استثمار فردي تتضمنه المحفظة وبذلك يمكن قياس أو تخمين المخاطر النظامية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> CPM: Capital Assets Pricing Model.

<sup>2</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 69.

**1-فرضيات النموذج:** يقوم هذا النموذج على الفرضيات عديدة، وقد صنفت إلى فرضيات السوق المالية التامة الكفاءة، وفرضيات الأعوان الإقتصادية، ويمكن تلخيصها فيما يلي<sup>1</sup>:

### 1-1 فرضيات السوق التامة الكفاءة :

- المعلومات المتعلقة بالأصول المسعرة في السوق المالية مجانية (عدم وجود تكاليف الصفقات ) ويمكن الوصول إليها؛
- عدم وجود ضرائب ولا رسوم عن الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر خلال سعيه لتحقيق التنوع في محفظة الأوراق المالية في هذه الأسواق؛
- يمكن لجميع المستثمرين إقتراض وإقراض أي كمية على أساس أصول مالية بدون مخاطر أي إمتلاك مردودية أكيدة؛
- لا يمكن لأي متدخل التأثير على سعر الأصول، بمعنى عدم وجود سيطرة على السوق من قبل أي مستثمر مهما كانت حجم مبيعاته أو مشترياته.

### 2-1 فرضيات تصرفات الأعوان الإقتصاديين:

تتعلق هذه الفرضيات بتصرفات المستثمرين وتتمثل فيما يلي:

- إتصاف المستثمرين بالرشادة الإقتصادية، حيث يسعى كل منهم إلى ترشيد تصرفاته الإستثمارية على نحو الذي يعظم منفعه وذلك من خلال تعظيم العائد عن طريق الإستثمار؛
- المستثمرون لديهم نفس التوقعات فيما يتعلق بالمردودية المتوقعة والمخاطر وللمستثمرين نفور إتجاه المخاطر؛
- المستثمرون يختارون بين المحافظ على أساس العائد المتوقع والتباين.

نظرا لأن التنوع في الاستثمار يخفض المخاطرة مع ذلك يبقى خطر ولايزول، وعليه سيكون المستثمر مهتم بمعرفة العلاقة بين المخاطرة والعائد لكل سهم في المحفظة، وقد تم تجسيد هذه العلاقة حسب نموذج تسعير الأصول المالية على مستوى الأوراق المالية على

<sup>1</sup>غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص 196-195.

انفراد أو أية محفظة مالية، وذلك من خلال تحديد العائد المطلوب انطلاقاً من المخاطرة المرتبطة بها وذلك يعني أن العائد المطلوب من مستثمر معين يساوي معدل العائد بدون مخاطرة زائد علاوة المخاطرة غير القابلة للتنويع (المخاطر النظامية)،

و ذلك حسب المعادلة التالية:

$$RR = R_F + \beta (ER_m - R_F) \dots\dots\dots \text{المعادلة رقم (1-1)}$$

حيث:

RR معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر .

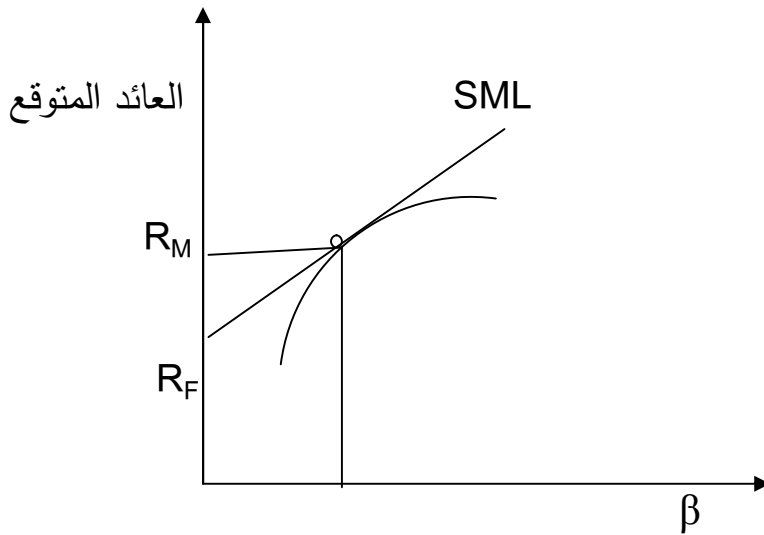
$R_F$  معدل العائد الخالي من المخاطرة .

$\beta$  معامل بيتا و الذي يعكس حساسية عائد الورقة لعائد السوق .

$ER_m$  عائد محفظة السوق .

$\beta (ER_m - R_F)$  علاوة المخاطرة<sup>1</sup>.

الشكل (1-7): خط سوق الأوراق المالية SML



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 62.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 62.

## 2-انتقادات النموذج:

وجهت العديد من الانتقادات لهذا النموذج من أهمها:

- الاعتماد على فرضية السوق الكفاء والتي تبقى كنظرية؛
- الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المردودية؛
- فرضية استقرار بيتا، فـنـمـوـذـج تسعير الأصول هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية ويسمح بتحديد المردودية المتوقعة كدالة في المخاطر النظامية ومن ثم يستوجب حساب بيتا التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن؛
- صعوبة تطبيق النموذج خاصةً في تحديد معدل المردودية الخالي من المخاطرة والذي يبقى نظري فـسـنـدات الحكومة لا تتعرض لمخاطر الإفلاس، تحت فرضية الدولة لا تفلس، لكن قد تتطوي على مخاطر أخرى؛
- يرفض النموذج المستثمرين ممن يقبلوا بعوائد قليلة في مقابل التعرض لمخاطرة شديدة؛
- يفترض النموذج أن عوائد الأسهم تتأثر بنوع معين من المخاطر وهي المخاطر النظامية، في حين يتجاهل المخاطر اللانظامية؛
- يفترض النموذج أن لجميع المستثمرين قدرات متساوية في الحصول على المعلومات (فرضية تجانس توقعات المستثمرين)، لكن لا يمكن تحقق هذا الفرض في الواقع لأن السوق لا تتمتع بكفاءة تامة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عبد الغني دادان، "قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السادس، 2008، ص24.

**ثانياً: نظرية المراجعة.**

تعتبر هذه النظرية و المقترحة من قبل ROSS سنة 1976 تعميماً لنموذج CAPM وتسمى أيضاً بنموذج متعدد العوامل وهي العوامل الاقتصادية التي تؤثر في سعر الورقة فنجد منها عوامل عامة وهي عوامل السوق وعوامل خاصة متعلقة بالمؤسسة وهي نظرية توازنية تحكم العلاقة بين عوائد الأوراق المالية والمتغيرات المؤثرة على العائد، حيث أن النموذج لايزودنا بعوامل محددة وإنما تختلف العوامل باختلاف المحللين والمستثمرين، حيث أنه يتم إعطاء وزن لكل عامل يعكس حساسية الورقة المالية إتجاه هذا العامل<sup>1</sup>.

وفقاً لهذه النظرية فإن الأوراق المالية التي تتعرض لنفس العوامل تتساوى في عوائدها وهذا ما يسمى بالسعر الواحد، أما إذا لم يحدث ذلك فيبدأ المراجحون عملهم حتى تختفي المراجعة المربحة بين الأوراق المالية حيث يصبح عائد الورقة المالية مساوي للعائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى أن علاوة المخاطرة تعوض عن المخاطر المصاحبة للعوامل المؤثرة على الأوراق المالية.

**1- فرضيات النموذج:**

- لا توجد تكاليف سمسرة ولا ضرائب على الأرباح الرأسمالية حيث يتمتع السوق المالية بالمنافسة الكاملة؛
- أن المستثمر يتصرف العقلانية ويحاول تعظيم ثروته؛
- أن عوائد الأوراق المالية هي عبارة عن محصلة لعدد من العوامل التي تؤثر على الأوراق المالية؛
- هناك توقعات متشابهة بشأن العوامل المؤثرة على الأوراق المالية؛
- تساوى معدل العائد على الإقراض والاقتراض؛
- لا توجد مخاطر محيطية بعملية الترويج المريح<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Risque Management and Financial Dérivatives, [http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855\\_chap1,](http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855_chap1.pdf) pdf consulté le 01/02/2015.à 10:31

<sup>2</sup> Aswath Damodaran, Finance D'Entreprise, 2<sup>ème</sup> édition revue et corrigée, de boeck, Paris, 2008, p-p: 243-245

## 2- معادلة نموذج تسعير المراجعة

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل Factor Model ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وحسب هذه النظرية فإن العائد على الأوراق المالية يتأثر بنوعين من العوامل، عوامل إقتصادية عامة (المخاطر النظامية)، وعوامل خاصة بالمؤسسة التي تصدر الأوراق المالية، ويمكن التعبير عن العلاقة بين العائد وهذه العوامل وفق المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$R_{it} = a_{0t} + b_{i1}\bar{F}_{1t} + b_{i2}\bar{F}_{2t} + \dots + b_{in}\bar{F}_{in} + \bar{e}_{it} \quad (2-1)$$

$$R_{it} = a_{0t} + \sum b_{ik}\bar{F}_{kt} + \bar{e}_{it} \quad (3-1)$$

حيث أن:

- ؛  $R_{it}$ : المردودية العشوائية في الفترة  $t$  للأصل  $i$ ؛ و المحسوبة على الفترة:  $t_1, t$ ؛
  - ؛  $\bar{F}_{kt}$ : القيمة العشوائية التي يأخذها العامل  $k$ ؛ لمجمل الأصول في الفترة  $t$ ؛
  - ؛  $b_{ik}$ : يمثل حساسية عوائد الأوراق المالية  $i$ ؛ عند مستوى العامل  $k$ ؛
  - ؛  $a_{0t}$ : العائد المتوقع للأصل  $i$  في الفترة  $t$  على جميع الأوراق المالية عندما تكون قيمة جميع العوائد تساوي صفر؛
  - ؛  $\bar{e}_{it}$ : العائد الذي يخص فقط الورقة المالية  $i$  في الفترة  $t$ .
- وفي الأخير يمكن لنا أن نستنتج<sup>2</sup>:

- الفكري الأساسية لنموذج APT هو أن مجموعة قليلة من المتغيرات تؤثر نظاميا في المردودية المتوسطة للأوراق المالية في الأجل الطويل؛

<sup>1</sup> الحاج موسى منصور، أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي)، أطروحة لنيل شهادة ماجستير، غير منشورة، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2007/ 2008، ص 33.

<sup>2</sup> منية خرياش، مرجع سابق، ص 22.

- يختلف APT على CAPM في أن APT لا يعتمد على المحفظة السوقية ولكن يتنبأ بالمخاطر السوقية المؤثرة على معدل العائد المتوقع، إذ ترى أن هناك العديد من المخاطر النظامية المؤثرة على عائد الورقة المالية ؛
- يرتكز نموذج CAPM على معرفة المحافظ المالية الكفوءة، بينما يرتكز APT على فكرة مختلفة إذ يفترض بأن مردودية كل الأوراق المالية تتأثر بمعطيات الإقتصاد الكلي، وبأحداث خاصة بكل مؤسسة ؛
- تستند ATP على وجود قانون السعر الواحد ويعني ذلك أن أي أصلين متماثلين لا يتم بيعهما بأسعار مختلفة.

3- **عيوب النموذج<sup>1</sup>**: من عيوب هذه النموذج انه لم يتم تحديد كل العوامل الاقتصادية التي تتأثر بها عوائد الأوراق المالية، وإن تم تحديد هذه العوامل فيبقى الإشكال في مدى تأثير كل عامل على معدل العائد الفعلي و الوزن النسبي لهذا التأثير .

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 209.

## خلاصة الفصل الأول:

تناول هذا الفصل دراسة أهم المفاهيم المتعلقة ببورصة القيم المنقولة وأنواع الأوراق المتداولة فيها، كما تطرقنا إلى تعريف المؤشر وأنواعه وكذا الهدف من استخدامه. بالإضافة إلى التطرق لمفاهيم المتعلقة بمحفظه الأوراق المالية وأبرز أنواعها وأهم الوظائف التي تقوم بها، وتعرضنا في نهاية الفصل لأهم النظريات والكتابات المهمة بالمحفظه والتي تجلت في أعمال كل من هاري ماركويتز التي أوضحت العلاقة بين العائد والمخاطرة، وكيفية تحديد المحفظه المثلى، كما تناولنا نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ونظرية المراجعة بين العوامل الاقتصادية المختلفة التي تؤثر على العائد المتوقع من الأصول المالية، ويمكن تخلص أهم النقاط التي تم التطرق لها في هذا الفصل فيما يلي:

- تعرف بورصة الأوراق المالية على أنها سوق منظم يلتقي فيها دوريا أشخاص لإبرام صفقات ببيع أو شراء قيم منقولة في مكان معين؛
- تمثل الأسهم، السندات والمشتقات المالية الأوراق المالية المتداولة في البورصة؛
- يستخدم مؤشر السوق لقياس المخاطرة النظامية لمحفظه الأوراق المالية؛
- تختلف المحفظه المالية عن المحفظه الاستثمارية أن هذه الأخيرة تحتوي على أصول حقيقية أو/و مالية أي أن المحفظه المالية ما هي إلا حالة خاصة من المحفظه الاستثمارية؛
- إن الهدف من بناء المحفظه المالية هو تحقيق أعلى عائد في ظل أدنى مخاطرة ممكنة ولا يمكن تحقيق ذلك وفق ماركويتز إلا بالتنوع؛
- تختلف سياسات الإستثمار حسب ميول كل مستثمر نحو المخاطرة وهدفه من تشكيل المحفظه؛
- يختار المستثمرون المحفظه التي تحقق لهم أعلى عائد في ظل مستوى معين من المخاطرة، أو أدنى مخاطرة في ظل مستوى معين من العائد؛
- تجلت نظريات المحفظه المالية في أعمال ماركويتز و شارب و حسب ما بينه نموذج تسعير الأصول المالية و غيرها من النظريات التي تناولت مفهومي العائد والمخاطرة وكيفية تقديرهما وهذا ما سنتطرق له في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

إدارة محفظة

الأوراق المالية

الدولية

تمهيد:

شهد نشاط الإستثمار في الأوراق المالية تطوراً كبيراً من نواحي متعددة حيث يعتبر أحد الأنشطة التي تزداد إنتشاراً يوماً بعد يوم، وذلك نظراً لأهميته وتزايد التعامل به في أوساط المستثمرين، فلقد أصبح نشاطاً إقتصادياً أساسياً هاماً، وله تأثيراً كبيراً على إقتصاديات المحلية والدولية.

إذ يقوم على ضرورة الإهتمام بمقومات تكوين محفظة الأوراق المالية والمتمثلة في العائد والمخاطرة، ويهدف المستثمر إلى الحصول على أعلى العوائد مع التقليل من المخاطر قدر المستطاع وهذا الأمر لا يتحقق إلا بإتباع مراحل وطرق تسيير المحفظة، بالإضافة إلي تحليل مكوناتها وتنويع أصولها تنويعاً جيداً بما يضمن توزيعاً للمخاطرة.

ولما كان التنويع يقلل من المخاطر أصبح عنصراً مهماً في تكوين محفظة الأوراق المالية، هذه الأخيرة معرضة لنوعين من المخاطر مخاطر اللانظامية والتي تقاس بالتباين والانحراف المعياري والمخاطر النظامية التي لا يمكن تدنئتها إلا بالتنويع الدولي.

كل النقاط السابقة سيتم عرضها بشيء من التفصيل في هذا الفصل من خلال النقاط الأساسية التالية:

- مقومات تكوين محفظة الأوراق المالية؛
- آلية تسيير محفظة الأوراق المالية الدولية؛
- أثر التنويع الدولي على خصائص محفظة الأوراق المالية.

## المبحث الأول: مقومات تكوين محفظة الأوراق المالية

يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مقومات وعوامل هامة تتمثل في عائد ومخاطر الأوراق المالية المكونة للمحفظة، وهي العوامل التي يجب على الراغبين في تكوين محفظة مالية أن يضعوها في الحساب حتى يتحقق الهدف المرجو من الاستثمار. **المطلب الأول: مفهوم عائد محفظة الأوراق المالية و طريقة قياسه.**

### أولاً: مفهوم العائد وأنواعه

من الصعب على المستثمر تحديد عائد المحفظة المالية بدقة وذلك لأنه يعمل في عالم يتميز بقدر كبير من حالة عدم التأكد بشأن المستقبل.

#### 1- تعريف العائد:

يعرف العائد على " أنه النسبة المئوية لما يذره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط لسندما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد الإجمالي البسيط مطروح منه ضريبة الدخل<sup>1</sup>.

ويقال بأن " العائد الإجمالي الصافي على سهم ليس المقصود به الأرباح الصافية فقط وإنما أيضا القيمة الإضافية المحققة، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه"<sup>2</sup>.

#### 2- أشكال العوائد المالية وأنواعها:

2-1- أشكال العوائد: تأخذ عوائد الأوراق المالية عدة أشكال من بينها<sup>3</sup>:

2-1-1- توزيعات الأرباح: إذا كانت الورقة المالية تمثل ملكية في الشركة كالسهم.

2-1-2- الفوائد: إذا كانت الورقة المالية تمثل ديناً بالنسبة للشركة، كالسندات فحاملها يتحصل على الفائدة المتفق عليها.

2-1-3- الأرباح الرأسمالية: وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية، فالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل ربح.

<sup>1</sup> حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، الطبعة الرابعة، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 1992، ص236.

<sup>2</sup> Bertrand Jacquillat et Bruno Solnik, **Marchés Financiers** :Gestion de portefeuille et des risques, 5<sup>é</sup> édition, Dunod, Paris, 1998, p8.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1992، ص293.

2-2- أنواع معدلات العوائد المالية: نميز هنا بين<sup>1</sup>:

2-2-1- معدل العائد الفعلية: يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يحققه المستثمر فعلا بين شرائه وبيعه للأوراق المالية، وقد تكون عوائد إرادية أو رأسمالية أو مزيجا بينهما، ويحسب بالعلاقة التالية :

$$R_i = \frac{Dt + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 1-2)}$$

حيث:

$R_i$ : معدل العائد الفعلي للأصل  $i$  خلال الفترة  $t$ ؛

$Dt$ : توزيعات الأرباح خلال الفترة  $t$ ؛

$P_t$ : سعر الأصل في نهاية الفترة  $t$ ؛

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

### 2-2-2- معدل العائد المتوقع:

يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل.

### 2-2-3- معدل العائد المطلوبة أو المرغوب فيه:

يعرف بأنه معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم، أو التعويض عن التأجيل الحالي لإستهلاك هذه الأموال والمخاطر المصاحبة لذلك الإستثمار.

### ثانيا: طرق قياس عائد المحفظة المالية:

#### 1- تعريف عائد المحفظة المالية:

إن عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 29.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مرجع سابق، ص 216.

## 2- حساب عائد المحفظة المالية:

يتميز بين نوعين من عوائد المحفظة عائد فعلي وعائد متوقع، وبما أن المحفظة المالية هي مجموع الأوراق المالية لذا فإن عائدها هو مجموع عوائد الأوراق المالية، وعليه فلا بد أن نتطرق أولاً لعائد الأوراق الفردية، إلا أنه لا بد أن نبرز أن العائد الفعلي للأوراق المالية يستند على بيانات تاريخية فعلية، وبالتالي فإن طريقة حسابه سهلة أما حساب العوائد المتوقعة فيعتمد على توزيع احتمالي، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال، وفيما يلي عرض لعائد الأوراق المالية ثم عائد المحفظة المالية<sup>1</sup>.

## 2-1- العائد الفعلي:

يتطلب حساب العائد الفعلي لمحفظة الأوراق المالية كلا من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية وأوزانها النسبية، لأن العائد التاريخي للمحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد تلك الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة، ويحسب العائد الفعلي للمحفظة بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$R_p = \sum_{i=1}^n w_i R_i \dots \text{(المعادلة رقم 2-2)}$$

حيث:

$R_i$  : القيمة المتوقعة للعائد؛

$w_i$  : الوزن النسبي للورقة المالية  $i$ ؛

$R_p$  : العائد الفعلي للمحفظة  $p$ ؛

$N$  : عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 42.

<sup>2</sup> مرجع نفسه، ص 43.

## 2-2- العائد المتوقع للمحفظة المالية:

بما أن المحفظة المالية مكونة من عدة أصول مالية فالعائد الناتج عنها ما هو إلا مجموع العوائد الناتجة عن الأصول المكونة لها مرجحة بأوزانها النسبية و يحسب بالطريقة التالية<sup>1</sup>:

$$E(R_p) = (W_1R_1)P_i + (W_2R_2)P_i + \dots + (W_nR_n)P_n$$

$$..... = \sum_{i=1}^n (W_iR_i) P_i$$

حيث:

**W<sub>i</sub>** : وزن الورقة المالية داخل المحفظة (j) ؛

**R<sub>i</sub>** : عائد الورقة المالية (j) ؛

**P<sub>i</sub>** : احتمال حصول العائد (j) ؛

**N** : عدد الاحتمالات .

## المطلب الثاني : مفهوم مخاطرة محفظة الأوراق المالية و أنواعها.

تحديد مخاطرة المحفظة المالية وتحليل أسبابها هو العامل الثاني بعد العائد لتحديد القيمة السوقية للمحفظة المالية. أولاً : تحديد مفهوم المخاطرة.

تعرف "بأنها إحتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع من الإستثمار وتقاس المخاطرة بناء لذلك بمقدار الإنحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص195.

<sup>2</sup> عبد الغفور دادن، محاولة حول بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت 2005، أطروحة لنيل شهادة ماجستير، غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص42.

أيضا عرفت على أنها "إمكانية الحصول على عائد فعلي مختلف عن العائد المتوقع، بمعنى وجود تقلب في عائد الإستثمار"<sup>1</sup>

بالنسبة لشركات التأمينات تعد المخاطرة الخسارة المادية المحتملة نتيجة وقوع حادث معين<sup>2</sup>.

من التعارف السابقة يمكن أن نعرف المخاطرة على أنها "إمكانية التعارض لخسارة ناتجة عن إختلاف العائد الفعلي عن العائد المتوقع"

**ثانيا: تصنيف المخاطرة ومصادرها**

### 1-تصنيف المخاطرة:

يمكن لعائد المحفظة المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطرة الكلية، هذه الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية.

#### 1-1- المخاطرة النظامية:

تسمى أيضا بمخاطر غير القابلة للتوزيع والمخاطر التي لا يمكن تجنبها، وتعرف المخاطرة النظامية بأنها ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية، لذا فهي تتجاوز إطار المحفظة المالية لتصل إلى إطار السوق، ومن ثم فمصدرها ظروف اقتصادية عامة كالكساد أو ظروف سياسية مثلا، مما يصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها، إلا أنه من الممكن التقليل منها عن طريق تنويع الأوراق المالية، كالإستثمار في أسواق عالمية أي إقتناء أوراق مالية صادرة عن عدة دول وليس من سوق دولة معينة، هذا الأمر يتطلب من المستثمر أن يكون على دراية بظروف عدد كبير من الأسواق الدولية، أو أن تكون لديه إتصالات قوية مع سماسرة هذه الأسواق ومستشارين ماليين فيها، أو الإستثمار في صناعات وقطاعات مختلفة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عائشة بخالد، التنويع كأداة لتدنية المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2007/2008)، أطروحة لنيل شهادة ماستر، غير منشورة، قسم علوم التسير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009/2010، ص67.

<sup>2</sup> مختار الهاشمي وإبراهيم عبد النبي حمودة، مبادئ الخطر والتأمين، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص10.

<sup>3</sup> محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في أربع وعشرين ساعة، الطبعة الثانية، اترك للنشر والتوزيع، القاهرة، ص 75-76.

## 1-2- المخاطرة اللانظامية:

يطلق عليها تسميات متعددة منها المخاطرة التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتوزيع، المخاطر الخاصة، أو مخاطر الإستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة، أو قطاع معين. وتعرف المخاطرة اللانظامية بأنها ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة وخاصة بشركة أو بقطاع معين، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة. ويمكن للمستثمر التخلص من المخاطر اللانظامية بتوزيع محفظة الأوراق المالية الخاصة به تنوعاً قطاعياً، أو تنوعاً في الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، بحيث يتم الإستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية الصادرة عن عدة قطاعات، وفي نفس الوقت تنوع الأوراق داخل القطاع الواحد، وعدم الإقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة<sup>1</sup>.

## 1-3- المخاطرة الكلية:

تعرف المخاطرة الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الإستثمار في محفظة الأوراق المالية أو في مجال إستثماري آخر، كما تعرف بأنها حاصل جمع المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية<sup>2</sup>.

وعليه يمكن التعبير عن المخاطرة الكلية بالمعادلة التالية:

$$\delta^2(R_{it}) = \beta_i^2 \delta^2(R_{mt}) + \delta^2(\varepsilon_{it})$$

المخاطرة اللانظامية المخاطرة النظامية المخاطرة الكلية

حيث:

$\delta^2(R_{mt})$ : تباين معدل العائد لمحفظة السوق؛

$\beta_i^2$  معامل بيتا مربع؛

$\delta^2(\varepsilon_{it})$ : مربع الخطئ المعياري؛

$\delta^2(R_{it})$ : تباين معدل عائد الأصل.

<sup>1</sup> محسن أحمد الخضيرى، مرجع سابق، ص 76.

<sup>2</sup> مرجع نفسه.

**2- مصادر المخاطرة:**

تنقسم مصادر المخاطرة حسب نوعها إلى مصادر المخاطرة النظامية ومصادر المخاطرة اللانظامية.

**2-1- مصادر المخاطرة النظامية : وتشمل:****2-1-1- خطر سعر الفائدة:**

التقلبات في عوائد الأوراق المالية تحدث نتيجة للتغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة وينتج هذا الخطر عندما تتغير أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة مما يؤدي إلى التأثير في عوائد كل الأوراق المالية، والسبب في ذلك أن قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية لدخلها، وحيث أن سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية، فإن أسعار كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحادثة في مستوى اسعار الفائدة<sup>1</sup>.

**2-1-2- خطر القوة الشرائية:**

أي تعرض الأموال المستثمرة لإنخفاض في قيمتها الحقيقية أي في قوتها الشرائية، ويحدث هذا بسبب التضخم، ويصل هذا النوع من المخاطر إلى أقصاه إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات<sup>2</sup>.

يرى البعض أن الاسهم العادية محمية من التضخم، أي أنها تحمي من يفتنيها من مخاطرة القوى الشرائية غير أن هذا غير صحيح، ذلك أن الأسهم العادية قد تتأثر بدرجة أقل مقارنة بالسندات، إلا أنها لا تؤدي دائماً إلى زيادات حقيقية في القوى الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها توفر تحوط جزئي فقط من التضخم.

**2-1-3- خطر السوق:**

يحدث نتيجة لتقلبات تطراً في سوق رأس المال أو نتيجة لأسباب إقتصادية، إجتماعية، أو سياسية في الدولة أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات عمل، ويؤثر هذا

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر: أفراد إدارات، شركات، بنوك، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص372.

<sup>2</sup> ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص74.

النوع من المخاطر على وجه الخصوص على الأسهم العادية، أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر مقارنة بقيمة الأسهم<sup>1</sup>.

#### 2-1-4- خطر الرفع المالي:

يزيد الرفع المالي لأي استثمار بزيادة التمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، ويعتبر هذا الخطر مصدر من مصادر المخاطرة النظامية إذا تعلق الأمر بتغيرات دورية في مبيعات الشركة أثناء دورة الأعمال، فنتيجة للمبالغة في الاعتماد على الديون يزيد التقلب في الأرباح، وهذه التقلبات الدورية في الأرباح تنعكس في صورة تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

#### 2-1-5- مخاطر سعر الصرف:

تنشأ مخاطر أسعار الصرف عن وجود مركز مفتوح بالعملة الأجنبية سواء بالنسبة لكل عملة على حدا أو بالنسبة لإجمالي مراكز العملات والعمليات الآجلة بأشكالها المختلفة والتي تتدرج تحت مسمى Spot Transaction كما يشمل المركز المفتوح العمليات الفورية للمشتقات المالية<sup>2</sup>.

#### 2-2- مصدر المخاطرة اللانظامية :

هناك عدة مصادر للمخاطرة اللانظامية، من بينها ما يلي<sup>3</sup>:

#### 2-2-1- خطر الرفع المالي:

يمكن اعتبار خطر الرفع المالي مصدراً للمخاطرة اللانظامية، في حالة ما إذا كانت تأثيرات الرافعة المالية على المخاطرة غير المرتبطة بدورة العمل، كأن يحدث تراجع في مبيعات الشركة لسبب غير منتظم وغير محتمل، يؤدي بدوره إلى انخفاض أسعار أسهمها وبما أن الشركة تعتمد على الديون في تمويلاتها مما يزيد الأمر تعقيداً، وعليه فإن الخطر في هذه الحالة يكون نتيجة مخاطرة الرفع المالي اللانظامي.

<sup>1</sup> طارق حماد عبد العال، مرجع سابق، ص 273.

<sup>2</sup> نفس المرجع، نفس الصفحة.

<sup>3</sup> عبد الغفور دادن، مرجع سابق، ص ص 44-45.

**2-2-2- خطر الرفع التشغيلي:**

بدوره يمكن أن يكون كمصدر للمخاطرة اللانظامية، أي يمكن أن يؤثر على العوائد اللانظامية، وهذا إذا تعلق الأمر بالتغيرات غير الدورية التي من الممكن أن تطرأ، ومن ثم التأثير على عوائد حملة الاسهم والذي ينجم عنه مباشرة تغير في أسعار الأسهم، وكل هذا ينشأ مع إرتفاع التكاليف الثابتة نتيجة الإحتفاظ بالأصول الثابتة لمدة طويلة.

**2-2-3- مخاطر الإدارة:**

نقصد بها أخطاء الإدارة المحتمل أن يرتكبها أفراد فريق الإدارة والتي تؤدي إلى إحداث تأثيرات اللانظامية في العوائد المستحقة للمستثمرين، ومن أخطاء الإدارة الشائعة عدم الإستعداد لمواجهة الأزمات وإنعدام البصيرة والحكمة في التعامل مع الأزمات، وبالتالي تحدث تأثيرات اللانظامية في العوائد المستحقة للمستثمرين.

**2-2-4- خطر الصناعة:**

هو الخطر المرتبط بالنشاط الاقتصادي الذي يمارسه المشروع كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية، أو وجود خلافات بين العمال، كذلك التأثيرات الخاصة بالقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث مثلا، كل هذا يحدث ضررا كبيرا للأرباح والقيم السوقية لأسهم المنشآت المتضررة.

**المطلب الثالث: قياس مخاطرة المحفظة المالية:**

إذا كانت مخاطرة المحفظة المالية ماهي إلا محصلة مخاطر الاستثمارات الفردية، فإن الأمر يقتضي التعرض إلى طرق قياس مخاطرة الأوراق المالية الفردية أولا ثم التطرق لطرق قياس مخاطرة المحفظة المالية.

**أولا: قياس مخاطرة الاستثمارات الفردية :**

هناك عدة مقاييس خاصة بالمخاطرة غير أننا سنميز بين المخاطرة التاريخية والمخاطرة المتوقعة:

**1-المخاطرة التاريخية :** في هذا الصدد نميز بين المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية.  
**1-1- المخاطرة اللانظامية:**

تقاس المخاطرة اللانظامية عن طريق الانحراف المعياري، هذا الأخير الذي يقيس لنا مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي أي يقيس مدى تقلب العائد عن الوسط الحسابي لذلك العائد.

ويحسب بالعلاقة التالية<sup>1</sup> :

$$\delta = \sqrt{\frac{(R_i - \bar{R})^2}{n-1}} \dots\dots\dots \delta \text{ (المعادلة رقم 2-6)}$$

حيث:

$\delta$  : الانحراف المعياري؛

$R_i$  : عائد الورقة المالية ؛

$\bar{R}$  :الوسط الحسابي للعائد؛

$N$  : عدد السنوات التي تتوافر فيها البيانات عن العائد .

كما يوجد مقياس آخر له دلالة هو التباين "Variance" وهو عبارة عن مربع الانحراف المعياري وهذا يعني انه يمكن التوصل لقيمة أي منهما بدلالة الآخر، أما عن دلالة هذا المقياس فهو ينحصر بين الصفر و الواحد أي  $0 < \delta < 1$  فكلما كان ( $\delta$ ) صغيرا كلما دل ذلك على قلة المخاطر، بالإضافة إلى هذين المقياسين هناك مقياس آخر نسبي يتم قياس المخاطرة به يتمثل في معامل الاختلاف، ويتم حسابه وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$CV R_j = \frac{\delta E_j}{ER_j}$$

$\delta E_j$ : الانحراف المعياري لمعدل العائد؛

$ER_j$  : معدل عائد الورقة المالية  $j$ ؛

$CV R_j$ :معامل الإختلاف.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الإستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص283.

<sup>2</sup> إيهاب دسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص22.

يقيس معامل الاختلاف حجم المخاطر لكل % 1 متوسط العائد على الاستثمار، وكلما كان صغير دل ذلك على قلة المخاطرة، مع العلم أن هذا المقياس يفضل استخدامه بدلا عن الانحراف المعياري في الحالات التي يعطي فيها هذا الأخير نتائج مضللة.

### 2-1 المخاطر النظامية:

يعبر عن المخاطر النظامية للمحفظة المالية برقم مطلق وبما أن الأرقام المطلقة من الصعب تفسيرها، لذلك فقد تم استخدام مقياس بديل للمخاطرة النظامية، وهذا المقياس هو ما يعرف بمعامل بيتا.

معامل بيتا هو مقياس لدرجة تقلب عائد معين في علاقته بمتوسط عائد السوق أو عائد مجموعة (عينة) من الأسهم الممثلة للسوق ككل، ومثل هذا السهم يميل عائدته إلى الحركة صعودا ونزولا وبشكل يتوافق مع حركة عائد السوق، ويتم قياس معامل بيتا لأي ورقة مالية وفق المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$\beta_i = COV(R_j, R_M) / \sigma_{RM}^2 \quad \text{حيث:} \quad \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 2-7)}$$

$$= (rR_j \cdot R_m) (\sigma_{R_j}) \sigma_{RM} / \sigma_{RM}^2 \quad \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 2-8)}$$

**$\beta_i$**  : معامل بيتا للسهم (i) .

$(rR_j \cdot R_m)$  : معامل الارتباط بين العائد السوقي وعائد السهم (i)

$\sigma_{R_j}$  الانحراف المعياري للورقة.

$\sigma_{RM}$  الانحراف المعياري لعائد السوق .

$\sigma_{RM}^2$  تباين عائد السوق ويرمز له أيضا بالرمز  $Var_{(R_m)}$  .

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 48.

## 2- المخاطرة المتوقعة :

يتم حسابها وفقا لعدة طرق إلا أن أكثرها شيوعا هي الانحراف المعياري المتوقع، هذا الأخير الذي هو عبارة عن المتوسط المرجح للانحرافات المتوقعة عن العائد، و يحسب بالعلاقة التالية<sup>1</sup> :

$$\delta_p = \sum (R_i - \bar{R})^2 P_i \dots\dots (المعادلة رقم 2-9)$$

حيث:

$P_i$  : إحتمال حدوث العائد  $R_i$  ؛

$R_i$  : عائد الورقة المالية ؛

$\bar{R}$  :متوسط العائد.

ثانيا: قياس مخاطرة المحفظة المالية:

إن خطر المحفظة المالية أو درجة التقلب في عائدها لا يتوقف على مخاطر الأوراق المالية المشكلة لها فقط، بل يتوقف أيضا على طبيعة الارتباط بين عوائد تلك الأوراق المالية.

وقد إعتد الإحصائيون على مقياسين لقياس درجة مخاطرة محفظة الأوراق المالية والمتمثلان في التباين "Covariance" ومعامل الارتباط "Coefficient de Corrélacion" حيث يتم حساب تباين معدل عائد ورقتين ماليتين بطريقتين كما يلي<sup>2</sup>:

$$\text{COV}(a,b) = \frac{(R_a - \bar{R}_a)(R_b - \bar{R}_b)}{N-1} \dots\dots (المعادلة رقم 2-10)$$

حيث:

$\text{Cov}(a, b)$  : تباين عائد الورقتين الماليتين (a) و (b) ؛

$R_a$  :عائد الورقة المالية (a) ؛

$R_b$  :عائد الورقة المالية (b) ؛

$N$  : عدد السنوات.

<sup>1</sup> فلاح حسن حسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك:مدخل كمي و إستراتيجي معاصر، الطبعة الأولى، دار

وائل للنشر والتوزيع، رام الله، فلسطين، 2000، ص175.

<sup>2</sup> Pascal Grandin , Mesure de performance des fonds methode et resultat, Economica, France, 1998, p15.

كما يمكن تقدير التغيرات بالإعتماد على معامل الارتباط كما يلي:

$$\text{COV}(a, b) = \delta_a \delta_b r_{a,b} \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 2-11)}$$

$r_{a,b}$ : معامل الارتباط بين معدلي عائد الورقتين (a) و (b) ؛

$\delta_a$  الانحراف المعياري لعائد الورقة (a) ؛

$\delta_b$  الانحراف المعياري لعائد الورقة (b) .

وعليه يتم حساب مخاطرة محفظة مالية مكونة من ورقتين ماليتين كالتالي<sup>1</sup>:

$$\delta_{Rp}^2 = w_1^2 \delta_1^2 + w_2^2 \delta_2^2 + 2\text{COV}(a, b)w_1w_2 \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 2-12)}$$

و بالتعويض بما يساويها تصبح العلاقة كما يلي:

$$\delta_{Rp}^2 = w_1^2 \delta_1^2 + w_2^2 \delta_2^2 + 2w_1w_2 \delta_1\delta_2 r_{1,2} \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 2-13)}$$

اما عن معامل الارتباط  $r_{1,2}$  فيحسب بالعلاقة التالية :

$$r_{1,2} = \frac{\text{cov}(a,b)}{\delta_1\delta_2} \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 2-14)}$$

من خلال علاقة الارتباط الموجودة بين عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة نميز

بين ثلاثة حالات :

**الحالة الأولى: معدلات العوائد مرتبطة ببعضها البعض بشكل طردي:** وفي هذه الحالة كلما زاد عائد الورقة المالية (a) يزيد عائد الورقة المالية (b) ومنه يكون معامل الارتباط مساوي للواحد ( $r_{1,2}=+1$ ) مما يجعل علاقة مخاطرة المحفظة المالية كالتالي :

$$\delta_{Rp}^2 = w_1^2 \delta_1^2 + w_2^2 \delta_2^2 + 2w_1w_2 \delta_1\delta_2 \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 2-15)}$$

**الحالة الثانية: عوائد الأوراق المالية مرتبطة فيما بينها عكسيا:** أي أن ارتفاع عائد الورقة المالية (a) يؤدي إلى انخفاض عائد الورقة المالية (b) وهذا ما يجعل معامل الارتباط مساوي ل (-1) أي ( $r_{1,2}=-1$ ) ومنه فمخاطرة المحفظة المالية تصبح كالتالي :

$$\delta_{Rp}^2 = w_1^2 \delta_1^2 + w_2^2 \delta_2^2 - 2w_1w_2 \delta_1\delta_2 \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 2-16)}$$

<sup>1</sup> حسين بلعجوز، محاضرة بعنوان: المحفظة المالية، مقياس تسير مالي معمق، غير منشورة، قسم العلوم الإقتصادية، تخصص مالية وإدارة المخاطر، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2013/2014.

الحالة الثالثة: عوائد الأوراق المالية غير مرتبطة تماما: و في هذه الحالة يكون  $(r_{1,2}=0)$  وعليه تصبح مخاطرة المحفظة المالية كالتالي :

$$\delta_{Rp}^2 = w_1^2 \delta_1^2 + w_2^2 \delta_2^2 \dots\dots\dots \text{(المعادلة رقم 2-17)}$$

### المبحث الثاني: آلية تسير محفظة الأوراق المالية الدولية

يسعى المستثمر من خلال تكوين محفظة الأوراق المالية إلى تحقيق أكبر قدر من الأرباح ومن أجل بلوغ هذا الهدف عليه إتباع مراحل وطرق تسير المحفظة، بالإضافة إلى تحليل مكوناتها.

#### المطلب الأول: مراحل وطرق تسير محفظة الأوراق المالية

##### أولا: المراحل الأساسية لتسيير محفظة الأوراق المالية

يتم تسيير المحفظة من خلال ثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها كما يلي<sup>1</sup>:

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

**1-1- حفظ المال:** يسعى المستثمر للمحافظة على رأس ماله على الأقل ولكن ليس بنفس قيمته المستثمرة بل المحافظة أيضا على القوة الشرائية للأموال المستثمرة، فالمستثمر الذي يفضل الاستثمار بأمان يجب عليه اختيار محفظة مكونة من سندات ذات جودة عالية بحيث تضمن له حماية مثلى لرأس ماله.

**1-2- العائد:** إن الهدف الأساسي للمستثمر من خلال الاستثمار الحصول على عائد

دوري مرتفع نسبا ولذلك يجب عليه اختيار محفظة تتكون من سندات وأسهم والتي تحصل على توزيعات مرتفعة بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال.

**1-3- السيولة والقابلية للتداول:** تتصف الأوراق المالية بقابلية التداول إذا كان

بالإمكان بيعها بسهولة وبسرعة، ويعتبر حياة أوراق مالية ذات سيولة عالية

<sup>1</sup> سارة عبدلي، أساليب قياس أداء حافظات الأوراق المالية (دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011)، أطروحة لنيل شهادة الماستر، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2011/2012، ص 43.

وتفادي الأوراق المالية ذات التداول البطيء مهم جدا لأن هذه الأخيرة تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة.

**1-4- سهولة التمييز:** تختلف الأوراق المالية من حيث طبيعتها فهناك من تحتاج لمتابعة مستمرة من المستثمر والقيام بدراسات تحليلية لاتخاذ القرار المناسب بشأنها، وهذا النوع من الأوراق المالية يستلزم وقت وجهد وتكاليف كبيرة لتسييرها، وبالتالي فالمستثمر الذي لا يريد بذل جهد كبير في تسيير محفظته عليه تجنب هذا النوع من الأوراق المالية.

**1-5- المزايا الجبائية:** تعتبر الضرائب أحد العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية، لأن المعالجة الجبائية تختلف من فرصة استثمارية إلى أخرى وعليه فالمستثمر يسعى إلى توظيف أمواله في الأوراق المالية ذات المعالجة الجبائية المميزة.

**2- تحليل مختلف الفرص الإستثمارية:** يقوم المستثمر بتحديد الفرص الإستثمارية المتاحة في السوق بالإضافة إلى تجميع كل المعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها وترتيبها بهدف الوصول إلى المحفظة التي تعكس أهدافه.

**3- تقييم كفاءة محفظة الأوراق المالية:** بعد تكوين المحفظة يقوم المستثمر بتقييم كفاءتها على ضوء النتائج المحصل عليها والتغيرات الحاصلة في وضعية المستثمر.

### ثانيا: طرق تسيير محفظة الأوراق المالية

يمكن للمستثمر اختيار إحدى الطرق التالية لتسيير محفظته المالية:<sup>1</sup>

**1- التسيير المباشر:** هذا النوع من التسيير يقوم به مالك المحفظة، ويصبح معقدا إذا كانت السوق متطورة ويتداول فيها العديد من الأوراق المالية، لأنه في هذه الحالة يتطلب تسيير المحفظة وقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار والقيام بعمليات الشراء والبيع وإصدار الأوامر.

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

<sup>1</sup> سعيدة تلي، مرجع سابق، ص 50.

- 3- **التسيير الجمعي**: يتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، حيث أن التنوع الكبير لشركات الاستثمار ذات الرأس المال المتغير والصناديق الجماعة للتوظيف يسمح بتكوين محفظة جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، والتي تتكيف مع حاجيات المستثمرين.
- 4- **التسيير بالاستشارة**: هو أن يقوم مالك المحفظة بطلب النصح من مستشار مالي، حيث يتم ذلك بناء على الثقة بين المستثمر ومستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين.

### المطلب الثاني: تحليل مكونات محفظة الأوراق المالية

يلجأ المضاربون والمستثمرون اليوم إلى طرق كثيرة للتحليل بغية معرفة الأسعار والقيم المستقبلية للأوراق المالية، فنجد مثلا أن البعض يلجأ إلى طرق بدائية وغير علمية كالإعتماد على الحدس، أو اللجوء إلى التنجيم، وهناك من يلجأ إلى استعمال التحليل الكمي غير أن الأسلوبان أو المدخلان الأكثر شيوعا واستعمالا هما : التحليل الأساسي والتحليل الفني.<sup>1</sup>

تمثل مداخل التحليل نظاما يحتوي على تقنيات تشخيص وتقييم الأوراق المالية المستهدفة (مدخل التحليل الأساسي) وتقنيات وأساليب دراسة حركة الأسعار لمعرفة واكتشاف نمط معين تسلكه في المستقبل القريب (مدخل التحليل الفني) قصد اتخاذ القرار المناسب<sup>2</sup> " ولمزيد من الإيضاح نحاول التطرق فيما يلي باختصار لهذين المدخلين:

#### أولا: التحليل الأساسي :

يعرف التحليل الأساسي بأنه " : دراسة المعلومات الداخلية لسوق الأوراق المالية على حالتها<sup>3</sup> "، كما أن هذا المدخل " يعنى بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح والتدفقات المستقبلية للمؤسسة محل التحليل، ويرتكز هذا التحليل على فلسفة وأفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة

<sup>1</sup> عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة ( التحليل الفني للأسواق المالية، دليل الشامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والإستثمار)، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر، مصر، 2006، ص ص 31-32.

<sup>2</sup> هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سابق، ص 160 .

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 102.

التشخيص من جمع وتحليل للمعلومات ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ماستوول إليه الأسهم<sup>1</sup> "

فإذن : من خلال تسمية هذا المدخل نجد أن القيمة الحقيقية تتحد بناء على العوامل الأساسية للمؤسسة المصدرة للورقة المالية إضافة إلى قطاعها ومحيطها الاقتصادي وتأثير ذلك على تدفقاتها المستقبلية وعلى معدل المردودية والمخاطر المرتبطين بها<sup>2</sup> .

ينتهج أصحاب هذا المدخل أي الأساسيون منهجية متسلسلة في تحليل وتقييم الأوراق المالية بغية الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة محل الدراسة، حيث يقومون أولاً بعملية جمع المعلومات وتشخيص كل الظروف التي تساعد على التنبؤ بخصائص الورقة أي التدفقات المستقبلية (معدل المردودية والمخاطرة) تليها عملية التقييم للوصول أخيراً إلى القيمة الحقيقية ومن ثم اتخاذ القرار المناسب، إذن نلاحظ بأن المرحلة الأولى تستغرق وقتاً أطول وجهداً أكبر نظراً لحساسيتها وتأثير مخرجاتها بشكل أساسي على عملية التقييم ومن ثم على القيمة الحقيقية للورقة المالية.

حيث يتم في هذه المرحلة الأولى تحليل وتشخيص المعلومات والعوامل الآتية:

- تحليل العوامل الكلية للاقتصاد (la Macroéconomie).
- تحليل العوامل المرتبطة بالقطاع الذي تنشط به المؤسسة (Le Secteur).
- تحليل العوامل المرتبطة مباشرة بالمؤسسة (L'entreprise) .

أما المرحلة الموالية وهي مرحلة التقييم فإنها تتم باستعمال إحدى الطرق المتواجدة في هذا الشأن، حيث نجد أن المحلل ينكب أساساً على دراسة التقارير السنوية والقوائم المالية للمؤسسة ثم يتبع ثلاث خطوات:

- تقدير التدفقات المستقبلية؛
- تحديد معدل الاستحداث (الخصم) الذي سيتم تطبيقه في عملية استحداث التدفقات ومن ثم الوصول إلى القيمة الحقيقية؛
- المقارنة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سابق، ص164.

<sup>2</sup> هوارى سويسى، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة، الجزائر، ص109.

## ثانيا: التحليل الفني:

تم التطرق إلى موضوع التحليل الفني في كثير من الكتب والمؤلفات، ومن أهم هذه التعاريف مايلي:

يعرفه " جون مورفي " (John Murphy) بكونه: " دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسوم البيانية وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلا"<sup>2</sup>.

يعرفه عبد المجيد المهيلمي نقلا عن إدوارد وماجي بأنه: " دراسة حركة السوق وليس السلع والبضائع المتداولة به، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل - عادة في شكل بياني - جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، حجم التداول، تاريخ التداول... الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة"<sup>3</sup>.

يعرفه محمد صالح الحناوي بكونه عملية تهدف إلى: " تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، إذن فحركة الأسعار في الماضي وفقا لهذا المدخل تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها المستقبلية"<sup>4</sup>.

إذن نستنتج من هذه التعاريف الثلاثة أن التحليل الفني يهدف أساسا إلى اكتشاف الوقت الأنسب لشراء أو بيع ورقة مالية.

يرتكز التحليل الفني على ثلاثة أسس محورية تشكل الدعائم الرئيسية في فلسفته هي<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سابق، ص 164.

<sup>2</sup> John Murphy, L'analyse technique des marchés financiers, Traduit de l'américain par : P.Stokowski et A.Dublanc, Valor Editions, Hendaye, 2003, P 01.

<sup>3</sup> عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص 47.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 139.

<sup>5</sup> عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص ص 34-36.

**1- السوق يأخذ كل شيء في الاعتبار:**

يعتقد المحلل الفني بأن حركة الأسعار في السوق تعكس في أية لحظة كل ما من شأنه التأثير على قيمة الأصل، سواء تعلق الأمر بعوامل أساسية، سياسية... الخ، أما الميزة الأهم لهذا التحليل هو اعتقاده بأن الأسعار تعكس أيضا نفسية المستثمرين، كما يعتقد المحلل الفني أيضا بأنه لا بد من أن تعكس حركة الأسعار تطور العناصر المكونة لقوى العرض والطلب، فالسعر يرتفع إذا كان الطلب أكبر من العرض وينخفض في الحالة العكسية وعلى هذا فإن ارتفاع السعر يعني وجود اتجاه صعودي للعوامل الأساسية والعكس.

إذن نستنتج بأن المحلل الفني يقوم أيضا بدراسة العوامل الأساسية بطريقة غير مباشرة فهو يعتقد أيضا بأن العوامل الأساسية للاقتصاد هي ما يتحكم في قوى العرض والطلب، وهي التي تجعل السوق صعوديا أو هبوطيا وليست المنحنيات والرسوم البيانية، غير أن المحلل الفني لا يهتم بمعرفة الأسباب الكامنة وراء حركة الأسعار وإنما يركز على دراسة تطورها من خلال المنحنيات والرسوم البيانية محاولا بذلك استنتاج السوق لمعرفة الاتجاه الذي سيسلكه.

**2- يتبع السوق اتجاهات معينة يستغرق تغييرها فترة من الزمن:**

يهدف الرسم البياني للأسعار أساسا إلى التعرف إلى الاتجاهات التي تسلكها، والوقوف في أسرع وقت ممكن على أية إشارة تنبئ باحتمال تغيير مسارها، و يعود الاعتقاد بوجود الاتجاهات السعرية إلى قانون الحركة الأول الذي وضعه عالم الفيزياء "إسحاق نيوتن" والذي ينص على أن: " كل جسم يحتفظ بحالته من سكون أو حركة مستقيمة منتظمة ما لم تؤثر عليه أي قوة خارجية تغير حالته"، وعلى هذا فإن احتمال استمرار الاتجاه السعري أكبر من احتمال تغييره (أو أنه يستمر حتى يتغير).

**3- التاريخ يعيد نفسه:**

تكمن معرفة المستقبل في معرفة الماضي، ولذا يقوم التحليل الفني على قراءة التاريخ لإستشراف المستقبل وذلك بتسجيل التسلسل التاريخي للأسعار ومختلف البيانات الأخرى في شكل بياني ثم القيام بتحليلها لبناء التوقعات المستقبلية بنجاح كبير نسبيا.

**المطلب الثالث: النظريات الحديثة لتوزيع أصل محفظة الأوراق المالية الدولية.**

**أولاً : العوامل المتحكمة في تحديد إستراتيجية تسيير أصل محفظة أسهم دولية.**

نميز بين عاملين محددين لإستراتيجية تسيير أصل محفظة أسهم دولية :إستراتيجية الترويج النشطة أو غير النشطة و إستراتيجية تسيير مخطر الصرف تغطية كاملة أو تغطية جزئية أو عدم التغطية.

ميز كل من ستيفاني، جون فرانسوا، و ميمي كسون بين أربعة طرق ممكنة لتوزيع أصل محفظة أسهم دولية و هي:

- تسيير غير نشط بدون تغطية لخطر الصرف؛
- تسيير غير نشط مع تغطية لخطر الصرف؛
- تسيير نشط بدون تغطية لخطر الصرف؛
- تسيير نشط مع تغطية لخطر الصرف.

يمكن لمسير محفظة الأسهم الدولية اعتماد سياسة توزيع الأصل غير النشطة، بمعنى أنه يختار المحفظة بترويج كل سوق تبعاً لنسبته من المؤشر العالمي كما يمكنه الاعتماد على التعظيم أي وضع ترجيح للمحفظة وفقاً للنسب المحصل عليها من هذه العملية<sup>1</sup>.

**ثانياً: إدراج مخاطر سعر الصرف في المحفظة المالية الدولية**

الإستثمار الدولي يتضمن عدة أخطار منها خطر تذبذب أسعار الصرف الذي يمثل جزءاً من الخطر الإجمالي للمحفظة الدولية، وتزداد أهمية هذا الخطر في فترات عدم الإستقرار النقدي. إذ يتقبل المستثمرون بصفة متفاوتة سعراً معيناً لصرف العملة الأجنبية في إجراء معاملاتهم، فهذا السعر الذي يكون أجلاً في الصفقات الكبرى يدعي بخطر الصرف الذي تتعرض له الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة المالية الدولية سواء كانت للمؤسسة أو مملوكة من قبل المستثمر، حيث أن هذا الخطر يؤدي إلى إنخفاض أسعار الأوراق المالية المسعرة بالعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، لأنه بقبول المستثمر لهذا السعر فهو يخاطر بإمكانية التعرض لهذا الخطر بحيث يجب على مسير المحفظة الدولية أن يعطي لسياسة تغطية خطر الصرف أهمية كبرى عند إختيار أصول المحفظة.

<sup>1</sup> حمدي فيصل، مرجع سابق، ص 72.

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

إذا قرر المستثمر تجنب خطر الصرف فهو إما يحصل على علاوة الصرف إذا كانت العملة الوطنية ضعيفة مقارنة بالعملة الأجنبية، وإما يتحمل خسارة على سعر الصرف الجاري في حالة قوة العملة الوطنية حيث أن تسيير هذا الخطر يكون إما بتغطية كاملة أو عدم التغطية أو تغطية جزئية لسعر الصرف.

### 1- نظرية التغطية الكاملة لسعر الصرف:

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

### 3- نظرية عدم التغطية:

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

### 2- نظرية التغطية الجزئية لسعر الصرف:

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

كما إستنتج كل من " كلان " و " جو ريون ( 1993 )" و كذلك " جور يون (1994)" بأن الإستراتيجية التي تعتمد المزج بين قراري التوزيع النشط للوضيعات في الأسواق

والعملات أحسن من تلك التي لا تراعي الترابط الداخلي بين معدلات العائد في الأسواق والعملات المتعلقة بالمحافظ المالية الدولية<sup>1</sup>.

### المبحث الثالث: أثر التنويع الدولي على خصائص محفظة الأوراق المالية.

يسعى المستثمر من خلال تكوين محفظة الأوراق المالية إلى تقليص المخاطرة قدر الإمكان ولهذا يلجأ إلى التنويع باعتباره الإستراتيجية الأمثل لتحقيق هدفه.

المطلب الأول: مفهوم التنويع، أشكاله وأسس.

أولاً: مفهوم التنويع وأشكاله.

#### 1- تعريف التنويع:

اعطيت للتنويع العديد من التعاريف للتنويع مايلي:

يعرف التنويع على أنه القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير على حجم ذلك العائد؛<sup>2</sup>

كما يقصد بالتنويع توزيع الأموال المستثمرة على أنواع مختلفة من الأصول المالية بغرض تدنئة مخاطر الإستثمار؛<sup>3</sup>

يقصد بمبدأ التنويع أنه عن طريق جمع عدد من الأوراق المالية المختلفة يمكن تحقيق درجة معينة من الإستقرار وثبات العائد دون إضعاف العائد المتوقع حتى لو كانت عوائد هذه الأوراق المالية مستقلة ومتساوية وذات خصائص مخاطرة واحدة.

<sup>1</sup> حمدي فيصل، مرجع سابق، ص ص73-74.

<sup>2</sup> كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد03، جامعة الجزائر، 2004، ص43.

<sup>3</sup> عائشة بخالد، مرجع سابق، ص79.

التنوع هو عملية دمج الأصول في محفظة واحدة بهدف تقليل المخاطرة الكلية دون التضحية بالعائد. والحكمة التقليدية تقول "لاتضع كل البيض في سلة واحدة" وإذا ما ترجم ذلك إلى لغة الإستثمار فإنه يعني ألا تستثمر كل ثروتك في أصل واحد. وعند التنوع يجب الأخذ بعين الإعتبار مايلي:

- 1-التنوع يؤدي الى تخفيض المخاطرة إلا أنه لا يؤدي إلى إزالة المخاطرة أو القضاء عليها؛
- 2-هناك جزء من المخاطرة الكلية يصعب تجنبه بالتنوع نظرا لارتباطه بعوامل يصعب التحكم فيها وهي المخاطرة النظامية، لكن يمكن التنبؤ بها؛
- 3-هناك جزء من المخاطرة الكلية يمكن تخفيضها إلى أدنى مستوى ممكن عن طريق التنوع وهي تلك المخاطرة المتعلقة بمؤسسة ما أو بصناعة معينة وهي ما تعرف بالمخاطرة اللانظامية؛
- 4-المخاطرة تتناقص كلما زاد عدد الإستثمارات إلى حد معين ثم تبدأ المخاطرة بالثبات<sup>1</sup>.

من التعاريف السابقة نلاحظ أن جوهر التنوع يكمن في تقليل المخاطرة، ولذلك يمكن تعريفه على أنه إستراتيجية تهدف لتخفيض مخاطرة المحفظة دون التضحية بالعائد من خلال الإستثمار في عدة أصول مالية ذات خصائص مختلفة ومتنوعة تنوعا نوعيا وجغرافيا.

## 2- أشكال التنوع في محفظة الأوراق المالية.

توالت عدة نظريات لتحليل أشكال التنوع في محفظة الأوراق المالية منذ ظهور هذا المفهوم في التحليل المالي ويمكن التمييز بين أربعة أشكال لتنوع<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> حاج موسي منصور، مرجع سابق، ص ص 76،75.

<sup>2</sup> فيصل حميدي، مرجع سابق، ص 50.

## 2-1-1- حسب طبيعة الورقة المالية:

إذ يتم تنويع الإستثمار في الأوراق المالية وذلك حسب طبيعتها ومدى إستجابتها للمخاطرة، إذ تمثل الأسهم الأوراق المالية الأكثر خطورة من السندات، وقد ظهرت عدة دراسات تؤكد أن إحتمال خسارتها لرأس المال على المدى القصير أعلى بثلاث مرات من السندات.

## 2-2-2- حسب أساليب التسيير:

يتعين أسلوب تسيير المؤسسة وفقا لاختيارات مسير المؤسسة انطلاقا من أهدافها و طريقة تقييم الأصول المعتمدة فيها، على هذا الأساس نميز ثلاثة أساليب:

## 2-2-1- أسلوب النمو:

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

## 2-2-2- أسلوب القيمة:

تتدرج ضمن هذه الطريقة المؤسسات التي تتفاوض على أسعار أقل من 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.

## 2-2-3- أسلوب التخصص في القيم الصغيرة:

يهدف هذا الأسلوب إلى إكتشاف المؤسسات ذات الرسملة الصغيرة، التي يتوقع أن تصبح مؤسسات كبيرة في ظرف قصير، غير أن الطلب الضعيف على هذه القيم يجعلها جد متطايرة مقارنة ببقية القيم.

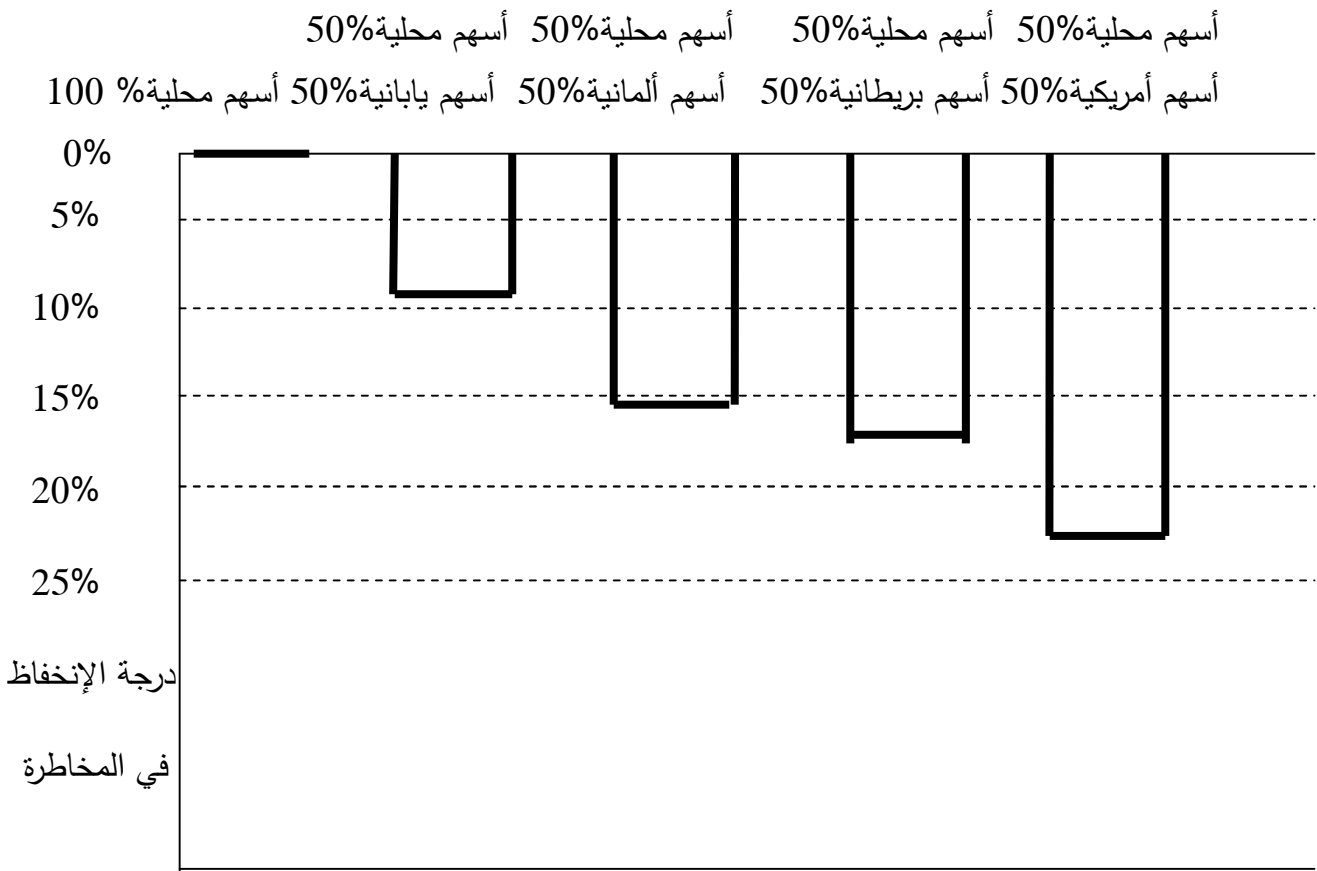
## 2-3- التنوع على أساس القطاعات الاقتصادية

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

## 4-2- التنوع الجغرافي:

يتمثل التنوع الجغرافي في الاستثمار في عدة نطاقات جغرافية مختلفة، فمن خلال المقارنة بين مخاطرة محفظة محلية % 100 ومخاطرة محفظة ذات تنوع دولي % 50 أسهم محلية و % 50 أسهم مسعرة في سوق أجنبية، يتضح أن المحافظ المختلطة أقل خطراً من المحفظة المحلية و بصفة متفاوتة كما يبينه الشكل الموالي<sup>1</sup>:

## الشكل (1-2): أثر التدويل في تخفيض مخاطرة محفظة أسهم محلية



المصدر: سعيدة تلي، مرجع سابق، ص 61.

يظهر الشكل (1-2) أن استبدال نصف أسهم المحفظة المحلية % 100 بأسهم من بورصات أجنبية يؤدي إلى انخفاض المخاطرة الإجمالية لهذه المحفظة، لكن بصفة متفاوتة من بورصة لأخرى بحيث نلاحظ أن الأسهم اليابانية لها مخاطرة أكبر من بقية القيم، تليها الأسهم الألمانية، البريطانية فالأمريكية.

<sup>1</sup> سعيدة تلي، مرجع سابق، ص 61.

## ثانياً: أسس التنويع

هناك عدة أسس للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق.

## 1- تنويع جهة الإصدار:

يقصد بذلك توزيع الإستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها عدة شركات مختلفة وعدم تركيز الإستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وفي هذا الصدد نميز بين التنويع الساذج وتنويع ماركوفتز<sup>1</sup>.

## 1-1 التنويع الساذج البسيط:

يقوم أسلوب التنويع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مفادها أنه كلما زاد تنويع الأوراق المالية التي تضمها المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطرة التي تتعرض لها، وهذا الأسلوب يمكن تحليله باستخدام الاختيارات العشوائية والأوزان المتساوية لمحاكاة الأساليب التي يستخدمها المستثمر الساذج بشكل كبير، وإن إستخدام هذا الأسلوب لتحقيق التنويع البسيط لا يبطل قدرته على تقليل المخاطرة في المحفظة المتنوعة<sup>2</sup>، إلا أن المغالاة في التنويع يؤدي إلى إحداث آثار عكسية وهذا ما بينه كل من افانز "EVANS" وآرشر "Archer" حيث توصلا إلى الآثار التالية<sup>3</sup>:

- صعوبة إدارة المحفظة المالية؛
- تحمل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن إستثمارات جديدة أكثر ضماناً؛
- إتخاذ قرارات غير صائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية؛
- إرتفاع متوسط تكاليف الشراء وذلك لأن زيادة التنويع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع من الأوراق المالية، مما يؤدي إلى إرتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسة.

## 2-1 تنويع ماركوفتز:

إذا كان التنويع الساذج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية فإن تنويع ماركوفتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأوراق المالية، وبالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية

<sup>1</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص 171.

<sup>2</sup> Francis Jack, Investment Analysis and Management, 5<sup>th</sup> Ed, Micraw Hill Book Company, U.S.A, 1991, p229.

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الإستثمار، مرجع سابق، ص 272.

تقوم على أساس أن خطر المحفظة المالية لا يتوقف على مخاطر الأوراق المكونة لها فحسب وإنما أيضا على الترابط بين عوائد هذه الأوراق.

## 2- تنويع تواريخ الاستحقاق:

تؤثر تقلبات أسعار الفائدة في السوق على القيمة السوقية للأوراق المالية، أي أن إستجابة القيمة السوقية للأوراق المالية تزداد كلما زادت فترة الإستحقاق، أي أن خسارة المستثمر نتيجة إرتفاع سعر الفائدة تزداد في حالة السندات طويلة الأجل مقارنةً بالسندات قصيرة الأجل، وسنميز بين ثلاث أنواع من أساليب التنويع<sup>1</sup>:

### 1-2 الأسلوب الهجومي:

أي قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات إلى إرتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة الأجل ليعيد استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل وإذا تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة ولن ينتظر حتى حلول استحقاقها والعكس صحيح.

### 2-2 تدرج تواريخ الاستحقاق:

أي توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية، وبهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية (وهذه الأوراق عبارة عن سندات) لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنويع.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 274.

## 2-3 التركيز على الأوراق قصيرة الأجل و طويلة الأجل:

دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل، وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم لا في السيولة ولا في الأرباح.

### المطلب الثاني: مفهوم التنوع الدولي وأساليبه.

تم تبني التنوع الدولي من قبل المستثمرين منذ وقت طويل، وذلك لأنه وسيلة فعالة في تدنئة المخاطرة النظامية ولتحسين عائد المحفظة المكونة من أصول أجنبية.

### أولاً: تعريف التنوع الدولي ومحفزاته:

#### 1- تعريف التنوع الدولي:

هو عبارة عن إستراتيجية لتخفيض المخاطرة تستخدم من أجل بناء المحفظة وتكون بإختيار توليفة مختلفة من الأوراق محلية وأخرى أجنبية ويكون ذلك إما عن طريق شراء أسهم مؤسسات دولية أو شراء أسهم أجنبية (إما بشراء أسهم أجنبية مسعرة في سوق محلية أو شراء أسهم مسعرة في الأسواق الأجنبية)<sup>1</sup>.

#### 2- الأسباب المحفزة لتوجه نحو التنوع الدولي:

هناك العديد من الأسباب التي شجعت على التوجه نحو التنوع الدولي، عدا كونه يخفض من مخاطر المحفظة من بينها<sup>2</sup>:

1-2- عدم الإستقرار في العديد من البيئات المحلية مما شجع على التوجه نحو

البيئات الدولية التي تتمتع بإستقرار نسبي أكبر؛

<sup>1</sup> أسعد حميد العالي، الإدارة المالية الأسس (العلمية والتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص240.

<sup>2</sup> حيدر نعمة الفريجي، مرجع سابق، ص 81.

- 2-2- التوسع في التجارة العالمية، وزيادة حرية حركة الأموال بين مختلف الدول خصوصا الموقعة على إتفاقية التجارة الحرة؛
- 2-3- الإستفادة من مزايا التنويع حيث توفر الأسواق الدولية العديد من الفرص الإستثمارية لاتتوفر بالأسواق المحلية؛
- 2-4- الإفصاح المالي وتطور الأنظمة المصرفية سهل من عمليات الإستثمار عبر الإنترنت وغيرها من وسائل الإتصال المختلفة.

ثانيا :أساليب التنويع الدولي ومعيقاته.

### 1- أساليب التنويع للإستثمارات المالية الدولية:

عموما نميز بين نوعين من أساليب التنويع للإستثمارات المالية الدولية:  
 شراء أسهم المؤسسات الدولية؛  
 شراء أسهم أجنبية.

#### 1-1- شراء أسهم المؤسسات الدولية:

يوجد العديد من المؤسسات الدولية التي ينجر انطلاقا من نشاطها تنوعا دوليا لأصولها، و من خلال هذا التنويع يمكن 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 ماليا مع المؤسسة الأم والتي هي مشكلة تقنيا من توليفة لمجموعة من الأسهم المختلفة في مستوى كل من المخاطرة والعائد تبعا لنشاط المؤسسة الفرعية و بيئتها الاقتصادية والجغرافية، وظهر من خلال العديد من الدراسات أن تأثير العوامل المحلية على المؤسسات الدولية في البورصة جد منخفض، إلا أنها أكدة أن أسهم المؤسسات الدولية لا تعوض دائما المحفظة المالية الدولية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> حميدي فيصل، مرجع سابق، ص 69.

**1-2- التنوع الدولي بشراء أسهم أجنبية:**

- يكون هذا التنوع بشراء أسهم أجنبية مسعرة في السوق المحلية أو بشراء أسهم مسعرة في الأسواق الأجنبية، إلا أن هذه الأخيرة حسب ما أقره David Keeley فهي معرضة لخمسة عوائق أمام المستثمر المالي عند تدويل محفظة أسهمه و هي :
- صعوبة الحصول على المعلومات الدقيقة في الخارج، بسبب مشاكل اللغة، نقص في تغطية المحللين الماليين و اختلاف المقاييس المحاسبية؛
  - ضرورة الإلمام بالتشريعات الجبائية والقضايا القانونية للتأكد من حماية إستثماراته؛
  - القواعد المتحكمة في العمليات البورصية قد تختلف بشكل ملحوظ من بلد لآخر كما أن بعض الأسواق الأجنبية الجديدة لاتخضع لإجراءات رسمية؛
  - مصاريف الوساطة، التسليم و مصاريف المعاملات الأخرى؛
  - الاختلاف في درجة السيولة من سوق لأخرى.<sup>1</sup>

**2- معيقات التنوع الدولي:**

يوجد العديد من الأسباب التي تعيق التوجه نحو التنوع الدولي من بينها:<sup>2</sup>

**1-2- تكاليف المعاملات :** هناك العديد من الأسواق التي تفرض تكاليف إضافية على التعاملات الدولية إلا أن هذه التكاليف قد أخذت بالإنخفاض التدريجي بسبب زيادة عدد الأسواق المالية وانتشار تكنولوجيا الإتصال الحديثة.

**2-2- تكاليف الحصول على المعلومات :** نتيجة لتعدد وانتشار الأسواق المالية، ونقص في تغطية المحللين الماليين واختلاف المقاييس المحاسبية وتنوع لغات الدول أصبح من الصعب الحصول على المعلومات التي يحتاج إليها المستثمر لإتخاذ قرارته الإستثمارية في البورصات الدولية، إلا أن هذه التكاليف مثل سابقتها قد بدأت بالإنخفاض بسبب زيادة كفاءة الأسواق المالية، والإعتماد المتزايد على الإنترنت في الحصول على المعلومات.

<sup>1</sup> حميدي فيصل، مرجع سابق، ص 70.

<sup>2</sup> حيدر نعمة الفريجي، مرجع سابق، ص ص 81-82.

**2-3- مخاطر أسعار الصرف :** وهي أهم خطر يتعرض له المستثمر عند إختياره لإستراتيجية التنويع الدولي، ويتمثل هذا المخطر في تقلبات أسعار صرف العملات المختلفة أمام العملة المحلية إذا يمكن أن تتحول الأرباح المتحققة بالعملة الأجنبية إلى خسائر بالعملة المحلية في حالة انخفاض قيمة العملة الأجنبية أمام العملة المحلية والعكس صحيح.

**2-4- المخاطر السياسية :** وهي المخاطرة الناتجة عن إحتمال قيام سلطات البلد الأجنبي أو المضيف بإتخاذ قرارات تؤدي إلى إلحاق الضرر بالمستثمر، أو وقوع أحداث سياسية تؤدي إلى إلحاق الضرر بالمستثمر.

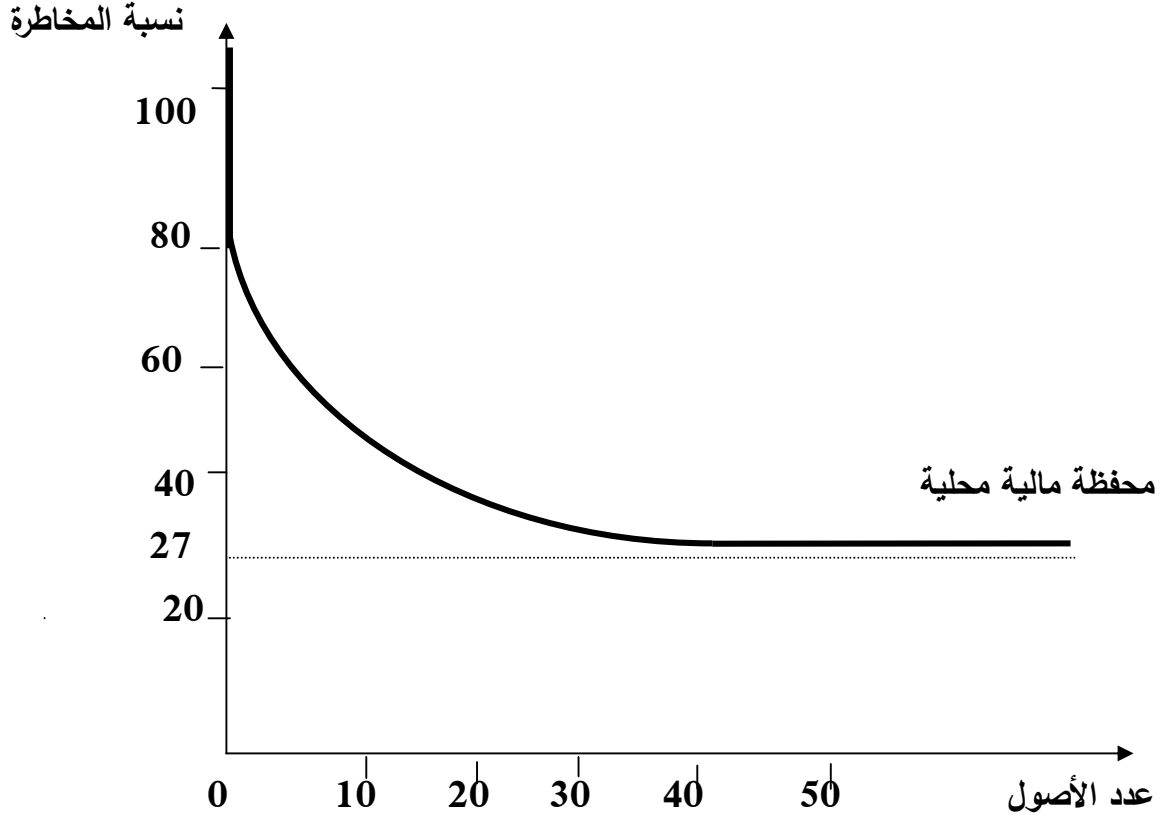
**المطلب الثالث: أثر التنويع الدولي على تشكيلة المحفظة المالية.**

**أولا :علاقة مخاطرة المحفظة بحجمها:**

بينت الدراسات التي أجريت على الأسواق الدولية الكبرى أن المخاطرة تتخفف بفاعلية حسب عدد الأوراق المالية المشكلة لها، و استخدمت المنهجية التالية لإثبات ذلك: نبدأ بتشكيل محفظة تتكون من ورقة مالية واحدة ثم نقوم بحساب المخاطرة المتوسطة لهذه المحفظة، ثم تطبق نفس الطريقة على محافظ مكونة من ورقتين ثم ثلاث أوراق فما أكثر وفي كل مرة نقوم بحساب المخاطرة المتوسطة للمحافظ المختلفة الأحجام. في الأخير نقوم بإنشاء رسم بياني، يمثل المحور الأفقي عدد الأصول المكونة للمحفظة والمحور العمودي يمثل مخاطرة المحفظة بالنسبة المؤية. وبإضافة في كل مرة ورقة مالية محلية بطريقة متتالية نلاحظ أن المخاطرة تصل إلى الحد الأدنى عندما يصل عدد الأوراق المالية إلى 40 ورقة مالية، حتى وإن قمنا بإضافة أوراق المالية أكثر فإن المخاطرة لا تتخفف أكثر.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Larbi Dohni et Carol Hainaut, Les taux de change Déterminants, opportunités et risque, 1<sup>er</sup> édition, deboeck, Bruxelles, Belgique, 2004, p p:106,107.  
[http://books.google.dz/books?id=WrcA5wg3APMC&printsec=frontcover&hl=fr&source=gbs\\_atb#v=onepage&q&f=false](http://books.google.dz/books?id=WrcA5wg3APMC&printsec=frontcover&hl=fr&source=gbs_atb#v=onepage&q&f=false). Consulté le 24/04/2015 à 22.00.

## الشكل (2-2) تطور المخاطرة حسب عدد الأصول المكونة للمحفظة المحلية



Source: Larbi Dohni et Carol Hainaut, opcit, 108.

## ثانيا :علاقة التنويع الدولي بحجم المحفظة و مخاطرتها:

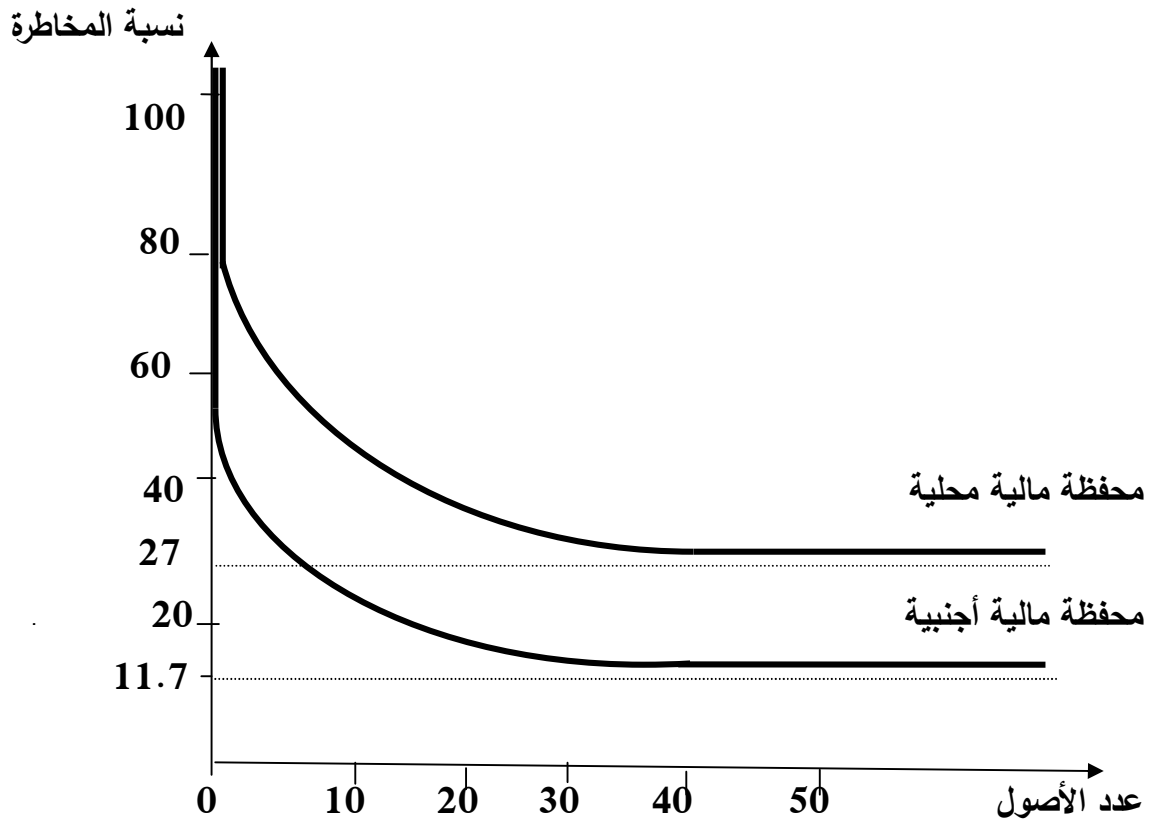
السؤال المطروح هو هل أن المحفظة المكونة من  $n$  أصل مالي المتنوعة دوليا هي أكثر أو أقل مخاطرة من محفظة مكونة  $n$  أصل محلي ؟

إن الشكل التالي يبين الدراسة تجريبية لـ SOLNIK 1976 الذي قام بقياس مخاطر الإستثمار بإستعمال الإنحراف المعياري لمعدل العائد. ومن الشكل يتبين أن المنحنى العلوي مقارب لمستوى المخاطرة النظامية للسوق المحلي والتي تساوي تقريبا 27% من متوسط المخاطرة المرتبطة بأصل واحد.

إذا اعتمدنا على المحفظة الدولية فإن مخاطرة المحفظة تتخفف بطريقة محسوسة أكثر من المحفظة المحلية وعند نفس العدد من الأصول .

مثلا: عندما يكون لدينا 40 سهما منوعا من دول مختلفة وموزعا توزيعا عادلا، فإن المخاطرة التي يتحملها المستثمر تساوي 11.7% من مخاطرة المرتبطة بأصل واحد وهي أقل من نصف المخاطرة لمحفظة محلية تحتوي على نفس عدد الأصول .

الشكل (2-3) مقارنة تطور المخاطرة حسب عدد الأصول المكونة للمحفظة المحلية والأجنبية



Source: Larbi Dohni et Carol Hainaut, opcit, 108.

وختاما لما سبق فإن المخاطرة المحفظة تتخفض كلما زاد عدد الأصول وتتنخفض بسرعة أكثر إذا كانت الأصول المملوكة من دول مختلفة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Ibid, 108.

## خلاصة الفصل الثاني :

عند تكوين محفظة الأوراق المالية يجب الاخذ بعين الإعتبار مجموعة من العوامل من أهمها العائد والمخاطرة ولقد تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى كيفية حساب كل من عائد ومخاطرة المحفظة بنوعيتها سواء اللانظامية والمعبر عنها بالانحراف المعياري والتباين أو النظامية والمعبر عنها بمعامل بيتا، كما تعرضنا لمراحل وطرق تسيير المحفظة وطرق تحليل مكوناتها وذلك لضمان نجاح عملية الإستثمار، وسعياً لتحقيق أهداف المستثمر، ويمكن تخيص أهم النقاط والنتائج التي تم التوصل لها من خلال هذا الفصل فيما يلي:

1-العائد والمخاطرة مفهومان مترابطان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر

ويمثلان حجر الأساس بالنسبة للمستثمر عند إختياره لأصول محفظته؛

2-يتم تسيير المحفظة من خلال ثلاثة مراحل أساسية تتمثل أولاً في تحديد أهداف

المستثمر ثم تحليل مختلف الفرص الاستثمارية وفي الأخير تقييم كفاءة محفظة

الأوراق المالية؛

3-إن المخاطرة المحفظة تتخفض كلما زاد عدد الأصول وتتنخفض بسرعة أكثر إذا

كانت الأصول المملوكة من دول مختلفة؛

4-التنوع الدولي هو عبارة عن إستراتيجية لتخفيض المخاطر، تقوم على إختيار

توليفة مختلفة من الأوراق المحلية والأخرى الأجنبية؛

5-يأخذ التنوع الدولي شكلين و ذلك باقتناء أسهم أجنبية سواء كانت أسهم لشركات

أجنبية مسعرة في البورصة المحلية أو أسهم أجنبية من بورصات أخرى مختلفة

جغرافياً؛

6- تسيير المحفظة المالية الدولية بنفس طريقة المحفظة المالية المحلية إلا إنها

تتعرض لمخطر الصرف بسبب اختلاف العملات التي تقيم بها الأصول المالية

المشكلة لها.

سنحاول من خلال الفصل الثالث معرفة مدى التطابق بين الجانب النظري والجانب

التطبيقي.

# الفصل الثالث

## تشكيل مدفظة

### حالية متنوعة دوليا

### بين بورصتي عمان

وتونس

تمهيد:

تطرقنا في الفصلين السابقين إلى الإطار النظري لبورصة الأوراق المالية وأهم المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية والنظريات المفسرة لها وكذا مقومات تكوين المحفظة وأثر التنوع الدولي على خصائصها، سنحاول في هذا الفصل إختبار مدى تطابق الجانب النظري للإستثمار في محفظة الأوراق المالية الدولية مع الجانب التطبيقي وذلك بدراسة التنوع الدولي الإستثماري كإستراتيجية لإدارة محفظة الأوراق المالية المسعرة في بورصتي عمان وتونس.

سنحاول في هذا الفصل تطبيق مختلف المبادئ النظرية لمحفظة الأوراق المالية وإختبار مدى مساهمة التنوع الدولي في تدنئة مخاطر محفظة الأوراق المالية، وبالتالي سنقوم بالتطرق للنقاط التالية:

1. التعريف بسوقي عمان وتونس الماليين، و عرض لشروط الإدراج بهما؛
2. إختبار مدى تأثير عدد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة على عائد ومخاطرة هذه المحفظة؛
3. إختبار مساهمة إستراتيجية التنوع الدولي بشراء أسهم أجنبية في تدنية المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية في ظل تغطية سعر الصرف؛
4. إختبار تأثير معامل الارتباط السالب بين الأوراق المالية الدولية على المخاطرة النظامية؛
5. إختبار مساهمة الوزن النسبي في تحقيق سياسات تسيير المحفظة الدولية.

فكان التطرق إلى العناصر السابقة من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: التعريف بسوق عمان وسوق تونس الماليين.

المبحث الثاني: إختيار القطاعات والشركات لتشكيلة المحفظة المالية.

المبحث الثالث: . تشكيل محفظة مالية متنوعة دوليا.

**المبحث الأول: التعريف بورصة عمان وبورصة تونس الماليين**

نتناول في هذا المبحث تحليل شامل للبيئتين المدروستين، من خلال التطرق إلى النظام المالي الخاص بهما، ثم القيام بتحليل دقيق لبورصتي عمان وتونس وكذا إستعراض أهم شروط الإدراج الخاصة بكل من البورصتين .

**المطلب الأول : لمحة حول النظام المالي الأردني والتونسي****أولاً: لمحة حول النظام المالي الأردني****1-البنك المركزي:**

يمثل البنك المركزي الأردني السلطة النقدية في المملكة ويتمتع بشخصية إعتبارية مستقلة مالياً وإدارياً، ويعتبر البنك المركزي الجهة المسؤولة حصراً عن إدارة السياسة النقدية، وعن الإشراف على القطاع النقدي والمصرفي.

باشر البنك المركزي الأردني أعماله في اليوم الأول من شهر تشرين الأول لعام 1964 وفقاً لقانون البنك المركزي الأردني رقم 4 لعام 1959 وتعديلاته، ليحل محل مجلس النقد الذي أنشئ عام 1950 بموجب القانون المؤقت رقم 35 لعام 1949، فقد تم إصدار قانون البنك المركزي رقم 23 لعام 1971 وتعديلاته الذي حل محل القوانين السابقة رقم 4 لعام 1954 ورقم 93 لعام 1966 وقد منحت المادة الثالثة من القانون إستقلالية للبنك إدارياً ومالياً لتمكينه من أداء مهامه بكفاءة ومرونة عالية، أما بالنسبة لأهداف البنك المركزي فقد حددتها المادة الرابعة من قانون البنك المركزي بالمحافظة على الإستقرار النقد وضمن قابلية تحويل الدينار الأردني ومن ثم تشجيع النمو الإقتصادي المستدام وفق السياسة الإقتصادية العامة للحكومة، ويتولى إدارة شؤون البنك المركزي مجلس إدارة، يتم تعيينه من قبل مجلس الوزراء.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Banque centrale de Jordanie, [http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu\\_id=14](http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=14), Consulté le 10/05/2015.

## 2- إدارة السياسة النقدية:

يمكن تقسيم المراحل التي مرت بها إدارة السياسة النقدية في الأردن إلى مرحلتين، امتدت المرحلة الأولى منها، والتي غلب عليها طابع التدخل المباشر، منذ شرع البنك المركزي بمباشرة أعماله وحتى الأزمة الاقتصادية والمالية في أواخر الثمانينات. أما المرحلة الثانية، والتي غلب عليها طابع الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية، فقد ابتدأت منذ عام 1990 وفيما يلي أبرز ملامح هاتين المرحلتين<sup>1</sup>:

## المرحلة الأولى 1964-1989

اتسمت هذه المرحلة بالتركيز على استخدام الأدوات التقليدية للسياسة النقدية المتمثلة في تغيير سعر إعادة الخصم ونسبة الإحتياطي النقدي الإلزامي بهدف التأثير على توسع السيولة المحلية ولم يلجأ البنك المركزي لاستخدام عمليات السوق المفتوحة إلا في مرحلة متأخرة وتحديداً مع بداية عام 1988 عندما باشر ببيع وشراء أوراق الدين العام بهدف التأثير على مستوى السيولة، إلا أن تأثير هذه العمليات كان محدوداً نظراً لعدم كفاية الإصدارات الحكومية لأوراق الدين العام من جهة، وضعف السوق الثانوي لتلك الأوراق من جهة ثانية.

أما السمة الثانية التي اتسمت بها تلك المرحلة، فتتمثل في التدخل المباشر من قبل البنك المركزي لتحديد حجم وكلفة ووجهة الإئتمان، إلى جانب التأثير على هيكل المحافظة المالية للبنوك، فخلال تلك الفترة لجأ البنك إلى اتخاذ العديد من التدابير الإنتقائية الهادفة إلى توجيه الإئتمان المصرفي واستثمارات البنوك نحو قطاعات محددة. لعب البنك المركزي خلال تلك المرحلة دوراً بارزاً في تمويل عجز الموازنة بصورة مباشرة وفي دعم التمويل المقدم من البنوك ومن مؤسسات الإقراض المتخصصة إلى قطاعات معينة .

<sup>1</sup>Banque Centrale de Jordanie, [http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu\\_id=146](http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=146), Consulté le : 10/05/2015.

على الرغم من نجاح السياسة النقدية في تحقيق جانب من أهدافها خلال تلك المرحلة، إلا أنها أفرزت عدداً من السلبيات كان أبرزها التشوهات الهيكلية في السوق المصرفي، وإساءة تخصيص الموارد، وارتفاع المديونية الخارجية وتفاقم عجز الموازنة وتراجع معدلات النمو الإقتصادي وارتفاع معدّل التضخم وتدهور سعر صرف الدينار الأردني<sup>1</sup>.

### المرحلة الثانية 1990-2004

نتيجة للأزمة المالية والإقتصادية، شرعت الحكومة الأردنية، وبالتعاون مع كل من صندوق النقد والبنك الدوليين بتطبيق برامج إصلاح اقتصادي شملت مختلف القطاعات الإقتصادية بما فيها القطاع النقدي والمصرفي، وكان من أبرز سمات الإصلاحات النقدية في هذه المرحلة التحول نحو قوى السوق في إدارة السياسة النقدية من خلال الشروع في تحرير أسعار الفائدة في السوق المصرفية بشكل تدريجي، بدأ بتحرير سعر الفائدة على الودائع وامتد ليشمل أسعار الفائدة على القروض، وقد كان تحرير أسعار الفائدة الخطوة الأولى على طريق تهيئة البيئة المناسبة لتبني البنك المركزي لعمليات السوق المفتوحة كأداة رئيسة لإدارة السياسة النقدية، وفي ظل عدم كفاية إصدارات الأوراق الحكومية الموجودة في السوق آنذاك، لجأ البنك المركزي في أواخر عام 1993 إلى إصدار شهادات الإيداع الخاصة به لهذه الغاية، ومنذ ذلك الوقت أصبح البنك يعتمد على إصدارات شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر و/أو ستة أشهر لامتناس السيولة الفائضة عند البنوك وبالتالي تنظيم نمو السيولة في الإقتصاد الوطني، ولمنح البنوك المرونة الكافية في إدارة السيولة لديها أضفى البنك المركزي مزيداً من المرونة على هذه الشهادات وذلك بالسماح بإعادة شرائها لأجل أسبوع والسماح بتداولها فيما بين البنوك، وإلى جانب شهادات الإيداع يستخدم البنك المركزي أيضاً أدوات أخرى مثل سعر إعادة الخصم والإحتياطي النقدي الإلزامي ونافذة الإيداع ليلية واحدة في إدارته للسياسة النقدية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>Banque Centrale de Jordanie, [http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu\\_id=146](http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=146), Consulté le : 10/05/2015.

<sup>2</sup>Ibid.

## 3- سياسة الصرف:

لقد كان استقرار سعر صرف الدينار في مقدمة أولويات السياسة النقدية على الدوام، وذلك لأن هذا الإستقرار يمثل ركناً هاماً من أركان الإستقرار النقدي الذي يعتبر ضرورياً لتوفير البيئة المناسبة للإستثمار، ولضمان هذا الإستقرار، عمد البنك المركزي إلى ربط الدينار الأردني إما بعملة منفردة أو بسلة من العملات باستثناء فترة قصيرة (أواخر عام 1988 وأوائل عام 1989) عندما تم تعويم سعر صرف الدينار في أعقاب الأزمة المالية والإقتصادية التي تعرض لها الإقتصاد الأردني.<sup>1</sup>

## ثانياً: لمحة حول النظام المالي التونسي

## 1- البنك المركزي:

في 19 سبتمبر 1958 تم إصدار القانون عدد 90 لسنة 1958 المتعلق بإنشاء وتنظيم البنك المركزي التونسي، وفي 18 أكتوبر 1958 أصدر القانون عدد 109 لسنة 1958 المتعلق بالإصلاح النقدي وإحداث وحدة نقدية جديدة: الدينار، وقد دخل البنك المركزي التونسي حيز النشاط وطرح الدينار التونسي للتداول في 3 نوفمبر 1958، وبتاريخ 30 ديسمبر 1958 تم انسلاخ الدينار التونسي عن الفرنك الفرنسي وخروج العملة الوطنية من منطقة الفرنك، وقد توالى بعدها مجموعة من الإصلاحات أبرزها:

**إصلاحات 7 فيفري 1994** والتي تم فيها تنقيح التشريع المنظم لمهنة البنوك بالقانون عدد 25 لسنة 1994 المؤرخ في 7 فيفري 1994 بما يدعم سلطة التنظيم والمراقبة الممنوحة للبنك المركزي التونسي.

**إصلاحات ماي 2006** المتعلقة بتتقيح القانون الأساسي المتعلق بإنشاء البنك المركزي التونسي بمقتضى القانون عدد 26 لسنة 2006 المؤرخ في 15 ماي 2006 والمتضمن:

<sup>1</sup> Banque Centrale de Jordanie, [http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu\\_id=147](http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=147), Consulté le : 09/05/2015 à 19 :50.

- تحديد مهام البنك المركزي التونسي الذي أصبحت مهمته الرئيسية الحفاظ على استقرار الأسعار،
- تدعيم سياسة الشفافية،
- تدعيم استقلالية البنك المركزي التونسي،
- تدعيم عمليات المراقبة والتدقيق.

**إصلاحات 27 ديسمبر 2007** المتعلقة بتقوية الفصل 34 من القانون عدد 90 لسنة 1958 المؤرخ في 19 سبتمبر 1958 المتعلق بإنشاء وتنظيم البنك المركزي التونسي بالفصلين 19 و 20 للقانون عدد 69 لسنة 2007 المؤرخ في 27 ديسمبر 2007 المتعلق بحفز المبادرة الاقتصادية :

- في إطار تحسين جودة المعلومات المجمعة في مركزية المخاطر وسجل القروض المسداة إلى الأشخاص الطبيعيين، يخول للبنك المركزي التونسي مطالبة شركات استخلاص الديون بمده بكل الإحصائيات والمعلومات التي يراها صالحة لمعرفة تطور القروض والظرف الاقتصادي على غرار ما هو معمول به مع مؤسسات القرض،
- يضبط البنك المركزي التونسي المعطيات الفنية التي يجب احترامها من قبل كل المؤسسات عند التصريح بالمعلومات إلى سجل القروض غير المهنية وكذلك عند الاطلاع عليها،
- يمكن البنك المركزي التونسي المنتفعين بالقروض المهنية وغير المهنية وبالتسهيلات في الدفع من الإطلاع على المعطيات التي تخصهم<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Banque Centrale de Tunisie, [http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod\\_o/arabe/politique/index.jsp](http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod_o/arabe/politique/index.jsp), Consulté le : 10/05/2015 a18:42.

## 2- إدارة السياسة النقدية:

طبقا للفصل 33 من القانون عدد 26 لسنة 2006 المؤرخ في 15 ماي 2006 المنقح للقانون عدد 90 لسنة 1958 المؤرخ في 19 سبتمبر 1958 المتعلق بإنشاء وتنظيم البنك المركزي التونسي، تتمثل المهمة الأساسية للسياسة النقدية في الحفاظ على استقرار الأسعار. لهذا الغرض يؤثر البنك المركزي التونسي، بواسطة أدوات موضوعة تحت ذمته، على نسبة الفائدة في السوق النقدية، التي تعتبر الأداة الأساسية لقيادة السياسة النقدية وذلك لغاية بلوغ الهدف النهائي المتمثل في استقرار الأسعار.

يرتكز هذا الإطار من السياسة النقدية، إضافة للمكونات النقدية والقروض، على تشكيلة متنوعة من المؤشرات ذات الارتباط الوثيق بالتضخم، ونظرا لأهمية توقع التضخم بالنسبة للسياسة النقدية، يعمل البنك المركزي التونسي على وضع آلية لتحليل وتوقع التضخم على المدى القصير والمتوسط، والتي ستستخدم كمرجع لاتخاذ القرار في مجال السياسة النقدية وكوسيلة للتواصل مع العموم.<sup>1</sup>

## 3- سياسة الصرف:

يتبع البنك المركزي التونسي سياسة صرف مرنة، حيث يحدد سعر صرف الدينار التونسي مقابل العملات الأجنبية في السوق ما بين البنوك، وفي هذا الإطار تقوم البنوك المنتسبة على الساحة بتبادل العملات فيما بينها على أساس أسعار صرف تحددها بكل حرية.

يتمثل دور البنك المركزي التونسي في التدخل لتعديل السيولة في حالة عدم توازن العرض والطلب للعملات الأجنبية في السوق، ويتولى البنك المركزي التونسي يوميا نشر معدلات أسعار الصرف التي تم التعامل بها في اليوم السابق في سوق الصرف فيما بين البنوك.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Banque Centrale de Tunisie, [http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod\\_o/arabe/politique/index.jsp](http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod_o/arabe/politique/index.jsp), Consulté le :09/05/2015.

<sup>2</sup> Banque Centrale de Tunisie, [http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod\\_o/arabe/politique/change.jsp#top](http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod_o/arabe/politique/change.jsp#top), Consulté le : 09/05/2015.

## المطلب الثاني : الإطار التنظيمي لسوقي عمان و تونس الماليين

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

## أولاً :الإطار التنظيمي لسوق عمان المالي

## 1-نشأة سوق عمان المالية :

تولت بورصة عمان اعتباراً من 11/3/1999 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف الى الربح وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً الى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، ثم صدر قانون الاوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 والذي سمح بانشاء اكثر من سوق لتداول الاوراق المالية في المملكة.

لقد جاء اصدار قانون الاوراق المالية لعام 1997 بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية. ويكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدورين معاً، وقد شُكلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال وتم تأسيس بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تداران من قبل القطاع الخاص.

تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، تتكون عضويتها من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية،والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Amman Stock Exchange, <http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86>, Consulté le : 90/05/2015.

## 2- مزايا سوق عمان المالي:

- تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل ، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال. وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.
- تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم ، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.
- تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات.<sup>1</sup>

## 3- أهداف سوق عمان المالي:

- خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة.
- تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في البورصة.
- تطبيق أحدث المعايير العالمية.
- نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.

<sup>1</sup> Ibid.

- الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة<sup>1</sup>.

#### 4- طموحات سوق عمان المالي:

ستستمر بورصة عمان في العمل على تحقيق مساعيها ومشاريعها التي تهدف إلى التطوير المستمر من أجل المحافظة على الدور البارز الذي تحتله بورصة عمان بين أسواق المنطقة. ستعمل بورصة عمان على إنجاز ما يلي:

- تحديث البنية التقنية للبورصة؛
- احتساب أرقام قياسية جديدة؛
- تبني استراتيجية تسويقية وتنقيفية؛
- استحداث أدوات مالية جديدة.<sup>2</sup>

#### 5- تقسيمات سوق عمان المالي:

يشمل هيكل السوق الثانوية للأوراق المالية التقسيمات التالية:

- **السوق الثانوي** : هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها.
- يشمل هيكل السوق الثانوية للأوراق المالية التقسيمات التالية:
- **السوق الأول**: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.

<sup>1</sup> Amman Stock Exchange,

<http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%A4%D9%8A%D8%A9-%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%B3%D8%A7%D9%84%D8%A9-%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%87%D8%AF%D8%A7%D9%81>, Consulté le : 10/05/2015.

<sup>2</sup> Amman Stock Exchange, <http://www.ase.com.jo/ar/%D9%86%D8%B8%D8%B1%D8%A9-%D9%85%D8%B3%D8%AA%D9%82%D8%A8%D9%84%D9%8A%D8%A9>, Consulté le : 10/05/2015.

- **السوق الثاني:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.
- **السوق الثالث:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.
- **حقوق الاكتتاب:** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بحقوق الاكتتاب المدرجة في البورصة.
- **سوق السندات :** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات
- **التحويلات المستثناة من التداول :** ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الارثية والعائلية والأخرى.<sup>1</sup>

## ثانياً : الإطار التنظيمي لسوق تونس المالي

### 1-نشأة سوق تونس المالي:

بورصة تونس بالفرنسية Bourse de Tunis وتسمى رسمياً بورصة تونس للأوراق المالية Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis، وهي سوق للأوراق المالية تأسست في فيفري 1969 ومتمركزة في تونس العاصمة، حتى ولو كانت هذه النشأة قديمة نسبياً، إلا أن مساهمة البورصة في الإقتصاد التونسي محدودة، بسبب هيمنة الدولة والبنوك على هذا القطاع ففي نهاية سنة 1986، لم يكن رأس مال البورصة أو قيمتها السوقية تمثل سوى 1% من الناتج المحلي الاجمالي، وفي إطار الهيكلة الشاملة، بدأت عملية إصلاحية مالية سنة 1988 بهدف وضع إطار قانوني يسمح للسوق بالمساعدة في تمويل الإقتصاد.

ومن أجل تلبية المعايير الدولية، تم البدء في عملية إصلاحية في 14 نوفمبر 1994 تتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، هذا القانون أسس سلطة تنظيمية جديدة: هيئة السوق

<sup>1</sup> Amman Stock Exchange, <http://www.ase.com.jo/ar/node/836>, Consulte le : 10/05/2015.

المالية التي بدأت أعمالها في 15 نوفمبر 1994 من خلال هذا الإصلاح الشامل في بورصة تونس تم وضع أسس سوق مالية جديدة تمكنها من المساهمة في الاقتصاد المحلي بعدها توالى مجموعة من الإصلاحات منها إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الإسم . يمتلكها وسطاء البورصة بالتساوي في نوفمبر 1995، وفي أكتوبر 1996 إنطلق العمل بنظام التداول الإلكتروني NSC ، وفي ديسمبر 2007 تم إطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة.

إن هذه البورصة مسؤولة عن إدارة وأمن وتعزيز السوق التونسية وسنداتها الضمانية.<sup>1</sup>

## 2- مزايا السوق المالي التونسي:

- توفر محيط اقتصادي واجتماعي ملائم : أسس اقتصادية متينة، آفاق واعدة، إدارة سليمة للاقتصاد ، تحكم في التضخم المالي، سلم اجتماعي.
- وجود إطار قانوني وتشريعي متطور ومطابق للمواصفات العالمية.
- إستخدام تقنية تداول متقدمة، توفر النجاعة والأمان.
- نظام لضمان حسن إنهاء المعاملات
- اشتراط المهنية، ومثانة الوضعية المالية والنزاهة على جميع المتدخلين ضمانا لمصالح المستثمرين.<sup>2</sup>

## 3- أهداف السوق المالي التونسي:

- إدراج سندات جديدة بتسعيرة البورصة
- تنظيم المبادلات وتسعير السندات في أحسن ظروف من المساواة والأمان والشفافية
- نشر معلومات السوق
- تطوير البورصة والترويج لها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Bourse de Tunis

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85>, Consulté

Le : 08/05/2015.

<sup>2</sup> Ibid.

#### 4- طموحات السوق المالي التونسي:

- المساهمة الفاعلة في عملية تطوير العقليات بخصوص الميدان المالي في اتجاه ترسيخ الادخار بالبورصة في عادات المدخرين وإرساء التمويل عن طريق البورصة في ثقافة تسيير الشركات التونسية.
- اكتساب مكانة أساسية في القطاع المالي التونسي .
- فتح أبواب الطّموح أمام الشركات التونسية بتمكينها من تصور مشاريع أكبر مع إنجاز أسرع بما يمكنها من تقليص آجال نموّها و من بلوغ مستوى العالمية.
- المساهمة في النشر على أوسع نطاق لثقافة الشفافية والتسيير الرشيد.
- المساهمة في إشعاع تونس على محيطها الإقليمي<sup>2</sup> .

#### 5- تقسيمات السوق المالي التونسي:

(1) تخصص تسعيرة البورصة لتداول السّنَدات التي تستجيب لشروط الإدراج المنصوص عليها بالترتيب العام للبورصة. وهي تشمل على الأسواق التالية:

- السوق الرئيسية: مخصصة للشركات ذات الحجم الكبير؛
- السوق البديلة: مفتوحة للشركات الصغرى والمتوسطة ذات الأفق الواعدة؛
- السّوق الرقاعية : مخصّصة لتداول سندات الدّين؛
- سوق لتداول حصص الصناديق المشتركة للديون.

(2) السّوق الموازية : تخصص لتداول أسهم الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام وهي غير مدرجة بالبورصة؛

(3) أما تبادل أسهم الشركات التي لا تلجأ إلى الاكتتاب العام فهي تخضع لعملية تسجيل بالبورصة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Ibid.

<sup>2</sup> Bourse de Tunis, Op.cit.

<sup>3</sup> Ibid.

### المطلب الثالث :شروط الإدراج في سوقي عمان و تونس الماليين

سنقوم في هذا المطلب بإستعراض لأهم شروط الإدراج الخاصة بكل من البورصتين محل الدراسة من خلال مايلي:

#### أولاً : شروط الإدراج في سوق عمان المالي:

إن تعليمات إدراج الأوراق المالية الصادرة بالإستناد لأحكام المادة ( 72 ) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية المؤرخ في 2004/04/26، ووفق هذه التعليمات تدرج أسهم الشركة في السوق الثاني بعد إستيفاء جميع الشروط والمتطلبات المذكورة في المواد (4) و(5) و(6) و(7) وهي كالتالي<sup>1</sup>:

#### 1- المادة (4) :

أ- تدرج أسهم الشركات التي توافق البورصة على إدراج أسهمها في السوق الثاني، وعلى الشركة التي تتقدم بطلب لإدراج أسهمها في البورصة تزويد البورصة بالبيانات والمعلومات التالية على شكل نسخة إلكترونية وورقية :

#### 1- تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن ما يلي :

أ- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وغاياتها الرئيسية الممارسة فعلياً، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت أم أو تابعة أو شقيقة أو حليفة (إن وجدت)؛

ب- وصف للأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة وتلك التي ترغب الشركة بإدراجها؛

ج- تقييم مجلس إدارة الشركة مدعماً بالأرقام لأداء الشركة والمرحلة التي وصلتها والإنجازات التي حققتها، ومقارنتها مع الخطة الموضوعية؛

د- الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة أو أثرت عليها من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ تقديم طلب الإدراج؛

<sup>1</sup> Amman Stock Exchange, <http://www.exchange.jo/ar/node/%20%20810>, Consulté le : 11/05/2015.

هـ- الخطة المستقبلية للشركة للسنوات الثلاث القادمة؛

و- أسماء الأشخاص الذين يملكون (5%) أو أكثر من أسهم الشركة؛

ز- أسماء أعضاء مجلس إدارة الشركة وأسماء ورتب أشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم أو أقربائهم وعضوية أي منهم في مجالس إدارات الشركات الأخرى.

2- عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة ونشرة الإصدار (إن وجدت)؛

3- التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية والذي يتضمن تقرير مجلس إدارة الشركة والبيانات المالية للشركة وتقرير مدقق حسابات الشركة؛

4- البيانات المالية المرحلية مراجعة من قبل مدقق حساباتها والتي تغطي الفترة من نهاية السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم طلب الإدراج وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ طلب الإدراج (إن وجدت)؛

5- أي معلومات أخرى تراها البورصة ضرورية لإتخاذ قرار الإدراج.

ب- تشمل البيانات المالية لأغراض هذه التعليمات ما يلي:

1- قائمة المركز المالي؛

2- قائمة الدخل؛

3- قائمة التدفقات النقدية؛

4- قائمة التغيرات في حقوق المساهمين؛

5- الإيضاحات الضرورية حول هذه البيانات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Amman Stock Exchange, Op.cit.

2- المادة (5) : يتم إدراج أي ورقة مالية في البورصة بعد التحقق مما يلي:

- 1- تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة؛
- 2- إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية؛
- 3- عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها؛
- 4- وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول به؛
- 5- توقيع المصدر إتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية.<sup>1</sup>

3- المادة (6):

يُشترط لإدراج أسهم الشركة في السوق الثاني ما يلي:

- 1- إصدار الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية واحدة على الأقل تظهر نشاطاً تشغيلياً؛
- 2- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (50%) من رأسمالها المدفوع؛
- 3- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ إنتهاء سنتها المالية عن (5%) من رأسمالها المدفوع للشركات التي يقل رأسمالها عن (10) مليون دينار ويستثنى من ذلك الشركات التي يساوي أو يزيد رأسمالها عن (10) مليون دينار؛<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Amman Stock Exchange, Op.cit.

<sup>2</sup> Ibid.

## 4-المادة (7) :

على الشركة المصدرة التي توافق البورصة على إدراج أوراقها المالية الإعلان عن البيانات المالية السنوية المدققة والمرحلية المراجعة، وملخص عن تقرير مجلس إدارة الشركة المقدم لغايات الإدراج والمشار إليها في المادة (4) في صحيفتين يوميتين محليتين مرة واحدة على الأقل، على أن تقوم الشركة بهذا الإعلان قبل ثلاثة أيام عمل على الأقل من بدء تداول الأوراق المالية للشركة.<sup>1</sup>

## ثانيا: شروط الإدراج في سوق تونس المالي.

يتعين على الشركة المرشحة للإدراج بالبورصة اختيار السوق الذي تريد دخوله. وتتضمن البورصة سوقين لسندات رأس المال: سوق رئيسية وسوق بديلة. ويتطلب الإدراج بأحد هذه الأسواق أن تتوفر في الشركة الشروط التالية:<sup>2</sup>

## 1- شروط الإدراج المشتركة بأسواق سندات رأس المال:

- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها، مع إمكانية استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين.
- توزيع نسبة لا تقل عن 10% من رأس مال الشركة على العموم ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار.
- تقديم تقرير يقيم أصول الشركة.
- توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية وهياكل رقابة للتصرف.
- تقديم تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات.
- تقديم نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.<sup>3</sup>

## 2- الشروط الخاصة:

<sup>1</sup> Amman Stock Exchange, Opcit.

<sup>2</sup>Bourse de Tunis , <http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B4%D8%B1%D9%88%D8%B7-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%B1%D8%A7%D8%AC>, consulté le : 09/05/2015.

<sup>3</sup>Ibid.

السوق الرئيسية	السوق البديلة
تسجيل الشركة أرباحا خلال السنتين الأخيرتين. ولا يطلب توفير هذا الشرط إذا تم إدراج الشركة وفق طريقة القيد المباشر إثر عملية ترفيع في رأس المال.	لا يشترط تسجيل أرباح.
توزيع الأسهم بين العموم على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد.	توزيع الأسهم بين العموم على 100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين مؤسسائيين وذلك في تاريخ القيد.
توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد.	لا يشترط رأس مال أدنى.
	- يمكن طلب الإدراج من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسسائيين على الأقل بنسبة لا تقل عن 20 % وذلك منذ أكثر من سنة. - يمكن طلب الإدراج من قبل شركة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث مشاريع كبرى مشاريع كبرى). في هذه الحالة يتم إدراج الشركة مباشرة بالسوق البديلة بعد موافقة هيئة السوق المالية.
	- تقديم شهادة عن طريق المؤسسة الرّاعية تثبت قيامها بالعنايات المستوجبة منها في إطار عملية الإدراج.

- تعيين الشركة لمؤسسة راعية طوال مدّة بقاء أسهمها بالسّوق البديلة ويجب أن لا تقلّ هذه المدّة الممنوحة عن سنتين.

- يقصد بالعموم المساهمون الذين يمتلكون فرادى نسبة أقصاها 0,5 % من رأس المال بالنسبة لغير المؤسّساتيين ونسبة أقصاها 5% بالنسبة للمستثمرين المؤسّساتيين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Bourse de Tunis, Op.cit.

المبحث الثاني: إختيار القطاعات والشركات لتشكيلة المحفظة.

المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة.

أولا: عينة وحدود الدراسة.

### 1- عينة الدراسة:

تتمثل عينه الدراسة في بعض الشركات المدرجة بسوقي عمان وتونس الماليين.

### 2- حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة الزمانية في الفترة الممتد بين 2010 و2014، وأختيرت هذه الفتر للدراسة وفقا للمعطيات المتاحة للباحث لأنها تتوفر على البيانات اللازمة المتمثلة في التقارير السنوية للإختيار أفضل القطاعات والشركات التي تدخل في تشكيلة محفظة الأوراق المالية والمقارنة بينها لإثبات فرضيات البحث، أما الحدود المكانية فتتمثل في كل من سوقي عمان وتونس الماليين.

ثانيا: هيكل الدراسة والتحليل الإحصائي.

### 1- هيكل الدراسة:

سنقوم من خلال هذه الدراسة إختبار الفرضيات التالية:

1 - يساهم عدد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة في زيادة العوائد وتخفيف المخاطرة.

لإختبار صحة هذه الفرضية نقوم بتشكيل ثلاث محافظ الأولى تتكون من سهم واحد والثانية تتكون من سهمين والثالثة تتكون من ثلاثة أسهم ثم نقوم بحساب العائد والمخاطرة لكل منها ونقارن بينها من حيث المخاطرة .

2 - تساهم استراتيجية التنويع الدولي بشراء أسهم أجنبية بتدنية مخاطر محفظة الأوراق المالية في ظل تغطية مخاطر سعر الصرف.

لإختبار هذه الفرضية نقوم بتشكيل محفظتين، الأولى مكونة من أسهم محلية بأوزان نسبية متساوية، والثانية مشكلة من نفس أصول المحفظة الأولى مع إضافة أسهم لشركات تونسية في ظل تغطية خطر الصرف، ثم نقوم بحساب العائد والتباين والمخاطرة النظامية لكل من المحفظتين والمقارنة بينهما من حيث المخاطرة .

3 - إن معامل الارتباط بين الأوراق المالية الدولية يساهم في تدنية المخاطرة النظامية.

لإختبار هذه الفرضية نقوم بإختيار ورقتين ماليتين من بورصتي عمان وتونس بمختلف حالات الارتباط، ثم نحسب العائد والمخاطرة النظامية في كل حالة ونقارن بينها وبين خصائص أفضل سهم محلي وأيضا بين المحافظ المحلية المشكلة سابقا.

4 - للوزن النسبي دور هام في تحقيق السياسة المتبناة لتسير المحفظة.

لإختبار هذه الفرضية نقوم بتشكيل محفظة تتكون من ورقتين ماليتين ونغير في كل مرة الوزن النسبي لهما ونحسب العائد والمخاطرة النظامية لكل تغير ثم نحلل النتائج.

## 2- التحليل الإحصائي:

1- تم حساب عوائد أسهم الشركات بالقانون التالي:

$$R_j = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots \text{المعادلة رقم (1-3)}$$

حيث:

$R_j$  : معدل العائد بين الفترتين  $t$  و  $t - 1$  ؛

$P_t$  : سعر إغلاق السهم في الزمن  $t$  ؛

$P_{t-1}$  : سعر إغلاق السهم في الزمن  $t - 1$  .

2 - تم حساب بيتا الورقة المالية كما يلي:

$$\beta_j = \text{Cov} (R_j R_m) / \sigma_{R_m}^2$$

حيث:

$\beta_j$ : تمثل بيتا الورقة المالية j ؛

$\text{Cov} (R_j R_m)$ : التباين المشترك بين عائد الورقة المالية j وعائد المحفظة؛

$\sigma_{R_m}^2$ : تمثل مربع الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق؛

3- تم استخراج كل من معاملات الارتباط ومصفوفات التباين والتباين المشترك للأوراق المالية بالإعتماد على برنامج SPSS 22.

المطلب الثاني: إختيار القطاعات والشركات لسوقي عمان وتونس

أولاً: إختيار القطاعات

1 - بالنسبة لسوق عمان المالي

تحتوي سوق عمان علي 3 قطاعات متمثلة في قطاع المالي، الخدمات، الصناعة، ومن أجل إتخاذ قرار الإستثمار يجب المفاضلة بين هذه القطاعات وإختيار أفضلها وذلك بإستخراج الرقم القياسي الخاص بكل قطاع بالإعتماد على التقارير السنوية للفترة الممتد بين 2010 و2014 كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول (3-1): الأرقام القياسية الخاصة بكل قطاع في سوق عمان المالي

الرقم القياسي						القطاع
المتوسط	2014	2013	2012	2011	2010	
2668.7	2,920,90	2,703,85	2,363,64	2,443,87	2,911,66	المالي
1738.3	1,794,74	1,664,77	1,651,12	1,693,73	1,887,16	الخدمات
2144	1,852,02	1,964,91	2,176,57	2,149,91	2,576,59	الصناعة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان المستخرجة من الموقع:

<http://www.ase.com.jo/ar/bulletins/yearly/new> , Consulté le : 09/05/2015.

من الجدول (3-1) نلاحظ أنه على طول الفتر الممتد من 2010 إلى 2014 القطاع المالي حقق أعلى متوسط قدره (2668.7) مقارنة مع القطاعات الأخرى، ثم يليه قطاع الصناعية بمتوسط قدره (2144)، ونجد أن قطاع الخدمات إحتل المرتبة الأخيرة بمتوسط قدره (1738)، ومنه نستنتج من خلال تحليل مؤشر الرقم القياسي الذي يعبر عن تحركات أسهم عينة القطاع في السوق أن قطاع المالي يعد أفضل قطاع يتم الإستثمار فيه لأن له أكبر حصة في السوق من حيث القيمة السوقية، ويليه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات. ومنه فإن المستثمر في بورصة عمان سيختار الإستثمار في القطاع المالي لأنه الأفضل، ومن أجل تخفيف المخاطر فإنه يلجأ إلى التنوع القطاعي بالإستثمار في القطاع الصناعي أيضا بإعتباره ثاني أفضل قطاع في سوق عمان المالي.

2 - بالنسبة لسوق تونس المالي :

يحتوي سوق تونس المالي علي 5 قطاعات متمثلة في قطاع الشركات المالية، خدمات للمستهلك، مواد إستهلاك، الصناعة، مواد أساسية، ومن أجل إتخاذ قرار الإستثمار

يجب المفاضلة بين هذه القطاعات وإختيار أفضلها وذلك بإستخراج الرقم القياسي الخاص بكل قطاع بالإعتماد على التقارير الشهرية للفترة الممتد بين 2010 و2014 كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول (2-3): الأرقام القياسية الخاصة بكل قطاع في سوق تونس المالي.

القطاعات	الرقم القياسي				
	2010	2011	2012	2013	2014
الشركات المالية	3,728,32	3,274,95	3,057,11	2,962,69	3,441,57
خدمات للمستهلك	3,604,36	3,309,21	3,874,16	3,402,37	3,572,70
مواد إستهلاك	2,374,84	2,523,49	2,634,37	2,617,44	4,016,12
الصناعة	1,693,58	1,993,86	1,812,46	1,726,41	1,557,31
مواد أساسية	2,049,21	2,649,78	2,540,06	2,333,25	2,275,29
المتوسط					

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقارير الشهرية لبورصة تونس المستخرجة من الموقع:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/lettres-mensuelles> , consulté le : 09/05/2015.

من الجدول (2-3) نلاحظ أنه على طول الفتر الممتد من 2010 إلى 2014 القطاع الخدمات للمستهلك حقق أعلى متوسط لرقم القياسي والمقرب (3604,36) مقارنة مع القطاعات الأخرى، ثم يليه قطاع الشركات المالية الذي إحتل المرتبة الثانية من حيث متوسط نقاط الرقم القياسي والمقرب (3274,95)، ثم يليه كل من قطاع مواد الإستهلاك، مواد أساسية، الصناعة بمتوسطات (2617,44)، (2333,25)، (1726,41)، على التوالي، ومنه فإن المستثمر في سوق تونس سيختار للإستثمار في القطاع خدمات للمستهلك لأنه الأفضل ومن أجل تخفيض المخاطر فإنه يلجأ إلى التنويع القطاعي بالإستثمار في القطاع الشركات المالية أيضا بإعتباره ثاني أفضل قطاع في سوق تونس المالي.

ثانياً: إختيار الشركات.

1 - بالنسبة لسوق عمان المالي:

سبق ووقع إختيار الإستثمار في كل من القطاع المالي وقطاع الصناعة، وبما أن القطاع المالي يشتمل على 93 شركة مدرجة في سوق عمان المالي، والقطاع الصناعي يضم 59 شركة مدرجة في السوق خلال الفترة الممتد بين 2010 و 2014. تم إختيار أكبر 5 شركات من حيث حجم التداول في كل قطاع خلال الفترة الممتد بين 2010 و 2014 من أجل الإستثمار فيها كما يوضحه الجدولين التاليين:

الجدول (3-3): ترتيب أفضل 5 شركات من حيث حجم التداول في القطاع المالي بسوق عمان (2010-2014).

الشركات	الرمز	2010	2011	2012	2013	2014	متوسط حجم التداول
البنك العربي	ARBK	269389,99	175895,6	149404,82	146676,64	232385,44	175895,595
التجمعات لخدمات التغذية والإسكان	JNTH	85444,81	150797,324	126654,374	206096,991	120043,536	126654,374
التجمعات الإستثمارية	SPIC	117619,55	90624,959	30843,131	183070,181	121482,326	117619,549
تطوير الأراضي	ULDC	118609,51	109034,733	91013,901	74328,765	19814,605	91013,901
الإتحاد للإستثمارات	UINV	89060,38	79799,37	88205,975	139628,91	61382,13	88205,975

المصدر: : من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان المستخرجة من الموقع:

<http://www.ase.com.jo/ar/bulletins/yearly/new>, consulté le : 09/05/2015.

الجدول (3-4): ترتيب أفضل 5 شركات من حيث حجم التداول في القطاع الصناعة بسوق عمان (2010-2014).

الشركات	الرمز	2010	2011	2012	2013	2014	متوسط حجم التداول
الفوسفات	JOPH	75787,86	99312,947	50439,024	47365,129	31545,26	50439,02
رم علاء الدين	IENG	12634,832	29507,58	65196,16	23320,05	4285,584	23320,05
حديد الأردن	JOST	76812,803	33456,241	18224,492	18607,493	23045,112	23045,11
الاتحاد للسجائر	UTOB	4640,211	18546,039	67756,084	21096,543	24325,093	21096,54
العصر للاستثمار	CEIG	3719,194	787,769	17920,129	13697,965	29929,048	13697,97

المصدر: : من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان المستخرجة من الموقع:

<http://www.ase.com.jo/ar/bulletins/yearly/new>, consulté le : 09/05/2015.

## 2 - بالنسبة لسوق تونس المالي:

لقد وقع إختيار الإستثمار بسوق تونس المالي في كل من شركات القطاع المالي وقطاع الخدمات للمستهلك، وبما أن القطاع المالي يشتمل على 24 شركة مدرجة في سوق تونس المالي، أما قطاع الخدمات للمستهلك فيضم 6 شركة مدرجة في السوق خلال الفترة الممتد بين 2010 و 2014. فتم إختيار أكبر 5 شركات من حيث حجم التداول في كل قطاع خلال الفترة الممتد بين 2010 و 2014 من أجل الإستثمار فيها كما يوضحه الجدولين التاليين:

الجدول (3-5): ترتيب أفضل 5 شركات من حيث حجم التداول في القطاع المالي بسوق تونس (2010-2014).

متوسط حجم التداول	2014	2013	2012	2011	2010	شركات القطاع المالي
64679734	68163937	29245107	37889444	64679734	235290946	BIAT
57816530	50191627	62345509	55451201	57816530	136184027	BT
52616008	73591424	11391175	73054214	31903509	52616008	AMENBANK
38667832	20831557	38667832	22407175	39730786	93385196	STAR
38389368	38389368	21788254	27050134	42037889	65376373	TUNIS RE

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على أصداء البورصة لسوق المال تونس المستخرجة من الموقع:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/lettres-mensuelles> , consulté le : 09/05/2015.

الجدول (3-6): ترتيب أفضل 5 شركات من حيث حجم التداول في قطاع خدمات للمستهلك بسوق تونس (2010-2014).

متوسط حجم التداول	2014	2013	2012	2011	2010	شركات قطاع خدمات للمستهلك
131248333.6	26288712	27741143	302341915	44184448	255685450	ENNAKL AUTOMOBIL
37687611	17617436	24019018	79891342	24967028	41943231	MONOPRIX
28298054.2	15052614	5924184	78405342	12898516	29209615	MAGASINE GENERAL
23155327.8	14823082	11660509	36647408	21868293	30777347	ARTES
18746696.6	11336788	14971302	18617444	26416402	22445547	TUNISAIR

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على أصداء البورصة لسوق المال تونس المستخرجة من الموقع:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/lettres-mensuelles> consulté le : 09/05/2015.

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

أولاً: تشكيل محافظ مالية مكونة من أسهم لنفس القطاع.

بالاعتماد على النشرة السنوية لبورصة عمان تم حساب كل من معدل عائد وتباين لمعدل عائد والمخاطرة النظامية للأسهم التي تصدرها شركات القطاع المالي لسوق عمان، كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول (3-7): معدل العائد والتباين والمخاطرة النظامية للأسهم المختارة من القطاع

المالي لسوق عمان

شركات القطاع المالي	$ER_j$	$\sigma^2$	$\beta_j$
ARBK	-0,96338	0,013	1
UINV	0,12264	0,384	3,375
ULDC	0,13216	0,048	-0,25
SPIC	-0,37660	1.026	7,25
JNTH	0,18508	0,345	1,75

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (1)، ص 120 .

من الجدول (3-7) نلاحظ أن البنك العربي له أدنى مخاطرة (0,013) وأدنى عائد (-0,96338)، كما نلاحظ أن التجمعات لخدمات التغذية والإسكان لها أعلى عائد (0,18508) ومخاطرة مرتفعة (0,345)، وهذا ما يؤكد العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة.

1- تشكيل محفظة مالية مكونة من سهم واحد:

نقوم بتشكيل محفظة مكونة من سهم واحد وهو لتجمعات الإستثمارية ثم نقوم بحساب كل من :

أ) عائد المحفظة:  $ER_p = -0,37660$

ب) مخاطرة المحفظة:  $\sigma_p^2 = 1,026$

ج) بيتا المحفظة:  $\beta_p = 7,25$

2- تشكيل محفظة مالية مكونة من أكثر من سهم:

نقوم بتشكيل محفظة مكونة من سهمين بنسب متساوية لشركتي التجمعات الإستثمارية والإتحاد للإستثمارات ونقوم بحساب كل من عائد ومخاطرة و بيتا المحفظة، ثم نقوم بإضافة سهم تطوير الأراضي للمحفظة بنسب متساوية ونقوم بحساب كل من عائد و مخاطرة و بيتا المحفظة، والنتائج كما يبينها الجدول التالي :

الجدول (3-8) :خصائص المحافظ المشكلة.

$\beta_p$	$\sigma_p^2$	$R_p$	مكونات محفظة الأوراق المالية
5,312	0,641	-0,126	UINV+SPIC
3,458	0,335	-0,04	+ ULDC+ SPIC UINV

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول (3-7).

عند إجراء المقارنة نلاحظ أن عائد المحفظة المكونة من سهمين أكبر من عائد المحفظة المكونة من سهم واحد وعائد المحفظة المكونة من ثلاثة أسهم أكبر من عائد المحفظة

المكونة من سهمين ومنه نستنتج أن عائد المحفظة يزداد كلما زاد عائد سهم المضاف إلى المحفظة.

كما نلاحظ أن مخاطرة المحفظة المكونة من سهم واحد أكبر من مخاطرة المحفظة المكونة من سهمين وهذه الأخيرة أكبر من مخاطرة المحفظة المكونة من ثلاثة أسهم مما يعني أنه عند إضافة ورقة مالية ذات مخاطرة منخفضة إلى المحفظة فإن مخاطرة المحفظة تتخفف.

نلاحظ أيضا أن معامل المخاطرة النظامية  $\beta$  ينخفض كلما زاد عدد الأوراق بالمحفظة.

ثانيا: تشكيل محافظ مالية مكونة من أسهم متنوعة قطاعيا.

بما أنه وقع إختيار الإستثمار على كل من القطاع المالي وقطاع الصناعة فإننا سنقوم بتشكيل محفظة متنوعة بين هذين القطاعين. وبالأعتماد على النشرة السنوية لبورصة عمان تم حساب كل من معدل عائد وتباين لمعدل عائد والمخاطرة النظامية للأسهم التي تصدرها شركات القطاع الصناعي لسوق عمان، كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول (3-9): العائد والتباين والمخاطرة النظامية للأسهم المختارة من القطاع الصناعي لسوق عمان المالي.

$\beta_j$	$\sigma^2$	$ER_j$	شركات القطاع الصناعي
2,875	1,411	0,4391	UTOB
-0,25	0,035	-0,1694	JOPH
0,059	0,059	-0,2029	JOST
-4,125	0,645	0,8506	IENG
3,375	0,293	0,2801	CEIG

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (1) ص 120.

نقوم بتشكيل محفظة متنوعة قطاعيا تتكون من سهم الإتحاد للإستثمارات للقطاع المالي وسهم العصر للإستثمار للقطاع الصناعي بنسب متساوية ثم نقوم بحساب كل من العائد والمخاطرة، ثم نقوم بمقارنتها مع المحفظة السابقة المكونة من القطاع المالي كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول (3-10): مقارنة بين محفظة القطاع المالي والمحفظة المتنوعة قطاعيا في سوق عمان المالي.

مكونات المحفظة	$R_p$	$\sigma_p^2$	$\beta_p$
UINV+SPIC	-0,126	0,641	5,312
CEIG+ UINV	0,201	0,3385	3,375

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق (1) ص 120.

بمقارنة المحفظة المشكلة من قطاع واحد مع المحفظة المتنوعة قطاعيا نلاحظ أن للمحفظة المتنوعة قطاعيا عائد أكبر وتباين ومخاطرة نظامية أقل ومنه نستنتج فاعلية التنوع القطاعي في تخفيض المخاطرة.

المبحث الثالث: تشكيل محفظة مالية متنوعة دوليا.

المطلب الأول: تشكيل محفظة دولية بشراء أسهم أجنبية.

أولا: نقوم بتشكيل المحفظة المحلية.

نختار أربعة الأوراق المالية مسعرة في سوق عمان ذات أقل معامل بيتا لتشكيل المحفظة المالية المحلية بنسب متساوية من أجل إستعمالها كمرجع للمقارنة مع المحفظة الدولية والأوراق المختارة هي:

1- تطوير الأراضي؛ 2- الفوسفات؛ 3- حديد الأردن؛ 4- رم علاء الدين.

وبحساب عائد وبيتا هذه المحفظة نحصل على النتائج التالية:

المحفظة المحلية	$R_p$	$\sigma_p^2$	$\beta_p$
ULDC+JOPH+JOST+IENG	0,152615	0,0544	-1,141

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الجدول (3-9).

### ثانياً: تشكيل المحفظة الدولية.

سنقوم بتشكيل محفظة دولية تتكون من أسهم أجنبية مسعرة في بورصة تونس وأسهم محلية ومقارنة خصائصها مع خصائص المحفظة المحلية.

نقوم بتحويل أسعار الأسهم التونسية من الدينار التونسي إلى الدينار الأردني وذلك في ظل تغطية أسعار الصرف على أساس أن 1 دينار تونسي = 0,462 دينار أردني، ومنه خصائص الشركات ممثلة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-11) خصائص الأوراق المالية المسعرة في بورصة تونس بالدينار التونسي والدينار الأردني خلال الفترة 2010-2014.

الأسهم	العائد بالدينار التونسي	العائد بالدينار الأردني	معامل بيتا
AMEN BANK	0,0636	0,0293	-4
BIAT	,08474	0,03914	2
BT	,10604	0,04899	-1
STAR	,02794	0,01290	-2
TUNISRE	,17824	0,08234	-4
ARTES	,08758	0,04046	1
ENNAKL AUTOMOBILES	,0230	0,01062	-1
MAGASINE GENERAL	,05278	0,02438	-1
MONOPRIX	-,00498	-0,0023	-1
TUNISAIR	-,13998	-0,0646	2

المصدر من إعداد الطالبة بالإعتماد الملاحق (2) و(3) ص 120-121.

نقوم بإختيار الأوراق المالية ذات أقل معامل بيتا لإدراجها في المحفظة الدولية والمتمثلة في:

.BT ، STAR ، TUNISRE ، AMEN BANK

نقوم بإضافة هذه الأوراق المالية الأجنبية إلى المحفظة المحلية لتصبح محفظة متنوعة دوليا تتصف بالخصائص التالية:

أنواع المحافظ	$R_p$	$\sigma_p^2$	$\beta_p$
المحفظة المحلية	0,152615	0,0544	-1,141
المحفظة الدولية	0,0063	0,0305	-1,945

المصدر من إعداد الطالبة بالإعتماد الملاحق (1) و(3) و(4) ص 120،121،122.

من الجدول أعلاه نلاحظ أن المخاطرة النظامية لمحفظة الأوراق المالية المحلية إنخفضت بعد إضافة الأسهم الأجنبية حيث قدرت بيتا المحفظة المحلية (-1,141) وبعد إضافة الأسهم الأجنبية إنخفضت لتصل إلى (-1,945)، كما نلاحظ أن المخاطرة الكلية للمحفظة المحلية قد إنخفضت بعد إضافة الأسهم الأجنبية من 0,0544 إلى 0,0305، وأن عائد المحفظة المحلية قد إنخفضت بعد إضافة الأسهم الأجنبية من 0,152615 إلى 0,0063 وذلك يعتبر كمقابل للأمان من المخاطرة. ومنه نستنتج أن المحفظة الدولية تتميز بمخاطرة أقل من المحفظة المحلية في ظل تغطية مخاطر سعر الصرف.

المطلب الثاني: أثر معامل الارتباط السالب على مخاطرة المحفظة الدولية.

أولا: تحديد معاملات الارتباط بين الأوراق المالية لسوقي عمان وتونس.

بإستخدام برنامج SPSS نقوم بتحديد معاملات الارتباط بين أسهم سوق عمان المالي وأسهم سوق تونس المالي، حيث تأخذ الشركات الرموز التالية:

### 1 - أسهم سوق عمان:

؛JOPH : A3	؛UTOB :A2	؛ARBK : A1
؛CEIG :A6	؛IENG : A5	؛JOST : A4
؛SPIC :A9	؛ULDC :A8	؛UINV :A7
		.JNTH :A10

### 2- أسهم سوق تونس:

؛BT :T3	؛BIAT :T2	؛AMEN BANK :T1
؛ ARTES :T6	؛TUNISRE :T5	؛ STAR :T4
؛MAGASINE GENERAL :T8	؛ ENNAKL AUTOMOBILES : T7	
. TUNISAIR: T10	؛ MONOPRIX : T9	

الجدول (3-12) معامل الارتباط بين الأوراق المالية لسوقي عمان وتونس.

A10	A9	A8	A7	A6	A5	A4	A3	A2	A1	
-0,138	-0,154	0,040	0,096	-0,566	-0,209	0,210	0,354	0,004	-0,187	T1
-0,760	-0,333	-0,768	-0,750	-0,527	-0,822	-0,305	0,118	-0,787	-0,280	T2
-0,394	-0,172	-0,495	0,150	-0,345	-0,423	-0,513	0,360	0,108	0,19	T3
-0,182	0,015	-0,124	0,089	-0,460	-0,533	0,013	0,279	-0,112	0,44	T4
-0,369	-0,156	-0,194	-0,271	-0,707	-0,645	0,196	0,184	-0,450	-0,208	T5
-0,349	-0,063	-0,662	0,223	0,092	-0,321	-0,905	0,571	0,251	0,239	T6
-0,246	-0,280	-0,412	0,438	-0,067	0,165	-0,702	0,844	-0,605	-0,021	T7
-0,425	-0,592	-0,522	0,255	-0,188	0,405	-0,709	0,960	0,564	-0,351	T8
-0,108	-0,451	-0,199	0,3888	0,099	0,769	-0,534	0,758	0,774	-0,262	T9
-0,734	-0,446	-0,912	-0,497	-0,177	-0,365	-0,762	0,401	-0,315	-0,247	T10

المصدر: برنامج SPSS 22 بالإعتماد على الملحقين (1) و(3)، ص-ص 120، 121.

من الجدول (3-12) نلاحظ أن معاملات الارتباط بين أسهم عمان وأسهم تونس تتراوح في مجملها بين (-0,912) والذي يعبر عن علاقة العكسية قوية بين السهمين، و(0,960) والذي يعبر عن علاقة طردية قوية بين السهمين، مما يدل على وجود علاقات متنوعة بين أسهم البورصتين.

ثانيا : تشكيل محافظ مالية بمختلف حالات الارتباط.

### 1 - تشكيل محفظة مالية بمعاملات ارتباط موجبة.

من الجدول (3-12) نلاحظ وجود ارتباط قوي وموجب بين كل من شركة MAGASINE GENERAL بسوق تونس و JOPH بسوق عمان ويقدر ب0,960 مما يدل على وجود علاقة طردية بين السهمين حيث كلما زادت عوائد سهم شركة MAGASINE GENERAL يزيد سهم JOPH في نفس الإتجاه والعكس صحيح، تتمثل خصائص هذه المحفظة فيما يلي:

الجدول (3- 13) عائد وبيتا محفظة الأوراق المالية بمعاملات موجبة

الأوراق المالية	$R_p$	$\sigma_p^2$	$\beta_p$
MAGASINE GENERAL	0,02438	0,005	-1
JOPH	-0,16492	0,035	-0,25
MAGASINE +JOPH GENERAL	-0,07027	0,0165	-0,625

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد الملحقين (1) و(3) و(4)، ص-ص 120،121،122.

## 2 - تشكيل محفظة مالية بمعاملات إرتباط سالبة.

من الجدول (3-12) نلاحظ وجود إرتباط قوي وسالب بين كل من TUNISAIR بسوق تونس و ULDC بسوق عمان ويقدر ب (-0,912) مما يدل على وجود علاقة عكسية بين السهمين حيث كلما زادت عوائد سهم TUNISAIR ينخفض سهم ULDC والعكس صحيح، وتتمثل خصائص هذه المحفظة فيما يلي:

الجدول (3- 14) عائد وبيتا محفظة الأوراق المالية بمعاملات سالبة.

الأوراق المالية	$R_p$	$\sigma_p^2$	$\beta_p$
TUNISAIR	0,08234	0,056	-4
ULDC	0,13216	0,048	-0,25
TUNISAIR+ULDC	0,10725	0,0205	-2,125

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد الملحقين (1) و(3) و(4)، ص-ص 120،121،122.

من مقارنة النتائج الجدولين (3- 13) و(3- 14) نلاحظ أن المحفظة المالية الدولية بمعاملات إرتباط سالبة تحقق خصائص أفضل من المحفظة المالية الدولية بمعاملات إرتباط موجبة، حيث أن المخاطرة النظامية للمحفظة ذات معامل إرتباط موجب تقدر ب -0,625،

أما المخاطرة النظامية للمحفظة ذات معامل إرتباط سالب فهي تقدر ب 2,125- وتدل على أنه كلما إزدادت المخاطرة النظامية لمحفظة السوق بوحدة واحدة تتخفض المخاطرة النظامية للمحفظة المشكلة ب 2,125 وحدة.

### المطلب الثالث: أثر الوزن النسبي على مخاطرة المحفظة الدولية.

لدراسة أثر الوزن النسبي على مخاطرة المحفظة الدولية نقوم بإختيار المحفظة الدولية السابقة في حالة معامل الإرتباط سالب مع إفتراض أوزان نسبية مختلفة للإستثمار في كل من السهمين بدلان من ترجيحها بأوزان متساوية، ونقوم بتغيير هذه الأوزان في كل مرة لدراسة تغيير أثر الأوزان النسبية، كما يوضحه الجدول التالي :

### الجدول (3-15): أثر الوزن النسبي على العائد المخاطرة النظامية للمحفظة الدولية

المحافظ	$R_p$	$\beta_p$
90% TUNISAIR + 10% ULDC	0,087	-3,62
80% TUNISAIR + 20% ULDC	0,092	-3,25
70% TUNISAIR + 30% ULDC	0,097	-2,875
60% TUNISAIR + 40% ULDC	0,102	-2,50
50% TUNISAIR + 50% ULDC	0,107	-2,12
40% TUNISAIR + 60% ULDC	0,112	-1,75
30% TUNISAIR + 70% ULDC	0,117	-1,375
20% TUNISAIR + 80% ULDC	0,122	-1
10% TUNISAIR + 90% ULDC	0,127	-0,625

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد الملحقين (1) و(3)، ص-ص 120،121.

نلاحظ من الجدول (3-15) أنه مع كل تغيير للأوزان النسبية يتغير كل من العائد والمخاطرة النظامية للمحفظة، فعند الإستثمار في شركة ULDC بنسبة 90% وفي

شركة TUNISAIR بنسبة 10% تحقق المحفظة معدل عائد قدره: 0,127 وبيتا تقدر ب ( -0,625 ) مما يعني أن هذه المحفظة حققة عائد ومخاطرة نظامية مرتفعين مقارنة مع المحافظ الأخرى وتسمى هذه السياسة بالسياسة الهجومية، ونلاحظ أنهما ينخفضان كلما خفضنا في الوزن النسبي لشركة ULDC وزدنا في الوزن النسبي لشركة TUNISAIR حتى يصلان إلى الحد الأدنى عندم تكون نسبة الإستثمار في شركة ULDC 10% ونسبة الإستثمار في شركة TUNISAIR 90% أين تحقق المحفظة أدنى معدل عائد قدره 0,087 تقابله مخاطرة نظامية منخفضة تقدر ب (-3,62) وتسمى هذه السياسة بالسياسة الدفاعية، أما المحفظة ذات الأوزان النسبية 40% في شركة TUNISAIR و60% شركة ULDC فتمثل السياسة المتوازنة.

## خلاصة الفصل الثالث:

من خلال هذا الفصل تم إختبار مدى تطابق الجانب النظري مع الواقع العملي وكذا إختبار مدى صحة الفرضيات الموضوعة.

ففي البدء تم تقديم كل من بورصتي عمان وتونس والإطر التنظيمي لهما وكذا شروط الإدراج بهما، ثم تم تحديد عينة وحدود الدراسة وإختيار القطاعات والشركات المناسبة لتشكيلة المحافظ المالية ومن ثم إختبار الفرضيات الموضوعة، ويمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

- يساهم عدد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة في زيادة العوائد وتخفيض المخاطرة؛
- تساهم إستراتيجية التنويع الدولي بشراء أسهم أجنبية في تدنية مخاطر محفظة الأوراق المالية في ظل تغطية سعر الصرف؛
- يساهم معامل الارتباط بين الأوراق المالية الدولية في تدنية المخاطرة النظامية؛
- يساهم الوزن النسبي في تحقيق السياسة المتبناة لتسيير المحفظة.

# الخاتمة العامة

نظرا لأهمية موضوع الإستثمار في الأوراق المالية وتعمده توجه العديد من العلماء للبحث فيه، مما أسفر على عدة نظريات ونماذج علمية وعلى رأسها نظرية ماركويتز 1952 والتي تعد المحاولة الأولى لتطوير المحفظة المالية حيث تهدف إلى تجسيد سلوك المستثمر إتجاه العائد والمخاطرة، ثم ظهر على إثرها كل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية التسعير بالمراجعة وغيرها من النماذج والنظريات الحديثة، إذ أن معظم هذه النظريات ركزت على العوامل المؤثرة على عائد ومخاطرة المحفظة والتي من أهمها الإرتباط والتنويع والتي من خلال دراستها والتحكم فيها يستطيع المستثمر الوصول إلى هدفه المتمثل في تحقيق أعلى العوائد في ظل أدنى مخاطرة ممكنة.

يعتبر التنويع الإستراتيجية الأمثل لتخفيض المخاطرة وفقا لنظرية ماركويتز حيث أن المخاطرة اللانظامية يتم تجنبها بالتنويع المحلي أما المخاطرة النظامية فلا يمكن تخفيضها إلا بالتنويع الدولي، الذي كان محل بحثنا بإعتباره من أحدث التقنيات المستخدمة في إدارة مخاطر المحفظة المالية، ومنه يمكن تلخيص نتائج البحث والتوصيات والأفاق كمايلي:

### أولا: النتائج :

1. تتمثل المحفظة المالية في مجموعة الأوراق المالية التي تم إختيارها بعناية وبدقة لتحقيق الأهداف المرجوة.
2. تتمثل المقومات التي تحكم تكوين المحفظة المالية في عائد ومخاطرة الأصول المكونة للمحفظة وكذا التنويع.
3. إن مخاطرة الكلية للمحفظة يعبر عنها بالإنحراف المعياري، وتنقسم إلى مخاطرة اللانظامية يمكن التغلب عليها بواسطة التنويع، مخاطرة نظامية لايمكن تخفيضها إلا بالتنويع الدولي ويعبر عنها بمعامل بيتا.

4. لا يمكن أن يكون القرار الإستثماري في البورصة صحيحا إلا إذا إتسمت هذه الأخيرة بمستوى مقبول من الكفاءة.
5. على مسير المحفظة دراسة مختلف الأوراق المالية ومشتقاتها الموجودة في السوق الدولي والوطني، ومراعاة درجة المخاطرة التي يستعد صاحب المحفظة تحملها وكذا العائد المتوقع منها.
6. إن التوزيع الأمثل لنسب الثروة على الأصول المكونة للمحفظة يؤدي إلى تشكيل محفظة مالية جيدة.
7. للتنوع الدولي أثر إيجابي على خصائص المحفظة.

### ثانيا: إختبار الفرضيات:

- لقد قامت دراستنا على أربعة فرضيات، سيتم إختبارها فيما يلي:
1. الفرضية الأولى: التي تنص على أن عدد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية بسوق عمان يساهم في زيادة العوائد وتخفيض المخاطرة توصلنا لإثباتها، حيث قمنا بتشكيل عدة محافظ منها محفظة مكونة من سهم واحد، ومحفظة مكونة من سهميين، وأخرى من ثلاثة أسهم، وبعد المقارنة بين عوائد ومخاطر هذه المحافظ تبين أن المحفظة المالية تتأثر بعائد ومخاطرة الورقة المالية المضافة إليها.
  2. الفرضية الثانية: التي تنص على أن إستراتيجية التنوع الدولي بشراء أسهم أجنبية تساهم في تدنية مخاطر محفظة الأوراق المالية في ظل تغطية سعر الصرف توصلنا لإثباتها، حيث قمنا بتشكيل محفظتين الأولى مكونة من أسهم محلية والثانية مزيج بين أسهم محلية (سوق عمان) وأسهم أجنبية (سوق تونس) مع تغطية سعر الصرف، وبعد قياس العائد والمخاطرة لهاتين المحفظتين تبين أن مخاطرة المحفظة الثانية أقل من مخاطرة المحفظة الأولى.

3. الفرضية الثالثة: التي تنص على أن معامل الارتباط سالب بين الأوراق المالية الدولية يساهم في تدنية المخاطرة النظامية تم إثباتها، حيث قمنا بتشكيل محفظتين الأولى مكونة من أسهم بمعاملات إرتباط موجبة والثانية مكونة من أسهم بمعاملات إرتباط سالبة وبعد قياس العائد والمخاطرة النظامية لهاتين المحافظتين الدوليتين تبين أن المخاطرة النظامية للمحفظة ذات معامل الإرتباط سالب أقل من مخاطرة المحفظة ذات معامل الإرتباط الموجب.

4. الفرضية الرابعة: التي تنص على أن للوزن النسبي دور هام في تحقيق السياسة المتبنى لتسيير المحفظة، كذلك توصلنا لإثباتها. حيث قيامنا بتشكيل محفظة دولية وإفترضنا أوزان نسبية لكل سهم من الأسهم المستثمر في هذه المحفظة وتم تغيير هذه الأوزان في كل مرة، فتبين لنا بأنه عند تغيير الأوزان النسبية تتغير خصائص المحفظة الدولية، بإتجاه خصائص السهم ذو الوزن النسبي الأكبر وهنا تظهر مهارة المستثمر في ضبط الأوزان حسب ما يتماش مع سياسته.

### ثالثاً: الإقتراحات:

#### 1- الإقتراحات المتعلقة بالسوق المالي:

1. تكوين مؤسسات ذات خدمات مالية تساعد المستثمرين والباحثين في الحصول على البيانات والمعلومات بسهولة وأقل تكلفة؛
2. إحداث تعديلات في الموقع الإلكتروني للبورصة لأن معظم الباحثين يجدونه معقد بسبب تداخل المعلومات في الصفحة الرئيسية؛
3. توفير جميع التقارير والإحصائيات في موقع البورصة كي لا يضطر الباحث للبحث عن المعلومات في مواقع أخرى؛

**2-الإقتراحات المتعلقة بالمستثمر أو مدير المحفظة:**

1. يجب أن يكون مدير المحفظة على دراية كاملة بالقوانين والأساليب التي تساعد على إتخاذ الإجراءات الوقائية للحد من إحتمال تحقق الخسارة؛
2. عند القيام بعملية التنويع الدولي يجب إختار الأسواق التي تكون قيمة عملتها أقوى من العملة المحلية، والي ترتبط إرتباط سالب مع السوق المحلية؛
3. القيام بمراجعة دورية لمكونات محفظته وتغييرها عند الضرورة؛
4. مراعاة جانب المخاطرة التي يكون المستثمر على إستعداد لتحملها؛
5. تنظيم مؤتمرات وندوات علمية تشجع الإستثمار في السوق المال وتبين مزاياه.

**رابعاً: أفاق الدراسة:**

القيام بدراسة نفس الموضوع وتطبيقه على مجموعة من الأسواق المالية؛  
دراسة محفظة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي من مكوناتها وطرق تسييرها؛

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

### 1/الكتب

1. آل شبيب دريد كامل ، ادارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.
2. الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
3. الهاشمي مختار و حمودة إبراهيم عبد النبي ، مبادئ الخطر والتأمين، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001 .
4. هندي منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، مصر 1999.
1. هندي منير ابراهيم ، الفكر الحديث في الإستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2010.
2. حماد طارق عبد العال، إدارة المخاطر :أفراد إدارات، شركات، بنوك، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2003 .
3. الحناوي محمد صالح ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة الناشر الجامعية، مصر، 2005.
4. الحناوي محمد صالح ، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
5. الحناوي محمد صالح وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية والمشتقات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2005.
6. حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية ، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 .
7. حسين عمر، الموسوعة الإقتصادية، الطبعة الرابعة، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 1992.

8. الحسيني فلاح حسن و الدوري مؤيد عبد الرحمن ، إدارة البنوك:مدخل كمي و إستراتيجي معاصر، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، رام الله، فلسطين، 2000.
9. المهيلمي عبد المجيد ، أداة النجاح في البورصة( التحليل الفني للأسواق المالية، دليل الشامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والإستثمار)، الطبعة الخامسة ، البلاغ للطباعة والنشر، مصر، 2006.
10. المومني غازي فلاح ، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، الطبعة الثانية ، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
11. مطر محمد ، ادارة الإستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن، 2006.
12. مطر محمد و تيم فايز ، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
13. مطر محمد، إدارة الإستثمار، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق، عمان، الاردن، 1999، ص 09.
14. معروف هوشيار ، الإستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2003 .
15. الناشف أنطوان و الهندي خليل ، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000 .
16. النجار فريد راغب ، إدارة شركات تداول الأوراق المالية،الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
17. سويلم محمد ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، بدون ناشر، المنصورة، 1995.
18. السعيد عاصم حسن ، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى ، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008 .

19. العالي أسعد حميد ، الإدارة المالية الأسس ( العلمية والتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
20. العامري محمد علي إبراهيم، إدارة محافظ الإستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
21. عبد الجواد محمد عوض و الشديفات علي ابراهيم ، الاستثمار في البورصة :أسهم - سندات -أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2006.
22. عطا الله ماجد أحمد ، ادارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع ، عمان، الأردن، 2011.
23. عطية محمد عبد الحميد محمد ،الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الاسكندرية، 2011 .
24. الخضري محسن أحمد ،كيف تتعلم البورصة في أربع وعشرين ساعة، الطبعة الثانية، اترك للنشر والتوزيع، القاهرة.
25. رمضان زياد ، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1992.
26. التميمي أرشيد فؤاد و سلام اسامة عزمي ، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.

## (2) المذكرات والرسائل الجامعية:

### أ /رسائل الدكتوراه

1. الطاوس حمداوي ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر، رسالة دكتوراه(غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عنابة، الجزائر، 2007/ 2008.
2. سويبي هواري ، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، غير منشورة، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2008.

## ب/رسائل الماجستير

1. دادن عبد الغفور ، محاولة حول بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت 2005، أطروحة لنيل شهادة ماجستير، غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
2. حمدي فيصل، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع الإشارة إلى حالة الجزائر والمغرب، أطروحة لنيل شهادة ماجستير، غير منشورة، قسم علوم الإقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006.
3. ميلانة الياس ، إدارة المحفظة الإستثمارية ( دراسة حالة الشركة السورية الليبية - للاستثمارات الصناعية و الزراعية )، أطروحة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، 2008/2007.
4. منصورى الحاج موسى ، أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية ( حالة سوق دبي المالي )، أطروحة لنيل شهادة ماجستير، غير منشورة، قسم علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، الجزائر ، 2008/ 2007.
5. تلي سعيدة ، التنبؤ بالمردودية لتسيير المحافظ المالية (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس)، أطروحة لنيل شهادة ماجستير (غير منشور)، علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009/2008.

## ج /رسائل الماستر

1. بخالد عائشة، التنوع كأداة لتدنية المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2008/2007 ، أطروحة لنيل شهادة ماستر، غير منشورة، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010/2009.
2. جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، أطروحة لنيل شهادة الماستر، غير منشورة، قسم علوم التسيير، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007.
3. عبدلي سارة ، أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011)، أطروحة لنيل شهادة الماستر، غير منشورة،

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة قاصدي مباح ،  
ورقلة، 2012/2011.

4. خرياش منية ، اثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية(دراسة  
حالة بورصتي عمان و السعودية لفترة 2010)، أطروحة لنيل شهادة ماستر (غير  
منشورة)، علوم المالية والمحاسبة، جامعة قاصدي مباح، ورقلة، 2012.

### 3 ( المجلات و الدوريات :

1. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها و مخاطرها، مجلة الباحث، العدد 03،  
جامعة الجزائر، 2004 .
2. سويبي هواري ، " أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة  
الباحث ، العدد الخامس، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007.
3. عبد الغني دادان، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة  
الباحث، جامعة ورقلة ، العدد السادس، 2008.
4. الفرجي حيدر نعمة ،"أثر التنويع الدولي على مردودية ومخاطرة المحفظة الدولية  
(دراسة تطبيقية)"،المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد السادس عشر ،العراق  
،2008.

### 4 ( المحاضرات :

1. بلعجوز حسين ، محاضرة بعنوان: المحفظة المالية ،مقياس تسيير مالي معمق، قسم  
العلوم الإقتصادية، تخصص مالية وإدارة المخاطر، جامعة محمد بوضياف، المسيلة،  
2014/2013.

**A /Les ouvrages :**

1. Aswath Damodaran, Finance D'Entreprise, 2<sup>ème</sup> édition revue et corrigée, de boeck, paris, 2008.
2. Gosette Peyrard , la Bourse, 6eme edition, libraire Vuibert, paris, 1998.
3. Jacquillat Bertrand et Bruno Solnik, Marchés Financiers : Gestion de portefeuille et des risques, 5<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 1998.
4. John Murphy, L'analyse technique des marchés financiers, Traduit de l'américain par : P. Stokowski et A. Dublanc, Valor Editions, Hendaye, 2003.
5. Larbi Dohni et Carol Hainaut, Les taux de change Déterminants, opportunités et risque, 1<sup>er</sup> édition, Decock, Bruxelles, Belgique, 2004.  
[http://books.google.dz/books?id=WrcA5wg3APMC&printsec=frontcover&hl=fr&source=gbs\\_atb#v=onepage&q&f=false](http://books.google.dz/books?id=WrcA5wg3APMC&printsec=frontcover&hl=fr&source=gbs_atb#v=onepage&q&f=false).  
Consultée le : 24/04/2015 à 22.00.
6. Pascal Grandin, Mesure de performance des fonds méthode et résultat, Economica, France, 1998.

## **B/ Les sites:**

1. Risque management and financial derivatives,  
[http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855\\_chap1.pdf](http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855_chap1.pdf)  
pdf consulté le 01/02/2015.à 10:31.
2. Banque centrale de Jordanie  
[http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu\\_id=14](http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=14)  
consulté le 10/05/2015.
3. Banque Centrale de Jordanie,  
[http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu\\_id=146](http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=146) .  
consulté le : 10/05/2015
4. Banque Centrale de Jordanie,  
[http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu\\_id=147](http://www.cbj.gov.jo/arabic/pages.php?menu_id=147)  
consulté le: 09/05/2015 a 19:50.
5. Banque Centrale de Tunisie,  
[http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod\\_o/arabe/politique/index.jsp](http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod_o/arabe/politique/index.jsp)  
consulté le : 10/05/2015 a18:42.
6. Banque Centrale de Tunisie,  
[http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod\\_o/arabe/politique/index.jsp](http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod_o/arabe/politique/index.jsp)  
, consulté le: 09/05/2015.
7. Banque Centrale de Tunisie,  
[http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod\\_o/arabe/politique/change.jsp#top](http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod_o/arabe/politique/change.jsp#top) ,consulté le: 09/05/2015.
8. Amman Stock Exchange,  
<http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86>, consulté  
le: 90/05/2015.

9. Amman Stock Exchange,

<http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%A4%D9%8A%D8%A9->

[%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%B3%D8%A7%D9%84%D8%A9-](http://www.ase.com.jo/ar/%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%B3%D8%A7%D9%84%D8%A9-)

[%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%87%D8%AF%D8%A7%D9%81](http://www.ase.com.jo/ar/%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%87%D8%AF%D8%A7%D9%81), consulté le: 10/05/2015.

10. Amman Stock Exchange,

<http://www.ase.com.jo/ar/%D9%86%D8%B8%D8%B1%D8%A9->

[%D9%85%D8%B3%D8%AA%D9%82%D8%A8%D9%84%D9%8A%D8%A9](http://www.ase.com.jo/ar/%D9%85%D8%B3%D8%AA%D9%82%D8%A8%D9%84%D9%8A%D8%A9), consulté le: 10/05/2015.

11. Amman Stock Exchange,

<http://www.ase.com.jo/ar/node/836>, consulté le :  
10/05/2015.

12. Bourse de Tunis

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85>, consulté le : 08/05/2015.

13. Amman Stock Exchange,

<http://www.exchange.jo/ar/node/%20%20810>, consulté le:  
11/05/2015.

14. Bourse de Tunis,

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B4%D8%B1%D9%88%D8%B7->

[%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%B1%D8%A7%D8%AC](http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%B1%D8%A7%D8%AC), consulté le: 09/05/2015.

# الملاحق

الملحق رقم (1): عائد وتباين وبيتا الأوراق المالية المسعرة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين (2010-2014)

الشركات	ARBK	UINV	ULDC	SPIC	JNTH	UTOB	JOPH	JOST	IENG	CEIG	Rm
2010	-0,1786	-0,17284	0,07692	-0,6368	-0,22826	-0,28102	-0,05944	-0,08787	-0,48529	-0,49315	-0,0631
2011	-0,21343	-0,48507	0,19048	-0,72	0,07042	-0,26904	-0,24749	0,00459	0,65714	0,08108	-0,1594
2012	-0,07643	0,91304	0,165	-0,19048	0,43421	2,47222	0,02041	-0,39726	1,18966	0,65	-0,0188
2013	0,08	0,65152	0,41631	1,73529	1,05505	0,53	-0,45	-0,00758	-0,25197	0,90909	0,0553
2014	-0,09323	-0,29358	-0,18788	-0,37634	-0,42857	-0,25621	-0,08811	-0,52672	-0,68421	0,25397	0,0482
معدل العائد	-0,096338	0,12264	0,13216	-0,03766	0,18058	0,439191	-0,164928	-0,202967	0,085065	0,280198	-0,02756
التباين	0,013	0,384	0,048	1,026	0,345	1,411	0,035	0,059	0,645	0,293	0,008
بيتا	1	3,375	-0,25	7,25	1,75	2,875	-0,25	0,059	-4,125	3,375	1

المصدر من إعداد الطالبة بإستخدام SPSS وبالاعتماد على الأسعار المستخرجة من الموقع <http://www.ase.com.jo/ar/bulletins/yearly/new>

الملحق رقم (2): عائد وتباين وبيتا الأوراق المالية المسعرة في بورصة تونس خلال الفترة الممتدة بين (2010-2014)

الشركات	AMENBA NK	BIAT	BT	STAR	TUNISRE	ARTES	ENNAKL AUTOMO BI	MAGASIN GENERAL	MONOPRI X	TUNISAIR	Rm
2010	0,4877	0,1701	0,2278	0,3225	1,0536	0,0876	0,0916	0,0905	-0,0483	-0,1888	-0,1
2011	-0,1375	0,0547	-0,0568	-0,2084	-0,1968	-0,1665	-0,1567	-0,0333	-0,0149	-0,1535	0,012
2012	0,0847	-0,1331	0,1418	-0,0095	-0,1973	0,1863	0,2135	0,2684	0,2147	-0,1754	-0,077
2013	0,006	-0,0041	0,055	0,0347	0,1048	0,0157	-0,0945	-0,1554	-0,1464	-0,2482	-0,019
2014	-0,1229	0,3361	0,1624	0,0004	0,1269	0,3148	0,0611	0,0937	-0,03	0,066	0,111
معدل العائد	0,0636	0,08474	0,10604	0,02794	0,17824	0,08758	0,023	0,05278	-0,00498	-0,13998	-0,0146
التباين	0,065	0,032	0,012	0,036	0,264	0,033	0,022	0,025	0,018	0,014	0,007
بيتا	-2,428	1,285	-0,285	-1,142	-2,428	0,5714	-0,5714	-0,428	-0,428	1,142	1

المصدر من إعداد الطالبة بإستخدام SPSS وبالاعتماد على الأسعار المستخرجة من الموقع <http://www.bvmt.com.tn/ar/lettres-mensuelles>

الملحق رقم (3) عائد وتباين وبيتا الأوراق المالية المسعرة في بورصة تونس بالدينار الأردني بإعتبار 1 دينار تونسي=0,462 دينار أردني

الشركات	AMENBA NK	BIAT	BT	STAR	TUNISRE	ARTES	ENNAKL AUTOMO BI	MAGASIN GENERAL	MONOPRI X	TUNISAIR	Rm
2010	0,225317	0,078586	0,105244	0,148995	0,486763	0,040471	0,042319	0,041811	-0,02231	-0,08723	-0,0462
2011	-0,06353	0,025271	-0,02624	-0,09628	-0,09092	-0,07692	-0,0724	-0,01538	-0,00688	-0,07092	0,005544
2012	0,039131	-0,06149	0,065512	-0,00439	-0,09115	0,086071	0,098637	0,124001	0,099191	-0,08103	-0,03557
2013	0,002772	-0,00189	0,02541	0,016031	0,048418	0,007253	-0,04366	-0,07179	-0,06764	-0,11467	-0,00878
2014	-0,05678	0,155278	0,075029	0,000185	0,058628	0,145438	0,028228	0,043289	-0,01386	0,030492	0,051282
معدل العائد	0,0293832	0,0391499	0,0489905	0,0129083	0,0823469	0,040462	0,010626	0,0243844	-0,0023008	-0,0646708	-0,0067452
التباين	0,014	0,007	0,003	0,008	0,056	0,007	0,005	0,005	0,004	0,003	0,001
بيتا	-4	2	-1	-2	-4	1	-1	-1	-1	2	1

المصدر من إعداد الطالبة بإستخدام SPSS وبالإعتماد على الأسعار المستخرجة من الموقع: <http://www.bvmt.com.tn/ar/lettres-mensuelles>





الملحق رقم (4): معاملات الارتباط ومعاملات التباين المشترك بين الأوراق المالية لبورصة عمان وبورصة تونس

		Corrélations																						
		AME				TUN		ENNAKLAUTOM	MAGASIN	MONOP	TUNIS											JNT		
		NBA			STAR	ISRE	ARTES	OBILES	GENERAL	RIX	AIR	Rm	ARBK	UTOB	JOPH	JOST	IENG	CEIG	UINV	ULDC	SPIC	H	Rm	
		NK	BIAT	BT																				
AMENBA NK	Corrélat	1	-,023	,693	,911*	,866	,081	,455	,262	,008	-,416	-,780	-,187	,004	,354	,210	-,209	-,566	,096	,040	-,154	-,138	-,081	
	Sig		,971	,195	,031	,058	,897	,441	,670	,990	,486	,120	,764	,995	,558	,734	,736	,320	,877	,949	,804	,824	,897	
	Somme	,055	-,001	,017	,038	,097	,003	,015	,009	,000	-,011	-,014	-,010	,002	,031	,024	-,079	-,144	,028	,004	-,073	-,038	-,003	
	Covarian	,014	,000	,004	,009	,024	,001	,004	,002	,000	-,003	-,004	-,003	,001	,008	,006	-,020	-,036	,007	,001	-,018	-,010	-,001	
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
BIAT	Corrélati	-,023	1	,334	,243	,441	,385	-,097	-,110	-,475	,762	,633	-,280	-,787	,118	-,305	-,822	-,527	-,750	-,768	-,333	-,760	,170	
	Sig.	,971		,582	,694	,457	,522	,877	,860	,419	,134	,252	,648	,114	,850	,618	,088	,361	,144	,130	,584	,136	,785	
	Somme	-,001	,027	,006	,007	,034	,011	-,002	-,003	-,010	,014	,008	-,010	-,308	,007	-,024	-,217	-,094	-,153	-,055	-,111	-,147	,005	
	Covarian	,000	,007	,001	,002	,009	,003	-,001	-,001	-,002	,003	,002	-,003	-,077	,002	-,006	-,054	-,023	-,038	-,014	-,028	-,037	,001	
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
BT	Corrélati	,693	,334	1	,849	,686	,771	,803	,563	,171	,229	-,264	,019	,108	,630	-,513	-,423	-,345	,150	-,495	-,172	-,394	,449	
	Sig.	,195	,582		,069	,201	,127	,102	,323	,784	,711	,668	,976	,863	,254	,377	,478	,570	,810	,396	,782	,512	,448	
	Somme	,017	,006	,010	,015	,033	,013	,011	,008	,002	,003	-,002	,000	,026	,024	-,025	-,069	-,038	,019	-,022	-,036	-,047	,008	
	Covarian	,004	,001	,003	,004	,008	,003	,003	,002	,001	,001	-,001	,000	,007	,006	-,006	-,017	-,009	,005	-,005	-,009	-,012	,002	
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
STAR	Corrélation de	,911*	,243	,849	1	,924*	,360	,474	,173	-,187	-,178	-,515	,044	-,112	,279	,013	-,533	-,460	,089	-,124	,015	-,182	,280	
	Pearson																							

	Sig.	,031	,694	,069		,025	,552	,420	,781	,764	,775	,375	,944	,858	,650	,984	,355	,435	,887	,843	,980	,770	,649
	(bilatérale)																						
	Somme des carrés et produits croisés	,038	,007	,015	,031	,077	,011	,011	,004	-0,004	-0,003	-0,007	,002	-0,047	,018	,001	-0,150	-0,088	,019	-0,009	,005	-0,038	,009
	Covariance :	,009	,002	,004	,008	,019	,003	,003	,001	-0,001	-0,001	-0,002	,000	-0,012	,005	,000	-0,038	-0,022	,005	-0,002	,001	-0,009	,002
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
TUNISRE	Corrélation de Pearson	,866	,441	,686	,924*	1	,139	,205	-0,008	-0,384	-0,109	-0,394	-0,208	-0,450	,184	,196	-0,645	-0,707	-0,271	-0,194	-0,156	-0,369	,028
	Sig.	,058	,457	,201	,025		,823	,741	,990	,523	,861	,511	,737	,447	,767	,752	,240	,182	,659	,755	,803	,542	,965
	(bilatérale)																						
	Somme des carrés et produits croisés	,097	,034	,033	,077	,225	,011	,013	-0,001	-0,022	-0,006	-0,014	-0,022	-0,508	,033	,045	-0,492	-0,363	-0,159	-0,040	-0,150	-0,205	,002
	Covariance :	,024	,009	,008	,019	,056	,003	,003	,000	-0,006	-0,001	-0,004	-0,006	-0,127	,008	,011	-0,123	-0,091	-0,040	-0,010	-0,037	-0,051	,001
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
ARTES	Corrélation de Pearson	,081	,385	,771	,360	,139	1	,757	,588	,298	,625	,264	,239	,251	,571	-0,905*	-0,321	,092	,223	-0,662	-0,063	-0,349	,712
	Sig.	,897	,522	,127	,552	,823		,138	,297	,627	,259	,667	,698	,684	,315	,035	,598	,883	,719	,223	,920	,565	,177
	(bilatérale)																						
	Somme des carrés et produits croisés	,003	,011	,013	,011	,011	,028	,017	,014	,006	,012	,003	,009	,100	,036	-0,074	-0,086	,017	,046	-0,048	-0,021	-0,068	,021
	Covariance :	,001	,003	,003	,003	,003	,007	,004	,004	,002	,003	,001	,002	,025	,009	-0,018	-0,022	,004	,012	-0,012	-0,005	-0,017	,005
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5

ENNAKL AUTOMO BILES	Corrélation de																							
	Pearson	,455	-,097	,803	,474	,205	,757	1	,903*	,711	,180	-,348	-,021	,605	,844	-,702	,165	-,067	,438	-,412	-,280	-,246	,305	
	Sig. (bilatérale)	,441	,877	,102	,420	,741	,138		,036	,178	,772	,566	,974	,279	,072	,186	,791	,914	,460	,490	,648	,690	,618	
	Somme des carrés et produits croisés	,015	-,002	,011	,011	,013	,017	,019	,018	,012	,003	-,004	-,001	,198	,043	-,047	,036	-,010	,075	-,025	-,078	-,040	,007	
	Covariance :	,004	-,001	,003	,003	,003	,004	,005	,005	,003	,001	-,001	,000	,049	,011	-,012	,009	-,003	,019	-,006	-,019	-,010	,002	
N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
MAGASIN GENERAL	Corrélation de																							
	Pearson	,262	-,110	,563	,173	-,008	,588	,903*	1	,890*	,297	-,245	-,351	,564	,960**	-,709	,405	-,188	,215	-,522	-,592	-,425	-,040	
	Sig. (bilatérale)	,670	,860	,323	,781	,990	,297	,036		,043	,628	,691	,563	,322	,010	,180	,499	,763	,728	,366	,293	,475	,949	
	Somme des carrés et produits croisés	,009	-,003	,008	,004	-,001	,014	,018	,021	,016	,005	-,003	-,012	,196	,052	-,051	,095	-,030	,039	-,033	-,175	-,073	-,001	
	Covariance :	,002	-,001	,002	,001	,000	,004	,005	,005	,004	,001	-,001	-,003	,049	,013	-,013	,024	-,007	,010	-,008	-,044	-,018	,000	
N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
MONOPRI X	Corrélation de																							
	Pearson	,008	-,475	,171	-,187	-,384	,298	,711	,890*	1	,072	-,289	-,262	,774	,758	-,534	,769	,099	,388	-,199	-,451	-,108	-,188	
	Sig. (bilatérale)	,990	,419	,784	,764	,523	,627	,178	,043		,908	,637	,670	,125	,138	,354	,129	,875	,518	,748	,446	,862	,762	
	Somme des carrés et produits croisés	,000	-,010	,002	-,004	-,022	,006	,012	,016	,015	,001	-,003	-,007	,226	,035	-,032	,152	,013	,059	-,011	-,112	-,016	-,004	
	Covariance :																							
N																								

	Covariance :	,000	-,002	,001	-,001	-,006	,002	,003	,004	,004	,000	-,001	-,002	,057	,009	-,008	,038	,003	,015	-,003	-,028	-,004	-,001
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
TUNISAIR	Corrélation de Pearson	-,416	,762	,229	-,178	-,109	,625	,180	,297	,072	1	,808	-,247	-,315	,401	-,762	-,365	-,177	-,497	-,912*	-,446	-,734	,231
	Sig. (bilatérale)	,486	,134	,711	,775	,861	,259	,772	,628	,908	,098	,689	,605	,503	,134	,546	,776	,394	,031	,451	,158	,708	
	Somme des carrés et produits croisés	-,011	,014	,003	-,003	-,006	,012	,003	,005	,001	,012	,007	-,006	-,083	,017	-,041	-,065	-,021	-,069	-,044	-,101	-,096	,005
	Covariance :	-,003	,003	,001	-,001	-,001	,003	,001	,001	,000	,003	,002	-,002	-,021	,004	-,010	-,016	-,005	-,017	-,011	-,025	-,024	,001
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Rm	Corrélation de Pearson	-,780	,633	-,264	-,515	-,394	,264	-,348	-,245	-,289	,808	1	,060	-,435	-,191	-,416	-,375	,176	-,460	-,512	-,023	-,328	,276
	Sig. (bilatérale)	,120	,252	,668	,375	,511	,667	,566	,691	,637	,098	,923	,464	,758	,486	,534	,778	,435	,377	,971	,589	,653	
	Somme des carrés et produits croisés	-,014	,008	-,002	-,007	-,014	,003	-,004	-,003	-,003	,007	,006	,001	-,079	-,005	-,016	-,046	,015	-,044	-,017	-,004	-,030	,004
	Covariance :	-,004	,002	-,001	-,002	-,004	,001	-,001	-,001	-,001	,002	,001	,000	-,020	-,001	-,004	-,012	,004	-,011	-,004	-,001	-,007	,001
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
ARBK	Corrélation de Pearson	-,187	-,280	,019	,044	-,208	,239	-,021	-,351	-,262	-,247	,060	1	,363	-,533	-,038	-,164	,831	,719	,477	,948*	,761	,827
	Sig. (bilatérale)	,764	,648	,976	,944	,737	,698	,974	,563	,670	,689	,923	,548	,355	,952	,793	,081	,171	,417	,014	,135	,084	

	Somme des carrés et produits croisés	-,010	-,010	,000	,002	-,022	,009	-,001	-,012	-,007	-,006	,001	,052	,196	-,045	-,004	-,060	,205	,203	,047	,438	,204	,033
	Covariance :	-,003	-,003	,000	,000	-,006	,002	,000	-,003	-,002	-,002	,000	,013	,049	-,011	-,001	-,015	,051	,051	,012	,109	,051	,008
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
UTOB	Corrélation de Pearson	,004	-,787	,108	-,112	-,450	,251	,605	,564	,774	-,315	-,435	,363	1	,316	-,330	,722	,593	,879*	,302	,208	,499	,218
	Sig. (bilatérale)	,995	,114	,863	,858	,447	,684	,279	,322	,125	,605	,464	,548		,605	,587	,168	,292	,049	,621	,737	,393	,725
	Somme des carrés et produits croisés	,002	-,308	,026	-,047	-,508	,100	,198	,196	,226	-,083	-,079	,196	5,645	,280	-,382	2,756	1,525	2,588	,314	1,001	1,391	,092
	Covariance :	,001	-,077	,007	-,012	-,127	,025	,049	,049	,057	-,021	-,020	,049	1,411	,070	-,096	,689	,381	,647	,078	,250	,348	,023
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
JOPH	Corrélation de Pearson	,354	,118	,630	,279	,184	,571	,844	,960**	,758	,401	-,191	-,533	,316	1	-,669	,224	-,440	-,037	-,675	-,749	-,645	-,137
	Sig. (bilatérale)	,558	,850	,254	,650	,767	,315	,072	,010	,138	,503	,758	,355	,605		,217	,717	,458	,953	,211	,145	,239	,826
	Somme des carrés et produits croisés	,031	,007	,024	,018	,033	,036	,043	,052	,035	,017	-,005	-,045	,280	,139	-,122	,134	-,178	-,017	-,110	-,567	-,283	-,009
	Covariance :	,008	,002	,006	,005	,008	,009	,011	,013	,009	,004	-,001	-,011	,070	,035	-,030	,034	-,044	-,004	-,028	-,142	-,071	-,002
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
JOST	Corrélation de Pearson	,210	-,305	-,513	,013	,196	-,905*	-,702	-,709	-,534	-,762	-,416	-,038	-,330	-,669	1	,028	-,134	-,125	,745	,279	,435	-,481

	Sig. (bilatérale)	,734	,618	,377	,984	,752	,035	,186	,180	,354	,134	,486	,952	,587	,217	,965	,829	,841	,148	,650	,464	,412	
	Somme des carrés et produits croisés	,024	-,024	-,025	,001	,045	-,074	-,047	-,051	-,032	-,041	-,016	-,004	-,382	-,122	,237	,022	-,071	-,076	,158	,275	,249	-,041
	Covariance :	,006	-,006	-,006	,000	,011	-,018	-,012	-,013	-,008	-,010	-,004	-,001	-,096	-,030	,059	,005	-,018	-,019	,040	,069	,062	-,010
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
IENG	Corrélation de Pearson	-,209	-,822	-,423	-,533	-,645	-,321	,165	,405	,769	-,365	-,375	-,164	,722	,224	,028	1	,313	,420	,359	-,170	,331	-,463
	Sig. (bilatérale)	,736	,088	,478	,355	,240	,598	,791	,499	,129	,546	,534	,793	,168	,717	,965	,608	,481	,553	,784	,586	,432	
	Somme des carrés et produits croisés	-,079	-,217	-,069	-,150	-,492	-,086	,036	,095	,152	-,065	-,046	-,060	2,756	,134	,022	2,578	,544	,836	,252	-,554	,624	-,132
	Covariance :	-,020	-,054	-,017	-,038	-,123	-,022	,009	,024	,038	-,016	-,012	-,015	,689	,034	,005	,645	,136	,209	,063	-,139	,156	-,033
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
CEIG	Corrélation de Pearson	-,566	-,527	-,345	-,460	-,707	,092	-,067	-,188	,099	-,177	,176	,831	,593	-,440	-,134	,313	1	,735	,488	,760	,785	,559
	Sig. (bilatérale)	,320	,361	,570	,435	,182	,883	,914	,763	,875	,776	,778	,081	,292	,458	,829	,608	,157	,405	,136	,116	,327	
	Somme des carrés et produits croisés	-,144	-,094	-,038	-,088	-,363	,017	-,010	-,030	,013	-,021	,015	,205	1,525	-,178	-,071	,544	1,171	,985	,230	1,667	,998	,107
	Covariance :	-,036	-,023	-,009	-,022	-,091	,004	-,003	-,007	,003	-,005	,004	,051	,381	-,044	-,018	,136	,293	,246	,058	,417	,249	,027
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5

UINV	Corrélation de Pearson	,096	-,750	,150	,089	-,271	,223	,438	,215	,388	-,497	-,460	,719	,879*	-,037	-,125	,420	,735	1	,537	,617	,759	,501
	Sig. (bilatérale)	,877	,144	,810	,887	,659	,719	,460	,728	,518	,394	,435	,171	,049	,953	,841	,481	,157		,351	,267	,137	,390
	Somme des carrés et produits croisés	,028	-,153	,019	,019	-,159	,046	,075	,039	,059	-,069	-,044	,203	2,588	-,017	-,076	,836	,985	1,534	,290	1,550	1,104	,110
	Covariance :	,007	-,038	,005	,005	-,040	,012	,019	,010	,015	-,017	-,011	,051	,647	-,004	-,019	,209	,246	,384	,073	,387	,276	,027
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
	ULDC	Corrélation de Pearson	,040	-,768	-,495	-,124	-,194	-,662	-,412	-,522	-,199	-,912*	-,512	,477	,302	-,675	,745	,359	,488	,537	1	,679	,912*
Sig. (bilatérale)		,949	,130	,396	,843	,755	,223	,490	,366	,748	,031	,377	,417	,621	,211	,148	,553	,405	,351		,208	,031	,899
Somme des carrés et produits croisés		,004	-,055	-,022	-,009	-,040	-,048	-,025	-,033	-,011	-,044	-,017	,047	,314	-,110	,158	,252	,230	,290	,191	,600	,468	-,006
Covariance :		,001	-,014	-,005	-,002	-,010	-,012	-,006	-,008	-,003	-,011	-,004	,012	,078	-,028	,040	,063	,058	,073	,048	,150	,117	-,002
N		5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
SPIC		Corrélation de Pearson	-,154	-,333	-,172	,015	-,156	-,063	-,280	-,592	-,451	-,446	-,023	,948*	,208	-,749	,279	-,170	,760	,617	,679	1	,856
	Sig. (bilatérale)	,804	,584	,782	,980	,803	,920	,648	,293	,446	,451	,971	,014	,737	,145	,650	,784	,136	,267	,208		,064	,240
	Somme des carrés et produits croisés	-,073	-,111	-,036	,005	-,150	-,021	-,078	-,175	-,112	-,101	-,004	,438	1,001	-,567	,275	-,554	1,667	1,550	,600	4,106	2,038	,231
	Covariance :																						
	N																						

	Covariance :	-,018	-,028	-,009	,001	-,037	-,005	-,019	-,044	-,028	-,025	-,001	,109	,250	-,142	,069	-,139	,417	,387	,150	1,026	,510	,058
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
JNTH	Corrélation de Pearson	-,138	-,760	-,394	-,182	-,369	-,349	-,246	-,425	-,108	-,734	-,328	,761	,499	-,645	,435	,331	,785	,759	,912*	,856	1	,277
	Sig. (bilatérale)	,824	,136	,512	,770	,542	,565	,690	,475	,862	,158	,589	,135	,393	,239	,464	,586	,116	,137	,031	,064		,652
	Somme des carrés et produits croisés	-,038	-,147	-,047	-,038	-,205	-,068	-,040	-,073	-,016	-,096	-,030	,204	1,391	-,283	,249	,624	,998	1,104	,468	2,038	1,379	,058
	Covariance :	-,010	-,037	-,012	-,009	-,051	-,017	-,010	-,018	-,004	-,024	-,007	,051	,348	-,071	,062	,156	,249	,276	,117	,510	,345	,014
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Rmamman	Corrélation de Pearson	-,081	,170	,449	,280	,028	,712	,305	-,040	-,188	,231	,276	,827	,218	-,137	-,481	-,463	,559	,501	-,079	,645	,277	1
	Sig. (bilatérale)	,897	,785	,448	,649	,965	,177	,618	,949	,762	,708	,653	,084	,725	,826	,412	,432	,327	,390	,899	,240	,652	
	Somme des carrés et produits croisés	-,003	,005	,008	,009	,002	,021	,007	-,001	-,004	,005	,004	,033	,092	-,009	-,041	-,132	,107	,110	-,006	,231	,058	,031
	Covariance :	-,001	,001	,002	,002	,001	,005	,002	,000	-,001	,001	,001	,008	,023	-,002	-,010	-,033	,027	,027	-,002	,058	,014	,008
	N	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5

المصدر: مستخرج من برنامج SPSS 22 بالإعتماد على الملحقين (1) و(3).

الملحق رقم (5): أسعار الصرف لدينار الأردن مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (2010-2014).

الدول	2010	2011	2012	2013	2014
الأردن	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71

المصدر: <http://data.albankaldawli.org/country/jordan>

الملحق رقم (6): أسعار الصرف لدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (2010-2014).

الدول	2010	2011	2012	2013	2014
تونس	1.43	1.41	1.56	1.62	1.70

المصدر: <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

## المخلص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر التنويع الدولي الإستثماري على مخاطر محفظة الأوراق المالية وإظهار أثر الوزن النسبي على فاعلية التنويع في محفظة الأوراق المالية المسعرة في بورصة عمان وبورصة تونس، تضم عينة الدراسة مجموعة من أسهم شركات متنوعة قطاعيا والمدرجة في كل من بورصة عمان وبورصة تونس خلال الفترة الممتدة بين (2010-2014).

وقد أوضحت الدراسة أن إستراتيجية التنويع الدولي تساهم في تحسين عائد محفظة الأوراق المالية وتدنئة مخاطرتها.

## الكلمات المفتاحية:

العائد، المخاطرة، المحفظة المالية، التنويع الدولي، بورصة عمان، بورصة تونس.

## Abstract:

This research aims to study the impact of the international diversification of investment on risk securities portfolio and show the impact of the relative weight of the effectiveness of diversification in securities denominated portfolio in the Amman Stock Exchange and Tunisia, the study sample includes a group of the shares of diversified companies by sector and included in each of the ASE and Tunisia through the period (2010-2014).

The study showed that the international diversification strategy contribute to improving the return on the securities portfolio and reducing the risks.

## Key words:

Yield, risk, securities portfolio, international diversification, Amman Stock Exchange, Tunis Stock Exchange.