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

جامعة المسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

Université M'SILA
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département Sciences Commerciales

العنـوان

أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية
دراسة حالة بورصة الدار البيضاء سنة 2011

مذكرة مقدمة لنيل شهادة ليسانس في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد نقدي ومالي

من إعداد الطالبتان:
- **بوراس سارة**
- **يوسفي أمينة**

تحت إشراف الأستاذة:
*** غادري حورية**

السنة الجامعية: **2014/2013**

شكر وعرفان

بعد الحمد و الشكر لله عز و جل الذي وفقنا في إتمام هذا العمل

نتقدم بجزيل الشكر و التقدير إلى الاستاذة المشرفة غادري حورية التي لم تبخل علينا بالتوجيهات و النصائح حول الموضوع ، و التي كانت عونا لنا في اتمام هذا العمل جزاها الله خيرا

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى كل الأساتذة الذين استفدنا من توجيهاتهم خاصة

الاستاذ : عيشاوي علي

إلى من علمونا و ساعدونا و كانوا معنا في طريق العلم و الدراسة وجاهدو في سبيل اصدار المعلومة بيسر وتفاني أساتذتي الكرام أخص بالذكر

الاستاذ : سعودي عبد الصمد

وشكر خاص إلى طاقم مكتبة باب الجامعة

سارة* أمينة

إهداء

بعد بسم الله الرحمن الرحيم

أهدي هذا العمل المتواضع ثمرة جهدي

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقها

إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصى فضائلها

إلى أمي الحبيبة و الغالية أطال الله في عمرها

إلى من كلله الله بالهيبة ..إلى من علمني العطاء بدون انتظار ..

إلى من أحمل اسمه بكل افتخار أرجو من الله أن يمد في عمرك لترك ثمارا قد حان قطافها بعد طول انتظار ستبقى كلماتك نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد و إلى الأبد أبي العزيز

إلى بلسم الروح و انشراح الصدر و ملجأ الفؤاد إلى الدرر التي تزين الحياة إخوتي:

خير الدين ، نبيلة ، سماح ، أسماء ، عبير ، خولة

إلى أخي العزيز الغالي على قلبي فاتح و زوجته

إلى كتاكيت العائلة : جهينة ، هديل ، بشرى ، هدى ، زكرياء

إلى كل الأهل و الأقارب خاصة جدي محمد و جدتي الزهراء و عمي عبد الرحمان

إلى أزواج أخواتي حفظهم الله

إلى من عرفت كيف أجدهم و علموني أن لا أضيعهم صديقاتي : سارة ، سهام ، ليلى

إلى كل طلبة قسم نقدي ومالي خاصة الفوج رقم01

و إلى كل من يعرف أمينة من قريب أو بعيد

أمينة

إهداء

بعد بسم الله الرحمن الرحيم

أهدي هذا العمل المتواضع ثمرة جهدي

إلى من احمل اسمه بكل فخر و اعتزاز إلى أبي رحمه الله

إلى أمي العزيزة والغالية على قلبي والتي جعلت الجنة تحت أقدامها حفظها الله لي و رعاها و رزقنا رضاها

إلى الذين تعلمت معهم كيف أعيش وتقاسمت معهم الحلوة والمرة إخوتي : برهان الدين ، ضياء الدين

إلى كل الأهل و الأقارب خاصة جدتي اليامنة و خالتي حبيبة

إلى عزة الخلة و وفاء الصداقة و استمرارية الود و اسطورة الترابط إلى صديقاتي:

أمينة ، سهام ، ليلى

إلى أعز صديق عرفته إلى يحي زكرياء حفظه الله

إلى كل طلبة قسم نقدي و مالي خاصة الفوج رقم 01

وإلى كل من ذكرهم قلبي و نسيهم قلمي

سارة

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى إبراز أهمية الاستثمار في الأوراق المالية ضمن الحوافظ المالية، وقياس أداءها واختيار أحسنها وفق أسس وأساليب علمية، ونجد من بين هذه المقاييس والمؤشرات مؤشر ترينور وجونسون، كما يهدف البحث أيضا إلى معرفة علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة .

وقد أوضحت الدراسة أن مؤشر ترينور وجونسون لهما دور هام في قياس أداء الحافظة، من خلال مساهمتهما في اختيار الحافظة ذات الأداء الأحسن، ولكن ليس بالضرورة أن تكون الحافظة المختارة للمؤشر الأول هي نفسها المختارة من قبل المؤشر الثاني، كما يمكن أن تكون الحافظة ذات الأداء الأحسن غير كافية لتغطية خطر المستثمر.

الكلمات المفتاحية: حافظة الأوراق المالية، الأسهم، الأصل بدون خطر، العائد، المخاطرة، مؤشر ترينور ومؤشر جونسون.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

المحتويات	الصفحة
شكر وعرفان	
الإهداء	
الملخص	
قائمة المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
المقدمة العامة	أ–د
الفصل الأول : مفاهيم أساسية حول محفظة الأوراق المالية	
تمهيد	06
المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية	07
المطلب الأول: تعريف محفظة الأوراق المالية والهدف من تشكيلها	07
المطلب الثاني: أصول محافظ الأوراق المالية	09
المطلب الثالث: وظائف محفظة الأوراق المالية وأنواعها	12
المبحث الثاني : تشكيل محفظة الأوراق المالية	15
المطلب الأول: خطوات وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية	15
المطلب الثاني: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية	17
المبحث الثالث: عائد و مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية	21
المطلب الأول: تعريف عائد المحفظة المالية وطريقة قياسه	21
المطلب الثاني: مخاطر حافظة الأوراق المالية	22
المطلب الثالث: محفظة الأوراق المالية المثلى	27
خلاصة الفصل	29
الفصل الثاني : نظريات تسيير محفظة الأوراق المالية ونماذج قياس أدائها	
تمهيد	31
المبحث الأول: نظريات تسيير محفظة الأوراق المالية	32
المطلب الأول: نظرية محفظة الأوراق المالية	32
المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول المالية	36
المطلب الثالث: نموذج تسعير المراجحة	39

المبحث الثاني: الطرق التقليدية لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية	42
المطلب الأول: نموذج شارب	42
المطلب الثاني: نموذج ترينور	44
المطلب الثالث : نموذج جنسن و فاما	45
المطلب الرابع : المقارنة بين نماذج قياس الأداء	49
المبحث الثالث : النماذج الحديثة لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية	52
المطلب الأول : طريقة كورنال وقياس قرينبلاط وتيتمان	52
المطلب الثاني : نموذج هنريكسن ومارتون و نموذج فاما و فرانش	53
المطلب الثالث : مقياس كونور وكوراجكزيك ونموذج مازوي و ترينور	55
المطلب الرابع : قياس بلوك وفرانش	56
خلاصة الفصل	58
الفصل الثالث : تكوين وقياس محفظة الأوراق المالية في بورصة دار البيضاء لسنة 2011	
تمهيد	60
المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة دار البيضاء	61
المطلب الأول: عموميات حول بورصة دار البيضاء	61
المطلب الثاني: أسواق التداول في بورصة دار البيضاء	62
المطلب الثالث: مؤشرات بورصة دار البيضاء	63
المبحث الثاني: تشكيل حافظة الأوراق المالية لبورصة الدار البيضاء	65
المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة	65
المطلب الثاني: تشكيل حافظة أوراق مالية مشكلة من أسهم فقط	66
المطلب الثالث: تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من أسهم الحافظة (p)و أصل بدون خطر	68
المبحث الثالث : قياس أداء حافظة الأوراق المالية	71
المطلب الأول : قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر ترينور	71
المطلب الثاني : قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر جنسن	72
المطلب الثالث : علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة	73
خلاصة الفصل	74
الخاتمة العامة	76
المصادر والمراجع	
الملاحق	

فهرس الجداول

فهرس الجداول

رقم الجداول	عنوان الجدول	الصفحة
(3-1)	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لأسهم حافظة الأوراق المالية.	67
(3-2)	عائد ومخاطر الحافظة (p) والأصل بدون خطر.	69
(3-3)	حساب معامل بيتا للحافظة (P)	71

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	التوزيع الاحتمالي للعائد	25
(2-1)	تحديد نقطة المحفظة المثلى	28
(1-2)	منحنى خط سوق الأوراق المالية	32
(2-2)	القياس البياني للأداء حسب Sharep	43
(3-2)	تقييم الانتقالية	49

المقدمة العامة

المقدمة العامة

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

إلا أن التغيرات الاقتصادية العشوائية الموجودة على مستوى البورصة أصبحت تحدث إختلالات علا مستوى القرارات الاستثمارية، فمثلا أزمة الرهن العقاري أبعدت المستثمرين عن البورصة نتيجة تدهور قيمة السوقية للاستثمارات وبالتالي عدم التفرقة بين الاستثمارات الجيدة والغير الجيدة ،فظهرت العديد من النظريات تتناول هذا الموضوع تهدف إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار في ظل مستوى مقبول من المخاطرة ،التي تبين للمستثمرين طرق اختيار استثماراتهم المثلى، وبالتالي تعتبر المحافظ المالية من أهم التطورات التي شهدها عالم الاستثمار في البورصة.

يعد موضوع المحافظ المالية من المواضيع الجديدة في عالم الاستثمار، إذ حضي بالاهتمام من قبل العديد من الكتاب والمعاصرين، ويعتبر من المواضيع التي ظهرت استجابة للاحتياجات المتزايدة من قبل المستثمرين الذين يبحثون عن سبل وأدوات تحقق لهم أقصى عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة، مما أدى بهم إلى توظيف أموالهم ضمن محافظ مالية وذلك لما توفره هذه الأخيرة من مزايا لصالح المستثمر. من أهم القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة هو تحديد الوزن النسبي لكل أصل من أصول الحافظة.

حيث يرجع الفضل في وضع أسس المحفظة للعالم الأمريكي هاري **ماركوفيتز** 1952، حيث اظهر ماركوفيتز العلاقة بين مردودية الأصل المالي ومستوى المخاطرة بطريقة إحصائية يعبر عنه بالانحراف المعياري وبمعدلات المردودية التاريخية بافتراض عدم وجود تكاليف المعاملات وعقلانية المستثمر ،ثم تطورت النظرية من قبل نفس الكاتب وكتاب آخرين أمثال وليام شارب ومرتون ميلر، اللذان تحصلا بفضل هذه الأعمال مع ماركوفيتز على جائزة نوبل للاقتصاد 1990.

وبما أن الهدف من تشكيل الحافظة هو تعظيم العائد وتقليل المخاطر فلا بد من إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية وكذلك الانجازات المحققة لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف مع مواطن القوة لتدعيمها وتشخيص مواطن الضعف لمعالجتها وتطويرها ،ويمكننا في هذا الإطار الاعتماد على أسلوب المزدوج الذي يقيس أداء الحافظة بالنظر إلى العائد والمخاطرة ومن بين الأساليب المزدوجة نذكر: مقياس شارب ،مقياس ترينور، مقياس جنسن.

أولا: الإشكالية

من خلال ما تقدم يمكننا طرح إشكالية البحث في السؤال التالي:

- **ما هي أهم المؤشرات المعتمد عليها في قياس أداء حافظة الأوراق المالية ؟ وما مدى مساهمة كل من مؤشر ترينور وجنسن في قياس أداء الحافظة ببورصة الدار البيضاء لسنة 2011؟**

من خلال الطرح العام للإشكالية نطرح التساؤلات الجزئية التالية:

- ماهي حافظة الأوراق المالية وفيما تتمثل أهميتها ؟
- ما هي أهم النظريات التي موضوع الاستثمار في الأوراق المالية ؟
- ما هي أهم المؤشرات المعتمد عليها في قياس أداء حافظة الأوراق المالية ببورصة دار البيضاء لسنة 2011؟

ثانيا: فرضيات البحث

إن الإجابة عن الأسئلة السابقة تقع في الفرضيات التالية :

- تشكيل حافظة الأوراق المالية يعتبر من الاستثمارات التي تقوم بتعظيم العائد وتدنئة المخاطر ؛
- تعتبر نظرية ماركوفيتز أهم نظرية باعتبارها نقطة الانطلاق للنظريات اللاحقة ؛
- يعتبر مؤشر ترينور وجونسون أهم مؤشران يمكن الاعتماد عليهما في قياس أداء حافظة الأوراق المالية

ثالثا: حدود الدراسة

اقتصار الدراسة في جانبها النظري على دراسة محفظة الأوراق المالية بكل جوانبها وكذا النظريات الحديثة لتسيير المحافظ المالية وأهم نماذج قياس أداءها.

أما الدراسة التطبيقية فتجري في بورصة دار البيضاء وبالتحديد حول خمسة شركات مدرجة فيها، حيث تم دراسة أسهمها لتشكيل حافظة مالية ليتم بعدها قياس أداءها، وفق معطيات سنة 2011.

رابعا: أسباب اختيار الموضوع

اختيار البحث له عدة دوافع أدت إلى معالجة هذا الموضوع والتي تتمثل في:

- الشعور بقيمة وأهمية الموضوع،
- السعي في التحكم في أكبر قدر ممكن من الطرق والتقنيات في مجال تسيير المحافظ المالية، والتحكم أكثر في مفاهيم الأسواق المالية،
- التعرف على كيفية تقييم أداء حافظة الأوراق المالية بهدف الوصول إلى قرار استثماري سليم،

خامسا: أهداف الدراسة

إذا كان من أسباب دراسة أي موضوع هو الوصول إلى أهداف معينة فإن هذه الدراسة تهدف إلى تحقيق الأهداف التالية:

- السعي من خلال الدراسة إلى بناء نموذج لمحفظة مالية في بيئتين مدروستين؛
- توضيح أهم المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية؛
- تحليل واقع محافظ الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية؛
- التعرف على أهمية استخدام المؤشرات في تقييم حافظة الأوراق المالية ؛
- دراسة الجوانب المرتبطة بعملية التنويع في الأصول لتشكيل حافظة الأوراق المالية.

سادسا: المنهج المستخدم والأدوات

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي في جانبه النظري الذي يمكن من توضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع المعلومات، وتنظيمها بشكل تسلسلي والتعريف بكافة المفاهيم المتعلقة بحافظة الأوراق المالية.

بالإضافة إلى منهج دراسة الحالة في جانبه التطبيقي، فاستعنا في ذلك على أدوات التحليل القياسي وعلى شبكة الانترنيت من أجل الحصول على معلومات حول بورصة دار البيضاء.

سابعا: هيكل البحث

تم تقسيم هذا الموضوع إلى ثلاثة فصول رئيسية، حيث يتطرق الفصل الأول إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول خصص لمفاهيم حول حافظة الأوراق المالية من خلال مفهومها، أنواعها، أهدافها، أما المبحث الثاني فتناول تشكيل حافظة الأوراق المالية من خلال خطوات وسياسات وآليات تكوينها، أما المبحث الثالث فتم التطرق فيه إلى عوائد ومخاطر حافظة الأوراق المالية من خلال تعريف عائد حافظة الأوراق المالية وكيفية قياسه، تعريف مخاطر حافظة الأوراق المالية، أنواعها، وقياس مخاطر حافظة الأوراق المالية.

الفصل الثاني: تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تناول نظريات تسيير حافظة الأوراق المالية، وذلك من خلال نظرية المحفظة ونموذج تسعير الأصول المالية ونظرية المراجحة، أما المبحث الثاني فتناول الطرق التقليدية لقياس أداء حافظة الأوراق المالية، أما بالنسبة للمبحث الثالث فتناول النماذج الحديثة لقياس أداء حافظة الأوراق المالية.

أما الفصل الثالث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول يعالج الإطار النظري لبورصة دار البيضاء من حيث تعريفها وأهدافها ومهامها، أسواق التداول فيها ومؤشراتها أما المبحث الثاني فتناول القطاعات والشركات لتشكيل الحافظة، أما المبحث الثالث فخصص لقياس أداء الحافظة من خلال مؤشر ترينور وجنسن.

الفصل الأول

مفاهيم أساسية حول محفظة الأوراق المالية

تمهيد:

تعد محفظة الأوراق المالية إحدى أهم أدوات الاستثمار التي حظيت باهتمام كل من الاقتصاديين والمستثمرين، وذلك لما تحققه من عوائد الإدارة الكفؤة لها وتلعب دورا فعالا في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر انطلاقا من نظرية التوزيع كمدخل لتخصيص الاستثمارات الذي تقوم على أساسه المحفظة، من أجل تخفيض درجة المخاطر غير المنتظمة، بما يحقق التخصيص الكفؤ للموارد المالية.

من أجل التعرف على أهم المفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية.

المبحث الثاني: تشكيل محفظة الأوراق المالية.

المبحث الثالث: عائد ومخاطر الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية

يعتبر موضوع الحوافظ المالية كتطوير لعلم الاستثمار، جاء ليلبي الحاجات الجديدة للمستثمرين الذين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية، بمثابة الدافع الأول للوقاية ضد المخاطر.

المطلب الأول: تعريف الأوراق المالية والهدف من تشكيلها

1. تعريف محفظة الأوراق المالية:

قبل التطرق لمفهوم محفظة الأوراق المالية وجب علينا الإشارة للمحفظة الاستثمارية كون أن مفهومها أشمل من مفهوم محفظة الأوراق المالية.

أولا: تعريف المحفظة الاستثمارية

هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين وأكثر تخضع لتسيير شخص مسؤول عنها يسمى مسير أو مدير المحفظة وقد يكون هذا المسير أو مدير المحفظة مالكا لها، كما قد يكون مؤجرا لها، وتختلف المحافظ من حيث تنوع أصولها، كما يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية كاحتوائها على المعادن الثمينة، العقارات، العمولات، وقد تكون جميع أصولها مالية كالأسهم والسندات، كما يمكن أن تكون مزيجا بينهما.[1]

ثانيا: تعريف محفظة الأوراق المالية: يمكن تعريفها كما يلي:

التعريف الأول: تعرف بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يملكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.[2]

التعريف الثاني: تعرف على أنها تشكيلة لأصلين أو أكثر، والتي تختلف بينهما من حيث النوع والجودة يشكل عام، أما بشكل خاص يشار على أنها تشكيلة من الأوراق كأسهم والسندات التي يمسكها المستثمر لتعظيم العائد وتقليل المخاطر. [3]

---

[1] محمد مطر، فايز تيم: إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2005 ، ص 81.

[2] محمد صالح الحناوي: تحليل وتقيم الأسهم والسندات ، مؤسسة النشر الجامعية ، مصر ، 2005 ، ص 267.

[3] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 190.

ثالثا: الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية:

الأهداف التي يطمح المستثمرون إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:[1]

1. تعظيم الربح

أي تعظيم المخاطرة، فإذا كان للربح الأولية في سلم أفضليات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.

2. تحقيق أمان مستقبلي

وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن.

3. تحقيق النمو

أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.

4. تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي

من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات ويتم تدويرها بشكل كفء وفعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.

5. التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين

لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي قدرته على التدخل في قرارات التغيير.

[1] محسن أحمد الخضري ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، ايتراك للنشر والتوزيع ، مصر الجديدة ، 1999 ، ص 138-135.

6. مواجهة الالتزامات المستقبلية

أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية.

وفي الواقع فإن الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتحدد درجة أولية كل منها وفقا لاحتياطات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة.

المطلب الثاني: أصول محافظ الأوراق المالية

تعتمد مكونات محفظة الأوراق المالية على الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق، والمتمثلة في الأصول المالية (أوراق مالية) التي تتكون منها وفيما يلي توضيح لطبيعة هذه الأصول.

أولا: تعريف الأوراق المالية

قبل التطرق لمعرفة أنواع هذه الأصول تقوم بتعريف الأوراق المالية.

تمثل الأوراق المالية السلعة (الأصل) الذي يجري بتداوله بيعا وشراء في السوق المالية، فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة.[1]

ثانيا: أنواع الأصول المالية

هناك عدة أنواع للأصل المالي وسنقتصر على تصنيفها حسب معيار الحق كما يلي:

1. الأسهم العادية:

تمثل وثيقة ملكية أو صك ملكية وتعد شركات الأموال مصدر تخلف الأسهم، والأصل أن تطرحها الشركة بقيمة اسمية ثابتة للاكتتاب العام في السوق الأولية وتداولها في السوق الثانوية ولها تاريخ استحقاق غير محدود طالما الشركة قائمة.[2]

[1] محمود محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات–اوراق–بورصات) ، ط 1 ، دار النشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، ص 85.

[2] عبد الرؤوف رباعة ، سامي حطاب: التحليل المالي وتقييم الأسهم (و دور الاقتصاد في تقرير كفاءة سوق الأوراق المالية) ، هيئة الأوراق المالية والسلع ، أبو ظبي ، "الإمارات العربية المتحدة" ، فبراير ، مارس ، 2006 ، ص 31.

ويتمتع حملة الأسهم العادية بمزايا نذكر منها: ويحصل حامل هذا النوع من الأسهم على عائد يعتمد على حجم الأرباح المحققة من المؤسسة التي أصدرته ويمنح لحامله الحق الاشتراك في الجمعية العامة وأولوية الاكتتاب بالسهم الجديد، والحق في النقل الملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريقة أخرى، وفي حالة إفلاس المؤسسة فإن حملة الأسهم العادية هم آخر ما يحصل على حقوقهم من أموال التصفية بعدة توزيعها على حملة السندات والمقترضين وحملة الأسهم الممتازة[1] وهناك أنواع للأسهم العادية نذكر منها:

أ. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم تصدرها بعض المؤسسات ويرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالمؤسسة.

ب. الأسهم العادية المضمونة: ظهرت أسهم تمنح لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة المصدرة بتعويض، إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين وخلال مدة محددة بعد الإصدار.

جـ. أسهم عادية بوفرات ضريبية: تلجأ بعض الحكومات لإصدار تشريع يمنح للشركات أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة للعاملين قبل حساب الضريبة، وذلك تعين مشاركتهم في ملكية المؤسسة.[2]

2. السندات:

وهي "تمثل أداة دين لمالكها، مقسم إلى أجزاء متساوية القيمة وفي ذمة المؤسسة المصدرة له، ولحامله الحق في الحصول على فوائد دورية بالإضافة إلى قيمة السند لمدة محددة وسعر فائدة معينة"، ويتمتع حامل السند بعدة مزايا نذكر منها: تمنح لحاملها الأولوية للحصول على كافة حقوقهم عند التصفية وهي ذات عائد ثابت، ويمكن تداوله بيعا وشراء بمعنى التنازل عليه ببيعه في السوق المالي.[3]

حيث هناك عدة أنواع للسندات وستقتصر ذكر أهمها فيما يلي:[4]

---

[1] أسعد حميدي العلي ، الإدارة المالية (الأسواق العلمية والتطبيقية) ، ط1 ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2010 ، ص 229-230.

[2] محمود محمد الداغر: مرجع سبق ذكره ، ص 99-100.

[3] أسعد حميدي العلي: مرجع سبق ذكره ، ص 230.

[4] بخالد عائشة: التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية ، دراسة حالة سوق دبي 2007 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر في علوم التسيير، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ،2009-2010 ، ص 26-27.

1.2. من حيث جهة الإصدار: تنقسم إلى:

أ. السندات العامة (حكومية): هي السندات التي تصدرها الدولة والمؤسسات التابعة لها بدافع تمويل العجز في الميزانية، أو في خزينة الدولة.

ب. سندات خاصة(غير حكومية): هي سندات التي تصدرها المؤسسات المساهمات، كسندات والأسهم العادية وذلك لتلبية احتياجات التمويلية المختلفة.

2.2. من حيث الضمان: تنقسم إلى:

أ. السندات المضمونة: وهو سند صادر بقيمة اسمية بفائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة ولحاملها حق التصرف في الأصول الضامنة لها، في حالة عدم قدرة الجهة المصدرة الوفاء بالتزامها.

ب. السندات غير المضمونة: وهي سندات تخلو من أي ضمان أو رهن، وضمانها هو صمعة المؤسسة المصدرة وثيقة المتعاملين بها، وعادة ما يكون عائدها أعلى من السندات المضمونة.

3. الأوراق المهجنة:[1]

هي أوراق مالية جديدة، تصدر فقط من طرف المؤسسات الاقتصادية، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية (السندات) وأدوات حقوق الملكية (الأسهم) بل مزجت بين خصائص وسمات كل منها، وجاءت لتوفير مزايا وبدائل عديدة للمستثمر أو إلى المؤسسة التي أصدرتها، ومن أنواعها: الأسهم الممتازة، شهادات الاستثمار، السندات القابلة للتحويل، الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي ويمكن ذكرها فيما يلي:

أ. الأسهم الممتازة: هي عبارة عن سند ملكية له قيمة إسمية، دفترية سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، حين تلجأ إليها الشركة عند الرغبة في زيادة رأس مالها حيث أن حامل السهم الممتاز يحصل على نوعين من العوائد، عوائد ثابتة يحصل عليها توزيع سواء حققت الجهة المصدرة لها ربحا أو لم تحققه وعائد

[1] منصوري الحاج موسى: أثر خطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي) ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2008 ، ص 7.

متغير مرتبط بسياسة توزيع الأرباح للجهة المصدرة له وهذه الأسهم ليس لها تاريخ إستحقاق محدد، وتتمتع هذه الأسهم بمزايا نذكر منها:

أ. لا يحق لحامليها بالاشتراك في إدارة الشركة، ولحاملها الأولوية في الحصول على توزيعات عند تصفية الشركة.

ب. شهادات الاستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة، تعطى لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية، وفي المقابل لا تعطى لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأس مالها الخاص.

جـ. الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي: تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير، والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.[1]

المطلب الثالث: وظائف محفظة الأوراق المالية وأنواعها

أولا: وظائف محفظة الأوراق المالية

تعمل محفظة الأوراق المالية على انجاز مهمات عديدة وأهمها:[2]

- تحديد أنواع الأصول المالية وبيان إسهاماتها النسبية في المحفظة، وذلك بناءا على مساحات أولية للأسواق المالية والفرص المتاحة.
- تعزيز قيم موجودات محفظة الأوراق المالية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر.
- توفير الأمان لمحفظة الأوراق المالية من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط والعقلانية، مع القبول بهامش ضروري للمخاطرة وذلك بالاستناد إلى تنويع الأصول المالية المتسمة بالكفاءة العالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية.
- توفر السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق، وانجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة والتداول الحر للأصل المالي.

[1] منصوري الحاج موسى: مرجع سبق ذكره، ص 8.

[2] هوشيار معروف: الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء للنشر ، عمان ، الأردن ، 2009 ، ص 222-224.

- بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي جري فيها مواجهة السوق.
- إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة.

ثانيا: أنواع محفظة الأوراق المالية

تختلف أنواع المحافظ المالية حسب معيار المصنفة ضمنه. فحسب معيار الأهداف الموجودة يمكن أن نميز الأنواع التالية:[1]

1. **محفظة الدخل (محفظة العائد):**

هي المحفظة التي يهدف المستثمر من خلالها إلى تحقيق دخل مرتفع مع مستوى مخاطر مقبول، والدخل المتدفق من الأصول المالية للمحفظة بدوره قد يكون ثابت أو متغير، وبالتالي يتم اختيار الأوراق المالية التي تولد دخلا مستقرا نسبيا.

2. **محفظة النمو (محفظة الربح):**

وهي المحفظة التي تهتم بالأوراق المالية للمؤسسات الأعمال النامية في نشاطها الاقتصادي، والذي يعكس في نمو توزيعات أوراقها، إذ يتطلب تحقيق النمو في العوائد تسيير المحفظة ترتكز على مدخل النمو في العائد الناجم عن نمو التوزيعات فضلا عن نمو القيمة السوقية، أو الرأسمالية للورقة المالية ذاتها.[2]

3. **المحفظة المختلطة:**

وهي المحفظة تجمع ما بين تحقيق تدفق للدخل مستقر نسبيا، والتي توفر مرونة للمستثمر، وما بين العائد المتولد من الاستثمار في المحفظة، لذلك يعمل مسيرو المحافظ أنفسهم في اختيار توليفات من أوراق مالية.[3]

---

[1] منية خرباش: أثر مخاطر سعر الصرف على أداة محفظة الأوراق المالية ، دراسة حالة بورصة عمان والسعودية ، 2010.

[2] دريد كامل آل شبيب ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، ط 1 ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، الأردن ، 2010 ، ص 21-22.

[3] محمود محمد الداغر: مرجع سبق ذكره ، ص 205.

4. المحافظ الدولية:

وهي المحافظ التي تضم أوراق مالية في بورصات عالمية،[1] وأهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ هي ميزة التنويع التي توفر للمحفظة سمة الأمان النسبي، وذلك لأن المحفظة الدولية تكون في العادة متنوعة تنويعا جيدا وذلك من ثلاث زوايا وهي:

- تنويع الأصول، وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية.
- التنويع الجغرافي، لأن رأسمال المحفظة يكون موزعا على أدوات استثمارية في عدة دول.
- تنويع العملات، إذ بسبب التنويع الجغرافي لأصول المحفظة، تنوع أيضا العملات التي تقيم بها هذه الأصول.[2]

[1] غالية مليك: أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية ، دراسة تطبيقية على مجموعة من الأسواق المالية خلال فترة (2010-2013)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، فترة 2012-2013 ، ص 5.

[2] محمد مطر: إدارة الاستثمارية الإطار النظري والتطبيقات العلمية ، ط 1 ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2006 ، ص 148.

المبحث الثاني: تشكيل محفظة الأوراق المالية

المطلب الأول: خطوات وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية

أولا: خطوات تشكيل حافظة الأوراق المالية:

من أجل تشكيل حافظة الأوراق المالية يجب إتباع عدة خطوات:

1. **دراسة خصائص الأوراق المالية:**

يقصد بدراسة خصائص الأوراق المالية دراسة عائد ومخاطر الأوراق المالية وذلك على مستوى السوق المحلي إذا كانت حافظة محلية، أو على مستوى عدة أسواق مالية عالمية إذا كانت الحافظة دولية.[1]

2. **اختيار الأوراق المالية:**

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

3. **تقييم حافظة الأوراق المالية:**

يتم تقييم الحافظة لمعرفة مدى صحة الاختيارات، ويتم من خلال خطوتين هما:[3]

- **قياس الأداء:** يتم من خلاله فحص القيمة السوقية للأصول المالية ومقارنتها لفترة زمنية سابقة، حيث يستطيع مدير الحافظة معرفة مدى التغيير في القيمة السوقية من فترة لأخرى.
- **مقارنة الأداء:** وهي مقارنة أداء الحافظة بأداء حافظة أخرى أو أحد مؤشرات السوق بمعايير عامة، تقدمها بعض شركات الخبرة، وذلك من أجل الحكم على قرارات المدير وتحديد الانحراف.

---

[1] محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد: الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2004-2005 ، ص 220.

[2] محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد: المرجع نفسه ، ص220.

[3] بخالد عائشة: مرجع سبق ذكره، ص 33.

4. مراجعة حافظة الأوراق المالية:

بما أن أوضاع البورصة والظروف المحيطة بها غير مستقرة، فيجب على مديرو الحافظة متابعة ومراجعة حافظة الأوراق المالية، والاستناد على نظام معلومات فعال يمكنه من معرفة كل التطورات التي تطرأ على الأوراق المالية وذلك لتحقيق الأهداف التالية:[1]

- انتهاز الفرص بشراء الأوراق المالية عند انخفاض سعرها لزيادة كفاءة الحافظة.
- دراسة مكونات الحافظة وإضافة الأوراق المالية التي أظهر التحليل تمييزها أو إحلالها بالأوراق المالية التي ظهرت عدم تمييزها.

ثانيا: سياسات تكوين حافظة الأوراق المالية

تتأثر سياسة تسيير المحفظة بتشكيل أصولها التي يتبناها مسير المحفظة أثناء عمله والتي تأخذ الأشكال التالية:

1. السياسة الهجومية (غير المتحفظة):

يتبناها مسيرو المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر المخاطر إذ أن هدفهم الرئيسي جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدك في أسعار الأدوات (أو الأصول) الاستثمارية، بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال عن طريق النمو في قيم أصولها، والنموذج الشائع للمحفظة الملائمة لهذه السياسة هي محفظة النمو (محافظ رأس المال).

ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80 % إلى 90% من قيمة المحفظة، ويلجأ مسيرو المحافظ إلى تبني هذه السياسة خلال الظروف التي تظهر فيما مؤشرات الازدهار الاقتصادي.

2. السياسة الدفاعية (المتحفظة):

يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى وهي السياسة التي يتبناها مسير المحفظة المتحفظ جدا إتجاه عنصر المخاطرة فهو يعطي أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب العائد فيركز اهتمامه على أدوات

[1] بخالد عائشة: مرجع سبق ذكره، ص 34.

مالية ذات دخل ثابت والمحفظة الملائمة لهذه السياسة هي محفظة الدخل، وتتكون قاعدتها الأساسية من أسهم ممتازة وأسهم الشركات الكبيرة، أذونات الخزانة، السندات الحكومية، بنسب تتراوح من 60% إلى 80% من رأس المال المحفظة الإجمالي، بشكل يوفر للمستثمر دخل ثابت ومستمر لمدة من الزمن كما توفر له هامشا مرتفعا على رأس المال المستثمر.[1]

3. السياسة المتوازنة (الدفاعية والهجومية):

يتبنى هذه السياسة أغلب مسيرو المحافظ الذين يراعون استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم عوائد مقبولة عند مستويات معقولة من المخاطرة، ويوزع رأس المال المحفظة على أصول مالية متنوعة بحيث تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة مع ترك الفرصة مفتوحة لتحقيق أرباح رأسمالية متى كان ذلك مناسبا، والمحفظة الملائمة هي المحفظة المتوازنة أو المختلطة حيث تتكون هذه المحفظة من تشكيلة متوازنة من الأصول المالية، أصول مالية قصيرة الأجل عالية السيولة مثل: أذونات الخزانة ومن أصول مالية طويلة الأجل مثل: الأسهم العادية والممتازة.[2]

المطلب الثاني: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماما لرغبة المستثمر واحتياجاته لابد من التحديد المسبق للقيود والضوابط المقروضة على تكوينها، بالإضافة إلى مبادئ.

أولا: قيود تكوين محفظة الأوراق المالية:

ويمكن التمييز بين القيود التالية:[3]

1. قيود زمنية:

وتعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له (قصير أم متوسط).

[1] كمال بن موسى: المحفظة الاستثمارية (تكوينها ومخاطرها) ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد الثالث ، 2005 ، ص 40.
[2] أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة: مرجع سبق ذكره ص 197.
[3] محسن أحمد الخضيري: مرجع سبق ذكره ، ص 65.

2. قيود مالية أو رأسمالية:

أي إمكانية المستثمر المالية وحجم ونوع الأموال التي تكون بحوزته والمخصصة لشراء وحيازة الأوراق المالية بالإضافة لمدى توفر الأموال للمستثمر حتى يتمكن من انتهاز الفرص الجيدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته.

3. القيود المتعلقة بمدى الحاجة لتسيير المحفظة:

وذلك بشكل مفاجئ أو في أجل قصير الأمر الذي يؤدي بالمستثمر للتخلص من بعض الأوراق المالية، وفي هذه الحالة لابد عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.

4. قيود ضريبية والتزاميه:

وهذا مرتبط بالقوانين والتشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو لنوع معين من الشركات أو لمناطق جغرافية معينة أو لأنشطة معينة، إذ لابد على المستثمر أن يكون على اطلاع بها حتى لا يتفاجئ بتغييرها.

5. قيود ومحددات المخاطر:

إن درجة تقلب المخاطر تتنوع وتختلف من استثمار لآخر، ومن ورقة مالية لأخرى، ومن درجة خطر معين لآخر، لذا لابد على المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد.

ثانيا: ضوابط تكوين حافظة الأوراق المالية:

وبجوار قيود ومحددات تكوين المحفظة يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية:[1]

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسمالها الخاص لتمويل محفظته المالية دون اللجوء إلى الاقتراض.
- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة، بحيث يحتوي على أسهم الشركات ذات درجة مخاطر منخفضة بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها، على أن تحتوي المحفظة أيضا على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفع وكل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر.

[1] حسام الدين: كيف تبني محفظتك الاستثمارية ، منتديات الخليج (ص 3) ، أنظر الموقع
http//www.the gulfbiz.com/show thread. php?T=111151 consulté le 02/04/2014 a 08 h

- يجب على المستثمر بين الفترة والأخرى أن يجري تغيرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر، أو بالعكس حسب ظروف السوق، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر، أو قد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلى زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخصص له، مما يجعل مسألة إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية مسألة لا مفر منها.
- تحقيق مستوى ملائم في التنويع بين قطاعات الصناعة، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى وإن كان رأس المال الخاص بالمستثمر صغير، فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة المالية انخفضت المخاطر.

ثالثا: مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة

هناك عدة مبادئ لابد للمستثمر صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليتحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة، سنذكر البعض منها:

1. **مبدأ القياس الكمي:**

ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، ولقياس العائد والخطر لابد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل، والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل.[1]

2. **مبدأ الشمول:**

ويقصد به اشتمال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات حكومية، أذونات الخزينة، .... الخ، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.

[1] محمد إسماعيل حميد: أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار العربية، القاهرة، ص 324.

3. **مبدأ الارتباط:**

ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة للاستثمار بالأوراق المالية لشركات مختلفة، فمعامل الارتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة المالية.

4. **مبدأ الجودة:**

وتقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شراءها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق، كما يمكن القول أن توافر جودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق، وتحسين فرص ترويجها.

5. **مبدأ التنويع:**

إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية أي ذات خصائص متنوعة ويمكن أن يأخذ التنويع عدة أشكال أهمها:

- تنويع قطاعي (تنويع قطاعات، النشاط الاقتصادي).
- تنويع سوقي (أسواق حاضرة، مستقبلية، أسواق محلية/أجنبية).
- التنويع في الأوراق المالية (أسهم/سندات/....).
- تنويع في نوعية الورق المالية:
  - أسهم ممتازة/أسهم عادية.[1]
  - سندات الشركات/سندات حكومية.
  - سندات متغيرة الفائدة/سندات ثابتة الفائدة.
  - سندات المساهمة/شهادات الاستثمار.

[1] سعيد سيف النصر: دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، ص 107.

المبحث الثالث: عائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

يتعرض الاستثمار في الأوراق المالية إلى أنواع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقا لنوع الاستثمار وزمنه، ونوع الأصل المالي وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر الناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية،

المطلب الأول: تعريف عائد الحافظة المالية وطريقة قياسه

أولا: تعريف العائد

يعرف العائد على أنه النسبة المئوية بما يذره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما، ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه السند في تشكيل فائدة، أما العائد الصافي فهو العائد الإجمالي البسيط مطروح منه ضريبة الدخل.[1]

أما تعريف عائد الحافظة المالية فيعرف كالتالي:

إن عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المالية المشكلة لها، هذه الأخيرة تنتج عندما يكون سعر هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى، وذلك عند الترقية الملائمة.[2]

ثانيا: قياس العائد

1. قياس عائد أصل مالي:

يتم قياس عائد أصل مالي خلال فترة زمنية من خلال الفرق بين التغير في السعر مضافا إلى ذلك التوزيعات الخاصة بتلك الفترة ثم يقسم على السعر في بداية الفترة، ويتم توضيح ذلك حسب المعادلة التالية:[3]

---

[1] حسن عمر: الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة الرابعة، القاهرة ، 1992 ، ص 236.

[2] محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد ، مرجع سبق ذكره ، ص 216.

[3] عبد الغفار حنفي: البورصات: أسهم ، سندات ، صناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 2004-2005 ، ص 108.

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

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

$$\mathrm{E(R_x)} = \sum_{\mathrm{i=1}}^{\mathrm{n}} R_x P(\mathrm{R_x})$$

أي: العائد المتوقع= مجموع العوائد المحققة x احتمال الحدوث للعوائد المحققة.

2-2-**قياس عائد الحافظة المالية:** عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالنسبة المئوية للأوراق المالية التي تتشكل منها الحافظة وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\mathrm{R_p} = \sum_{\mathrm{i=1}}^{n} R_x P(\mathrm{R_x})$$

أما العائد المتوقع للحافظة هو المتوسط المرجح بالنسبة المئوية في شكل الاستثمار للعوائد على الاستثمارات ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\mathrm{E(R_p)} = \sum_{\mathrm{i=1}}^{\mathrm{n}} X_i \,.\, E(R_i)$$

$E(R_i)$: العائد المتوقع للأصل؛

X_i: نسبة الأصل i في الحافظة.

المطلب الثاني: مخاطر حافظة الأوراق المالية

إن تحديد خطر المحفظة المالية وتحليل أسبابها هو العامل الثاني بعد العائد لتحديد القيمة السوقية للمحفظة المالية:

1. تعريف خطر المحفظة المالية:

لقد تم تعريف الخطر في قاموس ويبتر (webter) بأنه إمكانية التعرف للخسارة أو الضرر أو المجازفة[1]، وبالتالي فالمخاطر تتضمن احتمال حصول أحداث غير مرغوب فيها.

كما يعرف خطر الاستثمار في الأوراق المالية بأنه تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد، أو حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا.[2]

2. أنواع المخاطر:

يمكن لعائد المحفظة المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية، والمتمثلة في:

1.2. المخاطر غير النظامية: (غير المنتظمة)

هي تلك المخاطر التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، أو هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تنفرد بها شركة أو صناعة ما، وتسبب هذه المخاطر تباين في عوائد الشركة، ويكون مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات أو أسواق الأوراق المالية الأخرى[3]، ويمكن للمستثمر حماية نفسه من هذه المخاطر عن طريق التنويع وذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، والتي لا يمكن أن تتأثر بالمخاطر المتفرقة في نفس الوقت، وهو ما يعرف بتنويع المخاطر.[4]

2.2. المخاطر النظامية: (المنتظمة)

هي ذلك الجزء من القابلية الكلية لتباين العائد الذي تسببه عوامل تؤثر بشكل متزامن على كافة أسعار الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها في السوق، وتعتبر التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، وتؤثر على أسواق الأوراق المالية مصادر للمخاطرة المنظمة.[5]

---

[1] حماد طارق عبد العال: دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص 260.

[2] زياد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن ، 1992 ، ص 284.

[3] طارق عبد العال حماد: مرجع سبق ذكره ، ص 266.

[4] زياد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل للنشر ، الأردن ، الطبعة الثانية ، 2002 ، ص 333.

[5] طارق عبد العال حماد: إدارة المخاطر (أفراد-إدارات-شركات-بنوك) الدار الجامعية ، مصر ، 2003 ، ص 363-364.

3. قياس مخاطر حافظة الأوراق المالية:

توجد عدة طرق لقياس مخاطر حافظة الأوراق المالية نذكر منها:

1.3. تباين العوائد وانحرافها المعياري:

إن اتساع توزيع الاحتمالات لمعدلات العائد يعتبر مقياس للمخاطر ويعني ذلك بعبارة أخرى أنه كلما تباين عائد الاستثمار حول العائد المتوقع كلما زاد عدم تأكد المستثمر.[1]

ويتم حساب الانحراف المعياري كالتالي:[2]

$$\text{الانحراف=}\sqrt{\text{التباين}} \quad \sigma = \sum_{i=1}^{n} P \ \left(xi \ - E(x)\right)^2$$

حيث:

σ: الانحراف المعياري.

Pi: العوائد المحتملة الحدوث.

xi:العوائد المحتملة السهم.

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

n: عدد العوائد المحتملة.

أما القيمة المتوقعة فتحسب كالتالي:

$$E(x) = \sum_{i=1}^{n} P_i . X_i$$

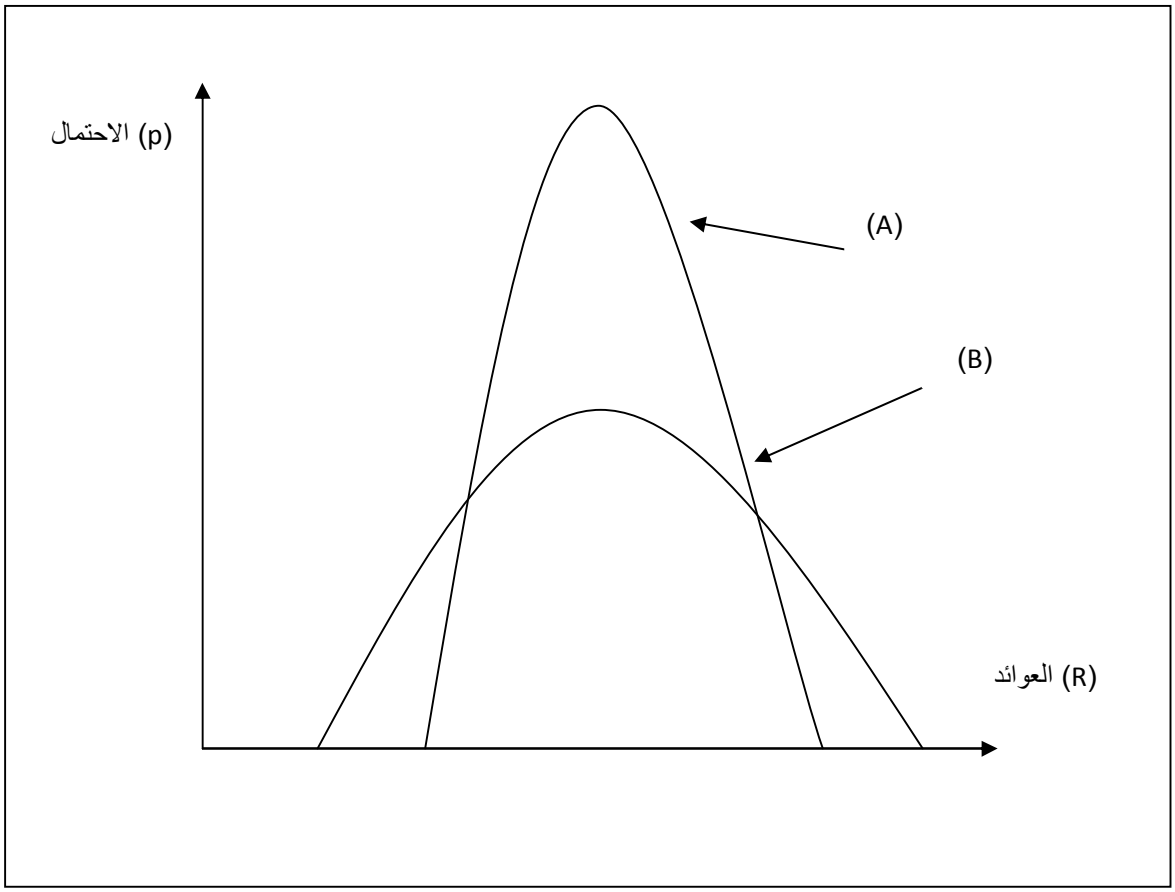
والسهم ذو الانحراف المعياري الأعلى يكون أكثر مخاطرة وأقل جاذبية من غيره.

---

[1] نور الدين بهلول: الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، غير منشورة ، جامعة عنابة ، الجزائر ، 2006/2005 ، ص 51-52.

[2] جابر نذير: تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، غير منشورة ، جامعة عنابة ، الجزائر ،2008/2007 ، ص 58.

شكل رقم (1-1): التوزيع الاحتمالي للعائد



المصدر: محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص 286

2.3. معامل الاختلاف:

إن الانحراف المعياري مقياس مناسب عند المقارنة بين ورقتين تكون لهما نفس القيمة المتوقعة يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب لأنه يبين مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد.[1]

ويحسب بالطريقة التالية:[2]

$$CV = \frac{\delta R_x}{E(R_x)}$$

[1] خديجة شعب: قياس مخاطر استثمارات الأسهم العادية في الأسواق المالية ، دراسة حالة قطاعات الفرعية بسوق عمان للأوراق المالية 2008-2009 ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماستر، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2012 ، ص 49-53.

[2] سيد سالم عرفة: إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، ط 1، عمان، الأردن، 2009، ص 254.

حيث:

CV: معمل اختلاف المحفظة

δR_x: الانحراف المعياري للمحفظة.

$E(R_x)$: المردودية المتوقعة للمحفظة.

يستخدم معامل الاختلاف للدلالة على مخاطرة الوحدة من العائد، على أساس هذا العامل يتم اختيار البديل الذي يحقق أقل معامل اختلاف، لأنه كلما كان معامل الاختلاف أكبر كانت مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد أكبر، والعكس الصحيح.

3.3. معامل بيتا:[1]

يعبر معامل بيتا عن مقدار تذبذب سهم معين في علاقته بمتوسط مردود عينة الأسهم الممثلة في السوق ككل، لذلك فهو يعبر عن العلاقة ما بين التغيرات التي تطرأ على القيمة الورقية المالية والتغيرات التي تطرأ على السوق، ولهذا يعد وحدة قياس المخاطر النظامية، ويتم قياس خطر المحفظة المكونة من h أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا الأصول المشكلة لها، ويعطى بالعلاقة:

$$B_i = \frac{\text{covanance}}{\text{vanance}}$$

حيث أن:

$$B_p = \sum_{i=1}^{n} a_i . B_i$$

حيث:

B_p:معامل بيتا للمحفظة،

B_i: معاملات بيتا الأوراق المحفظة.

[1] منية خرباش: مرجع سبق ذكره.

a_i: الوزن الاستثماري في الاستثمار الإجمالي للمحفظة.

علما أن: بيتا السوق تساوي الواحد الصحيح، حيث إذا كانت بيتا المحفظة تساوي الواحد تكون مخاطرتها مساوية لمخاطر السوق، وإذا كانت بيتا المحفظة أقل من الواحد تكون مخاطرتها أقل من مخاطر السوق، أما إذا كانت بيتا أكبر من الواحد فيكون مخاطرتها أكبر من مخاطر السوق.

المطلب الثالث: تعريف محفظة الأوراق المالية المثلى وكيفية بنائها

أولا: تعريف محفظة الأوراق المالية المثلى

ليس للمحفظة المثلى مفهوما مطلقا، وإنما هو نسبي، وذلك لاختلاف وجهات نظر المستثمرين إذ يمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد على أنها:

تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها.[1]

كما يمكن تعريفها على أنها تلك الحافظة التي تستطيع إدارتها اختيار الأوراق المالية التي تحقق أكبر عائد بأقل مخاطر.[2]

ثانيا: كيفية بناء حافظة أوراق مالية مثلى

لبناء حافظة أوراق مالية مثلى ينبغي تحديد ما يلي:[3]

- تحديد مجموعة المحافظ الكفء.
- تحديد الحافظة المثالية التي تحقق أقصى منفعة للمستثمر.

كما يجب الأخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية:

- نختار الورقة المالية الأقل مخاطرة عند تساوي العوائد.

[1] السيد متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط 1، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ص 218.

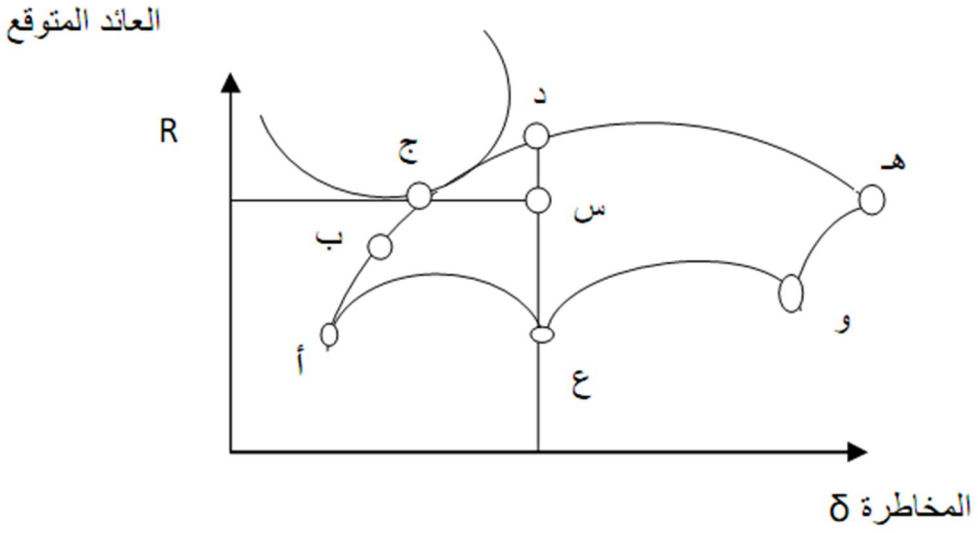
[2] دريد كامل آل شبيب: مرجع سبق ذكره ، ص 162.

[3] بخالد عائشة: مرجع سبق ذكره، ص 98.

- نختار الورقة المالية الأكبر عائد في حالة تساوي المخاطر.

كما هو موضح في الشكل (1-2) التالي:

الشكل رقم (1-2): تحديد نقطة المحفظة المثلى



المصدر: محمد مطر، فايز تميم، مرجع سابق، ص 212.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل تعرفنا على أهم المفاهيم المتعلقة بالمحفظة المالية التي هي أداة استثمار مركبة، بحيث تطرقنا إلى أنواعها والهدف من تشكيلها، وكيفية تشكيلها التي تكمن أهميتها أساسا في الاختيار الأمثل لمكونات حافظة الأوراق المالية مما يساعد على تدنئة حجم المخاطرة دون التضحية بالعائد المتوقع.

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

الفصل الثاني

نظريات تسيير محفظة الأوراق المالية ونماذج تقييم أدائها

تمهيد:

بعد التطرق إلى المفاهيم الأولية الخاصة بالمحفظة المالية، لا بد أن نتطرق في هذا الفصل إلى بعض النظريات والنماذج التي تعرض إلى هذا الموضوع هناك العديد من الباحثين الذين وجهوا اهتمام إلى موضوع المحافظ المالية وعلى رأسهم Markwitz ، وهذا الأخير الذي يعتبر أول من تعرض إلى ذلك في محاولة هذه للوصول إلى طريقة للتخفيض من المخاطر التي تتعرض لها المحافظ المالية، إذ توصل إلى نموذج (معدل نياين) وعلى أثره ظهرت نماذج ونظريات أخرى من أهمها نموذج تسعير الأصول المالية ويعتبر ثاني نموذج توصل له الباحثون.

وفي هذا الفصل سيتم التطرق إلى أهم هذه النماذج والنظريات وذلك من خلال ثلاث مباحث:

المبحث الأول: نظريات تسيير محافظ الأوراق المالية

المبحث الثاني: الطرق التقليدية لتقييم أداء الحافظة الأوراق المالية

المبحث الثالث: أهم النماذج الحديثة لتقييم أداء الحافظة منها طريقة.

المبحث الأول: نظريات تسيير محافظ الأوراق المالية

تلعب محفظة الأوراق المالية دورا مهما في عالم الاستثمار فهي تشكل حيزا كبيرا في حقل المعرفة المالية، حيث تعددت الوسائل والنظريات في بناء هذه المحافظ بهدف إيجاد نموذج يمكن مدير المحفظة المالية من توقع عوائد ومخاطر محتملة تلبي رغباته وميوله، إذ ظهرت العديد من النماذج والنظريات.

المطلب الأول: نظرية محفظة الأوراق المالية

في هذا المطلب سنتطرق إلى ذكر نظرية المحفظة من خلال ما يلي:

أولا: مفهوم نظرية محفظة الأوراق المالية

تعرف نظرية المحفظة بأنها نظرية معيارية تعني بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين عائد وخطر الاستثمار في موجودات معينة (مادية أو مالية)[1] وتصنف هذه النظرية المستثمر بالرشد ، إذ يسعى لاختيار الاستثمار الكفء من بين البدائل المتاحة له كما تستند على أسس النظرية الاقتصادية في تفسير سلوك المستهلك لتفسير سلوك المستثمر، وبالتالي فطبقا للنظرية الاقتصادية نجد أن المستهلك يهدف إلى الموازنة بين منفعته وسعر شرائه لسلعة معينة بهدف الحصول على أكبر قدر ممكن من المنفعة في حدود دخل محدود علما أن المستهلك يتبع مبدأ الرشد الاقتصادي لبناء محفظته المالية، وبهذا يصبح المستثمر الرشيد هو المستثمر الذي يوازن بين العائد والخطر للاستثمارات البديلة ليحصل على أكبر عائد في حدود وموارد المتاحة. [2]

ثانيا: فرضيات نظرية ماركوفيتز

لقد اعتمد مارك وتيز في بناء نموذجه على مجموعة من الفرضيات الأساسية الآتية:[3]

1- على المستثمرين لهم نفس فترة القياس (نفس الأفق الاقتصادي)؛

2- كل الاستثمارات قابلة للتقسيم بشكل تام؛

---

[1] فلاح حسين الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، ادارة البنوك، مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر والتوزيع ، رام الله، 2000 ، ص 104.

[2] فلاح حسين الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع نفسه، ص 155

[3] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص240 .

3- المتعاملون لهم توقعات متجانسة، كما يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني من المخاطر، أو أنهم يفضلون العوائد الأعلى على العائد الأدنى عند نفس المستوى من العوائد؛

4- يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية؛

5- يقدر المستثمرون الخطر التي تواجهه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة؛

6- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة علما بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة العدية المتناقصة للثروة؛

7- العمليات في البورصة وتكاليف المعاملات والضرائب والرسوم معدومة، بالإضافة إلى مجانية المعلومة.

إن من أهم المبادئ التي وضعها ماركوفيتز في نظريته هو إبراز العلاقة الطردية بين مستوى المخاطرة والمردودية، إذ من المهم تفسير مفاهيم المردودية والخطر المكونين لهذا النموذج.

أ. **المردودية:** يعرف معدل المردودية على أنه "الزيادة النسبية في الثروة بين فترتين ومعدل العائد هو العلاقة بين الأرباح والسعر". [1]

أي: $$R_T = \frac{P_T + D_T - P_{T-1}}{P_{T-1}}$$

حيث:

R_T:معدل المردودية أو الزيادة النسبية للثروة؛

D_T:ارباح الأسهم الموزعة خلال الفترة t ؛

P_T:سعر السهم في نهاية الفترة t ؛

P_{T-1}-: سعر السهم في نهاية الفترة t ؛

ولمصطلح المردودية عدة مفاهيم، فهو لا يقتصر فقط على الأرباح الأسهم الموزعة، بل يستند كذلك لفائض القيمة على رأس المال المحتمل عند التنازل على السهم، ويمكن تحليل معدل المردودية على الشكل التالي:[2]

[1] JACQUES HAMON , bourse et gestion de portefeuille ,2e édition , EDeconomica , paris , 2005 page 27.

[2] سعيدة تالي، التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس) ، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2009 ، ص 41 -42

$$R_T = \frac{P_T + D_T - P_{T-1}}{P_{T-1}} = \frac{P_T + D_T}{P_T - 1} - 1 = \frac{P_T}{P_T - 1} - 1 + \frac{D_T}{P_{T-1}}$$

معدل المردودية　　فائض القيمة النسبي　　معدل العائد

وللإشارة فإن معدل المردودية المذكور مكون تحت الفرضيات التالية:

- عدم مراعاة القسط الجبائي أو الضريبة على دخل الأشخاص الحقيقيين بمعنى أننا نأخذ العائد الإجمالي للمستثمر؛
- إن تطبيق العلاقة (1) يفترض وجود توزيعات أرباح الأسهم في نهاية كل فترة، إلا أن أرباح الأسهم الموزعة لا يعاد استثمارها قبل نهاية الفترة و أن فترة قياس غير محدد قد تكون أسبوعا، شهرا، سنة، أو غير ذلك.

ويمكن **قياس عائد محفظة الأوراق المالية كالتالي:**

كما سبق لنا وأن أشرنا لمفهوم عائد أو مردودية المحفظة يمكن تحديد العائد المتوقع للمحفظة مكونة من سهمين كالتالي:[1]

$$R_P = X_1 R_1 + X_2 R_2$$

R_P:عائد المحفظة ؛

$X_{1.2}$:الوزن النسبي للأصل 1 و2؛

R_1؛R_2: عائد السهم 1 و 2.

محفظة مكونة من N أصل :

$$R_P = \sum_{i=1}^{N} X_i R_i$$

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص212

وتكون المردودية المتوقعة كمايلي :

$$E_{(RP)} = \sum_{i=1}^{N} X_i E_{(Ri)}$$

حيث أن:

$E_{(RP)}$: العائد المتوقع من المحفظة ؛

$E_{(Ri)}$: العائد المتوقع للأصل i؛

Xi: نسبة الأصل iفي المحفظة

ب. المخاطرة : يمكن تعريف المخاطرة على أنها :" حالة عدم التأكد من حصول المنفعة أو احتمال حدوث خسارة التي تنجر عن انتظار قيمة الأصل في المستقبل هذا ما يشكل خطر على المستثمر"، والقياس الأكثر استخداما هو الانحراف المعياري (أو مربعه التباين) .[1]

ويمكن **قياس مخاطرة محفظة الأوراق المالية**، كما بين سابقا من خلال تعريفنا للمخاطرة، يتم قياس خطر المحفظة المالية من خلال العلاقة التالية:

$$\delta_p \sqrt{X_1^2 X_2^2 + \delta_2^2 + \ 2X_1 X_2 \delta_1 \delta_2 P_{1.2}}$$

حيث أن:

δ_p: الانحراف المعياري لعوائد المحفظةP ؛

$X_1 X_2$: الوزن النسبي للورقة 1و2 ؛

$\delta_1 \delta_2$: الانحراف المعياري للورقة1و2 ؛

$P_{1.2}$: معامل الارتباط بين الأصلين 1 و2؛

فكلما كان δ_p ضعيف كلما كان خطر المحفظة صغير.[2]

[1] سعيدة تالي، مرجع سبق ذكره، ص42

[2] سيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص214 .

المطلب الثاني: نموذج توازن الأصول المالية"MEDAF"

ترجع صعوبة بناء نموذج رياضي لتحديد سعر أصل معين من الظروف المختلفة التي تؤثر في سعر هذا الأصل المالي: كالعمولة، الضريبة والبيع على المكشوف أو البيع السريع والمضاربة والمنافسة وكذا اختلاف مفهوم العائد والمخاطرة.[1]

فنموذج توازن الأصول المالية "Medaf" أو نموذج تسعير الأصل الرأسمالي "Camp" يدلنا عن كيفية وضع موازنة أو تسعير لأصل مالي في السوق، ويعتبر امتداد لنظرية المحفظة المقدمة من طرف ماركويتز، قدم هذا النموذج وطُور من طرف "**ويليام شارب**" سنة 1964، كما طوره كل من "**لينتر**" سنة 1965 و"**هومادا**" سنة1973، وقد استمد من العلاقة الطردية ما بين العائد والمخاطرة.[2]

1. فرضيات نموذج توازن الأصول المالية

يقوم نموذج توازن الأصول المالية على مجموعة فرضيات:

- فرضية السوق التامة، أي الحصول على المعلومات بسهولة ومجانية؛
- لاوجود لضرائب ولا لتكاليف الصفقات والمبادلات على التعامل في السوق؛[3]
- إمكانية البيع على المكشوف أو السريع، كما يمكن للمستثمر الإقراض والاقتراض على أساس أن معدل الفائدة يساوي معدل العائد؛
- توقعات المستثمرين متجانسة فيما يخص العوائد والمخاطر؛
- المنافسة الكاملة، أي عدم سيطرة أي مستثمر مهما كان حجم استثماراته؛
- قابلية الأصول للتفاوض، التجزئة والتوزيع؛
- الاعتماد على مقدار العائد والمخاطرة لاتخاذ القرارات الاستثمارية.[4]

[1] غازي فلاح المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص194 .

[2] Pascal Alphonse etc , Gestion portefeuille et marches financiers , Edition Pearson , 2010 p 96.

[3] Aswath DAMODARAN .Finance entreprise .Edition de boeck .2 eme édition .Paris .2005.p238.

[4] Zvi Bodi et Robert Merton .Finance .Edition francise .2eme édition .Paris 2005.p385

2. تحليل النموذج:

لو فرضنا أن محفظة مكونة من أصلين أصل بدون مخاطرة، وهو أذونات الخزانة وأصل له مخاطرة، فإذا كان الأصل المالي قد وزع بين أصلين نصف يحمل المخاطرة (**X**) لذا يكون النصف بدون مخاطر (**1−X**) وتكون معادلة الأصل كالتالي:[1]

$$R_P=XRm+(1-X)Rf$$

R_P: يمثل العائد المتوقع؛

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

(1−X): الوزن النسبي من رأس المال المستثمر في الورقة عديمة المخاطرة؛

Rf: العائد الخالي من المخاطرة.

وينتج خطر المحفظة المقترحة المكونة من أصل بدون خطر والأصل بخطر ويكتب بالمعادلة التالية عند تعويض قيمة **X** في المعادلة السابقة:

$$R_p=Rf+x(Rm-Rf)$$

يمكن أن نتوصل إلى صيغة النموذج النهائية من خلال المعادلة:

$$Ri=Rf+\beta i(Rm-Rf)$$

Ri: معدل العائد؛

Rf: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

Rm: معدل العائد على محفظة السوق؛

(Rm−Rf): علاوة مخاطرة السوق؛

βi : معامل حساسية معدل العائد للأصل بالنسبة لمعدل العائد السائد في السوق.

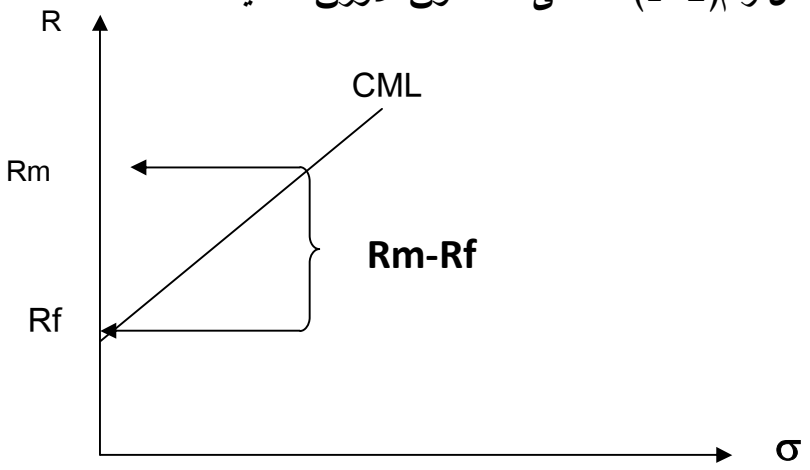
[1] منية خرباش ، مرجع سبق ذكره ، ص85 .

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

خط سوق الأوراق المالية:

يتم التمثيل البياني لنموذج "Medaf"من خلال معادلة الخط المستقيم، كما يشير إلى معدل العائد المطلوب في السوق عند مقدار معين من المخاطر النظامية ويتم تمثيله من خلال الشكل التالي[1]:

الشكل رقم(2-1): منحنى خط سوق الأوراق المالية



المصدر :غازي فلاح المومني، مرجع سابق ، 156

من خلال الشكل رقم(2-1) يظهر لنا أن نقطة تقاطع خط سوق الأوراق المالية مع المحور العمودي والذي يمثل معدل العائد المطلوب عند معدل خالي من المخاطرة(Rf) تمثل انعدام المخاطرة 0= (Rm-Rf)، وبالتالي يتطلب أن يكون العائد المطلوب مساويا لمعدل العائد الخالي من المخاطرة، فكلما زادت المخاطرة فإن علاوة المخاطرة ومعدل العائد يزيدان معا.

3. انتقادات نموذج تسعير الأصول المالية:

إن نموذج توازن الأصول المالية له بعض الانتقادات نذكر أهمها:[2]

[1] غازي فلاح المومني ، مرجع سبق ذكره ، ص195- 196.

[2] دادن عبد الغاني، قررا التمويل تحت الضرائب وتأثر تكلفة التمويل، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السادس، 2008، ص24.

1- نموذج الميداف ما هو إلا تطوير لنظرية المحفظة، والخطر قائم لا محال، والاعتماد على نظرية السوق الكفء التي تبقي النظرية؛

2- فرضية استقراريه بيتا، فنموذج CAPMهو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية، ويسمح بتحديد المردودية المتوقعة على اساس الخطر المتوقع، لذا يستوجب حساب بيتا التقديري "توقعي" بدلا من التاريخي "لتفادي عدم التجانس"؛

3- الاعتماد على البيانات التاريخية وكذا الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المردودية؛

4- فرضية العلاقة الخطية بين معدل المردودية و المخاطر النظامية؛

5- صعوبة تطبيق النموذج خاصة في تحديد معدل المردودية الخالي من المخاطرة، والذي يبقى نظري فسندات الحكومة لا تتعرض لمخاطر الإفلاس- تحت فرضية أن الدولة لا تفلس- لكن قد تنطوي على مخاطر أخرى؛

6- يفترض النموذج أن عوائد الأسهم تتأثر بنوع معين من المخاطر وهي المخاطر النظامية، في حين يتجاهل المخاطر غير النظامية؛[1]

7- يفترض النموذج أن لجميع المستثمرين قدرات متساوية للحصول على المعلومة، لكن لا يمكن تحقيق هذا الفرض في الواقع لأن السوق لا تتمتع بكفاءة تامة.

المطلب الثالث: نموذج تسعير المراجحة

نظرية المراجحة Arbitrage(APT)

1. مفهومها:

يعتبر نموذج (نظرية) المراجحة أحدث نظرية لتفسير العائد على الاستثمار في الأوراق المالية، إذ تبحث هي كذلك في العلاقة بين العائد والمخاطرة، والتي قدمها Steven Ross عام 1976، وتعتبر هذه الأخيرة نظرية بديلة لنظرية الأصول المالية[2]، تعتبر نظرية التسعير بالمراجحة(APT) تعميقا لنموذج CAPM ، حيث يفترض هذا الأخير بأن معدل المردودية للورقة المالية مرتبطة بخطر السوق لهذه الورقة، والمتمثلة بالمخاطر النظامية، بينما تفترض APT أن المخاطرة مرتبطة بالعديد من العوامل الاقتصادية ، كل ورقة مالية درجة تأثير بهذه العوامل، حيث اعتمد ROSS في تحليله على عدد من العوامل واهم هذه العوامل:

[1] Pierre NERNIMMEN, Finance d'entreprise, 6e edition , DALLOZ PARIS ,2005, page 449-451

[2] دريد كامل آل شبيب ، مرجع سبق ذكره ، ص206.

التغير غير المتوقع في الإنتاج الصناعي، التغير في علاوة المخاطر ، التغير في معدل التضخم:[1]

2. الفرضيات التي تقوم عليها نظرية تسعير المراجحة:

وتتمثل فرضيات هذا النموذج فيما يلي:[2]

- المنافسة التامة في سوق رأس المال؛
- عدم وجود تكلفة للعملات، أو الضرائب، أو تكلفة الإفلاس، كما لا توجد قيود للبيع على المكشوف؛
- إن المستثمر يسعى دائما لتعظيم ثروته؛
- تفترض نظرية المراجحة أن عوائد الأسهم تتولد عن طريق عدد من العوائد على مستوى السوق والقطاع؛
- كل الأوراق المالية لها مردوديات، بأمل وتباين محددين؛
- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

ولتطبيق نموذج APT وجب القيام ببعض الخطوات التي تعد شروط لتطبيقه نذكرها كما يلي:

- تحديد عدة المتغيرات الاقتصادية الكلية؛
- قياس علاوة المخاطر الصافية لكل متغير من هذه المتغيرات؛
- تقدير حساسية كل سهم بالنسبة لهذه المتغيرات.

3. معادلة نظرية التسعير بالمراجحة:

جاءت معادلة التسعير بالمراجحة كالتالي:[3]

$$R = E + bf + e$$

حيث:

R: العائد الفعلي؛

[1] غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره ، ص 213.

[2] منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، الطبعة 3 ، دار المعرفة الجامعية ، الاسكندرية 2010، ص 332-333.

[3] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره ، ص 207-208.

E: العائد المتوقع للورقة؛

F: حساسية الورقة المالية للتغير في عوامل المخاطر المنتظمة؛

e: العائد في ظل المخاطر غير منتظمة والعوامل العشوائية.

كما يمكن إن يأخذ النموذج الشكل التالي في حالة تعدد العوامل المؤثرة:

$$R = E + (P_1)(F_1) + (P_2)(F_2) + (b_3)(F_3) + (b_4)(F_4) + e$$

4. عيوب النموذج:

من عيوب النموذج أنه لم يتم تحديد كل العوامل الاقتصادية التي تتأثر بها عوائد الأوراق المالي، وأن تم تحديد هذه العوامل فيبقى الإشكال في مدى تأثير كل عامل على معدل الفعلي والوزن النسبي لهذا التأثير.[1]

[1] دريد كامل آل شبيب ،مرجع سابق ،ص 201.

المبحث الثاني: الطرق التقليدية لقياس أداء محفظة الأوراق المالية

تتعدد طرق تقييم وقياس أداء محفظة الأوراق المالية إلا أن أهمها هي أربعة طرق قدمت من طرف ترينور Treynor سنة 1965 ، وشارب Sharep سنة 1966 ، وجونسون Jensen سنة 1968 ، ونموذج فاما Fama ، وتعد هذه الطرق من الطرق التقليدية الأولى في هذا المجال والتي رغم تعرضها إلى عدة انتقادات في الأبحاث الحديثة إلا أنها لازالت تعتبر من أهم الطرق المشهورة.

المطلب الأول: نموذج شارب Sharep

قدم وليام شارب ، مقياسا مركبا لقياس أداء حافظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء الحافظة أطلق عليه المكافاة إلى نسبة التقلب في العائد[1].

وتوضح المعادلة التالية نموذجSharep

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

حيث :

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

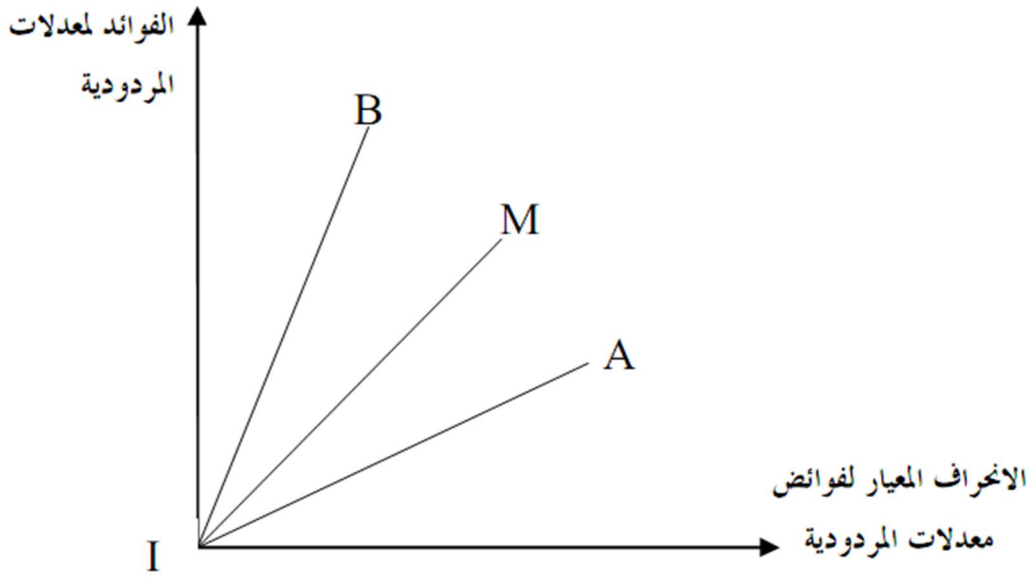
$E(R)P$: تشير الى متوسط عائد الحافظة؛

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

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

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

شكل رقم (2-2) القياس البياني للأداء حسب Sharep



المصدر: فيصل حمدي، سبق ذكره، ص 63.

تشكل *A* و *B* حافظتين.

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

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

أما النقطة الثانية فتقع بين النقطة I و *B* مما يعني أنها تحتوي على سندات الخزانة والباقي من المحافظة *B* وبالتالي فإن I B ، I A يشكلان خطي المحافظ الممكنة ، ومن خلال المنحنى نستخلص ما يلي:
الحافظة *B*أحسن من الحافظة *A* لأن تركيبة الحافظة *B* وأذونات الخزينة (I) أحسن من تركيبة الحافظة *A* وأذونات الخزينة (I) من حيث الخطر والعوائد.
تحقق الحافظة *B* أداء أعلى من أداء السوق الممثل بالحافظة M.[1]

[1] فيصل حمدي ، تسيير المحافظ المالية الدولية للاسهم المسعرة في البورصة مع اشارة بحالة الجزائر والمغرب ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2006 ، ص 63.

عيوب مؤشر Sharep

1- لا يمكن استخدام مؤشر شارب Sharep إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة.[1]

2- يعتمد مؤشر شارب على الانحراف المعياري لقياس المخاطر، بالرغم من أن بناء الحافظة على مبدأ التنويع ، فإنه لا وجود للمخاطر الخاصة ، لتبقى المخاطر العامة التي تقاس من خلال المعامل بيتا .[2]

المطلب الثاني: نموذج ترينور *Treynor*

يتعامل هذا المؤشر مع مخاطر السوق فقط ويعالج الجزء الأكبر لخطر المحفظة التاريخي، والمهم بالنسبة للمستثمرين والذي يقدر على أساس Bp ويهمل أية مخاطر مصنفة ، فلذلك يعتبر مقياسا عاما وتتمثل علاقته كما يلي:

$$TR = \frac{\overline{Rp} - \overline{R_f}}{Bp}$$

B: المخاطر النظامية للمحفظة؛

Rp: هي متوسط عوائد المحفظة من خلال الفترة؛

Rf: هي متوسط العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة.

حيث بيتا يقيس الخطر غير المصنف ويمثل بيتا التاريخي.

ويعتبر هذا المقياس ملائم ويجب مقارنته بالقيم مع صناديق استثمارية أخرى، أو مع المجموع الكلي للسوق لتحديد مدى سيؤول إليه الاستثمار فعليا، وهل هو في صالح المستثمر أولا .[3]

[1] محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره ، ص 301.

[2] بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره ، ص 87.

[3] خالد وهيبب الراوي، ادارة المخاطر المالية، دار المسيرة ، الطبعة 1 ، عمان ، 2009 ، ص 399-397.

المطلب الثالث: نموذج جونسون Jensen ونموذج فاماFama

أولا: نموذج جونسون

حسب نموذج جونسون اعتمد مباشرة على نموذج السوق ونموذج CAPM ،حيث قدم هذا النموذج لقياس أداء المحفظة المالية عرف بمعامل الفا جونسون، وهو مقياس مطلق لتقديم العائد الزمني الثابت للاستثمار القادر على تحقيق إيراد أعلى أو أقل، لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ بنفس القدر من الخطر المنتظم ويترجم ذلك من خلال العلاقة التالية:[1]

$$\mathrm{R_{pt}} - \mathrm{R_{FT}} = \alpha p + Bp(R_{MT} - R_{FT}) + \grave{\varepsilon} pt$$

$\mathrm{R_{pt}}$: معدل العائد في المحفظة للفترة t؛

$\mathrm{R_{FT}}$: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

R_{MT} : معدل مردودية السوق للفترة t؛

Bp : مقياس المخاطر النظامية؛

αp : قدرة مدير المحفظة على التقدير (الفا) ؛

$\grave{\varepsilon} pt$: متغير عشوائية ذات متوسط معدوم.

ومنه فإن تشكل مقياسا لاستعداد المسير بين الوصول إلى أداء أحسن من أداء السوق.

- إذ كان ap موجبا، يمكن للمسير أن يتنبأ بأسعار القيم ويمارس اختيارا جيدا إليها.
- إذ كان ap معدوما، فإن المسير يمكن أن يكون اختياره للمحفظة جيدا، وقد تحقق أرباحا ، لكنها تعوض بالضبط مصاريف التسيير أو مصاريف المعاملة، وفي حالة δp سالب، فإن اقتناء المسير يكون سيئا، أو قدراته للاختيار معيقة، أو تكاليف التسيير جد مرتفعة [2].

حيث يمكننا مقارنة بين المؤشرين (مؤشر شارب وترينور) في النقاط التالية :

[1] خالد وهيب الراوي، مرجع سبق ذكره ص 400.

[2] فيصل حمدي ، مرجع سبق ذكره ص 65.

1- اعتمد نموذج شارب ونموذج ترينور على نفس المقياس ، معدل المردودية التاريخية الصافي من المعدل بدون خطر واختلفا في تسميه هذا المقياس حين سماه شارب بالتغاير Variabilité وسماه ترينور Valatilité.

2- يعتمد اختيار احد المؤشرين أساسا على توزيع أصول المستثمر، فإذا كان الجزء الأهم من ثروة المستثمر مستثمرا في نفس المحفظة موضوع الدراسة ، فإن مؤشر شارب في هذه الحالة أنسب من مقياس ترينور الذي يعتمد على التطاير فقط، لأنه يولي اهتمام الأكبر للخطر الكلي للمحفظة ، إلا أنهما يعطيان نتائج مماثلة في حالة محفظتين منوعتين بشكل جيد لأن الخطر الكلي لمحفظة جيدة التنويع يؤول إلى خطر السوق [1].

3- يختلف مقياس شارب وترينور في مقياس المخاطر، حيث يعتمد شارب على الانحراف المعياري كمقياس لمخاطر المحفظة أي المخاطر الكلية، أما ترينور فيعتمد على معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة وهذا يعني مقدرة المؤسسة من التخلص من المخاطر غير نظامية[2].

ثانيا: نموذج فاما Fama

قدم Fama هو الآخر نموذجا لتقييم أداء المحافظ حيث يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتمثلة في مستويات الخطر، كما يقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي حافظة [3].

ويمكن صياغة معادلة منحنى السوق المتوقع من خلال المعادلة التالية :[4]

$$E(R_{PM}) = R_F + \left[\frac{E(R_M) - R_F}{\sigma M}\right] \frac{\text{cov}\big(E(R_{PM})E(R_M)\big)}{\sigma M}$$

حيث:

$E(R_{PM})$: العائد المتوقع للمحافظة M.

[1] فيصل حمدي المرجع السابق ص 65_66.

[2] منصوري الحاج موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص 40.

[3] محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره ص 306.

[4] بن العايش حسان، تشكيل وتقييم أداء محفظة الاوراق المالية، ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير غير منشورة ، جامعة عنابة ، الجزائر ، 2009 / 2010 ص 85-89.

R_F: معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر؛

$E(R_M)$: تمثل العائد المتوقع على حافظة السوق؛

σM: تشير الى الانحراف المعياري لعائد حافظة السوق.

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

$$\left[\frac{E(R_M) - R_F}{\sigma M}\right]$$

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

$$\frac{\mathrm{cov}\big(E(R_{PM})E(R_M)\big)}{\sigma M}$$

إن معادلة مخاطر السوق المتوقع تقوم على فرضية الأسواق الكاملة:

$$R_{\mathrm{PM}} = \mathrm{R_F} + \left[\frac{\mathrm{R_M} \cdot \mathrm{R_F}}{\sigma \mathrm{M}}\right] \mathrm{K_M}$$

حيث يشير $\mathrm{K_M}$ الى مخاطر الحافظة M والتي يتم حسابها من خلال قسمة التباين المشترك للعائد التاريخي لحافظة السوق مع العائد التاريخي للمحفظة M مقسوما على الانحراف المعياري للعائد التاريخي لحافظة السوق.

مكونات نموذج فاما

1. تقييم الانتقالية:

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

عائد الانتقالية:

$$RFM \quad - \mathrm{RP}$$

وكما يوضح الشكل الموالي فان عائد الانتقالية هو مقياس لكيفية انتقاء واختبار الحافظة.

وفي الواقع فإن عائد الانتقالية وفقا للمعادلة السابقة هو جزء من مكونات عائد الأداء الكلي لحافظة الأوراق المالية، حيث يتم قياس الأداء الكلي للحافظة من خلال المعادلة التالي:

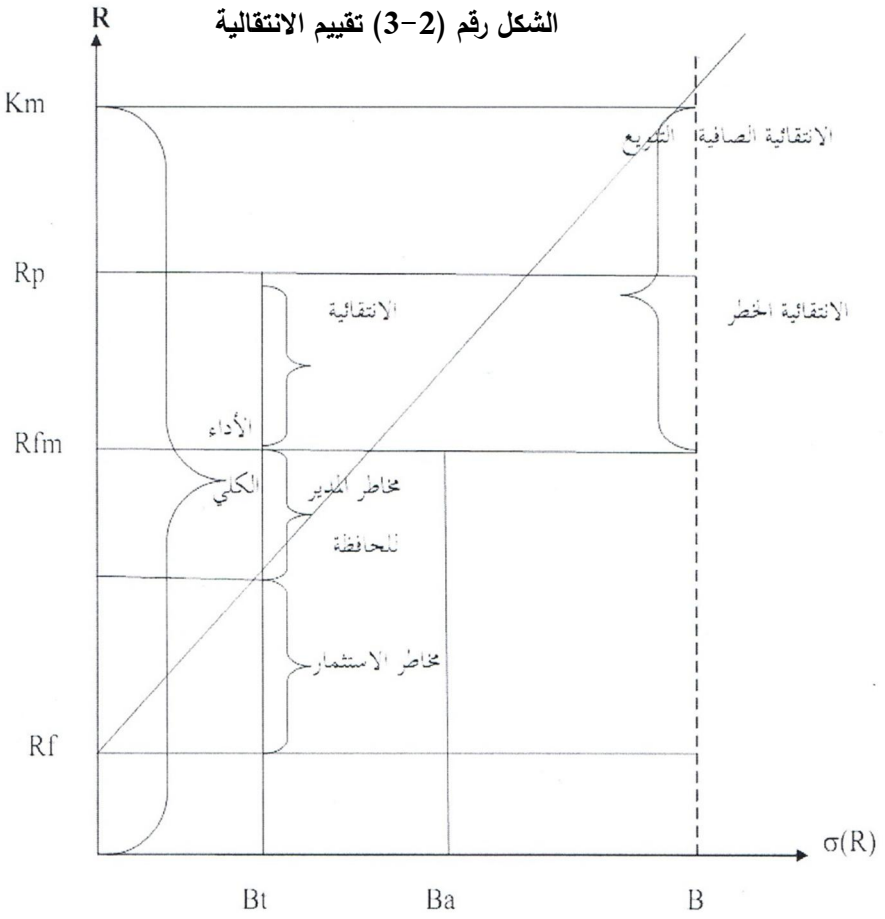
$$RF \quad - \mathrm{RP} \quad = [RP \quad - \mathrm{RF_M}] + [\mathrm{RF_m} - \mathrm{RP} \quad]$$

ويلاحظ أن المقدار الأول في المعادلة يقيس العائد الناجم من انتقاد مكونات الحافظة في حين أن المقدار الثاني من نفس المعادلة يقيس العائد المقابل لمخاطر الحافظة، إن مضمون المعادلة (1) هو أن عائد الأداء الحالي للحافظة يتمثل في العائد الإضافي عن العائد الحالي من الخطر، وهو العائد المقابل لمستوى خطر الحافظة والذي يقاس بالفرق بين عائد الحافظة تنطوي على أصل خالي من الخطر وحافظة السوق والعائد على الاستثمار الخالي من الخطر الذي يشار إليه بالمقدار $(RF \quad - \mathrm{RF}_m)$ فإذا كانت هناك أي عوائد إضافية لحافظة فإنها ترجع على العائد الناتج[1].

من الانتقالية مدير الحافظة لمكونات الحافظة كما يوضحه الشكل التالي:

[1] محمد صالح الحناوي ، مرجع سبق ذكره، ص 308-310

الشكل رقم (2-3) تقييم الانتقالية



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

المطلب الرابع: المقارنة بين نماذج قياس الأداء

تتميز الطرق الأربعة لقياس أداء الحافظة (Sharp, tryner, Jensen, Fama) بدرجة كبيرة من التشابه وسنوضح ذلك خلال النقاط التالية:

1- اعتمد نموذج شارب وترينور على نفس المقياس، معدل المردودية التاريخية الصافي من المعدل بدون خطر، واختلفا في تسمية المقياس حيث سماه شارب بالمعايير Variabilité وسماه ترنيور Volatilité[1].

2- يعتمد الاختيار شارب وترينور على توزيع الأصول بالنسبة للمستثمرين حيث إذا كانت معظم الثروة مستثمرة في نفس الحافظة موضوع الدراسة، سيقع الاختيار على مؤشر شارب لأنه يولي الاهتمام الأكبر

[1] بن خالد عائش ، مرجع سبق ذكره ، ص100.

للخطر الكلي للحافظة، وبالمقابل إذا مثلت الحافظة جزء فقط من ثروة المستثمر هذا يعني استخدام التغلب ومنه الاعتماد على مؤشر Treynor حيث يعتبر في هذه الحالة المؤشر الأنسب، وفي كل الحالات فإن هذين المؤشرين يقدمان نتائج متشابهة تربطه أن تكون الحافظة منوعة بشكل جيد حيث الخطر الكلي للحافظة يتناسب مع خطر السوق [1].

3- يختلف مقياس شارب وترينور في مقياس المخاطر، حيث يعتمد شارب على الانحراف المعياري أما ترينور فيعتمد على معامل بيتا.

4- يرتبط مؤشر شارب وترينور على مضاعف 1 /σm، كما أنهما يتقاربان كذلك مع مؤشر جونسون ويتضح ذلك من خلال .

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

$$R_P - R_F = J_P + (R_m - R_F - R_P)B_P$$

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

$$T_P = \frac{(R_P - R_F)}{B_F} = \frac{J_P}{B_P} + (R_m - R_F)$$

تبين المعادلة رقم (2) أن مؤشر ترينور ما هو إلا تحويل خطي لمؤشر جونسون على اعتبار أن$(R_m، R_F)$

$$\frac{(P_{Pm})(\sigma_p)(\sigma_m)}{\sigma^2{}_m}$$

حيث:

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

$$R_P - R_F = J_P + [[P_{Pm}(\sigma p)(\sigma m)]/\sigma^2{}_m](R_m - R_f)$$

في حالة حافظة منوعة بشكل جيد، يمكن أن نختزل المصطلح $P_{Pm} = 1$ وذلك بقسمة المعادلة (3) على σp

[1] بن عايش حسان، مرجع سبق ذكره، ص 101.

ونحصل على مؤشر الأداء لشارب:

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

حيث:

$\frac{R_m - R_f}{\sigma_m}$: ثابتة.

مؤشر شارب (σ_p) هي شبه تحويل خطي لجونسون.

يكون التحويل خطي تام إذا كانت كل المحافظ والتي تقوم بقياس أدائها لها نفس معادلة الارتباط P_{Pm}.

المبحث الثالث: الطرق الحديثة لقياس أداء الحوافظ المالية:

المطلب الأول: طريقة كورنال وقياس قرينبلاط وتيتمان

إن مجمل الانتقادات السابقة لم تبق بدون جواب حيث تم التوصل إلى مجموعة تصحيحات أو طرق جديدة تعتبر كطرق بديلة للطرق السابقة.

1. **طريقة كورنال la methode de cornell (1979)** : لم يعتمد كورنال في قياس أداء الحوافظ المالية لا على معامل بيتا ولا على المحفظة الكفأة ، بل اعتمد على مبدأ رئيسي بديل يرتبط بالمدير صاحب الأداء الجيد، حيث إعتبر كورنال هذا النوع من المدراء بأنه النوع الذي يختار أصول مالية تكون محفظته المالية وتحقق عائدا أكبر من العائد المعتاد، فالطريقة تعتمد على قياس العائد غير العادي وبالتالي يكفي دراسة مكونات وتغيرات محفظته المالية حتى يتم الحكم على هذا المدير[1].

وحتى يتم تطبيق هذه الطريقة لا بد من تعين كلا من العائد الحقيق والعائد العادي ، وهذا لأن هناك بعض المدراء يشترون أصولا عوائدها غير عادية وموجبة.

إن تحليل كورنال على مستثمرين يعلمون كل المعلومات اللازمة ومستثمرين لا يمكنهم الحصول على أية معلومات ، لذا فهذه الطريقة تسمح بترتيب المدراء، مع العلم أن كفاءة المدير وأدائه يعتمد على توفر المعلومات إلا أنها تتميز بمساوئ من أهمها أنها تتطلب العديد من المعلومات والحسابات.

2. **قياس قرينبلاط وتيتمان la mesure de Grinblatt et Titman (1989):** لقد اقترحا كلا من قرينبلاط وتيتمان سنة 1989 مقياسا يعتبر كتطوير أو تحسين لمؤشر جونسون، وقد عرف هذا المقياس باسم positive " period weighting mesure" حيث يحسب بالمتوسط المرجح بالأوزان للفرق بين عائد المحفظة الواقعة على الحد الكفء والعائد الخالي من المخاطر، مع العلم أن مجموع الأوزان مساوي للواحد والفرق بين العائدين – عائد المحفظة الكفء والعائد الخالي من المخاطر – مساوي للصفر، وبالتالي يكون المؤشر كما يلي [2]:

[1]Mondher Bellah , Gestion de portefeuille analyse , quantitative de rentabilité et des risques, Person éducation, 2004, p (271)

[2] Pascal Grandin, me sure de performahce des Fonds, méthode et résultat, Economica, France, 1998, p 52.

$$GB = \sum_{t=1}^{T} W_t(R_{pt} - R_{ft})$$

حيث:

W_t : الوزن في نسبة مخصصات المحفظة في الفترة t.

R_{pt} : عائد المحفظة في الفترة t.

R_{ft}: العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة t.

إن الهدف المرجو من هذا المقياس الحكم على المدير ، فإذا كان مساوي للصفر فهذا يعني أن المدير لا يملك معلومات كافية، وإذا كان موجب فهذا خاص بمدير حاصل على معلومات كافية حول أمور السوق، إلا أن لهذا المقياس عيوب من أهمها طريقة تحديد سلسلة الأوزان للفرق بين عائد المحفظة الكفء والعائد الخالي من المخاطر، حيث بالإمكان وجود عدة سلاسل أوزان ترجيح تستوفي الشروط اللازمة ، لذا فمن الصعب اختيار السلسة ، إلا أن هناك طريقة توصل لها كلا من كامبي وقلان "Cumby" "Glen" لتعيين السلسلة الملائمة ، وتتضمن هذه الأخيرة تعيين لمجموعة من الافتراضات من أهمها ما يتعلق بدالة المنفعة الخاصة بالمدير بغرض الحصول على تنظيم معادلات تسمح بالحصول على السلسلة المناسبة.

المطلب الثاني: نموذج هنريكسن ومارتون ونموذج فاما وفرانج

1. نموذج هنريكسن ومارتون

لقد اقترح كلا من هنريكسن ومارتن سنة 1981 في مقال لهما طريقة لقياس أداء المحفظة المالية تفصل بين الأداء المرتبط باختيار وانتقاء المدير، والأداء المرتبط بتوقيت السوق Market – Timing فالانتقائية مرتبطة بكفاءة المدير في اختيار القيم ذات الأداء الجيد مقارنة بأداء السوق مع الأخذ بعين الاعتبار الخطر، أما فيما يخص بتوقيت السوق Market – Timing فهو مرتبط بكفاءة التوقع بتغيرات السوق.

لقد افترضنا كلا من هنريكسن ومارتون فرضية أن معامل بيتا المقدر خاص بورقتين ماليتين فقط حيث تكون قيمته كبيرة إذا توقع المدير تحسن ظروف السوق، أما قيمته الصغيرة فتتحقق إذا توقع المدير تدهور ظروف السوق، وبهذا صيغ النموذج كالتالي:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{i1}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{i2}(R_{mt} - R_{ft})D + \varepsilon_{it}$$

حيث:

R_{it} : عائد المحفظة خلال الفترة "t".

R_{ft}:معدل العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة "t"

R_{mt}:عائد السوق خلال الفترة "t".

D: متغير يأخذ القيمة "1" عندما يكون السوق أكبر من العائد الخالي من المخاطر ويأخذ القيمة "0".

β_{il} ، β_{i2} ،α_i: معامل النموذج.

ε_{it}:العائد الاضافي " الانحراف المعياري".

وكنتيجة منطقية : إذا كان عائد السوق أقل من العائد الخالي من المخاطر فان معامل بيتا الخاص بالمحفظة سيكون β_{i2} ، وفيما يخص تقدير المعالم ، إذا كان توقع مدير المحفظة لظروف السوق جيد فإن المعامل β_{i2} سيكون موجب، وبالمقابل يثبت المدير انتقاؤه الجيد عن طريق المعلم α_i الذي يكون موجب كما هو الحال في نموذج جونسون[1].

2. نموذج فاما وفرانش (1993) le modél de fama et french:

هناك عدة مقاييس لقياس أداء الحوافظ المالية التي تركز على نماذج العوامل تم عرضها ضمن نماذج فاما وفرانش سنة 1993، وكارهات سنة 1997 ...الخ، وقد استعمل فاما وفرانش نموذج بثلاث عوامل كما يلي:[2]

$$R_i - R_F = \alpha_i + \beta_i(R_{qi} - R_F) + \delta \cdot SMB + \mathfrak{y} \cdot HML + \gamma_i$$

حيث:

R_i: عائد الورقة المالية (i).

[1] Kamel laardh, les marchés des investisseurs instituionnels sont- ils efficients : cas des fonds de persion et des unit trusts britanniques, Document de recherche n° 2006-04, France, 2005, consulte le site : http://www.univ orleons.fr/leo/activité scientifique/ dr, 2006-04 lqordh.pdf. p5.

[2]Mondher Bellah , OP cit , p (271

R_F: العائد الخالي من المخاطر.

R_{qi}: العامل الذي يكون عنده عائد المحفظة المرجحة مؤلف من شراء اوراق مالية ذات راس مال ضعيف وبيع أوراق مالية ذات رأس مال كبير.

HML: العامل الذي يكون عنده عائد المحفظة المرجحة مؤلف من شراء اوراق مالية ذات نسبة (book to marker) عالية وبيع أوراق مالية ذات نسبة (book to marker) صغيرة.

η, s, β, α : معامل انموذج.

γ_i : العائد الاضافي.

وقد تم إسقاط نفس هذا النموذج من طرف كاهرت سنة 1997 ليحصل على نموذج بأربع عوامل.

المطلب الثالث: مقياس كونور وكوراجكزيك ونموذج مازوي وترينور

1. مقياس كونرو وكوراجكزيك سنة 1986 *la mesure de performance de cannor et Korajezyk*

أن مقياس كونور وكوراجكزيك سنة 1986 يصف دالة خطية بين الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطر ومجموعة *K* عوامل عامة بالمحفظة *P* ، وبهذا يمكن صياغة النموذج كما يلي:

$$R_p - R_F = \alpha_P + \beta_{p1}F_1 + \cdots + \beta_{ik}F_k$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة *p*.

R_F : العائد الخالي من المخاطر.

F_k : العائد المرتبط بالعامل *K*.

β_{ik} : معامل حساسية المحفظة *P* للعامل *K*.

α_P : العائد غير المفسر بالنموذج.ذ

عند التوازن لا وجود لمعاملات α بالنسبة لكل الحوافظ المالية ، وكون العامل (α) الفا سالب فهذا يعني أن قدرات المدير الانتقائية رديئة.

2. نموذج مازوي وترينور (1966) Modèle de Mazuy et Trynor

إن نموذج مازوي وترينور يركز على ما يسمى بالسوق Market – Timing حيث قاما بتطوير نموذج شبيه تقريبا بنموذج جونسون، فإذا تم توقع وجود تحسن في السوق فهذا يؤدي إلى فقدان نسبة من محفظة السوق أكثر من نسبة الأصل الخالي من المخاطر، وإذا تم توقع وجود تراجع في السوق فهذا يؤدي إلى فقدان نسبة محفظة السوق أقل من نسبة الأصل الخالي من المخاطر، أما عن النموذج فقد صيغ بالعلاقة التالية:

$$(R_{pt} - R_{ft}) = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \delta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_p$$

حيث:

R_{pt} : عائد المحفظة خلال الفترة t.

R_{mt} : عائد محفظة السوق في الفترة t.

R_{ft} : معدل العائد الخالي من المخاطر.

$\alpha_i, \beta_i, \delta_p$: معامل النموذج.

ε_p : العائد الاضافي.

إن كون المعامل δ_p موجب فهذا يعني قدرة المدير على التوقع بتغيرات السوق الكبيرة [1].

المطلب الرابع: مقياس بلوك وفرانش (2002) *La mesure de Block et French*:

إن هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار وزن كل سهم داخل المحفظة هذا الأخير الذي يمكن أن يؤثر على العائد ايجابيا ، إذا قام المسير (باختيار من أجل كل سهم عالي العائد وزن كبير) باختيار نسبة كبيرة من الأسهم ذات العوائد العالية لتكوين محفظته مقارنة بالأسهم ذات العوائد الأقل، وكل هذا يتم بفعالية إذا تم في

[1] Kamel LAARADH , op cit , p (5)

الوقت الملائم، ويمكن صياغة النموذج بالاعتماد على مؤشرين هما *value weighted* و *equaly weighted*كما يلي[1]:

$$R_i - R_{fi} = \alpha + \beta(RVW_i - R_{fi}) + \mathfrak{y}\overline{Rew_ı} + \varepsilon_i$$

RVW_i : عائد المؤشر *value weighted* .

$\overline{Rew_ı}$: عائد المؤشر *equally weighted*.

ولتسويق عوائد المؤشر *equally weighted* لابد من إجراء الفرق بين عوائد المؤشرين *equally weighted* و *value weighted* كما يلي:

$$\overline{Rew_ı} = Rew_i - Rvw_i$$

ونلخص إلى أن هذين المؤشرين لا بد أن يكون معا وأن يتم تقديرهما معا بغرض تقييم أداء الاستثمار في الحافظة المالية، وبالمقابل فإن الغرض الحالي لمسيري الحوافظ المالية هو تكوين محافظ تتميز بقيمة كبيرة لمؤشر *equally weighted* .

[1]MondherBellah , OP cit , p (271)

خلاصة الفصل:

إن دراسة المحفظة المالية هي علم قائم بذاته له قواعده وأصوله وذلك بدءا بنظرية ماركوفيتز التي تقوم على أساس المفاضلة بين الحوافظ المالية البديلة، ليتم تعيين الحد الكفء، ثم المحفظة الكفأة التي تتكون من أصول خطرة فقط ، وبإدخال فرضية احتواء المحفظة المالية على الأصول الخطيرة والأصول غير الخطيرة، ثم الحصول على حد كفء جديد، وبظهور هذا الحد الكفء الجديد نشا نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، الذي يقوم على أساس تسعير المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار.

ثم بعدما ظهرت نظرية التسعير بالمراجحة، وأضافت لها طريقة الحصول على المحفظة المثالية وذلك عن طريق قيام المراجحون بعمليات الترجيح ، وكنتيجة أيضا لنموذج تسعير الأصول المالية هناك من الطلاب من سلكوا طريق آخر معتمدين فيه على النموذج وهو قياس أداء الحوافظ المالية، والحكم على كفاءة المدير ومدى قدرته على تحقيق النتائج الجيدة ولأجل ذلك تم استعراض طرق تقليدية وعلى ضوءها تم الوصول إلى الطرق الحديثة.

الفصل الثالث

تشكيل حافظة الأوراق المالية وقياس أدائها في بورصة الدار البيضاء

تمهيد:

بعد التطرق في الفصليين النظريين حول مفاهيم تتعلق بحافظة الأوراق المالية، أهميتها ومختلف مؤشرات قياس الأداء فسنخصص هذا الفصل للجانب التطبيقي لمعرفة كيفية تشكيل حافظة الأوراق المالية وقياس أداءها في الواقع العملي وبالتحديد في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة التي تعتبر من أهم البورصات العربية على مستوى إفريقيا والفضل يعود للإصلاحات القانونية والتقنية والهيكلية التي خضعت لها والتي انعكست على وضعية أداءها ومن هذا المنطلق سنحاول الوصل إلى قياس أداء حافظة الأوراق المالية من خلال التطرق إلى النقاط التالية:

- **المبحث الأول:** الإطار النظري لبورصة الدار البيضاء
- **المبحث الثاني:** تشكيل حافظة الأوراق المالية في بورصة الدار البيضاء
- **المبحث الثالث:** قياس أداء حافظة الأوراق المالية

المبحث الأول: الاطار النظري لبورصة الدار البيضاء

المطلب الأول: عموميات حول بورصة دار البيضاء

أولا: تعريف بورصة دار البيضاء

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر للتحملات مع مراعاة قواعد يحدها النظام العام لبورصة القيم المنقولة.[1]

وتعد بورصة الدار البيضاء أحد أوجه التقدم الاقتصادي للمغرب الحديث، وقد استفادت من ثورة الانترنت حيث أصبح جل التعاملات انطلاقا من موقعها الالكتروني:

http://www.casablanca-bourse.com حيث أصبحت قاعدة التعاملات فارغة ولم يعد المتعاملون في شراء أسهم وسندات يلزم عليهم اللجوء إلى مقر البورصة.[2]

ثانيا: أهداف بورصة دار البيضاء

وضعت بورصت دار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها وتطبيقها للمهام التي اسندت اليها، رؤية واضحة وطموحة لأهدافها وهي كالتالي:

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

ثالثا: مهام بورصة الدار البيضاء

تكمن مهمة البورصة في ضمان سير وتطوير وتشجيع سوق البورصة المغربي، وذلك من خلال:[3]

- مراقبة ورصد حصة التداول.

[1] http://www.aitmelloul2u.net/news15.htm, Consulté le 02/02/2014 a 08: 00 h
[2] httpjr.wikipedia.org/wiki%D8%A8%D9%88%، Consulté le 09/03/2014 a 09: 00 h
[3] http://www.aitmelloul2u.net/news15.html, Consulté le 25/03/2014 a 10: 00 h

- إصدار ونشر معلومات السوق.
- مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية.
- التدخل عند اتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الاطراف.
- ضمان حركة الأوراق المالية في حالة عجز أحد الوسطاء.
- توزيع الأسهم.

المطلب الثاني: أسواق التداول في بورصة دار البيضاء

تعتبر الإصلاحات الاخيرة التي عرفتها السوق المالية المغربية خصوصا بعد سنة 1993، وكذا التعديلات التي لحقته سنة 2000 و 2004، أحد الركائز المعمول عليها في مدعم الاستثمار، حيث بورصة الدار البيضاء تتكون من سوقين:[1]

- سوق الإدراج الاصدارات الجديدة او ما يسمى السوق الأولية.
- سوق التداول أو ما يسمى السوق التداولية (سوق الثانوية).

1. السوق الأولية:

إن السوق الأولية هي سوق خاصة بالإصدارات الجديدة حيث يتم جمع الأسهم لأول مرة، وتضع المدخرين والمستثمرين في علاقة مباشرة، إذ تقوم شركات المساهمة بطرح أسهمها لأول مرة في هذه السوق من أجل الوصول إلى تلك الموارد التمويلية اللازمة، كما تساهم هذه السوق الأولية في تمويل المشاريع والنشاطات الجديدة بشكل مباشر، وبالتالي توسيع النشاطات القديمة، لكن للدخول إلى السوق الأولية والتقيد بأسعار البورصة غير مفتوح في وجه الجميع، بل مرتبطة بشروط متفاوتة الشدة حسب نوع الأسواق التي تتكون منها هذه السوق.

أ. سوق الأسهم:

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

- القسم الأول يضم الشركات الكبرى ذات رأسمال لا يقل عن 50 مليون درهم.

[1] http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.a5px?/dlink:110&cat=1, Consulté le 25/03/2014 a 10: 00 h

- أما القسم الثاني أمام الشركات المتوسطة.
- بالنسبة للقسم الثالث فهو مفتوح في وجه الشركات الصغيرة التي سجلت نتائج جديدة.

ب. سوق السندات:

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

ج. سوق التخصص:

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

- هيئات توظيف الأموال بالمجازفة.
- صناديق التوظيف الجماعي للتسنيد.

2. السوق الثانوية:

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

وتسميتها بالسوق الثانوية لأن تداول الأوراق لأول مرة يكون في السوق الأولية أما في هذه السوق فيعاد بيعها وشراءها للمرة الثانية، فلا يتعلق الأمر بهذه بعملية تمويل جديد او مباشر بل بتوفير السيولة، إذ فالسوق الثانوية تقوم بتوفير السيولة باستمرار بعامل القيم المنقولة، عن طريق لجوئهم إلى إعادة بيع الأسهم والسندات، ولقد قامت السلطات المالية المغربية في إطار تعديل قانون البورصة 1997، فأصبحت تضم كل من السوق المركزي الذي حل محل السوق الرسمي وسوق الكتل الذي حل محل سوق التفويضات المباشرة.

المطلب الثالث: مؤشرات بورصة الدار البيضاء

تضم بورصة دار البيضاء أكبر من مؤشر وهي كالتالي:[1]

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

[1] http//attassiva.blogspot.com/2012/01/blog-post.html ? , Consulté le 05/04/2014 a :13 00 h

فعندما يسجل مازي ارتفاع بنسبة 2% هذا يعني أن معدل تغيير قيم الأسهم الشركات ارتفع بنسبة 2% لكن لا يعني أن كل الشركات ارتفعت بنفس القيم، ولكن هناك أسه مشركات حققت ارتفاعا وأخرى انخفاضا وأخرى ربما لم تتغير ، وهذا ما يفسر تقديمهم لجدول يبين اهم الارتفاعات المسجلة وأهم الانخفاضات المسجلة.

مادكس عائم: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستمر، أي أنه لا يقتصر فقط على الأسهم بل يضم الأنواع الأخرى، لكنه يقتصر فقط على القيم التي يتم تداولها بشكل مستمر في بورصة دار البيضاء ويمثل مادكس معدل التغيير أو التقلب للقيم الخاضعة للتداول المستمر بغض النظر هل هي أسهم أم أشكال مالية أخرى، فعندما يسجل مادكس مثلا انخفاض بـ2% يعني أن القيم المالية التي يتم تداولها (بيعها او شراءها) باستمرار قد حققت معدل تقلب ناقص 2% ، وما قلناه على مازي ينطبق على مادكس، وهو أنه مجرد معدل ولا يعني أن كل القيم حققت نفس الرقم، لكنها حققت أرقام مختلفة والتي أعطت معدل ناقص2%.

مؤشرات قطاعية:

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

المبحث الثاني: تشكيل حافظة الأوراق المالية لبورصة دار البيضاء

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

- هل يساهم الأصل بدون خطر في تحسين أداء حافظة الأوراق المالية.
- يعتبر مؤشر ترينور وشارب أهم مؤشران يمكن الاعتماد عليهما في قياس أداء حافظة الأوراق المالية.

المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة

أولا: عينة الدراسة

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

ثانيا: اختيار القطاعات

تم اختيار القطاعات المناسبة لتشكيل حافظة الاوراق المالية في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة وفق تصريح كريم حجي المدير العام لبورصة دار البيضاء، والذي ينص على التالي:

"بالرغم أن البورصة انهت سنة 2011 على انخفاض شمل أساسا مؤشرها الأساسي (مازي) بنسبة 12.86 بالمئة.

إلا أن هناك خمس قطاعات سجلت نتائج إيجابية وارتفاعات منها المناجم (زائد 9.73 بالمئة) التجهيزات في حدود 4 بالمئة.

ومن هذا المنطلق تم اختيار قطاع المناجم، قطاع البترول والغاز، قطاع التأمينات وقطاع الصيدلية.

ثالثا: اختيار الشركات

تم اختيار أفضل الشركات في كل قطاع من خلال دراسة كل الشركات من حيث رأس المال النتيجة الصافية، عدد الأسهم والأرباح الموزعة كما أنها أكثر تسعيرا في بورصة دار البيضاء في سنة 2011 وبهذا وقع الاختيار على الشركات التالة:

في قطاع المناجم تم اختيار شركتين هما شركة المناجم وشكرة إميطير ويرجع هذا للارتفاع المحقق في هذا القطاع المقدر بـ95.46%.

أما في قطاع النفط والغاز فتم اختيار شركة سامير، وفي ما يخص قطاع التأمينات فوقع الاختيار على شركة الوفاء وفي الأخير شركة "سوطيما" في قطاع الصيدلية.

المطلب الثاني: تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من أسهم فقط

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

- أسهم شركة إميطير نرمز لها بـX1، و يتمثل عدد الأسهم المراد الاستثمار فيها بـ4 أسهم.
- أسهم شركة تأمين الوفاء تأخذ رمز X2، ويتمثل عدد الأسهم المستثمر فيها بـ3 أسهم.
- أسهم سوطيما يرمز لها X3،ويقدر عدد اسهمها بسهم واحد.
- أسهم شركة المناجم نرمز لها بـX4، ويتمثل عدد الأسهم المستثمرة فيها بـ5 أسهم.
- شركة سامير يشار إليها بـX5 ، يتمثل عدد الأسهم المراد الاستثمار فيها بسهمين.

أولا: حساب العائد والمخاطرة لأسهم الشركات

من خلال قيم العوائد الأسبوعية للأسهم التي تصدرها هذه الشركات، تم حساب الوسط الحسابي والذي يتمثل عائد الأسهم، والانحراف المعياري والذي يمثل مخاطرة الأسهم، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-1): الوسط الحسابي والانحراف المعياري لأسهم حافظة الأوراق المالية.

الشركات	مناجم	سامير	سوطيما	تأمين الوفاء	إميطير
الوسط الحسابي	0.005660947	0.000660155	5.16721E-06	0.00125311	0.00394683
الانحراف المعياري	0.000774424	0.000170792	7.54782E-05	0.00015955	0.00084596

المصدر: من إعداد الطالبتين بناءا على معطيات الملاحق، واعتمادا على برنامج Excelle

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

ثانيا: حساب العائد والمخاطرة الحافظة (P):

1. حساب عائد الحافظة (P):

$$E(Rp) = w1E(RX1) + w2E(RX2) + w3E(Rx3) + w4E(RX4) + w5E(RX5)$$

$$E(Rp) = (4/15)(0.0148006) + (3/15)(0.00626553) + (1/15)(7.75081E-05) + (5/15)(0.01698284) + (2/15)(0.004951166)$$

$$E(Rp) = 0.0115262$$

وبالتالي فإن عائد الحافظة المشكلة هو 0.0115262 أي 1.15%.

2. حساب الانحراف المعياري للحافظة (P)

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

r: معامل الارتباط؛

C: التباين المشترك.

$$\sigma_p^2 = \sigma_{X1}^2 \times (w_{X1})^2 + \sigma_{X2}^2 \times (w_{X2})^2 + \sigma_{X3}^2 \times (w_{X3})^2 + \sigma_{X4}^2 \times (w_{X4})^2 + \sigma_{X5}^2 \times (w_{X5})^2 + 2(r_2^1 \times c_2^1 \times w_{X2} \times w_{X1}) + \Big((r_3^1 \times c_3^1 \times w_{X1} \times w_{X2}) + (r_4^1 \times c_4^1 \times w_{X1} \times w_{X4}) + (r_5^1 \times c_5^1 \times w_{X1} \times w_{X5}) + (r_3^2 \times c_3^2 \times w_{X2} \times w_{X3}) + (r_4^2 \times c_4^2 \times w_{X2} \times w_{X5}) + (r_5^2 \times c_5^2 \times w_{X2} \times w_{X5}) + (r_4^3 \times c_4^3 \times w_{X3} \times w_{X4}) + (r_5^3 \times c_5^3 \times w_{X3} \times w_{X5}) + (r_5^4 \times c_5^4 \times w_{X4} \times w_{X5})\Big)$$

$$\sigma_p^2 = (0.05632)^2 \times (4/15)^2 + (0.0282)^2 \times (3/15)^2 + (0.04820)^2 \times (5/15)^2 + (0.0357)^2 \times (2/15)^2 + 2((-0.00011)(-0.07181)(4/15)(3/15) + (-0.00038)(0.2060)(4/15)(1/15) + (0.00155)(0.5850)(4/15)(5/15) + (0.00030)(0.1525)(4/15)(2/15) + (8.22E05)(0.0882)(1/15)(3/15) + (0.00011)(0.0861)(5/15)(3/15) + (6.18E05)(0.0623)(2/15)(3/15) + (3.25E06)(0.0020)(1/15)(5/15) + (5.03E05)(0.04261)(2/15)(1/15) + (0.00030)(0.1783)(2/15)(5/15)$$

$$\sigma_p^2 = 0.004040614$$

$$\sigma_p^2 = 0.06356582$$

أي أن انحراف المعياري للحافظة هو 6.35%.

المطلب الثالث: تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من اسهم الحافظة(P) وأصل بدون خطر

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

أولا: حساب عائد ومخاطرة حافظة الأوراق المالية:

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

ومن هذا المنطلق يمكن حساب عائد الحافظة المالية كالتالي:

$$E(R)_p = W_m E(R)_m + (1 - W_m)R_r$$
$$E(R)_p = 0.58 \times 0.011 + 0.52 \times 0.0357$$
$$E(R)_p = 0.024$$

[1] بنك المغرب، تقرير حول السياسة النقدية، العدد21، 2011، ص37.

أي أن عائد الحافظة هو 2.4%.

2. حساب مخاطر المحافظة: بما أن خطر الحافظة المالية المكونة من أصلين احدهما مخطر والآخر خالي من الخطر هو مساوي لخطر الأصل المخطر فإن:

$$\sigma(R)_p^2 = W_m^2\sigma(R)_m^2 \Rightarrow \sqrt{W_m^2\sigma(R)_m^2} \Rightarrow \sigma(R)_m = 0.58 \times 0.063 = 0.036$$

نستنتج من خلال النتائج أن التنويع باستخدام الأصل بدون خطر ذو دلالة، وهو ما يوضحه عائد ومخطر الحافظة المشكلة من الأسهم والأصل بدون خطر، بحيث ارتفع العائد من 1.15% إلى 2.4%، وانخفضت المخاطر من 6.35% إلى 3.6% أي ما يقارب النصف وهو ما يتوافق مع أهداف المستثمر الذي يسعى لتعظيم العوائد وتدنئة المخاطرة المرتبط بها، والجدول التالي يوضح باقي القيم عند توزيع الوزن النسبي بين الحافظة الخطر (P) والأصل بدون خطر.

جدول رقم (3-2): عائد ومخاطر الحافظة (p) والأصل بدون خطر.

R_r	R_p	R_{wp}	σ_{rwp}
0%	100%	0.011	0.063
52%	58%	0.024944	0.03654
58%	52%	0.026426	0.03276
71%	29%	0.028537	0.01827
29%	71%	0.018163	0.00781
100%	0%	0.0357	0

المصدر: من إعداد الطالبتين.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن عائد الحافظة المشكلة من أسهم فقط يساوي 1.1% كما قدرت مخاطرها بـ6.3% أما الحافظة المشكلة من الأصل بدون خطر فحققت عائد قدره 3.57% مع تحمل ولا مخاطرة.

هذا فيما يخص إعطاء الوزن الكامل للحافظة للأسهم تارة وتارة اخرى للأصل بدون خطر، أما في حالة توزيع وزن الحافظة بين حافظة الأسهم والأصل بدون خطر فإننا توصلنا النتائج التالية:

- إذا كان وزن حافظة الأسهم 58% والأصل بدون خطر 52% فإن الحافظة ستحقق عائد قدره 2.49% ومخاطرة قدرها 3.65%.

- إذا كان وزن حافظة الأسهم 52%، ووزن الأصل بدون خطر 58%، فستذر الحافظة عائد قدره 2.64% ومخاطرة بنسبة 3.27%.
- إذا كان وزن حافظة الأسهم 29% ووزن الأصل بدون خطر 71% فإننا سنحصل عائد قدره 2.85% ومخاطرة قدرها 1.81%.
- أما إذا كان وزن حافظة الأسهم 71% ووزن الأصل بدون خطر 29% فستحقق الحافظة عائد قدره 1.81% ومخاطرة قدرها 0.7%.

ومن خلال النتائج المتوصل إليها نستنتج أنه كلما أعطينا الوزن الأكبر للأصل بدون خطر كلما زاد العائد وانخفضت المخاطرة.

المبحث الثالث: قياس أداء حافظة الأوراق المالية

يعد قياس أداء حافظة المالية المرحلة الأخيرة ومن سيرورة حافظة الأوراق المالية، وفي هذا الصدد وتعددت مداخل قياس حافظة الأوراق المالية ولكننا سوف تقتصر على مؤشر ترينور وجونسن.

المطلب الأول: قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر ترينور

يقوم هذا النموذج على أساس الفضل بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية ، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها جيدا وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير النظامية (الخاصة)، وبالتال يتم فقط قياس المخاطر النظامية باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر الحافظة.

أولا: حساب معامل بيتا

جدول رقم (3-3) حساب معامل بيتا للحافظة (P).

اسم الشركة	معامل بيتا B	M الوزن الاستثماري	Bi mi
X1	0.063	0.26	0.01638
X2	0.334	0.2	-0.0668
X3	-0.144	0.07	-0.01008
X4	-0.0023	0.33	-0.000759
X5	0.430	0.13	0.0559
ألمجموع			0.128

المصدر: من اعداد الطالبتين

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن بيتا لحافظة موجبة بحيث أنها تساوي 0.128 وإن دل هذا على شيء فهو يدل على أن الأصول المالية المكونة للحافظة اكثر تأثرا بتذبذبات السوق.

ثانيا: حساب مؤشر ترينر:[1]

يمثل عائد الأصل بدون خطر 3.57%

سنقوم بحساب مؤشر ترينور بالمعادلة التالية:

[1] بنك المغرب، تقرير حول سياسة النقدية، العدد 21، 2011، ص37.

$r = \frac{Bp-RF}{B}$

$r_1 = -0.19296875$

$r_2 = -0.14488147$

$r_3 = 0.13933293$

$r_4 = -0.19296875$

$r_5 = -0.3068882$

من خلال حساب مؤشر ترينور لكل المحافظ المشكلة تمكنا من الوصول إلى الحافظة التي تحقق أحسن بتحقيقها أعلى معدل ترينور وهو 13%، ومثلت هذه الحافظة في الحافظة الثانية المكونة من 52% من حافظة الأسهم 58% من الأصل بدون مخاطرة بتحقيقها عائد قدره 2.64% ومخاطر بنية 3.27%

المطلب الثاني: قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر جونسون

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

عائد السوق يساوي 0.02% وهو وسالب لأن البورصة انهت سنة 2011 على انخفاض تشمل أمامنا مؤشرها الأساسي (مازي) بنسبة 12.86 بالمئة.

$$a_1 = [(0.011 - 0.0357)] - 0.063[-0.002 - 0.357]$$

$$a_1 = -0.02707555$$

$$a_2 = 0.001838167$$

$$a_3 = -0.01470382$$

$$a_4 = -0.001724973$$

$$a_5 = -0.00132295$$

من خلال النتائج المتوصل إليها فإن أحسن حافظة هي التي حققت نتيجة موجبة بمقدار 0.18% أي أنها الحافظة الثانية المشكلة من 58% من حافظة الأسهم و 52% من الأصل خطر محقق بذلك عائد قدره 2.49% ومخاطرة قدرها 3.65%.

المطلب الثالث: علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة

سنقوم بحساب العائد المعوض عن المخاطرة للحافظة التي اختارها مؤشر ترينور ومؤشر جونسون بالقانون التالي:

$$E(R)_p = R_f + \frac{E(R)_m}{\sigma R_m}\sigma(R_P)$$

إن هذه نظرية للتوازن مستنبطة من نظرية الحافظة لماركويتز،

1. حساب العائد المعوض عن مخاطر المحفظة ترينور:

$$E(R) = 0.0357 + \frac{0.023 - 0.0357}{0.032}0.032$$

$$E(R)_p = -0.36$$

الجزء الأول من المعادلة يمثل ثمن الانتظار أي Price Lime والذي يمثل 13.57 أما الجزء الثاني من المعادلة فيمثل العائد الذي يعوض المستثمر عن المخاطر التي تنطوي عليها الاستثمار، وهو ما يسمى بثمن المخاطرة والذي يقدر بـ0.39% التي اختارها ترينور لا يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر في بورصة دار البيضاء للقيم المنقول.

2. حساب العائد المعوض عن المخاطر لحافظة جونسون

$$E(R)_p = -0.357 \times \frac{0.024 - 0.0357}{0.036}0.036$$

يمثل ثمن الانتظار 3.57%

أما بثمن المخاطرة والذي يقدر بـ0.012%

ومنه نستنتج أن عائد الحافظة المستكفي من أصول خطرة والأصل بدون خطر التي اختارها جونسون تكفي لتعريض المستثمر عن المخاطرة في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة.

خاتمة الفصل:

لقد حققت بورصة دار البيضاء انجازات كبيرة م نوقت افتتاحها في سنة 1929 إلى يومنا هذا، حيث أنها تحتل المرتبة الثالثة على مستوى إفريقيا، ويعود الفضل للإصلاحات المستمرة، التسيير الحكيم وثقافة المستثمرين وبهذا استطاعت من جمع المدخرات واستثمارها في مختلف القطاعات.

ومن خلال الدراسة المنجزة في الفصل السابق تمكنا من الوصول إلى النتائج التالية:

- يساهم الأصل بدون حضر بزيادة عائد حافظة الأوراق المالية وتدنئة مخاطرها.
- يعد قياس أداء الحافظة خطوة مهمة لا يمكن تخطيها.
- يمكن أن تكون الحافظة المختارة من خلال مؤشر جونسون ليست نفسها المختارة من طرف ترينور.
- يمكن أن يكون عائد الحافظة المختارة من خلال مؤشر قياس أداء لا يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطرة في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

إن كل مستثمر فرد أو مؤسسة هدفه هو البحث عن كيفية إنفاق ثروته بشكل أمثل لتعظيم المنفعة على الأصول المالية المختلفة المشكلة للحافظة هذا من جهة، ومن جهة أخرى كيف يمكنه قياس أدائها وذلك بهدف الاحتفاظ بمكوناتها أو التخلص منها للانتقال إلى حافظة أوراق مالية أخرى، وجذب هذا الإشكال اهتمام الاقتصاديين لتقديم وتطوير نماذج تعتبر ولحد اليوم الأساس والقاعدة في عملية بناء وتشكل الحافظة، وامتدت لتتعدد في مختلف مؤشرات قياس أداء حافظة الوراق المالية.

ومن خلال دراستنا امكننا التوصل إلى النتائج والتوصيات التالية:

أولا- نتائج الدراسة:

1. تمثل حافظة الأوراق المالية مجموعة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية لتحقيق الأهداف المرجوة؛
2. إن تشكيل حافظة أوراق مالية جيدة، يتطلب توزيع أمثل لنسب الثروة على الأصول المكونة لها؛
3. يعتبر عنصر العائد والأمان محددي السياسة المتبعة في إدارة الحافظة المالية؛
4. يبقى تقييم أداء الحافظة المالية المرحلة في عملية إدارة الاستثمار المالي؛
5. النموذج المقدم من طرف شارب على أساس قياس مدى تغطية العلاوة للمخاطر الكلية؛
6. يفترض نموذج ترينور أن المحافظ يتم تنويعها تنويعا جيدا، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة؛
7. يعرف النموذج الذي قدمه جونسون بمعامل α، وتقوم فكرة هذا النموذج على ايجاد الفرق بين العائد الاضافي وعلاوة خطر السوق؛
8. كما قدم فاما نموذجا يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظة المتماثلة في مستويات الخطر؛
9. يبقى الهدف الأولى والأخير من تشكيل الحافظة المالية هو الوصول إلى الحافظة المثلى التي تحقق أكبر عائد وبأقل مخاطر؛
10. يساهم الأصل بدون خطر في تخفيض مخاطر الحافظة وزيادة عائدها؛
11. للوزن النسبي لأصول الحافظة على أثر على عائد ومخاطر الحافظة؛
12. يقيس مؤشر جونسون هو الآخر أداء الحافظة ويساهم في اختيار أفضلها بالاستعانة بمعامل α؛
13. يمكن أن تكون الحافظة ذات الأداء الأحسن المختارة من طرف مؤشر ترينور، ليست نفسها المختارة من طرف مؤشر جونسون؛

14. عائد الحافظة المشكلة من أصول خطرة والأصل بدون خطر قد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر، كما قد لا يكفي، بحيث يتم تحديد ذلك حسب الحافظة المشكلة في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011.

ثانيا- التوصيات الموجهة للمستثمر المالي

1. الزامية الاطلاع وتحليل النشريات الدورية للشركات المراد الاستثمار فيها، ليكون الاختيار موفق لمكونات الحافظة؛
2. يجب على المستثمر أن يكون على علم بكل الأحداث والتغيرات الوطنية والدولية من الناحية الاجتماعية، الاقتصادية، المالية، السياسية والقانونية... الخ؛
3. الزامية تحديد المخاطرة التي يمكن تحملها جراء اختيار مكونات الحافظة؛
4. الاستعانة بالنماذج والمؤشرات التي من شأنها قياس وتقييم أداء حافظة الأوراق المالية؛
5. ضرورة القيام بمراجعة دورية لحافظة الأوراق المالية، لتحديث محتوياتها عند الضرورة ؛
6. في حالة التعامل مع السمسار يجب تحديد صلاحياته لكي لا يقوم بإبرام صفقات نيابة عن المستثمر بمعلومات مضللة، و هذا من أجل الحصول على عمولات ؛
7. عدم الاتسام بالأخلاقية من خلال التعامل بالبيع الصوري الذي من شأنه التهرب من الضرائب أو إيهاب المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت لورقة معينة.

قائمة المراجع

قائمة المراجـــــع

أولا: المراجع باللغة العربية

1.الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة: الاستثمار في الأوراق المالية (تحليل وإدارة) ، ط 1 ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، الأردن ، 2004 .
2. أسعد حميدي العلي ، الإدارة المالية (الأسواق العلمية والتطبيقية) ، ط1 ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2010 .
3. حسن عمر: الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة الرابعة، القاهرة ، 1992 .
4. حماد طارق عبد العال: دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس.
5. خالد وهيبب الراوي، ادارة المخاطر المالية، دار المسيرة ، الطبعة 1 ، عمان ، 2009 .
6. دريد كامل آل شبيب ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، ط 1 ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، الأردن ، 2010 .
7. زياد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل للنشر ، الأردن ، الطبعة الثانية ، 2002 .
8. زياد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن ، 1992 .
9. سعيد سيف النصر: دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، مصر.
10. سيد سالم عرفة: إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، ط 1، عمان، الأردن، 2009.
11. السيد متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط 1، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن.
12. طارق عبد العال حماد: إدارة المخاطر (أفراد–إدارات–شركات–بنوك) الدار الجامعية ، مصر ، 2003
13. عبد الرؤوف رباعة ، سامي حطاب: التحليل المالي وتقييم الأسهم (و دور الاقتصاد في تقرير كفاءة سوق الأوراق المالية) ، هيئة الأوراق المالية والسلع ، أبو ظبي ، "الإمارات العربية المتحدة" ، فبراير ، مارس ، 2006 .

14. عبد الغفار حنفي: البورصات: أسهم ، سندات ، صناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 2004-2005 .
15. غازي فلاح المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009.
16. محسن أحمد الخضري ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، ايتراك للنشر والتوزيع ، مصر الجديدة ، 1999 .
17. محمد إسماعيل حميد: أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار العربية.
18. محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد: الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2004-2005 .
19. محمد صالح الحناوي: تحليل وتقيم الأسهم والسندات ، مؤسسة النشر الجامعية ، مصر ، 2005
20. محمد مطر: إدارة الاستثمارية الإطار النظري والتطبيقات العلمية ، ط 1 ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2006 .
21. محمد مطر، فايز تيم: إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2005 .
22. محمود محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات-اوراق-بورصات) ، ط 1 ، دار النشر والتوزيع ، عمان ، الأردن .
23. منية خرباش: أثر مخاطر سعر الصرف على أداة محفظة الأوراق المالية ، دراسة حالة بورصة عمان والسعودية ، 2010.
24. منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، الطبعة 3 ، دار المعرفة الجامعية ، الاسكندرية 2010.
25. هوشيار معروف: الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء للنشر ، عمان ، الأردن ، 2009 .

2. مذكرات:

1. بخالد عائشة: التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية ، دراسة حالة سوق دبي 2007 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ،2009-2010.
2. بن العايش حسان، تشكيل وتقييم أداء محفظة الاوراق المالية، ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير غير منشورة ، جامعة عنابة ، الجزائر ، 2009 / 2010 .

3. جابر نذير: تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، غير منشورة ، جامعة عنابة ، الجزائر 2008/2007،
4. خديجة شعب: قياس مخاطر استثمارات الأسهم العادية في الأسواق المالية ، دراسة حالة قطاعات الفرعية بسوق عمان للأوراق المالية 2008-2009 ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2012 .
5. سعيدة تالي، التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية (دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس) ، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2009 .
6. غالية مليك: أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية ، دراسة تطبيقية على مجموعة من الأسواق المالية خلال فترة (2010-2013)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، غير منشورة ، جامعة ورقلة، الجزائر ، فترة 2012-2013 .
7. فلاح حسين الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، ادارة البنوك، مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر والتوزيع ، رام الله، 2000.
8. فيصل حمدي ، تسيير المحافظ المالية الدولية للاسهم المسعرة في البورصة مع اشارة بحالة الجزائر والمغرب ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر، 2006.
9. منصوري الحاج موسى: أثر خطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي) ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر في علوم التسيير، غير منشورة ، جامعة ورقلة، الجزائر ، 2008
10. نور الدين بهلول: الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، غير منشورة ، جامعة عنابة، الجزائر ، 2006/2005 .

3. تقارير منشورة:

1. بنك المغرب، تقرير حول سياسة النقدية، العدد 21، 2011.

4. المجلات

1. دادن عبد الغاني، قررا التمويل تحت الضرائب وتأثر تكلفة التمويل، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السادس، 2008.
2. كمال بن موسى: المحفظة الاستثمارية (تكوينها ومخاطرها) ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد الثالث، 2005 .

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. JACQUES HAMON , bourse et gestion de portefeuille,2e édition, EDeconomica , paris , 2005.
2. Pascal Alphonse etc , Gestion portefeuille et marches financiers , Edition Pearson , 2010.
3. Aswath DAMODARAN .Finance entreprise .Edition de boeck .2 eme édition .Paris.
4. Zvi Bodi et Robert Merton .Finance .Edition francise .2eme édition .Paris 2005.
5. Pierre NERNIMMEN, Finance d'entreprise, 6e edition , DALLOZ PARIS ,2005.
6. Mondher Bellah , Gestion de portefeuille analyse , quantitative de rentabilité et des risques, Person éducation, 2004.
7. Pascal Grandin, me sure de performahce des Fonds, méthode et résultat, Economica, France, 1998.
8. Kamel laardh, les marchés des investisseurs instituionnels sont- ils efficients : cas des fonds de persion et des unit trusts britanniques, Document de recherche n° 2006-04, France, 2005, consulte le site :
   http://www.univ orleons.fr/leo/activité scientifique/ dr, 2006-04 lqordh.pdf.

المواقع الالكترونية:

حسام الدين: كيف تبني محفظتك الاستثمارية، منتديات الخليج، أنظر الموقع

1. http//www.the gulfbiz.com/show thread. php?T=111151
2. http://www.aitmelloul2u.net/news15.htm.
3. httpjr.wikipedia.org/wiki%D8%A8%D9%88%.
4. http://www.aitmelloul2u.net/news15.html.
5. http://www.casablancabourse.com/bourseweb/ar/content.a5px?/dlink:110&cat=1 .
6. http//attassiva.blogspot.com/2012/01/blog-post.html ?

الملاحق

B