

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'enseignement supérieur  
Et de la recherche scientifique  
Université M'Hamed BOUGARA de Boumerdès  
Faculté Des Sciences Economiques, Commerciales Et  
des Sciences De Gestion



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أحمد بوقرة بومرداس

مطبوعة بيداغوجية تحت عنوان

## محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية

موجمة لطلبة: السنة الأولى دكتوراه ل.م.د. تخصص: مالية ومحاسبة.  
قسم: العلوم التجارية من إعداد الدكتور: سامية فقير

السنة الجامعية: 2017/2018

## الفهرس

### أولاً: الأسواق المالية: التداول والمؤشرات

1- الأسواق المالية

2- مؤشرات الأسواق المالية.

### ثانياً: مدخل إلى إدارة المحافظ الاستثمارية

1- التعريف بالمحفظة الاستثمارية

2- نظرية المحفظ الاستثمارية

3- مقومات تكوين المحفظة الاستثمارية

4- ماهية إدارة المحافظ الاستثمارية

### ثالثاً: المحفظة الاستثمارية الكفوة

1- تعريف المحفظة الاستثمارية الكفوة

2- بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة

### رابعاً: نماذج مهمة في إدارة المحافظ الاستثمارية

1- نموذج شارب البسيط

2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP

3- نموذج التسعير المرجح APT

### خامساً: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

1- مفاهيم أساسية حول مدير المحفظة الاستثمارية

2- نماذج قياس أداء المحافظ الاستثمارية

### سادساً: التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية

1- التحليل الأساسي

2- التحليل الفني

3- الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

### سابعاً: صناديق الاستثمار

1- التعريف بصناديق الاستثمار

2- أنواع صناديق الاستثمار

3- مخاطر صناديق الاستثمار وأنواع الرسوم عليها

4- نمط إدارة صناديق الاستثمار

- 5- تقييم أداء صناديق الاستثمار
- 6- أوجه التشابه والاختلاف بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار

#### ثامنا: المحافظ الاستثمارية الأجنبية

- 1- طبيعة المحافظ الاستثمارية الأجنبية
- 2- مخاطر المحافظ الاستثمارية الأجنبية
- 3- أنواع المحافظ الاستثمارية الأجنبية
- 4- استراتيجيات المحافظ الاستثمارية الأجنبية
- 5- العائد والمخاطرة في المحافظ الأجنبية

## المقدمة

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستغلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي والمهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزاً في السيولة النقدية. وقد تعاضم هذا الدور مع تطوّر الابتكارات في الاستثمارات المالية في السنوات الأخيرة بشكل دعى إلى اهتمام المدراء والمتخصصين الماليين بهذا النوع من الاستثمارات. بحيث أصبحت عملية الاستثمار تمثل وصفاً للآلية التي يقوم بها المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية الخاصة باختيار الأوراق المالية والنسبة المستثمرة في كل نوع منها وأيضاً وصف لما يخص التوقيت الملائم للاستثمار. وهو الأمر الذي نتج عنه الاهتمام بما يعرف بإدارة المحافظ الاستثمارية والتي تعتبر من العلوم الحديثة نسبياً، تأتي أهميتها من تنوع الأوراق المالية المتاحة وتعدد الأسواق المالية.

فالهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي يتم على أساسها اختيار الاستثمار المناسب. وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلوا أي مشروع من عنصر المخاطرة، حتى أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقود سائلة فيه مخاطرة، حيث لا يوجد أي ضمان بأن القوة الشرائية للعملة ثابتة، ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع، وهذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها.

وعليه، يعتبر مقياس إدارة المحافظ الاستثمارية من المقاييس التي تحظى باهتمام من قبل العديد من التخصصات الاقتصادية، ولذا جاءت هذه المطبوعة بهدف التعريف بمهية المحافظ الاستثمارية، ونماذج تسييرها عبر المراحل المختلفة من مراحل تطور نظرية المحفظة، كما يتم عرض أهم خطوات بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة التي تحقق للمستثمر أعلى عائد ممكن عند أقل مستوى مخاطرة ممكنة. ولما كان تسيير هذه المحافظ الاستثمارية يخضع لإدارة متخصصة، فوجب تقييم أداء هذه الإدارة باستعمال نماذج مختلفة.

كما ان الإدارة الجيدة للمحافظ الاستثمارية تستلزم القيام بمجموعة من التحليلات سواء على المستوى الاقتصادي الكلي أو على مستوى الشركات المصدرة للأوراق المالية، أو بدراسة تحركات أسعار هذه الأوراق بناء على قيمها التاريخية، وهنا نتميز بين نوعين من التحليلات وهي التحليل الأساسي والتحليل الفني.

كما سيتم التطرق إلى دراسة نوع مهم من المحافظ الاستثمارية والتي يتداول التعامل بها، ألا وهي صناديق الاستثمار، وذلك بالتطرق إلى تعريفها، أنواعها ونماذج تسييرها.

وفي الأخير سيتم التعرّض لمفهوم المحافظ الاستثمارية الأجنبية وأنواع المخاطر التي قد تتعرّض لها، وكذا أنواعها واستراتيجياتها المختلفة، ونماذج تقييمها.

- ولإنهاء مختلف تطلّعات هذه المطبوعة، تم تقسيمها إلى ثمانية محاور كما يلي:
- أولاً: الأسواق المالية: التداول والمؤشرات
- ثانياً: مدخل إلى إدارة المحافظ الاستثمارية
- ثالثاً: المحفظة الاستثمارية الكفؤة
- رابعاً: نماذج مهمة في إدارة المحافظ الاستثمارية
- خامساً: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية
- سادساً: التحليل الأساسي والتحليل الفني للأوراق المالية
- سابعاً: صناديق الاستثمار
- ثامناً: المحافظ الاستثمارية الأجنبية

وفي نهاية هذه المطبوعة عرض لقائمة المراجع التي تم اعتمادها في إعدادها وتهيئتها، متمنين بذلك للطلبة الأعزاء التوفيق والنجاح.

## الأسواق المالية: التداول والمؤشرات

### 1- الأسواق المالية

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد، وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستغلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي والمهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزاً في السيولة النقدية.

### 1-1 ماهية الأسواق المالية وتقسيماتها

#### 1-1-1 تعريف السوق المالية

تمثل السوق المالية الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط تتوفر قنوات اتصال فعالة.<sup>1</sup>

### 1-1-2 تصنيفات الأسواق المالية وأنواعها

تصنف الأسواق المالية إلى الأسواق النقدية وأسواق رأس المال وذلك كما يلي:

**1-1-2-1-1 الأسواق النقدية:** وهي أسواق مالية تتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل سهلة التحويل إلى سيولة والتي من أهمها: أذونات الخزينة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، ودائع قابلة للمفاوض، اليورو دولار، واتفاقيات إعادة الشراء.

### 1-1-2-1-2 سوق رأس المال: يتكون أساساً من:

- **أسواق الأوراق المالية:** وتعرف على أنها<sup>2</sup> عبارة عن نظام يتمّ بموجبه الجمع البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين حيث يتمكّن بذلك المشترون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، أما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

وتنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى كل من:<sup>3</sup>

\* **السوق الأولية:** يختص هذا السوق في التعامل مع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لتمويل مشروعات جديدة، التي هي بحاجة إلى أموال، حيث يمكنها إصدار أوراق مالية (أسهم وسندات)، ثم طرحها للاكتتاب العام أو الخاص وهذا يعطي فرصة للمؤسسات المختلفة والأفراد لاستثمار مدخراتهم.

1 محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، المكتبة الوطنية، الأردن، 1993، ص: 320.

2 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "أسهم، سندات، وثائق الاستثمار والخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 37.

3 فقير سامية، الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية ودوره في تنشيط سوق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن، رسالة دكتوراه، اقتصاديات المالية والبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، 2013/2014، ص ص: 09-11.

\* السوق الثانوية: هو الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتعمل فيه المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول هذه الأوراق، وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وشركات إدارة محافظة الأوراق المالية، وبالتالي فهي تمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق المالية. وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى كل من:

### ➤ أسواق الأوراق المالية المنظمة:

تدعى ببورصة الأوراق المالية المختلفة بيعا وشراء، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون محاط بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل متميز، وتحتضن معظم دول العالم سوقا للأوراق المالية المنظمة أو أكثر، مثل سوق نيويورك للأوراق المالية والسوق الأمريكية لتداول الأسهم وبورصة طوكيو وبورصة لندن، وكذلك سوق عمان للأوراق المالية وسوق القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية وغيرها.

### ➤ أسواق الأوراق المالية غير المنظمة:

تعرف السوق غير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة غير الرسمية وغير المركزية، وجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار السوق المنظمة، وبالتالي هي أسواق تتم المعاملات فيها خارج نطاق البورصة، وليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات .

وقد وجدت هذه الأسواق في بعض الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول العربية مثل الكويت وتونس والأردن، وتضم هذه الأسواق شبكة من شركات الوساطة المالية وبعض التجار الذين يحتفظون بكميات من الأوراق المالية المختلفة يقفون على استعداد للتعامل بها بيعا وشراء حيث تتم العمليات بدون القواعد والإجراءات التي تفرضها البورصة ولا تخضع لرقابتها وأنظمتها.

مما لا شك فيه أن هذه الأسواق الغير منظمة وغير الرسمية تؤدي خدمة كبيرة للمستثمرين المتعاملين بها من حيث توفير الجهد والوقت الذي يبذلونه ويقضونه في البحث عن مشتر لبعض أوراقهم أو بائع لبعض الأوراق التي يرغبون فيها.

وتنقسم الأسواق غير منظمة إلى :

### السوق الثالثة:

تمثل هذه السوق الثالثة قطاعا من السوق غير المنظمة، وتتكون هذه السوق من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهي سوق غير رسمية يتم التعامل فيها على أوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة . وقد نشأت الحاجة إلى هذه السوق نتيجة عدم تمتع شركات الاستثمار الكبيرة مثل صناديق المعاشات وصناديق الاستثمار بميزات خصم العمولة عند تعاملها بالبورصة، في حين يتيح لها السوق الثالث التفاوض بهذا الشأن والحصول على تخفيضات في العمولة هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى تجد الشركات الكبيرة صعوبة بعم قدرة الوسطاء المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة وبالسرعة المطلوبة .

## السوق الرابعة:

تعتبر السوق الرابعة سوقاً غير منظمة، تقوم بين الشركات الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية للتعامل فيما بينهم ويقصد هنا الأفراد الأثرياء الذين يملكون تلك الأعمال . ويقتصر دور الوسيط في هذا السوق على تسهيل المعاملات بين الأطراف، ونظراً لدوره المحدود جداً فقد كانت عمولته منخفضة جداً مقارنة بالسواق الأخرى، وعليه توفر هذه السوق سرعة إنجاز الصفقات المالية نتيجة الاتصال المباشر وهذا ينعكس أيضاً بالإيجابية على الأسعار في حالي البيع والشراء .

– أسواق الاقتراض الطويل الأجل: وتتعامل أسواق الاقتراض الطويلة الأجل بالقروض العقارية الاستهلاكية، قروض البنوك التجارية والقروض التنموية الأخرى الطويلة الأجل. أما عن المؤسسات التي تتعامل في هذه الأسواق فهي المؤسسات المالية الوسيطة وعلى رأسها البنوك التجارية.

## 1-2 أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

يمكن تقسيم أدوات سوق رأس المال إلى أدوات الملكية، أدوات الدين، الأوراق المهجنة، بالإضافة إلى المشتقات المالية.

## 1-2-1 أدوات الملكية: وتشمل بدورها الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

يمثل السهم ورقة مالية صادرة من طرف شركة ذات أسهم تمثيلاً لحصة من رأس مالها، وتنقسم بدورها إلى:

1-1-2-1 الأسهم العادية: وتعدّ أكثر الأدوات المالية شيوعاً لها قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما تكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي تتضمن فقط الاحتياطات، الأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار فضلاً عن القيمة الاسمية للسهم، أما القيمة السوقية فتتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية.<sup>1</sup>

وتتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص يمكن ذكر منها:<sup>2</sup>

- عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة.
- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة.
- حصول حملة الأسهم العادية على الأرباح يتوقف على مقدار الأرباح المحققة من قبل الشركة، وعليه يتحصل حامل السهم العادي على عائد متغيّر طبقاً لما تحقّقه الشركة من أرباح.

1 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 88.

2 عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي واليات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2002، ص: 22-23.



- خاصية حق المطالبة المتبقي، تشير هذه الخاصية إلى اعتبار حملة الأسهم آخر الطوائف في استيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، ففي حالة التصفية يكون لحملة الأسهم العادية حق المطالبة بالمبالغ المتبقية من قيمة أصول الشركة بعد استيفاء حقوق الأطراف الأخرى.
- خاصية المؤسسة المحدودة، وتعني هذه الخاصية أن حملة الأسهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة.
- إن الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف، ولكنه أصعب من حيث التحليل، كما أن للسندات في أغلب الأحيان مدة صلاحية محدودة وحد أعلى لسعر الفائدة الممنوح على عكس الأسهم العادية التي تعتبر غير محدودة العمر والأرباح.

### كما يتمتع حملة الأسهم العادية بجملة من الحقوق منها:<sup>1</sup>

- الحصول على جزء من الأرباح على الاستثمارات في نهاية السنة، وهو أحد الأهداف الهامة، أي تحقيق الأرباح على الاستثمارات التي قاموا بها.
- الحصول على نصيبه من قيمة الموجودات في الشركة عند التصفية.
- حق نقل ملكية الأسهم عن طريق الاتجار بها أو عن طريق الهبة أو الإرث.
- حق الحضور في الاجتماعات الهيئة العامة للمساهمين، والتي تنعقد عادة كل سنة وذلك للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة.
- الحق في التصويت، أي أن المساهمين باعتبارهم ملاك للشركة لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود شركتهم.
- حق الإطلاع على وثائق الشركة متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا.
- حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.

### كما يوجد عدّة أنواع من الأسهم العادية كما يلي:<sup>2</sup>

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: وهي أسهم إنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة في الشركة.
- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة وتعني أن التوزيعات على هذه الأسهم من الإيرادات تخصم قبل احتساب الضريبة.

1 محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 62.

2 فقير سامية، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

- الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، ولكن في هذا النوع من الأسهم في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم فحامل السهم العادي له الحق بمطالبة الشركة بالتعويض.

1-2-1-2- الأسهم الممتازة: وتقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين النوعين. فهي تشبه السندات في أن لها توزيعات الأرباح ثابتة دوريا، وتشبه الأسهم العادية في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة، وأصحابها يعتبرون من مالكي الشركة.

وتتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص يمكن ذكر منها بما يلي:<sup>1</sup>

- خاصية تجميع الأرباح، تقضي هذه الخاصية بأن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.

- تتصف بإمكانية الاستدعاء والتسديد، فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة، وليس لها تاريخ استحقاق، إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية.

- حملة الأسهم الممتازة لهم أولوية على حملة الأسهم العادية في التوزيعات في أموال التصفية.

- يعني انخفاض المخاطر التي يتعرضون لها قياسا بتلك المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية.

- ارتفاع تكلفة الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل إذا ما قورنت بتكلفة الاقتراض، وذلك نظرا لكون توزيعات الأسهم الممتازة لا تعد من التكاليف الواجبة الخصم عند تحديد الدخل الخاضع للضريبة.

- تتصف هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصية المشاركة، أي هناك أنواع أخرى منها كتلك التي تسمى بأسهم المشاركة، وفقا لذلك فإن لحملة الأسهم الممتازة بعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة، أو أية نسبة محددة مسبقا الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين.

- تمتاز هذه الأسهم بكونها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

كما يتمتع حاملو الأسهم الممتازة بجملة من الحقوق منها:<sup>2</sup>

- لهم الحق في تجميع الأرباح المقررة لهم.

- يحق لحملة الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية لأنه بموجب القيمة الاسمية الممتاز يمكن الحصول على عدد أكثر من الأسهم العادية. ويتم ذلك كلما كان المركز المالي قويا.

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 30.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 31.

- الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في اقتسام الأرباح التي توزع عليهم بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة الأرباح المقررة، معنى ذلك أنه يتم دفع الأرباح المقررة لحملة الأسهم الممتازة أولا ثم توزيع الأرباح المتبقية على حملة الأسهم العادية.

كما يحقق حملة الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية، لأنه بموجب القيمة الاسمية للسهم الممتازة يمكن الحصول على عدد أكثر من الأسهم العادية،

### كما يوجد عدة أنواع من الأسهم الممتازة يمكن ذكر منها:<sup>1</sup>

- الأسهم الممتازة للأرباح أو غير مجمعة : الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح تعني أنها تجمع حقوقها في الأرباح ولا تخسرهما عن السنوات التي يتم فيها التوزيع، أما غير المجمعة فلا يحق لها أن تجمع حقوقها عن السنوات التي لا يتم فيها توزيع الأرباح، أي أنها لا تأخذ أرباحها إلا عن السنوات التي يتم فيها التوزيع.

- الأسهم الممتازة المشاركة أو غير المشاركة: حيث أن الأولى لها الحق في المشاركة في الأرباح المتبقية بعد أخذ المساهمين المحددة للأسهم الممتازة من هذه الأرباح المحددة لهم.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل أو غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: حيث يحقق حملة الأسهم الأولى تحويلها إلى أسهم عادية وبالذات حين يكون العائد الذي يتحقق للأسهم العادية يفوق العائد الذي يتحقق لحملة الأسهم الممتازة، أما الثانية فلا يحق لحملة تحويلها إلى أسهم عادية.

**1-2-2 أدوات الدين:** وتمثل أدوات الدين المتداولة في سوق الأوراق المالية في السندات، والتي تعرف على أنها<sup>2</sup> ورقة مالية تمثل قرضا طويل أو متوسط الأجل، وكاملة الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.

### وتتميز السندات بمجموعة من الخصائص، يذكر منها:

- عبارة عن قروض طويلة الأجل ذات معدل فائدة ثابت ومحدد.
- صك مديونية على الجهة المصدرة له، وبالتالي حامله ليس له الحق في التدخل في شؤون الشركة.
- استفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- تتميز كذلك السندات بتكلفة ويعبر عنها بالفائدة السنوية، التي تتحملها الشركة المصدرة لها خلال فترة القرض.
- كما تتميز أيضا السندات بخاصية الاستدعاء، أي أن الشركات المصدرة للسندات تمتلك الحق في استردادها.

ويمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات، وذلك وفقا لما يلي:<sup>3</sup>

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 31.

2 Jperyard; **La bourse**; Imprimerie Herssey; 3eme édition; Paris, 1993, PP: 11-27.

3 بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص ص : 62-63

## - أنواع السندات حسب شكل الإصدار: ويميّز بين:

- **سندات لحامله:** يكون السند لحامله عندما يصدر خالياً من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، وعند حلول موعد استحقاق السند يكرن لحامله أيضاً الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة .
- **سندات اسمية أو مسجلة:** ويكون السند اسماً متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، ويمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته، ولذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً ويقتصر التسجيل على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة .

## - أنواع السندات حسب القابلية للاستدعاء: ويميّز بين:

- **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة عند الإصدار.
- **السندات القابلة للاستدعاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء، يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها، لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي.

## - أنواع السندات حسب قابليتها للتحويل: ويميّز بين:

- **سندات غير قابلة للتحويل:** مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل مصدرة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.
- **سندات قابلة للتحويل:** تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سنداته إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد.

بالإضافة إلى الأنواع السابقة، توجد بعض التصنيفات الأخرى للسندات، وتتمثل فيما يلي: <sup>1</sup>

## - أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: ويميّز بين:

- **سندات حكومية:** هي التي تصدرها الهيئات الحكومية، وتكون مضمونة تتمتع بدرجة سيولة عالية.
- **سندات الشركات:** تصدرها الشركات الضخمة التي تجعلها مقترضة.

## - أنواع السندات حسب معدل العائد: ويميّز بين:

1 فقير سامية، مرجع سبق ذكره، ص: 32-33.

- **سندات ذات المعدل الثابت**: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.
  - **سندات ذات المعدل المتغير** ويكون العائد مختلف حسب الفائدة التي يحددها السوق.
  - **أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة**: ويميّز بين:
    - **سندات عادية**: لا تتأثر بما تحققه الشركة إذ تحصل على الفائدة في جميع الحالات بغض النظر عن أدائها.
    - **سندات الدخل**: هذا النوع فائدته تتأثر بما حققته الشركة فهي لا تحصل عليها إلا إذا حققت دخل معين، أي لا تدفع الفوائد إلا في حالة تحقيق الأرباح.
    - **من حيث الضمانات**: ويميّز بين:
      - **سندات مضمونة**: وتكون مرهونة بأصول معينة للشركة ففي حالة عدم وفائها بالتزاماتها يستطيع أصحاب هذه السندات التصرف بهذه الأصول واستفاء جميع حقوقهم.
      - **سندات غير مضمونة**: إن الضمانات الفعلية لهذه السندات هي السمعة الحسنة للمؤسسة المصدرة لها.
- ملاحظة:**

كما توجد أيضاً السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وهي سندات ذات معدل فائدة وأجل معلوم يعطي لحاملها حق الخيار بتحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس سعر تمويلي يحدّد في العادة عند إصدار السند.

**1-2-3 الأدوات المالية المهجنة**: وهي أدوات مالية تجمع بين خصائص الأسهم والسندات معاً، لذا تعرف بالأوراق المهجنة. وتشمل الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم.

**1-2-3-1 الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار**: الأسهم الممتازة سبق وأن تطرّق إليها، أما بالنسبة لشهادات الاستثمار فهي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على العوائد مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العامة. وتداول هذه الشهادات في البورصة شأنها في ذلك شأن بقية الأدوات المالية، ويتمتع حاملها بالأولوية إلى جانب المساهمين العاديين في الاكتتاب، أي شراء شهادات الاستثمار المصدرة الجديدة بغرض رفع رأسمال الشركة.<sup>1</sup>

**1-2-3-2 السندات القابلة لتحويل إلى أسهم والسندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم**: بالنسبة للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم هي سندات ذات معدل فائدة وأجل معلوم يعطي لحاملها حق الخيار بتحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس سعر تمويلي يحدّد في العادة عند إصدار السند. أما بالنسبة للسندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم والتي تمثل أوراق مالية التي تجمع بين صفات الأسهم والسندات لحملتها

1 Y.Simon; encyclopé du marchés financiers; Tome 01; Economica; Paris; 1997. P: 22.

الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية، بحيث أن تسليمه لقسيمة من تلك القسومات التابعة لسنداته يؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة مسبقا.<sup>1</sup>

**1-2-4 المشتقات المالية:** وتعتبر المشتقات المالية أحد أدوات التعامل الحديثة في أسواق الأوراق المالية والتي ظهرت في السبعينيات من القرن العشرين نتيجة التقدم التكنولوجي والتغيرات الاقتصادية التي صاحبت المؤشرات المالية من معدلات الفائدة، أسعار الصرف ومؤشرات البورصة، ومن العوامل التي ساهمت في نجاح أسواق عقود المشتقات المالية ورواجها قدرتها على تحسين كفاءة السوق بتخفيض تكلفة المعاملات، فضلا عن إتاحة الفرصة للمضاربين والمستثمرين للتغطية ضد المخاطر وتحقيق الفوائد الرأسمالية. والتي سيتم التطرق إليها بالتفصيل في درس لاحق.

### 1-3- إدارة البورصة ومؤسساتها

يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيها التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم العمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدات تغير الأسعار كلما كان ذلك ضروريا، وتحدد الهيئة المشرفة على سوق هذه الوحدات وتتولى الإعلان عن الصفات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.

### 1-3-1 مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية: وتتكون من:

#### 1-3-1-1 صالة التداول: وهو مكان مخصص للتداول.

**1-3-2 الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة:** وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم من بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمكن أن يكون الوسيط شركة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة، فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فبدونهم لا يمكن التعامل فيها إذ تتمثل مهمتهم في الوساطة المالية بين الجهات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية والجهات التي تقتنيها وتمثل وظائفها فيما يلي:<sup>2</sup>

- تقديم النصح والمشورة نظرا للخبرة وما يتوافر لديهم من كفاءات.
- الاكتتاب في الأوراق المالية أي شراء مصدر في الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.
- التسويق وذلك من خلال بيوت السمسرة، والتي تقوم بعملية البيع للمستثمرين وذلك بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة . . . . الخ .

### 1-3-3 المتعاملون: إضافة إلى الوسطاء الماليين نجد المتعاملين في سوق الأوراق المالية كما يلي:<sup>3</sup>

1 فقير سامية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 34.

2 بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

3 شحبة مصطفى رشدي، الاقتصاد النقدي والمصرفي في البورصات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996، ص: 518-530.

- **العارضون لرؤوس الأموال:** وهم أصحاب الأموال (المدخرات) الذين يمتلكون فوائض في السيولة، ويريدون استثمارها فيقدمونها لطالبي الأموال مقابل الحصول على عوائد، وهم يتمثلون في المدخرين التقليديين والمؤسسات والهيئات المالية.

- **الطالبون لرؤوس الأموال:** وهم عبارة عن الأعوان الذين لديهم نقص في السيولة لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم، ويمكن حصرهم في كل من الشركات الصناعية والتجارية وغيرها، والشركات القابضة التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها.

### 1-3-2 طرق التداول في سوق الأوراق المالية: ويتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري

عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:

**1-2-3-1- طريقة المفاوضة:** ووفقا لهذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب، أي الشراء لكل وسيط ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

**1-2-3-2- طريقة المزايمة:** وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

### 1-3-3 آوامر البورصة

وهي تلك الأوامر التي يقوم بتقديمها المتعاملون للوسطاء في البورصة بغية تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء وبيع الأوراق المالية وفق شروط محددة ومبنية بوضوح.<sup>1</sup>

- **حجم الأمر:** عند قيام المستثمر بشراء أو بيع الورقة المالية، فإنه يقوم بإصدار الأمر إما لطلبية دائرية أو لطلبية صغيرة. ويقصد بالطلبية الدائرية عندما يكون الأمر لـ 100 سهم مثلا أو مضاعفاتها، أما الطلبية الصغيرة فهي عادة يتراوح فيها الأمر من 01 إلى 99 سهم مثلا<sup>2</sup>. أما إذا شملت الطلبية مثلا أمر لـ 220 سهم، فتعتبر مزيجا من طلبيتين دائريتين وطلبية صغيرة لـ 20 سهم.

- **الحدود الزمنية للأمر:** يقع على عاتق المستثمر أن يضع حدودا زمنية على الأمر الذي يصدره، بمعنى الزمن المحدد للوسيط (السماح) لكي ينقذ الأمر.<sup>3</sup>

ملاحظة:<sup>4</sup>

يوجد هناك ما يعرف بالأوامر المفتوحة، والتي تبقى سارية المفعول حتى تنفيذها أو إلغائها بواسطة المستثمر، وقد جرت العادة أنه خلال الفترة السابقة للتنفيذ يطلب الوسيط من المستثمر دوريا تأكيد الأمر.

- **أنواع الأوامر:** وتوجد عدة أنواع لأوامر السوق، يمكن الإشارة إلى أهمها فيما يلي:<sup>5</sup>

1 محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000/1999، ص: 155.

2 محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

3 نفس المرجع أعلاه، ص: 22.

4 نفس المرجع أعلاه، ص: 22.

5 محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 156-158.

\* **الأمر بالسعر الأحسن:** وهو أمر شراء أو بيع بسعر السوق على ان يكون تنفيذه غير محدد في الزمن، ويترك أمر تقدير السعر المناسب لإجراء الصفقة إلى الوسيط الذي يختار أفضل سعر وفي أنسب الأوقات، بمعنى أن تنفيذ الأمر مرتبط بظروف السوق. ولكن عامة ما يفضل الوسيط تنفيذ الأمر وقت استلامه مباشرة، فإذا وصله الأمر قبل جلسة افتتاح البورصة قام بتنفيذه بسعر الافتتاح، أما إذا وصله الأمر خلال انعقاد جلسة الافتتاح فإنه يتولى تنفيذه وفق السعر الأحسن.

\* **الأمر لأول سعر:** وهو أمر يتم تنفيذه عند أول سعر محدد، وبدون ذلك لا يمكن تنفيذه إلا عند افتتاح الجلسة المقبلة، ويختار العملاء هذا النوع من الأوامر بناء على تقدير السعر مقارنة بالأسعار المسجلة سلفاً.

\* **الأمر بالسعر المحدد:** وهو أمر يحدد فيع العميل السعر للوسيط، فلا يمكن تنفيذ هذا الأمر بسعر أكبر أو أقل منه. وتصدر الإشارة إلى أن الأوامر التي تنفذ في السوق الموازية تكون دائماً بالسعر المحدد.

\* **الأمر بالسعر المحدد المتبوع بإشارة "قف":** وهو أمر يستخدم بغية الحد أو التقليل من خسائر المتعاملين في البورصة. ويميّز بين نوعين من هذا الأمر، هما:

< **الأمر بالبيع "قف":** يعتبر أمراً بالبيع بالسعر الأفضل عندما يصبح السعر في البورصة أقل من أو يساوي السعر المحدد من طرف البائع.

< **الأمر بالشراء "قف":** وهو عبارة عن أمر بالشراء بالسعر الأفضل عندما يكون السعر في البورصة أكبر من أو يساوي السعر المحدد من طرف المشتري.

\* **الأمر بسعر السوق:** هذا الأمر لا يحمل أي إشارة حول السعر، كما يتطلب تنفيذه مهما كان سعر الورقة المالية في السوق، وهو أكثر الأوامر شيوعاً. تتميز هذا النوع من الأوامر بسرعة وضمان تنفيذ العمليات، إلا أنه يعاب عليها عدم إمكانية معرفة سعر التنفيذ إلا بعد إخطاره بذلك بعد عقد الصفقة، كما قد يتكبد المتعامل خسائر معتبرة في حالة إذا ما كانت البورصة غير كفؤة.

\* **الأوامر الخاصة:** وهي أوامر إما ان تكون مرتبطة أو مرجحة، فالأوامر المرتبطة تكون بطلب العميل من وسيطه شراء وبيع أوراق مالية في نفس البورصة ( تتم العمليتين في نفس البورصة)، أما الأوامر المرجحة فتقتضي تنفيذ عمليتين مرتبطتين إحداها بالأخرى.

### 1-3-4 تكوين أسعار التوازن في البورصة

وسيتم فيما يلي شرح كيفية تحديد الأسعار في البورصة.

- **تعريف سعر البورصة:** وهو سعر الشراء أو البيع لقيمة متداولة في وقت معين، كما يعرف بأنه قيمة التوازن التي تتم بها عملية تداول الأوراق المالية خلال إحدى جلسات البورصة.

- **العوامل المؤثرة في تحديد السعر:** ويمكن الإشارة باختصار إلى أهم هذه العوامل فيما يلي:<sup>1</sup>

\* **ظروف السوق المالية وأسعار السندات:** ويقصد بذلك أن تقلبات العرض والطلب على النقود تجعل معدلات الفائدة التجارية تتغير، وبالتالي فإن هذه التغيرات تؤثر على القيم المتداولة خاصة منها السندات.

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 163-165.



- \* **العوامل الداخلية:** كمثال على ذلك النتيجة المحققة من قبل المؤسسة أو المحتملة، الدراسات الاقتصادية والمعلومات المقدمة حول المؤسسة كالمعلقة منها بالنمو المنتظر..... إلخ.
- \* **العوامل الخارجية:** وكمثال على ذلك السياسة المتبعة من قبل السلطات المالية والنقدية بخصوص مدد الفائدة السائد في السوق النقدية، السياسة الضريبية المتعلقة بالشركات المقيّدة في البورصة وكذا المتعاملين بها، والتي قد تساهم بشكل هام في تعيّر تكوين الأسعار إلخ.
- \* **العوامل التقنية:** وهي تلك العوامل التي يمكن ردها إلى تنظيم البورصة وتقنيات سيرها.
- **تقنيات تحديد الأسعار:** وهي التقنيات التي تهدف بصفة عامة إلى تعظيم حجم الأوراق المالية المتداولة وتسهيل عملية التداول. ويمكن التمييز بين نوعين من التسعير هما:<sup>1</sup>
- \* **التسعير الدوري:** وهذه الطريقة لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين من طرف الوسطاء مباشرة، بل تبقى مخزّنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف. وتوجد منها أربعة أنواع هي:
- < **تسعيرة المناذاة:** وتصلح هذه الطريقة على الأوامر الآجلة وعلى أم الأوراق ذات الأوامر العاجلة. حيث يتم إجراء نقاش بين البائعين والمشتريين بالنداء بأعلى أصواتهم، وتتم المزايدات والتخفيضات بين الوسطاء حسب الأوامر التي أعطيت لهم من قبل المتعاملين حتى يتم تحديد سعر التوازن.
- < **تسعيرة الدرج:** في هذه التسعيرة يتم كتابة الالتزامات وتوضع كل نوع من الأوراق المالية في درج خاص به، حيث يتم وضع كل مجموعة أوراق مع بعضها، وبعد ذلك تتم عملية الفرز للعروض والطلبات، وعلى هذا الأساس يتم تحديد سعر التوازن. هاذا النوع ينفذ عندما تكون البورصة مزدحمة.
- < **تسعيرة الصندوق:** وهي تشبه كثيرا طريقة الدرج، إلا أنه يتم اللجوء إلى هذه الطريقة في حالات استثنائية منها العروض العامة للتبادل أو الشراء أو البيع أو عند تسعير قيمة تعريضها العديد من المشاكل الخارجة عن العادة. ويتم تحديد السعر من خلال تركيز كل الأوامر في صندوق واحد تحت وصاية سلطات البورصة.
- < **تسعيرة المعارضة (المقابلة):** تترج هذه التسعيرة بين تسعيرتي المناذاة والدرج، ذلك لأنها تحاول الأخذ بحاسنهما كون الأوامر تسجل كما هو الحال في طريقة الدرج إضافة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تلي طلباتهم على أفضل وجه.
- \* **التسعير المستمر:** ويقصد بها أن عملية التبادل يمكن أن تتم في أي حين، وذلك عندما يتحقق أمرين مختلفين ( أمر بالبيع وآخر بالشراء)، وعليه فالتسعيرة المستمرة تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع، وهي تمكّن تجنّب الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، كما تحقق شفافية في إجراء مختلف العمليات، إلا أنه يعاب عليها تغيرات الأسعار وتوجهاتها في الجلسة الواحدة. وتتم التسعيرة المستمرة بمرحلتين هما:
- < **مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة:** حيث يتم تجميع الأوامر المحصّل عليها قبل الافتتاح الرسمي للجلسة وتتضمن عامة أوامر بالسعر الأفضل وأوامر بالسعر المحدد.

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 166-168.

< مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة: تتم الصفقات ابتداءً على أساس سعر الافتتاح الذي حقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب.

### 1-3-5 مؤسسات سوق الأوراق المالية

وتتمثل المؤسسات الفاعلة في سوق الأوراق المالية فيما يلي:<sup>1</sup>

**1-3-5-1 البنوك التجارية:** وتعتبر البنوك من المؤسسات المالية الهامة في الاقتصاد الوطني، نظراً لأنها تقوم بتجميع المدخرات الوطنية وتوفير القروض لمن يرغب بها، فهي بذلك تقوم بتجميع المدخرات من الوحدات التي لديها فائض وتقدمها للوحدات ذات العجز. إضافة إلى هذا الدور التقليدي للبنوك فإنها تؤدي دوراً هاماً في تفعيل أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال القيام بما يلي:

- القيام بدور السوق الأولية عند تسويق الأسهم للشركات المبتدئة، حيث تقوم بدور المروج والبائع لهذه الأسهم.
- تقديم المعلومات للمتعاملين في سوق الأوراق المالية كتطورات حركة أسعار الأسهم والسندات.
- تكوين محافظ استثمارية للمدخرين الذين لا يستطيعون المضاربة ولا تتوفر لديهم الخبرة والكفاءة.
- دراسة عناصر المخاطرة في السوق، وبالتالي تقديم النصيحة فيما يتعلق بالمخاطر الذي تتعرض له السوق وكيفية تلاقيه.

**1-3-5-2 بنوك الاستثمار:** وهي مؤسسات مالية متخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية، وتقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والمضاربين وشركات الإصدار الأولى، كما تقدم التمويل للمستثمرين الذين يرغبون بالمضاربة وتحقيق الأرباح إضافة إلى الأعمال الأخرى في السوق.

**1-3-5-3 مؤسسات ترويج الاكتتاب:** وهي مؤسسات مالية تعنى بالأسواق المالية من الإصدار الأولي وحتى التداول في البورصة، وتقوم بإدارة محفظة الأوراق المالية للعملاء والوساطة في التداول وتقديم الخبرات والمشورة للآخرين.

**1-3-5-4 نوادي الاستثمار:** وهو اتفاق بين مجموعة من صغار المدخرين الذين يعملون في مؤسسة واحدة على اقتطاع جزء من دخولهم وتجميعها بهدف المضاربة في الأسواق المالية، بحيث عندما ينتهي النادي يمكن أن توزع الأسهم على المشتركين ويصبح لكل فرد محفظة مالية يصعب عليه الحصول عليها دون هذا التنظيم الجماعي.

**1-3-5-5 صناديق الاستثمار:** وهي شكل من أشكال شركات الاستثمار التي ظهرت في أوروبا وأمريكا، تهدف إلى تجميع أموال صغار المدخرين للحصول على رأس مال كاف لتوظيفه بشكل اقتصادي في الأسواق المالية.

### 2- مؤشرات الأسواق المالية

يعتمد المحللون على العديد من الطرق والتحليلات للوصول إلى تقييم حالة سوق الأوراق المالية، كالاتتماد على متغيرات الاقتصاد الكلي، حالة القطاعات الصناعية التي تنتمي إليها الشركات، وكذا واقع الشركات في حد ذاتها. وتعتبر مؤشرات قياس حالة سوق الأوراق المالية من أهم الوسائل المعتمد عليها للتعرف على اتجاهات سوق الأوراق المالية.

### 2-1 التعريف بمؤشرات قياس حالة سوق الأوراق المالية

1 كنعان علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص: 72-77.

استحدث أول مؤشر للأوراق المالية في نهاية القرن التاسع عشر، حيث صمم كأداة قياس بسيطة لأداء مجموعة من الأسهم، وجاء هذا الابتكار كعلاج لمعضلة واجهت المستثمرين والمحللين آنذاك، والمتمثلة في تحليل الأسعار اليومية للأسهم بشكل عام لتحديد ما إذا كانت هذه أسعار هذه الأسهم تزداد أم تنخفض. وكان واضع هذا المؤشر الاقتصادي تشارلز داو (Charles Dow) سنة 1896 م وأطلق على المؤشر تسمية "مؤشر داو جونز الصناعي".<sup>1</sup>

**1-1-2 مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية:** وهو مؤشر إحصائي رياضي يقيس تغيرات أسعار الأسهم خلال فترة زمنية مقارنة بما كانت عليه خلال فترة معينة.<sup>2</sup>

فمؤشر سوق الأوراق المالية هو أداة لقياس مستوى الأسعار في السوق، يقوم على عينة من أسهم الشركات التي تتداول قيمها المالية في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار عينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال الذي يستهدف المؤشر قياسه.<sup>3</sup>

فإدارة البورصة تأخذ الرقم القياسي للأسعار الذي يقيس حالة السوق الكاملة، فالرقم القياسيلأسعار هو سلسلة من الأرقام التي تعبر عن التغيرات التي تلحق بظاهرة معينة خلال فترة زمنية أو فترات متلاحقة بالنسبة لما كانت عليه الظاهرة خلال فترة معينة، أو هو بيان عددي يظهر نسبة التغير المتوقعة في ظاهرة من الظواهر بالقياس لما كانت عليه في فترة معينة.<sup>4</sup>

**2-2-2 خصائص المؤشر:** ويمكن تحديد أهم هذه الخصائص فيما يلي:<sup>5</sup>

- يأخذ المؤشر عينة من أسهم الشركات التي تمثل البورصة بشكل دقيق وعادة ما يأخذ 30 سهما مثل مؤشر داوجونز أو 500 سهم مثل مؤشر ستاندر أند بور.

- يأخذ المؤشر إما أسعار الأسهم ويقسمها على العدد أو قيمة مجموعة الأسهم الداخلة ويقسمها على أسعارها في فترة سابقة.

- يعالج المؤشر العينة بطريقة إحصائية إما الوسط الحسابي أو الوسط الهندسي، بحيث يمكن الوصول إلى إمكانية المقارنة. يأخذ المؤشر الكلي قيمة البورصة كاملة، كل ما يدخل من أسهم في فترة زمنية ويقارنها بالقيمة في فترة الأساس، للتعرف على التغيرات الطارئة على السوق، وهذا المؤشر يحدد الخسارة التي يمكن أن تلحق بالسوق في حالات الانهيار أو الأرباح في حالات الصعود.

**2-2-3 أهداف مؤشرات سوق الأوراق المالية:** وتهدف المؤشرات إلى تحقيق ما يلي:<sup>6</sup>

- التعرف على مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق بصفة عامة أو بالنسبة لصناعة معينة، كما يساعد المستثمرين على تحديد حجم توقعاتهم وتحديد قرارات البيع والشراء في الوقت المناسب.

1 محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الأردن، الشارقة، 2013، ص: 154.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 209.

3 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 153.

4 كنعان علي، مرجع سبق ذكره، ص: 208.

5 نفس المرجع أعلاه، ص: 209.

6 نفس المرجع أعلاه، ص: 210-211.

- قياس كفاءة سوق الأوراق المالية ومن ثم قياس كفاءة واستقرار الحالة الاقتصادية للدولة، نظرا لوجود علاقة مباشرة بين مؤشر السوق ومعدل النمو الاقتصادي.
- مد المستثمرين بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن السوق التي تشكّل الأساس لقرارات الاستثمار وتحريك محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم وتحديد كفاءة مدير الاستثمار الذي يدير المحفظة.
- تقييم أداء الأوراق المالية المختلفة صعودا أو هبوطا، ويعبّر عن المؤشر عن حالة السوق الفورية الحاصلة في البورصة وهل تستجيب الأسعار للمعلومات الواردة إلى السوق وبذلك تكمن كفاءة السوق.
- توجيه المستثمرين والمضاربين نحو الاستثمارات الأفضل لمخاطرهم وأموالهم استنادا للأسعار وخالات الهبوط والصعود، ومساعدتهم في تحديد حجم المخاطر ودراسة إمكانية تجنبها، بحيث تزداد درجات الأمان للاستثمارات.
- إمكانية المقارنة مع أسواق أخرى والتنبؤ بالحالات السيئة قبل حدوثها واتخاذ العديد من الإجراءات التي تخفّض حجم الأزمة القادمة.

#### ملاحظة:

هناك سمات تطلق على سوق الأوراق المالية بناء على حركة مؤشرات أسعار الأسهم، فإذا حركة هذه المؤشرات تتجه نحو الصعود يطلق على سوق الأوراق المالية **السوق الصعودي أو الصاعد**، أما عندما تتجه حركة المؤشر نحو الهبوط أو التراجع يطلق على سوق الأوراق المالية **السوق الهبوطي أو النازل**. وعادة ما يوصف المضاربون أيضا على هذا الأساس فإذا كانت السوق تأخذ منحى الصعود يوصف **بالمضارب على الصعود**، أما إذا اعتقد أن الأسعار متجهة نحو الهبوط يطلق عليه **بالمضارب على الهبوط**.

**2-2-4 مراحل بناء المؤشر:** بالرغم من الاختلاف في كيفية بناء وحساب المؤشرات، إلا أنها جميعا تمر بالمرحلتين الموالية:

**2-2-4-1- ملائمة العينة:** وتعرف العينة فيما يخص بناء المؤشرات على أنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون العينة ملائمة من ثلاثة جوانب هي:

- **الحجم:** كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكبر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.
- **الاتساع:** يقصد به ان تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات الاقتصادية في السوق دون تمييز.
- **المصدر:** ويقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهي السوق الأساسي التي تتداول فيها تلك الأوراق.

**2-2-4-2 الأوزان النسبية:** وتمثّل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المختارة للمؤشر. وتوجد ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية، هي:<sup>1</sup>

- **مدخل الوزن على أساس السعر:** يحسب هذا المؤشر من خلال جمع أسعار الأسهم التي يتألف منها المؤشر ومن ثم قسمتها على عدد الأسهم، لذلك عند تقييم أداء المؤشر يعطى وزن أكبر للأسهم ذات السعر

1 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 155-156.

الأعلى، وعليه فإن هذه الأخيرة ستكون هي المحرك الأساسي للمؤشر أكثر من الأسهم ذات السعر المنخفض. وكمثال عن ذلك مؤشر داوجونز الصناعي

- **مدخل الوزن على أساس القيمة:** يحسب هذا المؤشر من خلال ضرب السعر السوقي لكل أسهم شركة يتكون منها المؤشر في عدد الأسهم المتداولة لهذه الشركة، ثم تجمع القيم السوقية لكل الشركات التي يتكون منها المؤشر. وعليه هذا المدخل يعطي وزنا أكبر للشركات ذات القيمة السوقية الاعلى. وكمثال عن ذلك مؤشر ستاندر أند بور.

- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر

**2-2-4-3 طريقة حساب المؤشر:** وتوجد مؤشرات يتم حساب قيمتها استنادا على متوسط أسعار الأسهم (المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي) ومؤشرات يتم حساب قيمتها استنادا على الأرقام القياسية.

**2-2-2 أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية**

ومن أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية ما يلي:

**2-2-1 مؤشر داو جونز الصناعي:** وهو أقدم المؤشرات العالمية. ويحتوي هذا المؤشر على 30 شركة صناعية والتي يجرى تداولها في بورصة نيويورك، وهو مؤشر يعتمد على مدخل الوزن على أساس السعر.<sup>1</sup>

ويتم حساب قيمة مؤشر داو جونز حسب الصيغة الموالية:

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it}/D_{adj}$$

حيث/

$DJIA_t$ : قيمة المؤشر في الفترة t.

$P_{it}$ : سعر السهم i في الفترة t.

$D_{adj}$ : القاسم المعدل في الفترة t.

مثال:

إليك أسعار أسهم خمسة شركات متداولة في البورصة.

الشركات	قيمة الأسهم بالدولار في بداية الفترة	قيمة الأسهم في نهاية الفترة
أ	50	55
ب	45	50
ج	52	38
د	32	32
هـ	27	28

$Ind_1 = 50+45+52+32+27/5 = 41.2$  نقطة

$Ind_2 = 55+50+38+32+30 / 5 = 40.6$  نقطة

1 وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، دار البداية، عمان، الأردن، 2009، ص: 244.

إن هذا الانخفاض يرجع إما لأوضاع الشركات نفسها أو لحالة السوق أو حالة الاقتصاد الوطني، التي قد تعبر عن بداية ركود.

**2-2-2 مؤشر ستاندر أند بور (S&P500):** يتكون هذا المؤشر من 500 شركة تعمل في قطاعات وختلفة كالصناعة والمال والنقل والخدمات. وبسبب اتساع نطاقه يعد مقياسا سويقيا مرغوبا لمدراء المحافظ الاستثمارية. يعتمد هذا المؤشر على مدخل الوزن حسب القيمة.

اختارت شركة ستاندر أند بور الفترة بين عامي 1941-1943 وسمتها فترة الأساس واستخدمت القيمة السوقية لكل شركة والتي تحسب بضرب عدد أسهم الشركة المطروحة في السوق بسعر السهم.<sup>1</sup> ويحسب مؤشر ستاندر أند بور وفقا للصيغة الموالية:

$$S\&P_{500} = \sum_{i=1}^{500} \left[ \frac{N_{it} - P_{it}}{O.V} \right] * 10$$

حيث/

$N_{it}$ : عدد الأسهم المتداولة للشركة.

$P_{it}$ : سعر سهم الشركة  $i$ .

$O.V$ : التقييم الأساسي في الفترة 1941-1943.

مثال:

إليك الجدول الموالي:

الشركات	السعر بالدولار	عدد الاسهم	القيمة بالدولار
أ	50	100	5.000
ب	40	300	12.000
ج	10	200	2.000
المجموع			19.000

إذا كانت القيمة في الفترة 1941-1943 هي 2.000 دولار، فإنه:

$$Ind = (19.000/2.000) * 10 = 95 \text{ \textcircled{ط}قن}$$

**2-2-3 مؤشر سوق أسهم نيويورك (NYSE):** تمثل سوق أسهم نيويورك المالية أحد أهم الأسواق المالية الدولية بسبب ضخامة حجم الأدوات المالية المتداولة فيها وأيضا من حيث حجم السوق نفسها. لذا يعد مؤشر (NYSE) New York Stock Exchange أوسع المؤشرات لأنه يشمل تقريبا كل الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك والتي يصل عددها 1.700 سهم. ووزن كل سهم يتناسب مع قيمته السوقية كما هو الحال في مؤشر ستاندر أند بور

1 كنعان علي، مرجع سبق ذكره، ص: 217.

(S&P500)، وعليه فإنه مؤشر موزون بالقيمة. وكلاهما يستخدمان الطريقة نفسها لحساب المؤشر، إلا أن مؤشر (NYSE) يعتمد تاريخ 31 ديسمبر 1965 كأساس. وتحسب قيمة المؤشر بعد هذا التاريخ عن طريق المعادلة<sup>1</sup>، وعليه يحسب هذا المؤشر عن طريق جمع قيم كل الأسهم المدرجة في NYSE ثم تقسيمها على قيمة الأساس في 1965 والناتج يضرب في 50 كوسيلة وزن بسيطة، وذلك وفقا للصيغة الموالية:<sup>2</sup>

$$NYSE Index = \left[ \sum_{i=1}^{1700} \frac{N_{it} - P_{it}}{O.V} \right] * 500$$

حيث/

$N_{it}$ : عدد الأسهم المتداولة للشركة.

$P_{it}$ : سعر سهم الشركة  $i$ .

$O.V$ : التقييم الأساسي لكل الأسهم كما في 31 ديسمبر 1965.

**2-2-4 مؤشر نيكاي اليابان (NiKie)**: يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات الهامة في أسواق المال العالمية نظرا

لضخامة سوق طوكيو، حيث تؤثر حركة الصعود والهبوط في هذا السوق على الأسواق العالمية. يقيس مؤشر

نيكاي أسهم 225 شركة كبرى في سوق طوكيو<sup>3</sup>، والتي توثل حوالي 70% من الشركات المسجلة في السوق من

حيث القيمة. ويحسب مؤشر نيكاي وفقا للصيغة الموالية:

$$Nikie Index = \sum_{i=1}^{225} \frac{N_{it} - P_{it}}{N_{i0} - P_{i0}}$$

حيث/

$N_{it}$ : عدد الأسهم المتداولة للشركة في السنة الحالية.

$P_{it}$ : سعر سهم الشركة  $i$  في السنة الحالية

$N_{i0}$ : عدد الأسهم المتداولة للشركة في سنة الأساس

$P_{i0}$ : سعر سهم الشركة  $i$  في سنة الأساس

**2-2-5 مؤشر نازداك**: ينسب مؤشر نازداك Nasdaq Composite Index إلى سوق نازداك للأوراق

المالية، حيث تم تأسيس هذه السوق عام 1971م من خلال شبكة كمبيوترات مرتبطة ببعضها البعض وموصلة

بجهاز كمبيوتر مركزي متطور يحتوي على آلاف الأسهم للشركات المسجلة، ولا يوجد سوق للبيع والشراء كما في

سوق نيويورك للأوراق المالية، وإنما البيع والشراء يتم عبر شاشة عرض كمبيوتر في العالم. تضم هذه السوق

1 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 161.

3 وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 248.

5.000 شركة متنوعة في العالم من مختلف الاختصاصات، أما مؤشر نازداك فيعرف على أنه مؤشر إحصائي يضم مجموع القيم السوقية للشركات الأمريكية والأجنبية المدرجة في السوق.<sup>1</sup>

**2-2-6 مؤشر الفانينشال تايمز:** صمم مؤشر الفانينشال تايمز ( FTSE ) لتمثيل أداء الشركات البريطانية، بحيث توفر للمستثمرين مجموعة من المؤشرات الشاملة والتي تقيس أداء كل القطاعات المالية والصناعية في سوق المال البريطاني، ومن أشهر هذه المؤشرات:<sup>2</sup>

**- مؤشر FTSE100:** تم اطلاق هذا المؤشر عام 1984 ليُمثل محفظة مكونة من أكبر وأفضل أسهم 100 شركة بريطانية مدرجة في بورصة لندن، إذ يمثل هذا المؤشر 80% من سوق رأس المال البريطاني تقريبا، ويستخدم بكثرة كأساس لبعض الأدوات الاستثمارية كالمشتقات المالية. ويعدّ هذا المؤشر من المؤشرات الموزونة بالقيمة، حيث تعطى كل شركة ضمنه نسبة موزونة اعتمادا على القيمة السوقية.

**\*مؤشر FTSE:** يتألف هذا المؤشر من الشركات ذات معدل ربحية متوسط، والتي لم يتم إدراجها ضمن \*مؤشر FTSE100، وبذلك فهي تمثل 17% من سوق رأس المال البريطاني.

إضافة إلى المؤشرات السابقة، يمكن ذكر أيضا على سبيل الحصر المؤشرات الموالية:<sup>3</sup>

**2-2-7 مؤشر CAC-40:** يعد هذا المؤشر من المؤشرات المرجعية لبورصة باريس، وقد بدأ استخدامه عام 1987م بقيمة تبلغ 1.000 نقطة. ويتألف من أكبر الأبعين سهما وأكثرها سيولة التي يجري تداولها في البورصة، وهو مؤشر موزون بالسعر.

**2-2-8 مؤشر DAX:** يعد هذا المؤشر مرجعا أساسيا لقياس العوائد المعلنة من قبل الأسهم في بورصة أسهم فرانكفورت بألمانيا، بدأ استخدامه عام 1984 م بقيمة 1.000 نقطة، ويتألف من أكبر ثلاثين سهما متداولاً في البورصة، وهو مؤشر يستند على الأداء، ما يعني أن أي مقسوم أرباح أو أي حدث آخر سيدرج في حسابات المؤشر.

**2-2-8 مؤشر Bovespa:** بدأ استخدام هذا المؤشر عام 1986م في بورصة سان باولو في البرازيل، ويتألف من بعض أكبر وأفضل الاسهم المتداولة في أسواق البرازيل المالية، ويعدّ من المؤشرات الموزونة بالقيمة، ويشكّل أكثر من 80% من حجم تداول السوق وأكثر من 70% من القيمة السوقية لكل الأسهم المتداولة في بورصة سان باولو.

1 كنعان علي، مرجع سبق ذكره، ص: 221.

2 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 162-163.

3 نفس المرجع أعلاه، ص: 164.



## مدخل إلى إدارة المحافظ الاستثمارية

### 1- التعريف بالمحافظ الاستثمارية

ان الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي يتم على أساسها اختيار الاستثمار المناسب. وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة، ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية، يتم اللجوء الى ما يسمى بالتنوع، وهذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها.

### 1-1 مفهوم المحفظة الاستثمارية

**1-2-1 مفهوم المحفظة في الاشتقاق اللغوي:** كما ورد في معاجم اللغة فان كلمة "محفظة" تعني في الأصل كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش يحتفظ فيه قطع من النقود والأوراق المهمة الأخرى، وعند سماع كلمة "محفظة" يتبادر الى الذهن الشيء الذي نحمله معنا باستمرار والذي نضع فيه النقود التي نحملها معنا، وبطاقات الائتمان وثبات الشخصية ورخصة السياقة وأي وثائق أخرى نرى أن لها أهمية والتي يتطلب منا حملها باستمرار.<sup>1</sup>

**2-2-1 مفهوم المحفظة الاستثمارية اصطلاحاً:** ويمكن تعريف محفظة الأوراق المالية على أنها<sup>2</sup> كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة".

كما تعرف أيضا على أنها "تشكيلة من أدوات الاستثمار قد تتكوّن من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة". وتختلف المحافظ الاستثمارية باختلاف أصولها، إذ يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية مثل الذهب والسلع الخ، كما يمكن أن تكون جميع أصولها مالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، كما يمكن أن تجمع بين الأصول الحقيقية والأصول المالية.<sup>3</sup> وعليه، فمحفظة الأوراق المالية هي عبارة عن تشكيلة متنوّعة من الأدوات المالية.

### 2-1 أهمية المحفظة الاستثمارية

ويمكن حصر أهمية المحافظ الاستثمارية في النقاط الموالية:<sup>4</sup>

- توافر فوائض مالية لدى مختلف القطاعات أو المؤسسات سواء كانت صناعية أو تجارية أو خدمية، أفرادا كانوا أو مؤسسات، انتاجية أو مالية.

1 عبد القادر حوة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2009-2010، ص126.

2 وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 204.

3 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010-2011، ص: 75.

4 غزالي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2015، ص: 18.

- توسع نشاط المؤسسات المالية ومؤسسات الاستثمار وبيوت الخبرة، وكذلك التوسع في تقديم الخدمات والنصائح الاستثمارية الى المستثمرين، اضافة الى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الداخلية والخارجية نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي وازدهار تكنولوجيا المعلومات واستخدام الانترنت في التداول.
- الاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة، أي العمل على استغلال رأس المال الفائض الاستغلالي الأمثل بغرض تحقيق الربح، حتى ولو كان الاستثمار في مشاط مختلف عن النشاط الأصلي للمؤسسة المولدة للأموال.
- توسع نشاط بعض المؤسسات ذات الطبيعة الخاصة التي بالأموال، مما أدى الى تراكم الأموال بأحجام كبيرة لديها كمؤسسات التأمين وصناديق التأمين والتقاعد والتوفير، حيث تتراكم لديها الفوائض المالية. ونتيجة لوجود التزامات تترتب عليها، يتطلب الأمر قيامها باستثمار هذه الفوائض لكي تستطيع الايفاء بالتزامات المالية المختلفة في الحجم والوقت المناسبين، مما يتطلب إيجاد أدوات استثمارية ومحافظ استثمارية تلي حاجة هذه المؤسسات.

### 3-1 أنواع المحافظ الاستثمارية

وتتمثل أنواع المحافظ الاستثمارية فيما يلي: <sup>1</sup>

**1-3-1 محفظة الدخل:** وتتركز على الاوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات. وعادة ما تكون هذه الأسهم تتمثل في الأسهم الحكومية أو من أسهم الشركات المعروفة باستقرار أسعارها في السوق، وكذا عدم تذبذب التوزيعات النقدية للأرباح. كما يفضل هذا النوع من المحافظ صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على دخل هذه الأوراق المالية أو المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة.

**2-3-1 محفظة النمو:** تركز محفظة النمو على أدوات استثمارية تحقق إيرادات استثمارية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة. وتعتمد هذه المحفظة أساس على شراء أسهم الشركات التي تحقق نموا في مبيعاتها، وبالتالي في إيراداتها على مرّ السنوات.

**3-3-1 المحفظة المختلطة:** وتتركز على التوزيعات النقدية للأرباح، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها. وبالتالي تنوع هذه المحفظة ما بين الاستثمارات التي تؤدي إلى توزيعات نقدية عالية واستثمارات تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية.

**4-3-1 المحفظة المتوازنة:** وهي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وأسهم ممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات، وفي الوقت نفسه المحافظة على رأس المال المستثمر.

**5-3-1 المحفظة المتخصصة في الصناعات:** وهي تلك المحافظ التي تتخصص في الاستثمار في أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية الخ.

### 2- نظرية المحفظة الاستثمارية

1 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 77-78.

أساس نشوء نظرية المحفظة هو لتقييم الاستثمار في الأصول المالية التي تتكوّن منها المحفظة، إلا أن هذه النظرية تطوّرت لتشمل تقييم الأصول المادية.

## 2-1 ماهية نظرية المحفظة الاستثمارية

تعتبر نظرية المحفظة الاستثمارية نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين من حيث كيفية الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار سواء في الأصول المالية أو المادية. والافتراض الأساسي لهذه النظرية هو أن المستثمر متجنب للمخاطرة، أي تصفه بالمستثمر الرشيد في ممارسة عملية المفاضلة بين الاستثمارات، إذ تقوده إلى الاستثمارات التي تحقّق أعلى احتمال لمعدل العائد عند درجة معينة من المخاطرة أو أدنى احتمال للمخاطرة عند معدل عائد معين.<sup>1</sup>

وعليه، تستند نظرية المحفظة إلى الافتراضات الموالية:<sup>2</sup>

- تجنّب المستثمرون للمخاطرة وبهذا فإن المستثمر رشيد.
- تماثل التوقعات للمستثمرين بخصوص العائد والمخاطرة.
- تماثل فترة الإحتفاظ للمستثمرين.
- إمكانية الإقراض والإقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة.

## 2-2 تطور نظرية المحافظ الاستثمارية<sup>3</sup>

وسيتّم فيما يلي التطرّق إلى أهم مراحل تطور نظرية المحفظة الاستثمارية.

### 2-2-1 أساس النظرية - هاري ما ركويتز 1952م: أرسيت مبادئ نظرية المحفظة عام 1952 م على يد

الاقتصادي هاري ماركويتز، حيث بيّن هذا الأخير بأن الطريقة التقليدية لبناء المحفظة صحيحة نوعاً ما، إلا أنها لا تقدم تفسيراً علمياً دقيقاً للكيفية التي تحفّض بها المخاطرة. لهذا أوضح في مقالته الرائدة بأن التباين المشترك بين عوائد الأوراق المالية في المحفظة هو العامل المهم الذي يتحكّم بمخاطرة المحفظة، بالإضافة إلى كل من مخاطرة الأوراق المالية منفردة ومقدار أو وزن الاستثمار في كل ورقة مالية من مجمل المبلغ المستثمر في المحفظة.

وبالتالي جوهر نظرية المحفظة عند هاري ماركويتز كان يدور حول أثر التنوع المدروس في تخفيض مخاطرة المحفظة. وبناءً على ذلك قدّم نظرية المحفظة الكفؤة ( التي سيتم التطرق إليها بالتفصيل لاحقاً) والتي تحقّق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد أو التي تحقّق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة.

وعلى افتراض غياب معدل العائد الخالي من المخاطرة طوّر ماركويتز المجموعة الكفؤة أو ما يعرف بالحد الكفء، والذي يعني أنه بعدد محدود من الأصول يمكن بناء عدد من المحافظ الاستثمارية.

1\_ محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 37-38.

2\_ نفس المرجع أعلاه، ص: 38.

3\_ نفس المرجع أعلاه، ص: 38-41.

2-2-2 إسهام توبين 1958م: ساهم جامس سي توبين في تطوير نظرية المحفظة الاستثمارية من خلال العائد الخالي من المخاطرة، حيث طرح افتراضا جديدا هو إمكانية اقراض أو اقتراض المستثمر بمعدل عائد خالي من المخاطرة ( $R_f$ )، وهو معدل عائد لا يحمل أية حالة عدم تأكد، وبالتالي مخاطره تساوي الصفر<sup>1</sup>، وعليه أصبح شكل الحد الكفؤ خط مستقيم يمتد من معدل العائد الخالي من المخاطرة على محور العائد ويلامس أعلى نقطة في الحد الكفؤ لماركوبتزر.

2-2-3 إسهام شارب 1963م: يتمثل الإسهام الكبير الذي قدمه شارب عام 1963 لنظرية المحفظة في اقتراحه لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، حيث يمثل هذا النموذج الامتداد الجوهري لنظرية المحفظة، ويعرف أيضا بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة، وبالتالي قدّم هذا النموذج الأساس الكمي لقياس المخاطرة. والذي سيتم دراسته بالتفصيل لاحقا.

### 3- مقومات تكوين المحفظة الاستثمارية

يحكم تشكيل المحفظة الاستثمارية مجموعة من العوامل والتي يجب مراعاتها لتحقيق الأهداف المرجوة من الاستثمار، تتمثل هذه العوامل في كل من العائد، المخاطرة والتنوع

3-1 العائد: ويعرف العائد على الاستثمار على انه صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال، بحيث يشمل هذا العائد الأرباح الصافية لعملية الاستثمار بالإضافة إلى القيمة الإضافية المحققة زائد الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه.

#### 3-1-1 أشكال عوائد الاستثمار: تأخذ عوائد الاستثمارات المالية عدّة أشكال منها:<sup>2</sup>

3-1-1-1 توزيعات الأرباح: إذا كانت هذه الاستثمارات تمثل حقوقا من أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة المصدّرة للسهم، لذلك فهو من ماليتها وحقوقه من حقوق المساهمين.

3-1-1-2 الفوائد: إذا كانت الاستثمارات تمثل اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت هذا السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، وبالتالي يخص حامل السند على الفائدة المتفق عليها مع الشركة.

3-1-1-3 الأرباح الرأسمالية: تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الاستثمارات المالية، فحامل السهم أو السند إذا ما استطاع بيع السهم أو السند بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون قد حقق ربحا رأسماليا.

#### 3-1-2 أنواع العوائد على الاستثمار: توجد ثلاثة معدلات للعوائد على الاستثمار هي:

3-1-2-1 معدل العائد الحقيقي (الفعلي): ويسمى أيضا بمعدل فترة الاحتفاظ، والذي يتكوّن من العائد الجاري وهو العائد الناتج عن الاحتفاظ بالأصل والعائد الرأسمالي الناتج عن بيع الأصل أو المزيج بينهما.<sup>3</sup> وهو عبارة عن قيمة الاستثمار في نهاية المدة مقسوما على قيمة الاستثمار في بداية المدة. ويحسب كما يلي:<sup>4</sup>

1 Idris Kharroubi; **Gestion de portefeuilles**; Mathématiques de modélisation et de désision MIMMD, Université Paris Dauphine; 2014/2015, p: 42.

2 زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص: 293.

3 علوان قاسم نايف، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 96.

4 محمد علي ابراهيم العامري، **مرجع سبق ذكره**، ص: 27-28.

$$R_i = (D_i + P_i - P_0)/P_0$$

حيث/

$R_i$ : معدل العائد الحقيقي

$D_i$ : مقسوم الأرباح للسهم الواحد

$P_i$ : سعر السهم في نهاية المدة

$P_0$ : سعر السهم في بداية المدة.

حيث معدل العائد الدوري يساوي  $D/P_0$  حيث  $D$  هو مقسوم الأرباح الدوري الموزع للسهم.

بينما يساوي معدل العائد الرأسمالي  $P_1 - P_0 / P_0$

وعندما لا يكون هناك مقسوم أرباح موزعة فإن معدل العائد الفعلي للسهم  $R_j$  يحسب كما يلي:

$$R_j = P_1 - P_0 / P_0$$

**3-2-1-2-2-1-3 معدل العائد المتوقع:** هو معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في المستقبل، فهو

مرتبط بحالة عدم التأكد، لذا فمن الممكن أن يضع المستثمر إطاراً للتوزيع الاحتمالي، أي يقدر الاحتمالات

الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلّه<sup>1</sup>. ويحسب بالصيغة الموالية<sup>2</sup>:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n R_i - P R_i$$

حيث/

$E(R)$ : العائد المتوقع

$R_i$ : العائد من الفترة.

$P R_i$ : احتمالية حدوث الحدث.

$n$ : عدد العوائد الممكنة.

**3-2-1-3 معدل العائد المطلوب:** ويمثل أدنى عائد يعوّض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة

المخاطر المصاحبة للاستثمار. ويحسب بالصيغة الموالية:

$$R_R = R_f + (E R_m - R_f) \beta$$

حيث/

$R_R$ : معدل العائد المطلوب

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$E R_m$ : معدل عائد محفظة السوق المالية

$\beta$ : معامل بيتا.

1 علوان قاسم نايف، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

2 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

## ملاحظة:

يمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، إذ تنعدم المخاطرة لهذه الاستثمارات بحيث يتساوى معدل العائد الفعلي مع معدل العائد المتوقع منها. أما معامل بيتا فيعدّ مؤشراً واحداً من أهم المؤشرات المالية، بحيث يحسب العلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المتحققة وعوائد محفظة السوق المالية، ويكون منشوراً في النشرات المالية الخاصة بالمعلومات المالية وبموجبه تجرى مفاضلة الاستثمار بالأسهم، فعليه يتوقف تحديد معدل العائد المطلوب من الأسهم.

**3-1-3 العائد على المحفظة الاستثمارية:** يختلف عائد المحفظة الاستثمارية عن عائد الورقة المالية الفردي، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرّها مجموعة الأصول المشكّلة لها. وبالتالي فهو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأصول المكونة للمحفظة، ويعبّر عنه بالصيغة الموالية:

$$ER_{(p)} = \sum_{i=1}^n W_i - R_i$$

حيث/

$ER_{(p)}$ : معدل العائد المتوقع من المحفظة.

$W_i$ : الوزن النسبي للورقة المالية.

$R_i$ : العائد المتوقع من الورقة.

مثال:

لتكن لدينا المعلومات الموالية لكل من الوقتين "A" و "B"

البيان	الورقة A	الورقة B
معدل العائد المتوقع	0.12	0.16
النسبة المستثمرة في كل مشروع	0.5	0.5

المطلوب: ما هو العائد المتوقع على المحفظة المتكوّنة من المشروعين A و B؟

الحل:

العائد المتوقع للمحفظة المتكوّنة من المشروعين A و B هو:

$$0.14 = 0.14 = 0.5 * 0.16 + 0.5 * 0.12$$

**3-2 المخاطرة**

تعرف المخاطرة على أنّها التذبذب في العائد المتولّد أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو عدم التأكيد من حيث حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعاً معا.<sup>1</sup>

1 زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 284.

كما تتمثل المخاطرة في أنها احتمال حدوث اختلاف ما بين العائد الفعلي للاستثمار والعائد المتوقع منه.

### 3-2-1 أنواع المخاطر الاستثمارية ومصادرها

تنقسم المخاطر الاستثمارية إلى مخاطر منتظمة ( نظامية) وأخرى غير منتظمة ( غير نظامية)، يمكن تلخيصها فيما يلي:

**3-2-1-1 المخاطر المنتظمة:** وتسمى أيضا بمخاطر السوق، والتي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية، فهي لا تقتصر على شركة معينة او قطاع معين، وبالتالي فهي تؤثر على السوق ككل. إذ ترتبط بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية للاقتصاد ولا يمكن الحد منها عن طريق التنويع.

وأما مصادر المخاطر المنتظمة فتتمثل فيما يلي:

- **خطر سعر الفائدة:** ويقصد به التقلبات في عوائد الأوراق المالية نتيجة التغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة، حيث أنّ سعر الفائدة في السوق يمثل سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية، وعليه فإن كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة.

- **خطر القدرة الشرائية:** ويقصد بها تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض قيمتها الحقيقية أي قدرتها الشرائية، ويحدث هذا بسبب التضخم، ويصل هذا النوع من المخاطر إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات.

- **خطر السوق:** ويمثل هذا التنوع من المخاطر في تلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة نتيجة لأسباب اقتصادية أو سياسية الخ. ويعتبر أصحاب الأسهم العادية الأكثر عرضة لهذا النوع من المخاطر. ومن الأمثلة على المخاطر السوقية الحالة التي أصابت نيويورك عام 1963 م بعد انتشار أخبار إغتيال الرئيس كندي، حيث حدثت عملية بيع رهيبية اضطر بعدها المسؤولين إلى غلق البورصة، حيث بيعت الأسهم بأسعار منخفضة جدا، وبعد فتح البورصة بعد يومين عادت الأسهم على أسعارها الاعتيادية.<sup>1</sup>

- **خطر الرفع المالي:** يعتبر هذا الخطر مصدر من مصادر المخاطر المنتظمة إذا ما تعلق الأمر بمبيعات الشركة أثناء دورة الاعمال، فنتيجة للمغالاة في الاعتماد على الديون يزيد التقلب في الأرباح وهذه التقلبات الدورية في الأرباح تنعكس في صورة تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

**3-2-1-2 المخاطر غير المنتظمة:** وتسمى أيضا بالمخاطر الخاصة، والتي تنشأ بسبب ظروف خاصة او عوامل متعلقة بشركة معينة أو قطاع معين، حيث تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادية، كما أنه يمكن تجنبها أو الحد منها.

أما بالنسبة لمصادر المخاطر غير المنتظمة، فتتمثل فيما يلي:

- **مخاطر الإدارة:** ويقصد بها الأخطاء التي من الممكن ارتكابها من طرف أعضاء الإدارة، والتي تؤدي إلى حدوث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين.

- **مخاطر الصناعة:** وهي مخاطر مرتبطة بالصناعة التي يقوم بها المشروع كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية مثلا، هذا ما من شأنه إحداث أضرار كبيرة في القيم السوقية لأسهم هذه الشركات.

1 كنعان علي، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

- مخاطر الرفع التشغيلي: وينتج هذا الخطر نتيجة ارتفاع التكاليف الثابتة الناجمة عن الاحتفاظ بالأصول الثابتة سواء زاد أو نقص مستوى المخرجات، ويعتبر مصدر للمخاطر غير المنتظمة إذا تعلّق الأمر بالتغيرات غير الدورية التي من الممكن ان تطرأ ومن ثم التأثير على عوائد الأسهم.  
ملاحظة:

وقد أضاف التصنيف المعاصر للمخاطرة التصنيف الذي يستند إلى نظرية المحفظة وبموجبه تصنّف المخاطر على المخاطر المنتظمة، المخاطر غير المنتظمة والمخاطر الكلية والتي هي مجموع كل من النوعين السابقين.

**3-2-2 نماذج تقدير المخاطر:** بشكل عام فإن المخاطر يمكن تقديرها وقياسها من خلال عدد من المقاييس الإحصائية للتشتت مثل الانحراف المعياري ومعامل التباين.

**3-2-2-1 الانحراف المعياري كمقياس للخطر:** يعتبر الانحراف المعياري من المقاييس الإحصائية المناسبة لتقدير المخاطر التي تحيط بالاستثمارات، حيث يعكس الانحراف المعياري كنموذج شكل التشتت في العوائد المتوقعة لاقتراح ما حول الوسط الحسابي للعائد المتوقع، إذ يمثّل الوسط الحسابي للعائد المتوقع مدى اتساع منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد المتوقع. فكلما كان الانحراف المعياري منخفضاً دلّ ذلك على انخفاض درجة المخاطرة التي تحيط بالمقترح الاستثماري والعكس صحيح.<sup>1</sup> ويحسب بالعلاقة الموالية:<sup>2</sup>

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(R_i - E(R))^2}{n-1}}$$

حيث/

$\delta$ : الانحراف المعياري.

$R_i$ : العائد عن الفترة  $i$ .

ويتم قياس المخاطر المتوقعة بواسطة التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة من خلال الربط باحتمالات الحالة الاقتصادية المتوقعة، وعليه تأخذ معادلة الانحراف المعياري الشكل الموالي:<sup>3</sup>

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - E(R))^2 P_i}$$

حيث/

$P_i$ : تمثّل احتمال تحقق الظروف الاقتصادية.

1 حمزة محود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 365.

2 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سيق ذكره، ص: 51.

3 نفس المرجع أعلاه، ص: 52.



مثال:

يبيّن الجدول الموالي معدلات العائد واحتمالات تحققها من استثمار مبلغ 10.000 دولار في إحدى الشريكتين "A" و "B"

الحالة الاقتصادية	احتمال حدوث الحالة	معدل العائد بالشركة A	معدل العائد بالشركة B
ازدهار	0.30	1	0.20
عادية	0.40	0.15	0.15
كساد	0.30	0.7-	0.10

المطلوب:

أ- حساب معدل العائد المتوقع للشريكتين "A" و "B".

ب- حساب مخاطرة هذين الاستثمارين.

الحل

أ- حساب معدل العائد المتوقع للشريكتين "A" و "B":

بتطبيق القانون المتعلق بالعائد المتوقع يكون العائد المتوقع :

$$E(R) = 1*0.30 + 0.15*0.40 + (-0.07) * 0.30 = 0.15 = 15\% \text{ للشركة A}$$

$$E(R) = 0.20*0.30 + 0.15*0.40 + 0.10*0.30 = 0.15 = 15\% \text{ للشركة B}$$

ب- حساب مخاطرة هذين الاستثمارين:

يمكن تقدير الانحراف المعياري لكلا الاستثمارين المقترحين كما يلي:

للشركة A:

الظروف الاقتصادية	$P_i$	$R_i$	$E(R)$	$(R_i - R)$	$(R_i - R)^2$	$(R_i - R)^2 P_i$
ازدهار	0.30	1	0.15	0.85	0.7225	0.21675
عادية	0.40	0.15	0.15	0	0	0
كساد	0.30	0.7-	0.15	0.85 -	0.7225	0.21675
المجموع						0.4335
الانحراف المعياري						0.66

للشركة B:

الظروف الاقتصادية	$P_i$	$R_i$	$E(R)$	$(R_i - R)$	$(R_i - R)^2$	$(R_i - R)^2 P_i$
ازدهار	0.30	0.2	0.15	0.05	0.0025	0.00075
عادية	0.40	0.15	0.15	0	0	0
كساد	0.30	0.10	0.15	0.05 -	0.0025	0.00075
المجموع						0.0015
الانحراف المعياري						0.039

وعليه، يعدّ الاستثمار في الشركة B أفضل لأن متوسط العائد المتوقع متساوي في كلا الشريكتين في حين المخاطر أقل في الشركة B.

$$\sigma p^2 = W_1^2 \cdot \sigma_1^2 + W_2^2 \cdot \sigma_2^2 + 2W_1W_2(r_{12}\sigma_1\sigma_2)$$

**3-2-2-2-2 معامل التباين كمقياس للخطر:** يؤكد الإحصائيون على ان الانحراف المعياري هو مقياس مطلق للخطر، فهو مفيد في التحليل المقارن لخطر فرصتين استثماريتين عندما تكون العوائد المتوقعة ثابتة، فبناءً على الانحراف المعياري الأقل يمكن حسم أفضل فرصة استثمارية، ولكن المشكلة تظهر عندما تتباين العوائد المتوقعة بين المقترحين الاستثماريين. في هذه الحالة فإن الانحراف المعياري لن يكون مقياساً كافياً للخطر، ما يستلزم إيجاد مقياس آخر كمعامل التباين. ويتم حساب معامل التباين بقسمة الانحراف المعياري للمقترح الاستثماري على معدل العائد المتوقع.<sup>1</sup>

ويحسب معامل التباين كما يلي:

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

حيث/

δ: الانحراف المعياري

CV: معدل العائد المتوقع

مثال:

ليفترض وجود مقترحين استثماريين كما يلي:

البيان	المقترح 01	المقترح 02
معدل العائد المتوقع	%15	%13
الانحراف المعياري	%7	%5

المطلوب: تحديد أي المقترحين الاستثماريين أفضل.

الحل:

البيان	المقترح 01	المقترح 02
معدل العائد المتوقع	%15	%13
الانحراف المعياري	%7	%5
معامل التباين	0.467	0.38

وعليه، فالمقترح الاستثماري الثاني هو الأفضل.

1 حمزة محود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 369.

### 3-2-3 خطر المحفظة الاستثمارية: مخاطر المحفظة هي دالة لمخاطر الاستثمارات الفردية التي تشكّل المحفظة

وأوزانها ومعاملات الارتباط فيما بين معدلات العائد لهذه الاستثمارات الفردية، فكلما كان الارتباط سالب ما بينة

أصول المحفظة كلما اقتربت المحفظة من المثالية.<sup>1</sup>

ويتم قياس المخاطر الكلية للمحفظة كما يلي:<sup>2</sup>

- إذا كانت المحفظة تتكوّن من استثمارين، فإن صيغة تباين المحفظة تكون كما يلي:

$$\delta_p = \sqrt{W_1^2 S_1^2 + W_2^2 S_2^2 + 2W_1 W_2 P_{12} \delta_1 \delta_2}$$

حيث/

-  $\delta_p$ : الانحراف المعياري للمحفظة.

-  $W_1$ : الوزن النسبي للاستثمار 1.

-  $W_2$ : الوزن النسبي للاستثمار 2.

-  $\delta_1$ : الانحراف المعياري للاستثمار 1.

-  $\delta_2$ : الانحراف المعياري للاستثمار 2.

-  $P_{12}$ : معامل الارتباط بين الاستثمارين 1 و 2.

- أما إذا كانت المحفظة تتكوّن من N أصل، فإن صيغة تباين المحفظة تكون كما يلي:

$$\delta_p^2 = \sum_{j=1}^n W_j^2 \delta_j^2 + \sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^n W_j W_k COV_{jk}$$

مثال:

ليفترض فيما يلي بيانات متعلقة بمحفظة استثمارية مكونة من الأصول الموالية:

البيان	أسهم عادية	سندات	عملات أجنبية
العائد المتوقع	0.06	0.04	0.02
الانحراف المعياري	0.10	0.05	0.015
الوزن النسبي	0.60	0.30	0.10

مع العلم ان معاملات الارتباط بين هذه الاستثمارات كانت كما يلي:

بين الأسهم والسندات 0.25

بين الأسهم والعملات - 0.08

بين السندات والعملات 0.15

1 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

2 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 66-67.

المطلوب:

- أ- حساب العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية.  
ب- حساب مخاطرة المحفظة الاستثمارية.

الحل

- أ- حساب العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية:  
باستخدام علاقة العائد المتوقع

$$ER_{(p)} = \sum_{i=1}^n W_i - R_i$$

$$E(R_{(p)}) = 0.06 * 0.60 + 0.04 * 0.30 + 0.02 * 0.10 = 0.05 = 5\%$$

- ت- حساب مخاطرة المحفظة الاستثمارية:

باستخدام علاقة التباين

$$\delta_p^2 = \sum_{j=1}^n W_j^2 \delta_j^2 + \sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^n W_j W_k COV_{jk}$$

$$= (0.10)^2 \times (0.60)^2 + (0.05)^2 \times (0.30)^2 + (0.015)^2 \times (0.10)^2 + (0.60 \times 0.30) \times 0.25 \\ \times (0.10 \times 0.05) + (0.60 \times 0.10) \times (-0.08) \times (0.10 \times 0.015) + (0.30 \times 0.10) \times 0.15 \times \\ (0.05 \times 0.015) = 0.0653$$

3-2-4 دور معامل بيتا في قياس المخاطر المنتظمة: ويعدّ معامل بيتا من بين أهم المؤشرات المستخدمة

للتنبؤ بالمخاطر السوقية للأوراق المالية أو المحفظة الاستثمارية، حيث يقيس هذا المعامل المخاطر المنتظمة المتعلقة بأسهم شركة ما بالنسبة إلى مخاطر السوق، ويحسب بالعلاقة الموالية:<sup>1</sup>

$$\beta_i = COV_{im} / Q^2_m$$

حيث/

$COV_{im}$ : الانحراف المشترك بين معدل العائد على السهم  $i$  أو المحفظة وعائد السوق.

$Q^2_m$ : التباين في العوائد على محفظة السوق.

ويفسّر معامل بيتا للسهم  $i$  أو المحفظة بالنسبة لمعامل بيتا لمحفظة السوق الذي يساوي الواحد (1) كما يلي:

$\beta$  أصغر من 1: مخاطرة السهم  $i$  أكبر من مخاطرة السوق.

$\beta$  تساوي 1: مخاطرة السهم  $i$  مساوية لمخاطرة السوق.

$\beta$  أصغر من 1: مخاطرة السهم  $i$  أقل من مخاطرة السوق.

ولتوضيح ذلك، يفترض أن معامل بيتا لأسهم شركة ما يساوي 2، هذا يعني أنه من المتوقع أن يكون معدل

التغيّر في عوائد ذلك السهم ضعف معدل تغيّر عوائد أسهم السوق. فلو تغيّرت مثلاً عوائد أسهم السوق بالزيادة

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 136-137.

بنسبة 40% فإن التغير في عوائد ذلك السهم سيكون مساويا لـ 80%، أما لو افترض أنه تغيرت عوائد أسهم السوق بالنقصان بنسبة 15%، فإن التغير في عوائد ذلك السهم ستكون تساوي لـ 30%.

كما انه بعد قياس معامل بيتا يمكن حساب المخاطر المنتظمة للأصل، حيث تساوي مربع معامل بيتا ضرب تباين معدل العائد لمحفظه السوق. وذلك كما يلي: <sup>1</sup>

$$\text{المخاطر المنتظمة} = \beta^2 \delta^2 R_m$$

حيث/

$\beta$ : معامل بيتا.

$\delta R_m$ : تباين معدل عائد محفظة السوق.

مثال:

السنوات	معدل العائد الممتحق للسهم	معدل العائد المتحقق لمحفظه السوق
2008	4	- 02
2009	8	8
2010	7	10
2011	8	11
2012	- 2	12
2013	- 3	13
2014	6	12
2015	10	15
2016	11	18

المطلوب: حساب معامل المخاطر المنتظمة.

الحل:

السنوات	$R_i$	$R_i - ER_i$	$R_m$	$R_m - ER_m$	$(R_m - ER_m)^2$	$(R_i - ER_i)(R_m - ER_m)$
2008	0.04	-0.0014	-0.02	-0.128	0.016384	0.001792
2009	0.08	0.026	0.08	-0.028	0.000784	-0.000728
2010	0.07	0.016	0.10	-0.008	0.000064	-0.000128
2011	0.08	0.026	0.11	0.002	0.000004	0.00052
2012	-0.02	-0.047	0.12	0.012	0.000144	-0.000888
2013	-0.03	-0.084	0.13	0.022	0.000484	-0.001848
2014	0.06	-0.006	0.12	0.012	0.000144	0.000072
2015	0.10	0.046	0.15	0.042	0.001764	0.001932
2016	0.11	0.056	0.18	0.072	0.005184	0.004032
المجموع	0.49		0.97		0.024956	0.004288

الشرح:

$$ER_i = \frac{0.49}{9} = 0.054$$

$$ER_m = \frac{0.97}{9} = 0.108$$

1 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

**3-2-5 علاوة المخاطر<sup>1</sup>:** يقصد بعلاوة المخاطر التعويض الإضافي في معدل العائد المطلوب مقابل تحمّل المستثمر لمستوى معين من المخاطرة. وتصدر الإشارة إلى أن علاوة المخاطرة على المحافظ الاستثمارية المنوعة جيداً يعتمد فقط على المخاطر المنتظمة. وعليه فعلاوة المخاطر المنتظمة تساوي علاوة مخاطر السوق ضرب معامل بيتا . وتحسب وفقاً للعلاقة الموالية:

$$\Theta_p = (ER_m - R_f)\beta_j$$

حيث/

$\Theta_p$ : علاوة مخاطرة المحفظة.

$(ER_m - R_f)$ : علاوة مخاطرة السوق.

### 3-3 التنوع

من بين مقومات تكوين المحافظ الاستثمارية التنوع، والذي يتمثل في اختيار توليفة متنوعة من الأصول الاستثمارية بهدف تخفيض المخاطرة.

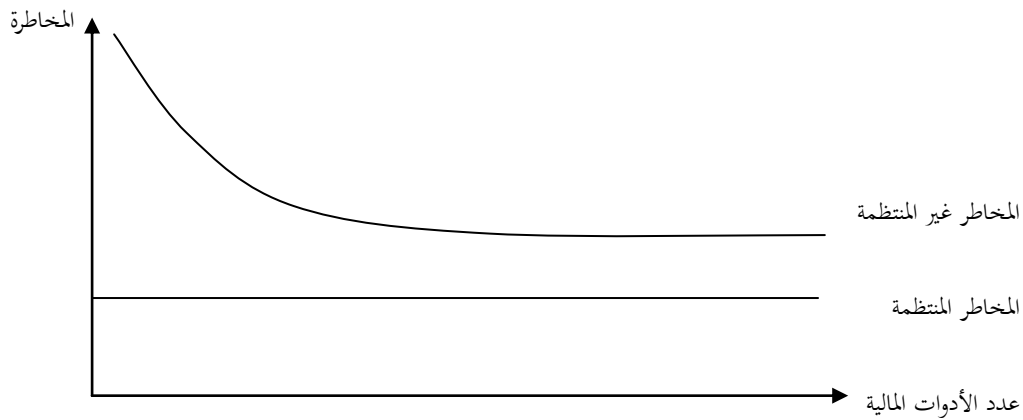
**3-3-1 أسس التنوع:** هناك العديد من الأسس التي يخضع لها التنوع منها:

**3-3-1-1 التنوع بناء على جهة الإصدار:** ويقصد به عدم اقتصر الأصول التي تشكّل المحفظة الاستثمارية على نوع واحد من الأصول أو الأوراق المالية وعدم الاقتصار على الأوراق المالية الصادرة عن شركة واحدة. وفي هذا الصدد يميّز بين التنوع الساذج وتنوع ماركوفينز.

- **التنوع الساذج:** ويقوم هذا الأسلوب على فكرة أساسية مفادها أنه كلما زاد تنوع الأوراق المالية التي تضمّها المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطر التي تتعرّض لها.

وتشير الدراسة الشهيرة التي قام بها كل من إفانز وآرشر عام 1968 م على أن إحتواء المحفظة الاستثمارية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى يؤدي إلى التخلّص من الجزء الأكبر من المخاطر غير المنتظمة. وهذا ما يمكن توضيحه في الشكل أدناه:

#### دراسة إفانز وآرشر عام 1968 والتنوع الساذج



المصدر: عبد الرزاق قاسم، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

1 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

يتضح من الشكل الخط المستقيم والذي يمثل المخاطر المنتظمة، مما يعني أن هذا النوع من المخاطر لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع، بينما يلاحظ تناقص الخط الذي يمثل المخاطر غير المنتظمة تدريجياً كلما زاد عدد الأسهم في المحفظة حتى تصل إلى العدد 15، حينئذ تصبح إضافة أية ورقة مالية إلى المحفظة عديمة الجدوى في تخفيض المخاطر.<sup>1</sup>

كما تجدر الإشارة إلى ان المغالاة في التنويع، ينجم عنه نتائج سلبية، منها:<sup>2</sup>

- صعوبة إدارة المحفظة.
- تحمّل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن استثمارات جديدة أكثر ضماناً.
- اتخاذ قرارات غير صائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية.
- ارتفاع متوسط تكاليف الشراء، وذلك لأن زيادة التنويع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع، ما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة في عمليات الشراء.

- **تنويع ماركويتز:** إذا كان التنويع الساذج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية فإن تنويع ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأوراق المالية، وبالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية مفادها أن خطر المحفظة المالية لا يتوقف على مخاطر الأوراق المالية المكونة لها فحسب وإنما على الترابط بين عوائد هذه الأوراق.<sup>3</sup> وبالتالي فتنويع ماركويتز يقوم بالاعتماد على معامل الارتباط (P) بين العوائد الناتجة عن الاستثمار، ويمكن التمييز بين الحالات الموالية:<sup>4</sup>

$P=1$ : ارتباط موجب تام، هذا معناه أن العلاقة بين عوائد ورقتين ماليتين هي علاقة طردية، فمعرفة اتجاه حركة إحداها تسمح بتوقع اتجاه الورقة الأخرى. وهذا ما معناه أن التنويع في مثل هذه الحالة لا يؤدي إلى تخفيض المخاطرة.

$P=1-1$ : ارتباط يالب تام، هذا معناه أن العلاقة بين عوائد ورقتين ماليتين هي علاقة عكسية، لذا فمعرفة اتجاه حركة الورقة الأولى يعني أن حركة الورقة الثانية تكون في الاتجاه المعاكس. وهذا قد يؤدي على التخلص من المخاطرة بشكل نهائي وهي القاعدة التي يركز عليها مبدأ التحوط.

$P=0$  لا يوجد ارتباط، وهذا ما معناه لا توجد علاقة واضحة بين حركة العوائد، فمعرفة اتجاه حركة الورقة المالية واحد لا يسمح بتوقع اتجاه حركة الورقة الثانية. وهذا ما يمكن من تخفيض المخاطرة.

**3-1-2 تنويع تواريخ الاستحقاق:** العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية تشير إلى ان تقلب أسعار الفائدة يترتب عليه تقلبات أكثر في قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، لذا فصاحب المحفظة يواجه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين. ولذا يميز بين ثلاثة أساليب من التنويع، هي:<sup>5</sup>

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 136-137.

2 بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري: دراسة حالة بنك **BNP PARIBAS**، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007/2006، ص: 35.

3 نفس المرجع أعلاه، ص: 35.

4 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 80-81.

5 بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

- **الأسلوب الهجومي:** يعني قيام المستثمر بالتحوّل من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة الأجل ليعيد استثمارها في شراء سندات قصيرة الأجل، وإذا تحققت التنبؤات فسيستخدم عائد استثماراته الجديدة ولن ينتظر حلول اجمال استحقاقها، والعكس صحيح.
- **تدرج تواريخ الاستحقاق:** أي توزيع مكونات المحفظة بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزّع على أساسه الأوراق المالية المقسمة إلى أجزاء، وبهذا يشكّل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية لا تستحق في نفس الوقت.
- **التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل:** دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما المتوسطة الأجل فلا تسهم لا في السيولة ولا في الأرباح.
- 3-3-1-3 التنوع الدولي:** يمكن للمستثمر عن طريق الاستثمار في أوراق مالية أجنبية التخفيض من المخاطر المنتظمة، فالتنوع بهذا الشكل يؤدي إلى التقليل من المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية المحلية والعائد على الأوراق المالية الأجنبية سالبا أو يساوي الصفر.<sup>1</sup>

#### 4- ماهية إدارة المحافظ الاستثمارية

- الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الورقة المالية وذلك بهدف شراء أوراق مالية وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى، وتزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.
- 4-1 نشوء إدارة المحافظ الاستثمارية<sup>2</sup>

كلمة إدارة المحافظ مكونة من كلمتين، الكلمة الأولى: الإدارة وتعني التنظيم والتخطيط والرقابة، والكلمة الثانية المحافظ الاستثمارية والتي تعني الوعاء الذي يحتوي على الأصول ويمكن أن تكون قيمة هذه الأصول بالألاف أو الملايين أو المليارات، ومن الممكن أن تكون المحفظة على مستوى فرد أو مجموعة من الأفراد أو ملك لشركة.

أول من كتب في المحافظ الاستثمارية هو المحلل الأمريكي "ماركويتز" وذلك عام 1952م ثم جاء بعده عدد من الدارسين والمحللين أمثال "كورن" و"شارب" و"الخ، حيث ظهرت هذه الدراسات في بريطانيا والولايات المتحدة خلال الخمسينيات والستينيات، أين ظهر عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها من أجل استثمار هذه الأموال استثمارا صحيحا لتحقيق دخل جيد للبنك وللمدخر، وكان هنالك عدد كبير من المدخرين ومبالغ كبيرة من الادخارات حيث وقع على عاتق هذه البنوك استغلال هذه الأموال الاستغلال الأمثل، وكذلك ظهر عدد كبير من الصناديق المشتركة مثل صندوق التقاعد المدني، صندوق الضمان الاجتماعي. ولكن عددا من مدراء البنوك والمؤسسات المالية الغير

1 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

2غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 18-19.



متخصصين أصحابم الغرور، وتم جمع مبالغ كبيرة من المدخرات ويسبب أن هؤلاء المدراء غير متخصصين في ادارة المحافظ ولم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ فشلوا في ادارتهم وخرج عدد كبير من هذه المؤسسات من السوق. وظلت المؤسسات المالية التي كان يديرها مدراء متخصصون طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم، لذلك نجحوا نجاحا كبيرا في استثماراتهم. مما دعا الباحثين والدارسين الى التركيز على ادارة المحافظ.

وبعد 25 سنة من اجات العام الأمريكي ماركويتز أصبحت ادارة المحافظ من أهم مواضيع الادارة المالية، وأصبحت كليات العلوم التجارية في الجامعات في العالم تدرس مادة ادارة المحافظ جنبا الى جنب مع مادة الأسواق المالية وجميعها تهتم في الاستثمار وفي الأوراق المالية. وكذلك معظم المجالات المالية العلمية زاد فيها عدد الباحثين حول ادارة ونظريات المحافظ المالية.

#### 4-2-2 التعريف بإدارة المحافظ الاستثمارية

4-2-1 مفهوم إدارة المحافظ الاستثمارية: ويمكن تعريف إدارة المحافظ الاستثمارية على أنها فن لتدوير الأوراق المالية وتنظيم تواريخ استحقاقها ومتابعة عملياتها، بهدف تحقيق الأهداف الاستثمارية التي يسعى المستثمر للوصول إليها. ويمكن أن تأخذ إدارة المحفظة الاستثمارية عدّة أشكال هي:<sup>1</sup>

- الإدارة الفردية: يمكن للمستثمر أن يدير محفظته الاستثمارية، إذا ما كتن تتوفّر لديه الخبرة والتخصص اللازمين لذلك.

- الاستعانة بمدير المحفظة: وهو الشخص الذي توكل له مهمة تسيير المحفظة الاستثمارية، على أن يبقى القرار النهائي في يد المستثمر.

- إبرام عقد لإيداع الأوراق المالية: أي إبرام عقد بين المستثمر صاحب المحفظة المالية وأحد البنوك أو المؤسسات المالية لإيداع أوراقه المالية، على أن يتم ردها عند الطلب، ولا يباشر المودع أية عمليات متعلقة بإدارة الأوراق المالية.

- الإدارة الجماعية: حيث يقوم المستثمر بتوظيف أمواله في هيئات التوظيف الجماعي، نظرا لما توفّره من أمان نظرا للخبرة التي تتمتع بها.

- عقد إدارة: يجوز للمستثمر أن يفوض أحد الشركات المتخصصة في إدارة محفظته إدارة كاملة، حيث يترك لها وضع خطة الاستثمار وتنفيذها، ويتم ذلك بموجب عقد يطلق عليه بعقد الوكالة، ويعتبر هذا الشكل من الأشكال المفضلة لدى المستثمرين في المحافظ المالية، مع العلم أن القائم على هذا الشكل من أشكال الإدارة يمكن أن يكون شركة متخصصة في إدارة المحافظ الاستثمارية أو بنك تجاري أو مسير للمحافظ المالية.

#### 4-2-2 أهداف إدارة المحفظة الاستثمارية: ويمكن ذكر أهم هذه الأهداف فيما يلي:<sup>2</sup>

- تحقيق عائد مرتفع.

- توفير السيولة الكافية لمواجهة الأزمات.

1 بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 40-41.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 38.

- مواجهة العسر المالي.
- الحفاظ على رأس المال الأصلي.
- استمرار التدفقات النقدية، وذلك عن طريق احتواء المحافظ الاستثمارية على أوراق مالية ذات دخل ثابت كالسندات.
- توفير قدر من التنوع، وذلك من شأنه تخفيض المخاطر.

#### 4-2-3 أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية

- ظهرت أهمية إدارة المحافظ بشكل كبير في المجتمعات الاستثمارية وذلك للأسباب التالية:<sup>1</sup>
- تدفق رأس المال إلى مختلف الشركات الاستثمارية والصناعية وجميع هذه النفقات الكبيرة في رأس المال توجّه إلى الاستثمار في الأسهم والسندات.
  - توسع المؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلى المستثمرين خصوصاً الاستثمار في الأسهم والسندات، وحديثاً زاد الاستثمار في العقارات.
  - انصب اهتمام المستثمرين إلى الربح السريع، ممّا يتطلب إيجاد أسلوب علمي جيّد لتحقيق هذا الهدف.

#### 4-2-4 مهام إدارة المحافظ الاستثمارية

- تسعى إدارة المحافظ الاستثمارية لأداء مجموعة من المهام، أهمها:<sup>2</sup>
- تحديد أنواع الأصول الاستثمارية مع بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية، ويتم ذلك من خلال مسوحات أولية للأسواق المالية وللفرص المتاحة.
  - تعزيز قيمة أصول المحفظة الاستثمارية من خلال الحفاظ على ربحية هذه الأصول والعمل على إعداد خطط دقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر.
  - توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال مزيج هادف بين العقلانية والتحوّط مع قبول درجة من المخاطر، وذلك من خلال التنوع في الاستثمارات الخطرة والأقل مخاطرة.
  - إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة.
  - دراسة التغذية العكسية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية والإيجابية لهذه القرارات.
  - توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق.
  - تخصيص المحفظة وعملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية وخاصة بالنسبة للضرائب المختلفة.
  - بناء استراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق.

#### 4-3 العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة المحافظ الاستثمارية

توجد العديد من العوامل التي تتحكّم في إدارة المحافظ الاستثمارية، يمكن تحديد أهمها فيما يلي:

1 علوان قاسم نايف، مرجع سبق ذكره، ص: 189.

2 عبد الجواد محمد عوض، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص: 26.

#### 4-3-1 العوامل المؤثرة في إدارة المحافظ الاستثمارية: وتمثل هذه العوامل في:<sup>1</sup>

4-3-1-1 معدل الفائدة: كما سبق وأشرنا لوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة ومدى الرغبة بالاحتفاظ بالأوراق خاصة في الأجل الطويل، لذا فإن إدارة المحافظ تقوم على متابعة تطوّر العائد الذي تحققه أوراق المحفظة ومقارنتها بالعائد السائد في السوق، كما تقوم بمتابعة الأوراق المالية الجديدة المتداولة في السوق الأولية وعوائدها.

4-3-1-2 سعر الورقة المالية ذاتها: القيمة السوقية للورقة المالية تتحدّد أساسا من تقلبات العائد ومقارنته بالعائد السائد في السوق، وكلما كان سعر الورقة المالية في السوق في تزايد كلما زاد الاحتفاظ بها، لأن ذلك يشجّع المستثمرين على زيادة الطلب على هذه الورقة لما تحققه من ربح رأسمالي.

4-3-1-3 تأثير الكوبون: كلما اقترب موعد دفع الكوبون كلما ارتفع سعر الورقة المالية، وبالتالي زيادة الطلب عليها.

4-3-1-4 التضخم: كون التضخم يفقد النقود قيمتها فإن الاحتفاظ بها دون استثمار أمر غير رشيد، لذا يزيد الطلب على الاستثمار في فترات التضخم عنه في فترات الانكماش.

#### 4-3-2 الاعتبارات الفنية في إدارة المحافظ الاستثمارية: تحصر هذه الاعتبارات الفنية فيما يلي:<sup>2</sup>

4-3-2-1 الاعتبارات الزمانية والمكانية: ويقصد بالاعتبارات الزمانية تأثير التوقيت على قرارات الاحتفاظ أو التخلص من الأوراق المالية، أما الاعتبارات المكانية فتتعلق بالمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في سوق معين أو في دولة معينة مثلا.

4-3-2-2 مستوى جودة الورقة المالية: ويقصد بجودة الورقة المالية قابليتها للتداول دون التعرّض للمخاطر، ويتمد الحكم على جودة الورقة المالية من خلال تحليل البيانات المتوفرة عنها.

4-3-2-3 السلطات والصلاحيات المخوّلة لمدير المحفظة الاستثمارية: وذلك لإجراء الارتباطات الحاضرة والمستقبلية، بالإضافة إلى حدود المبالغ التي له الحق في التعامل بها.

4-3-2-4 السياسات المالية والنقدية للدولة: كسياسة التوسّع في الإصدار النقدي وفي الإنفاق الحكومي الجاري والاستثماري، أو سياسة تخفيض الكتلة النقدية وما لهذه الأمور من تأثيرات على أسعار الأسهم وعوائد السندات.

#### 4-4 السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية

تختلف السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية طبقا لأهداف وغايات المحفظة. فمن هذه السياسات الربح السريع مع تحمّل المخاطرة العالية أو الربح القليل مع الأمان والاستقرار أو حل وسط ما بين السياسة الأولى والثانية، ويمكن حصر السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية فيما يلي:

4-4-1 سياسة المخاطر أو الهجوم: هذه السياسة يتوجّه إليها المستثمر المضارب، الذي هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد، فهو يفضّل عنصر الربحية عن عنصر الأمان، ومنه فان اهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشكّلة للمحفظة، ويطلق على هذا النوع من المحافظ - محافظ رأس المال -، أما عن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80% الى 90% من قيمة المحفظة.<sup>3</sup>

1 بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 39-40..

2 نفس المرجع أعلاه، ص ص: 40-41.

3 عبد القادر حوة، مرجع سبق ذكره، ص 141.

وتهدف هذه السياسة لكسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية لذلك تكون محتويات المحفظة من الأسهم التي تحقق أرباح عالية ولكن هذه الأسهم تحمل مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد في المتغيرات الاقتصادية المختلفة، حيث يتطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيقاً في اتخاذ قراراته خوفاً من الوقوع في الخسائر، ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج والازدهار حيث أن الأسهم الخطرة تحقق أرباح أعلى، وذلك لأنها سريعة التأثير في التغيرات الاقتصادية. فهي تحقق أرباحاً عالية غني حالة الرواج كما وتحقق أرباحاً قليلة أو خسائر في حالة الكساد<sup>1</sup>.

**4-4-2 السياسة المتحفظة أو الدفاعية:** تهدف هذه السياسة لكسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، ولذلك تعتمد بالدرجة الأولى على السندات والأسهم المختارة حيث لا مخاطرة فيها وأن معدل الفائدة محدد والعائد ثابت، وكما هو معروف يمكن أن تحتوي المحفظة على أسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة، حيث أن هذه الشركات لا تتأثر كثيراً في التغيرات الاقتصادية وتقلبات أسواق المال وخصوصاً سوق الأوراق المالية. ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة كساد روكون، إذ أن أسهم الشركات الكبيرة القوية يكون تأثرها قليل بالتغيرات الاقتصادية، لذا سيكون هبوط أسعارها أقل بكثير من هبوط أسعار الشركات النامية. والنموذج الشائع لهذا النوع من الاستراتيجيات هي محفظة الدخل، والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أذون الخزينة والأسهم الممتازة، بنسب تتراوح ما بين 60%-80% من رأس مال المحفظة.<sup>2</sup>

**4-4-3 السياسة المتوازنة:** وتجمه هذه السياسة بين خصائص كل من السياستين الهجومية والدفاعية. وتقوم إدارة المحافظ عند اتباع السياسة المتوازنة بتقسيم رأس المال إلى قسمين هما، قسم للأوراق المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية والقسم الآخر للأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت والتي لا تتأثر بتقلبات السوق. ويمكن أن تكون إدارة هذه المحافظ مرنة بحيث أنه يمكن تقسيم رأس المال ما بين الدفاعي والهجوم، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي لا بد من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم، وفي حالة الكساد والركود في سوق الأوراق المالية يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى الأسهم والسندات الدفاعية. ويفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة.<sup>3</sup>

**ملاحظة:**

بشكل عام تعتمد معظم استراتيجيات الاستثمار في محافظ الأوراق المالية على توافر سمات ضرورية في الشركة ليتم تداول أسهمها، ومن بين أهم هذه السمات، يذكر ما يلي:

- أن يتسم معدل النمو لربحية الشركة بالاستقرار كحد أدنى، ومن الأفضل أن يكون في ازدياد مضطرد.
- أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف معدل العائد على السات مرتفعة الجودة كحد أدنى.
- أن تكون ديون الشركة أقل من القيمة الدفترية لأصولها المادية.
- أن يكون مضاعف الربحية أقل من 40% مقارنة بأعلى مضاعف ربحية لذات السهم في السنوات الخمس الماضية.
- أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية أقل من الواحد الصحيح.

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

2 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

3 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

## المحفظة الاستثمارية الكفوة

إذا تم افتراض أنه يتم دراسة عدد من الاستثمارات (  $n$  حيث أكبر من 01)، فإن ذلك معناه أنه يمكن تكوين عددا لا نهائيا من المحافظ الاستثمارية، ويكون لكل محفظة عائدا وخطرا متوقعا، وبالتالي بمعرفة مجموعة المحافظ المحتملة والتي يمكن تكوينها من الأصول المتاحة، ماهي المحفظة التي يجب اختيارها؟ وعليه، سيتم اختيار المحفظة التي تحقق أكبر عائد ممكن وأقل خطر، والتي تعرف بالمحفظة المثلى أو المحفظة الكفوة. وهذا الإجراء يتوقف على أمرين، هما:

- تحديد مجموعة المحافظ الكفوة.
- الاحتمالوتوقيتيار من بين هذه المجموعة تلك المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر بأكبر درجة.

### 1- تعريف المحفظة الاستثمارية الكفوة

تعرف المحفظة الاستثمارية الكفوة، بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق درجة من الخطر في ظل مستوى معين للعائد.<sup>1</sup>

وظف واضعوا نظرية المحفظة المفهوم الاقتصادي للمنفعة الحدية في تقسيم المستثمرين إلى فئتين هما: فئة المستثمرين الرشيدين وفئة المستثمرين المضاربين. ووفقا لنظرية المحفظة يحقق العائد على الاستثمار بالنسبة إلى المستثمرين درجات متفاوتة من الإشباع، وذلك تبعا لتفاوت درجات المنفعة الحدية التي يحققونها منه، وكما أن المنفعة الحدية للسلع الاستهلاكية تكون متناقصة، فإن المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار بالنسبة للمستثمر الرشيد تكون هي الأخرى متناقصة. فتناقص المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار لدى المستثمر الرشيد تجعل حساسيته اتجاه عنصر المخاطرة متزايد باطراد، مما يعني أن أي فرصة تلوح له لتحقيق عائد أعلى على استثماراته ولكن بمخاطرة أعلى من المستوى العادي للمخاطرة المقبولة لديه، وبالتالي زيادة حساسيته للمخاطرة تجعله مترددا في قبولها. بينما العكس المستثمر المضارب يصبح أقل مبالاة للمخاطرة وبصورة متزايدة تقلل من حساسيته تجاهها كلما لاحت له فرصة استثمارية جديدة تعده بعائد استثماري أكبر. وعلى الرغم من كون هذا يعد قاعدة لدى معظم المستثمرين، إلا أنه توجد بعض الاستثناءات، فقد يوجد أحد المستثمرين المضاربين الذي تتزايد لديه المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار بشكل متزايد. وبصفة عامة تندرج غالبية المستثمرين تحت فئة المستثمر الرشيد، والذي يمكن ووفقا لوجهة نظره تحديد إطار عام لمواصفات المحفظة المثلى بما يلي:<sup>2</sup>

- تحقق للمستثمر توازنا بين العائد والمخاطرة.
- تتسم أصولها بقدر كاف من التنوع.
- أن تحقق أدوات المحفظة حد أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق، مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء أية تعديلات جوهرية يراها مدير المحفظة ضرورية وبأقل قدر من الخسائر.

1 محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001/2002، ص: 293.

2 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

## 2- بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة

- تقوم عملية بناء المحافظ الاستثمارية الكفؤة على ثلاثة مبادئ أساسية هي:<sup>1</sup>
- إذا ما خيّر بين محفظتين استثماريتين تحقّقان نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة، فسيتم اختيار المحفظة ذات المخاطرة أقل.
  - إذا ما خيّر بين محفظتين استثماريتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف في العائد المتوقع، فسيتم اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى.
  - أما إذا ما خيّر بين محفظتين استثماريتين، وكانت الأولى أعلى عائداً وفي نفس الوقت أقل مخاطرة، فبالتأكيد سيتم اختيار المحفظة الأولى.
- وعليه، لبناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة انطلاقاً من المبادئ السابقة، يتطلّب الأمر من المستثمر أو مدير المحفظة أن يحدّد منحنى المحافظ المثلى والذي يعرف بمنحنى الحد الفعال. ثم تحديد المحفظة الكفؤة. وللقيام بذلك توجد ثلاثة نماذج.

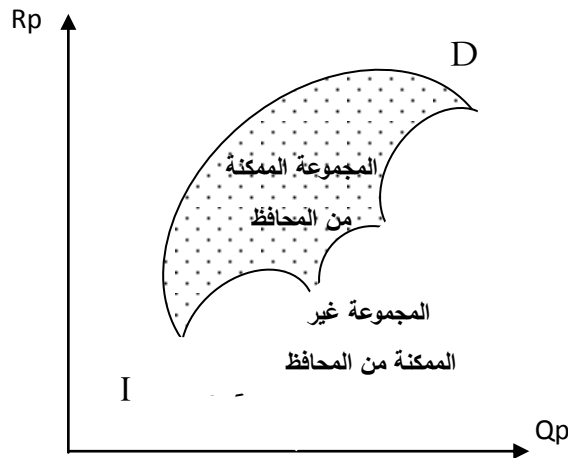
## 2-1 نموذج ماركويتز لاختيار المحفظة الكفؤة

ويقوم هذا النموذج على تحديد مجموعة المحافظ الكفؤة الممكنة ثم اختيار من بينها المحفظة الكفؤة.

## 2-1-1 منحنى الحد الفعال

يعرف منحنى الحد الفعال بمجموعة النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ الكفؤة ( المثلى) ويرسم عن طريق العلاقة بين عنصري العائد والمخاطرة. وذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمارية مختلفة، وذلك مع مراعاة افتراض أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة حاملة للمخاطرة، بمعنى لا توجد بينها أدوات استثمارية خالية من المخاطرة.

## منحنى الحد الفعال



المصدر: عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 96-97.

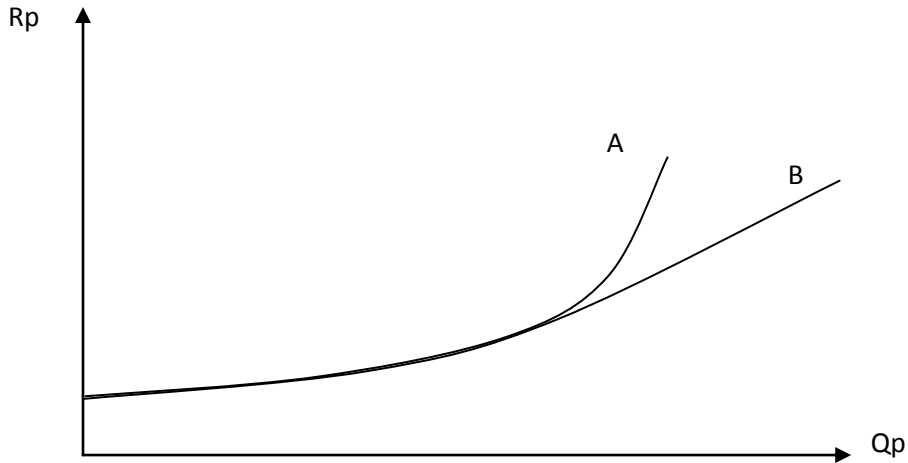
يمثل المحور العمودي العائد على الاستثمار والمحور الأفقي المخاطرة، يتبين أن منحنى الحد الفعال يتمثل في المنحنى (ID)، والذي يقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر إلى جزئين، هما الجزء العلوي على يسار المنحنى ويمثل مجموعة المحافظ غير المتاحة أو غير الممكنة بالنسبة للمستثمر، أما الجزء السفلي على يمين المنحنى فيمثل مجموعة المحافظ المتاحة أو الممكنة للمستثمر.

ونظرا للعلاقة الطردية بين العائد على الاستثمار والمخاطرة المصاحبة له، فإنه من مصلحة المستثمر اختيار محفظته الكفؤة في نقطة ما من النقاط الواقعة في الجزء العلوي، وذلك باعتبار أن أية محفظة يختارها في ذلك الجزء بمستوى معين من المخاطرة ستحقق له أعلى عائد قد تحققه له أية محفظة يختارها في الجزء السفلي. إلا أن المحافظ الواقعة في الجزء العلوي غير متاحة بالنسبة للمستثمر، لذا سيظطر للبحث عن محفظته الكفؤة في حدود المجموعة الممكنة من المحافظ، وبالتالي فمن مصلحته اختيار محفظته الكفؤة في نقطة ما من نقاط المنحنى (ID)، باعتبار أن هذا المنحنى هو أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة.<sup>1</sup>

## 2-1-2 تحديد المحفظة الكفؤة<sup>2</sup>

بعد معرفة منحنى الحد الفعال، يتم البحث عن كيفية تحديد المحفظة الكفؤة من النقاط الواقعة على هذا المنحنى، فلكي تتحدد المحفظة المثلى لابد من معرفة اتجاه المستثمر اتجاه الخطر أو بمعنى آخر " دالة المقايضة بين العائد والخطر" من وجهة نظره. وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء. والتي تظهر في الشكل أدناه.

### منحنيات السواء للخطر والعائد المتوقع



المصدر: محمد صالح الخناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، 294.

تمثل المنحنيات (A) و (B) منحنيات السواء للمستثمر أ والمستثمر ب. فيلاحظ أن المستثمر (A) يطلب عائدا متوقعا عن أعلى عن الزيادة في المخاطرة من العائد الذي يطلبه المستثمر (B)، وهذا يعني أن المستثمر (A) يعتبر أكثر تشددا من ناحية قبوله للمخاطرة.

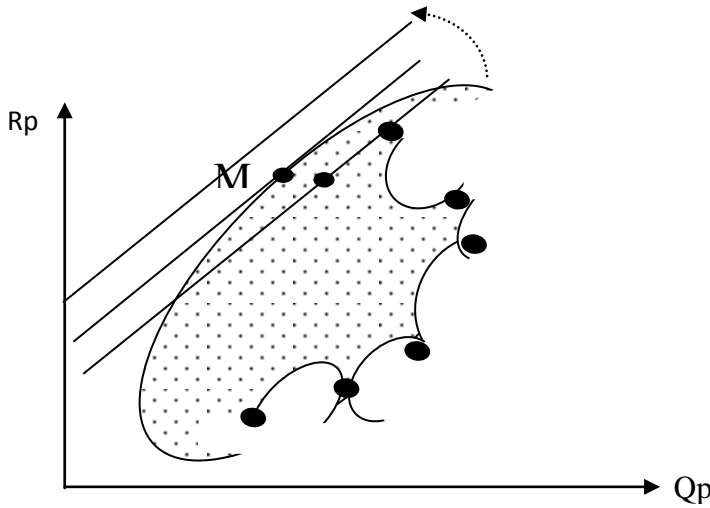
1 نفس المرجع أعلاه، ص: 98.

2 محمد صالح الخناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 293-294.

ويمكن رسم عدد لا نهائي من منحنيات السواء لأي مستثمر، لتمثل المقايضات بين العائد والمخاطرة لمستويات مختلفة من الرضا. والمستوى معين من الخطر فإن عائدا أكبر يتم الحصول عليه عند انتقال المنحنيات ناحية اليسار. بالإضافة إلى ذلك فإن كل فرد يختلف عن الآخر فيما يتعلق بمنحنيات السواء أو المقايضة بين العائد والمخاطرة، حيث أن منحنيات المستثمر (A) تبدأ من نفس النقطة ولها ميل أكبر من ميل منحنيات المستثمر (B)، وذلك مامعناه أن المستثمر (A) يطلب عائدا أكبر لنفس مستوى المخاطرة.

ويتم الجمع بين منحنى الحد الفعال (الذي يمثل مجموعة المحافظ الكفوة) وبين منحنيات السواء، ليتم التوصل إلى تحديد المحفظة الكفوة عند نقطة التماس بين منحنى الحد الفعال ومنحنى السواء، حيث تمثل نقطة التماس هذه أعلى مستوى للرضا يمكن أن يصل إليه المستثمر. وهذا ما يوضح في الشكل الموالي.

### تحديد المحفظة الكفوة



المصدر: محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، 297.

تمثل النقطة M نقة التماس بين منحنى الحد الفعال وأحد منحنيات السواء، وهو ما يمثل المحفظة الكفوة التي يتم اختيارها من قبل المستثمر.

### 2-2 نموذج توبين لاختيار المحفظة الكفوة<sup>1</sup>

أسهم توبين بإضافة افتراض جديد لبناء المحفظة الكفوة، وهو إمكانية المستثمر الإقراض والاقتراض بمعدل خالي من المخاطرة ( $R_f$ )، وهو العائد الذي لا يحمل أية حالة عدم تأكد. علما أن العائد الخالي من المخاطرة يتصف ب:  
- الانحراف المعياري يساوي الصفر.

1 ويمكن العودة لكل من:

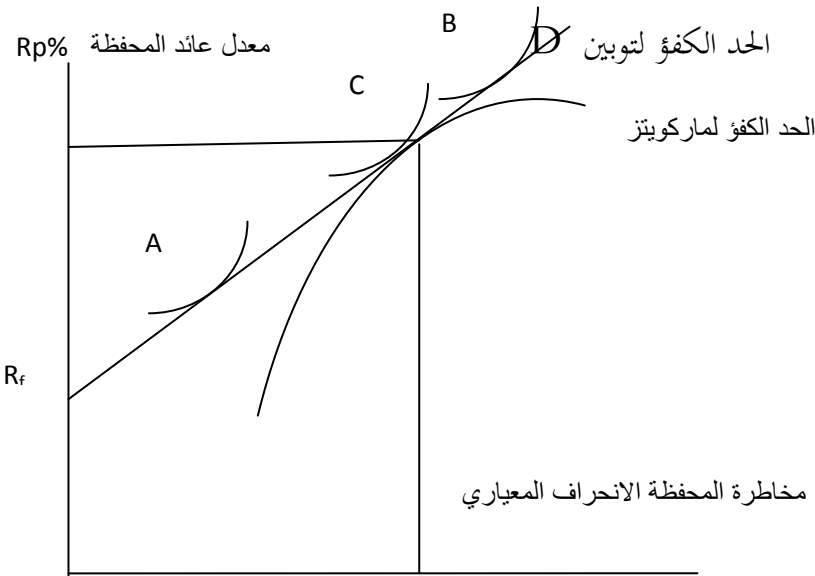
- محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 57-62.

- Idris Kharroubi; OP-CIT, P P: 41-44.



- التباين المشترك مع أية ورقة مالية يساوي الصفر وهو ناتج من أن معامل الارتباط بينهما يساوي الصفر.
- يتم الاقراض عندما يشتري المستثمر حوالات الخزانة مثلا كجزء من محفظته، وبالتالي فإن النسبة المستثمرة في العائد الخالي من المخاطرة ( $R_f$ ) أكبر من الصفر والنسبة المستثمرة في المحفظة أقل من 100%.
- يتم الافتراض بأن يقترض المستثمر أموالا ويدفع فائدة بمعدل عائد خالي من المخاطرة ( $R_f$ ) ويستثمر المبلغ المقترض، بالإضافة إلى المبلغ الذي يمتلكه أساسا في المحفظة، وبالتالي فإن النسبة المستثمرة في المعدل العائد من المخاطرة أقل من الصفر والنسبة المستثمرة في المحفظة أكبر من 100%.
- وبناء عليه، يتخذّ منحنى الحد الفعال شكل خط مستقيم، فيمتد من معدل العائد الخالي من المخاطرة ( $R_f$ ) على المحور العمودي ويلامس أعلى نقطة في منحنى الحد الفعال الخاص بماركويترز كما يوضح الشكل الموالي:

### اختيار المحفظة المثلى وفقا لنموذج توبين



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

يلاحظ من الشكل أن النقطة C تمثل المحفظة الكفوة المكونة من أوراق مالية ذات مخاطرة، والتي تقع على منحنى الحد الفعال لتوبين وفي الوقت نفسه على منحنى الحد الفعال لماركويترز. وسبب العلاقة الخطية التي يمثلها الخط (AD) هو أن المحافظ الكفوة الجديدة المكونة من الاستثمار ( $R_f$ ) والمحفظة C ستكون المعدل الموزون لمخاطرة المحفظة C والتي تسمى بالمحفظة الخطرة.

بعد تحديد المحفظة الخطرة C بإمكان المستثمر اختيار محفظته الكفوة من أية نقطة على الخط المستقيم (منحنى الحد الفعال) وفقا لتفضيلاته للعائد ودرجة تجنبه للمخاطرة، وعليه، فالمستثمر A المتجنب للمخاطرة يضع جزءا من أمواله في المحفظة الخطرة C والجزء الآخر يقوم به بشراء أدوات خزانة مثلا بمعدل عائد خالي من المخاطرة ( $R_f$ )، وبالتالي سيكون في مكان ما على طول الخط ( $C - R_f$ ) وتسمى محافظ الإقراض. أما المستثمر B الأقل تجنباً للمخاطرة

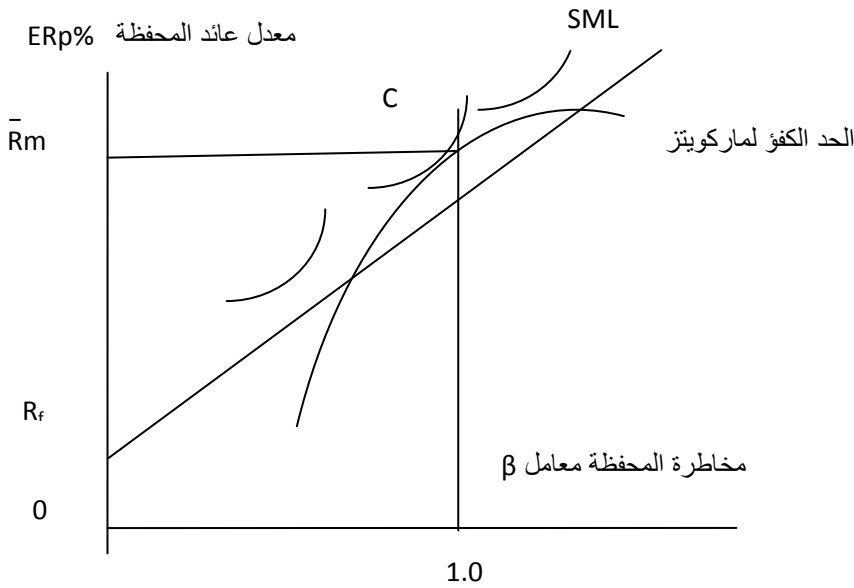
فيقوم بالاقتراض بمعدل ( $R_f$ ) واستثمار أمواله المقرضة والمملوكة في المحفظة الخطرة C، وبالتالي سيكون في مكان ما على طول الخط (C-D) وتسمى **محافظ الاقتراض**، أو قد يستثمر في المحفظة الخطرة من دون إقراض وإقتراض.

### 2-3 نموذج شارب لاختيار المحفظة الكفوءة<sup>1</sup>

عملية اختيار المحفظة الكفوءة بوجود الاستثمار الخالي من المخاطرة، فإن منحني الحد الفعال سيصبح خطا مستقيما يمتد من  $R_f$  على المحور العمودي ويلامس أعلى نقطة في الحد الكفوء لماركويترز. في حين أن شارب افترض أن محفظة السوق الخطرة متنوعة بشكل كفوء، ما يعني أن المخاطرة اللانظامية قد ألغيت، فالمستثمر سيواجه فقط المخاطر النظامية، وبالتالي فإن المحور العمودي يمثل العائد المتوقع أما المحور الأفقي قد تغير ليُمثل المخاطر النظامية والتي تناس بمعامل بيتا. حيث أن مخاطرة أية ورقة مالية تعتمد على مقدار مساهمتها في مخاطرة محفظة السوق، وعليه فإن السعر السوقي للمخاطرة أصبح مرجحا بدرجة ارتباط عوائد المحفظة الاستثمارية بمحفظة السوق وفقا للصيغة الموالية:

$$PR = R_f + (ER_m - R_f)B$$

#### اختيار المحفظة الكفوءة وفقا لنموذج شارب



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

وعليه، فالمستثمر يستطيع التحرك على طول SML، وذلك بالاستثمار بنسب مختلفة من رأس ماله في محفظة السوق وبلاستثمار خالي من المخاطرة، ليقوم في النهاية باختيار محفظته الكفوءة من نقطة التماس أعلى منحني سواء للمستثمر بالحد الكفوء أو خط SML.

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 62-64

## نماذج مهمة في إدارة المحافظ الاستثمارية

يعدّ النموذج الذي وضعه ويليام شارب أول نموذج في تسيير المحافظ الاستثمارية، وبعد ذلك تطورت نظرية المحفظة خلال عقد الستينات بظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وفي السبعينات ظهور ما يعرف بنموذج التسعير المرجح.

### 1- نموذج شارب البسيط<sup>1</sup>

إن من أهمّ المؤشرات للتنبؤ عن مخاطرة الاستثمار هو المؤشر الذي طوره البروفيسور ويليام شارب، وذلك بتطوير معامل بيتا لاستخدامه كمقياس وتنبؤ للمخاطرة، وقد طوره من معادله الإندثار البسيط وهي :

$$\Delta_{ERj} = \beta_{\Delta} ER_m$$

أي إن التغير في عائد للسهم يعتمد على التغير في معامل بيتا وهي عبارة عن درجة حساسية السهم لمخاطرة السوق أو تذبذب عوائد السوق، فإذا كانت قيمة بيتا (1) أي إن التغير النسبي لعائد السوق ينعكس بنفس المقدار للتغير النسبي لعائد السهم، و لو فرضنا إن حدث اقتصاديا أثر على معدل عائد السوق بزيادة 20% فهذا ينعكس على زيادة في معدل عائد السهم الواحد ب 20%، وفي حال العكس أي إن حدث اقتصاديا قد أدى إلى نقص في معدل عائد السوق ب 20% فإنه ينعكس على عائد السهم الواحد بنفس المعدل 20%، أما إذا كانت قيمة بيتا (2) أي إن التغير في سعر السوق سيؤدي إلى ضعف في التغير في عائد السهم .

إن مدراء المحافظ الاستثمارية يعتمدون كثيرا على معامل بيتا لكل سهم وذلك لإدارة المحافظ وذلك من أجل بناء المحفظة أو من أجل شراء والبيع وإحلال أسهم محل أسهم أخرى، ويعتمدون على النشاط الاقتصادي فإذا كان هنالك مؤشرات اقتصادية بالنشاط فيفضل إن تحوي المحفظة على أسهم معامل بيتا مرتفع وذلك من أجل تحقيق أعلى عائد، أما إذا يتوقع في الحالة القادمة كساد فعندها يفضل إن تبدل الأسهم التي لها معامل بيتا مرتفع بأسهم لها معامل بيتا منخفض ففي حالة السوق رواج نبحث عن الأوراق المالية تتأثر في تغيرات معدل السوق، أي عندما تكون بيتا لهذه الأوراق مرتفعة أما في حالة الكساد فيفضل إن نبحث عن أوراق مالية قليلة التأثير في تغيرات معدل عامة السوق وذلك لتقليل الخسائر ونزول العائد.

### 2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعدّ ماركويتز أول من عرض فكرة استخدام نموذج العامل الواحد لحل مشكلة اختيار المستثمرين للاستثمارات التي يرغبون استثمار أموالهم فيها. لقد لاحظ ماركويتز بأن المستثمرين يرغبون في اختيار تلك الأسهم العادية التي تمتلك أقل المخاطر لعائد متوقع معلوم أو أكبر عائد متوقع لمخاطرة معلومة. وهذا يأتي من

1 محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 37-38.

كون المستثمرين يرغبون في تحقيق العائد المتوقع ويتجنبون المخاطرة. طوّرت فكرة ماركويتز من قبل شارب سنة 1963 م إلى نموذج هم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية واستخدامه في تقييم الاستثمار بالموجودات المالية، كذلك أجريت دراسات عديدة من قبل آخرين لاستخدام النموذج في مجالات مالية أخرى منها دراسة لنتر سنة 1965م ودراسة موسين سنة 1966م ودراسة حمادة سنة 1972م ومن بين المجالات التي استخدم فيها النموذج فيما بعد هي قرارات المفاضلة بين الهياكل المالية وتقدير كلفة التمويل الخ.

## 2-1 فروض النموذج CAPM

يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM على الفروض التالية:<sup>1</sup>

- يعتمد المستثمر في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية المتاحة على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، ويتميّز المستثمر بالرشد.
  - إن تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد لفترة واحدة فقط.
  - يهتم المستثمر دائما بأعلى العوائد.
  - إن المستثمر بطبيعته يكره المخاطر.
  - إن الأصول المالية قابلة للتجزئة والتسييل، أي بإمكان المستثمر شراء أي كمية من الأصول التي يرغب في اقتنائها.
  - يمكن للمستثمر الإقراض والاقتراض بمعدل يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر.
  - لا توجد تكاليف للمعاملات ولا ضرائب للأرباح.
  - يمكن للمستثمرين الحصول على المعلومات بسرعة ودون تكلفة.
  - إن للمستثمرين توقعات متشابهة بشأن العوائد المتوقعة والمخاطر.
- ## 2-2 معادلة النموذج<sup>2</sup>

الصيغة الرياضية لمعادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي:

$$R_p = R_f + (E R_m - R_f) \beta_j$$

حيث/

$R_p$  : معدل العائد المطلوب.

$R_f$  : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$(E R_m - R_f) \beta_j$  : علاوة المخاطر.

1 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

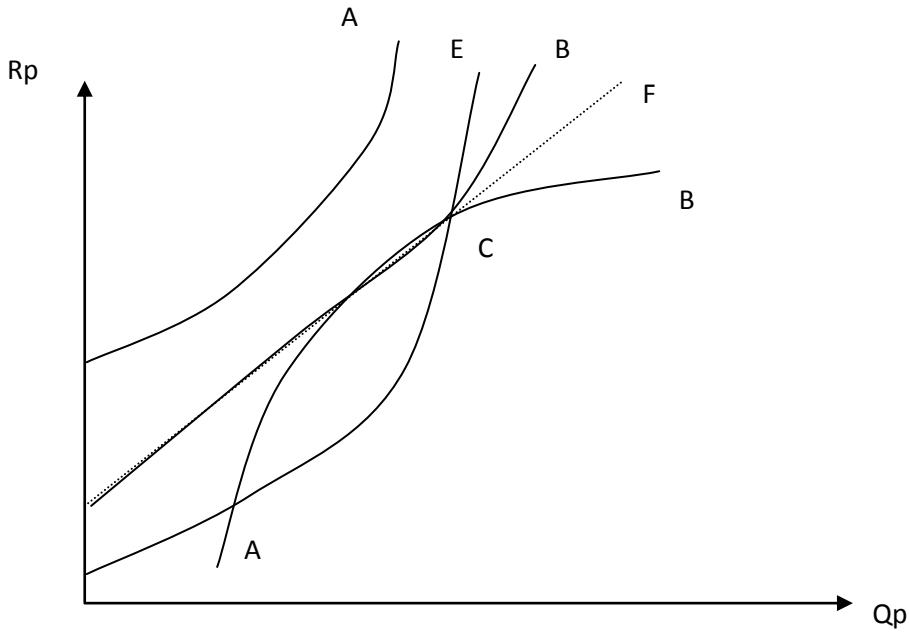
2 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 180-183.

يتبين من هذه المعادلة أن حساب معدل العائد المطلوب على أي استثمار يتطلب جزئين مهمين هما: معدل العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطر. كما يمثل الجزء  $(ER_m - R_f)$  علاوة المخاطر للسوق ويسمى أيضا بسعر المخاطرة، أما معامل بيتا فهو معامل المخاطرة النظامية للسهم والذي سبق وأن تطرقنا إليه من قبل.

### 3-2 خط سوق رأس المال CML

يعرف خط سوق رأس المال بأنه مجموعة من الفرص الاستثمارية المتاحة عندما تكون تصورات المستثمرين متجانسة، ولأي مستثمر يرغب بالاستثمار متأنية من العلاقة بين الاستثمار الخالي من المخاطرة مع محفظة السوق، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

#### خط سوق رأس المال CML



المصدر: عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 134.

من الشكل السابق يتبين أن المحافظ الاستثمارية للمستثمرين ستقع على الخط  $R_pMF$  وبنسب متفاوتة من مزيج محفظة الاستثمار **C** الخطرة والأوراق المالية عديمة المخاطرة. هذا يعني أن كافة المستثمرين في سوق رأس المال سيقبلون على الاستثمار في المحفظة **C**، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة وانخفاض عوائدها وذلك بالمقارنة مع الأوراق المالية في المحافظ الأخرى التي تنخفض أسعارها وترتفع عوائدها مما يجعلها أكثر استقطابا للاستثمار.

إن الخط المستقيم  $R_pMF$  يدعى **خط سوق رأس المال**. ويمثل العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة لأية محفظة كفاءة عندما يكون سوق رأس المال في حالة توازن. ويمكن التعبير عن ذلك من خلال المعادلة الموالية:<sup>1</sup>

1 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 135.

$$ER_{(p)} = R_f + Q (R_p)$$

حيث/

**P: علاوة المخاطرة:** تتألف من الخطر التوازي في سوق رأس المال لوحدة الخطر مضروبة بدرجة المخاطرة في المحفظة المطلوبة.

هذه المعادلة تقدم أداة هامة لقياس سعر الخطر في السوق. هذه الأداة يتم الحصول عليها من خلال حساب ميل خط سوق رأس المال كما يلي:

$$\lambda = \frac{R_m - R_f}{Q_m}$$

**R<sub>m</sub>:** العائد المتوقع.

**R<sub>f</sub>:** عائد عديم المخاطرة.

**Q<sub>m</sub>:** المخاطرة المتوقعة.

مثال:

إذا كان العائد المتوقع على محفظة السوق = 16% وكان العائد الخالي من المخاطرة = 6% والمخاطرة المتوقعة على محفظة السوق = 20%، فما هو سعر خطر السوق؟

الحل:

$$\lambda = \frac{0.16 - 0.06}{0.2} = 0.50$$

$$E(R)_p = (0.06 + 0.5Q)_p$$

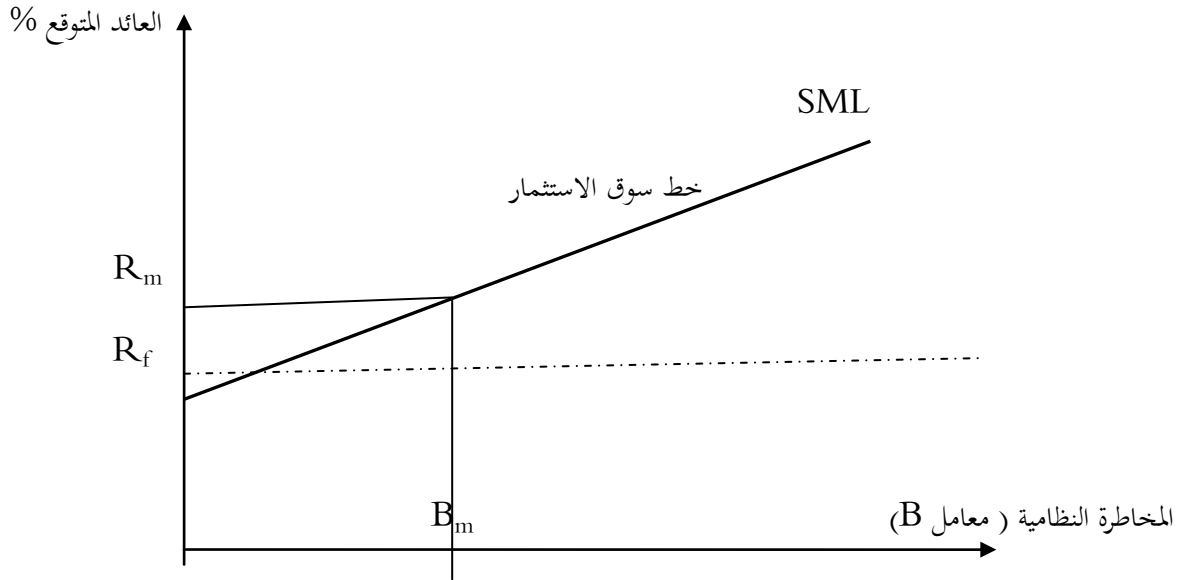
## 4-2 خط سوق الاستثمار SML

كما سبق ورأينا فإن مدير المحفظة الموالية يستطيع حساب العوائد المتوقعة من المحافظ الكفؤة باستخدام خط سوق رأس المال، ولكن ماذا إذا ما أراد حساب العوائد المتوقعة من المحافظ سواء كانت كفؤة أو غير كفؤة؟

وعليه، فخط سوق الاستثمار، أو ما يعرف بخط سوق الورقة المالية **SML** يعتمد على ان معدل العائد المتوقع على الاستثمار لأي سهم عادي يتكوّن من عائد خالي من المخاطرة زائد عامل المخاطرة المعدّل المتأني من حاصل ضرب علاوة المخاطرة المطلوبة لعائد السوق في مخاطرة السهم  $\beta_j$ .<sup>1</sup> وذلك كما يوضّح الشكل الموالي:

1 محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

## خط سوق الاستثمار ( سوق الورقة المالية)



المصدر: غازي فلاح مومني، مرجع سبق ذكره، ص: 187.

يتضح من الشكل أنه عندما تكون المخاطرة النظامية تساوي الصفر فإن خط سوق الاستثمار يكون عند نقطة ثابتة على المحور العمودي والتي تمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة  $R_f$ . وعندما تزداد المخاطرة فإن معدل العائد المتوقع سيزداد أي أن العلاقة بين معدل العائد المتوقع والمخاطرة النظامية علاقة طردية موجبة.

يعتبر خط الاستثمار ( خط سوق الورقة المالية) تمثيلاً بيانياً لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية، ويحدد هذا الخط احصائياً باستخدام الصيغة الموالية:<sup>1</sup>

$$E(R)_p = R_f + (E(R)_m - R_f)\beta_j$$

مثال

إذا كانت معامل لأحد الأسهم 0.7 والعائد الخالي من المخاطرة 6% والعائد المتوقع على محفظة السوق 10% فما هو العائد المتوقع على هذا السهم حسب نظرية تسعير الأصول الرأسمالية؟

الحل

$$E(R)_p = R_f + (E(R)_m - R_f)\beta_j = 0.06 + 0.7(0.1 - 0.06) = 8.8\%$$

يظهر مما تقدم إن هناك اختلافات بين خط سوق الاستثمار وخط سوق رأس المال بالرغم من إن كلا الخطين يقيس العلاقة بين المخاطرة والعائد إذ يمثل المحور الأفقي المخاطرة لكلاهما ويمثل المحور العمودي العائد لهما وهذه الاختلافات هي:<sup>2</sup>

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 83.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 87.

- يقيس خط الاستثمار العلاقة بين المخاطرة والعائد للاستثمار الفردي أو السهم العادي الواحد والمحفظة، بينما يقيس خط سوق رأس المال العلاقة بين المخاطرة والعائد للمحفظة.

- تقع المحافظ الكفؤة على الخطين (CAMP) و (SML) بينما المحافظ غير الكفؤة تقع على خط سوق الاستثمار فقط (SML)، حيث أن العائد المتوقع لأي محفظة هو المعدل الموزون للعوائد المتوقعة للاستثمارات المكونة لها وتمثل النسبة أو الكمية المعدّة للاستثمارات أوزان تلك العوائد، وحيث أن جميع الاستثمارات تقع على الخط نفسه، هذا يعني أن جميع الاستثمارات والمحافظ يجب أن ترسم في أعلى ميل الخط المستقيم في الشكل البياني الذي يمثل محوره العمودي العائد المتوقع ويمثل مخاطرته معامل بيتا محوره الأفقي.

- تقاس مخاطرة الاستثمارات الفردية أو الأسهم العادية بالتباين المشترك بدلا من الانحراف المعياري في خط الاستثمار (SML) بينما يستخدم الانحراف المعياري للمحفظة في خط سوق رأس المال (CAMP).

## 2-5 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ومؤشر غياب التوازن

ويقصد بغياب التوازن هو الورقة المالية مقيمة في السوق بأكثر أو بأقل مما يجب، مما يجعل عائدها أكبر أو أقل مما ينبغي أن يكون عليه في حال التوازن، أي أكثر أو أقل مما يتوقعه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

مثال:

أ- ماذا يقصد بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)؟

ب- ما ذا يقصد بمعامل بيتا للتنبؤ بالمخاطرة؟

ت- إليك الأوراق المالية الثلاثة الموالية "A"، "B"، "C"، معاملات بيتا لها هو 1، 0.8، 1.2 على التوالي.

كما يتوقع في نهاية الفترة أن يكون معدل العائد على الاستثمار الحالي من المخاطرة 8% ومعدل العائد على محفظة السوق هو 13%. وفيما يلي بيانات عن السعر الحالي والسعر المتوقع والتوزيعات المتوقعة في نهاية الفترة لتلك الأوراق المالية.

الورقة	السعر الحالي	السعر في نهاية الفترة	التوزيعات في نهاية الفترة
A	30	32	1.9
B	50	55	2.5
C	49	54	1.5



## المطلوب:

- هل الأوراق المالية A، B، C في حالة توازن أم لا؟
- مثل بيانيا ذلك؟
- هل يستمر الوضع على هذا المنوال أم لا؟
- حدد سعر التوازن بالنسبة لهذه الأوراق.

## الحل

أ- يقصد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) عن العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطرة، ويعد وسيلة هامة في الإدارة المالية وتحليل الاستثمارات. ويعبر عليه بالعلاقة الموالية:

$$E(R)_p = R_f + (E(R_m) - R_f)\beta_j$$

ب- معامل بيتا  $\beta$  يمثل المخاطر المنتظمة، ويحسب بالصيغة الموالية:

$$\beta_i = \text{COV}_{im} / Q^2_m$$

حيث/

$\text{COV}_{im}$ : الانحراف المشترك بين معدل العائد على السهم أو المحفظة.

$Q^2_m$ : التباين بين العوائد على محفظة السوق.

ت-

- هل الأوراق المالية في حالة توازن:

يتم معرفة وضع التوازن من خلال مقارنة العائد المطلوب مع العائد المتوقع، ففي حالة تساوي تكون الحالة في حالة توازن.

يتم حساب العائد المطلوب وفقا لنموذج تسعير الأوراق المالية كما يلي:

$$E(R)_A = R_f + (E(R_m) - R_f)\beta_j = 0.08 + 1(0.13 - 0.08) = 13\%$$

$$E(R)_B = 0.08 + 0.8(0.13 - 0.08) = 12\%$$

$$E(R)_C = 0.08 + 1.2(0.13 - 0.08) = 14\%$$

ويتم حساب معدل العائد المتوقع من خلال الصيغة الموالية:

$$R_i = (D + (P - P_0)) / P_0$$

حيث/

D: يمثل التوزيعات المتوقعة.

P: السعر المتوقع.

$P_0$ : السعر الحالي.

$$R(A) = (1.9 + (32 - 30)) / 30 = 13\%$$

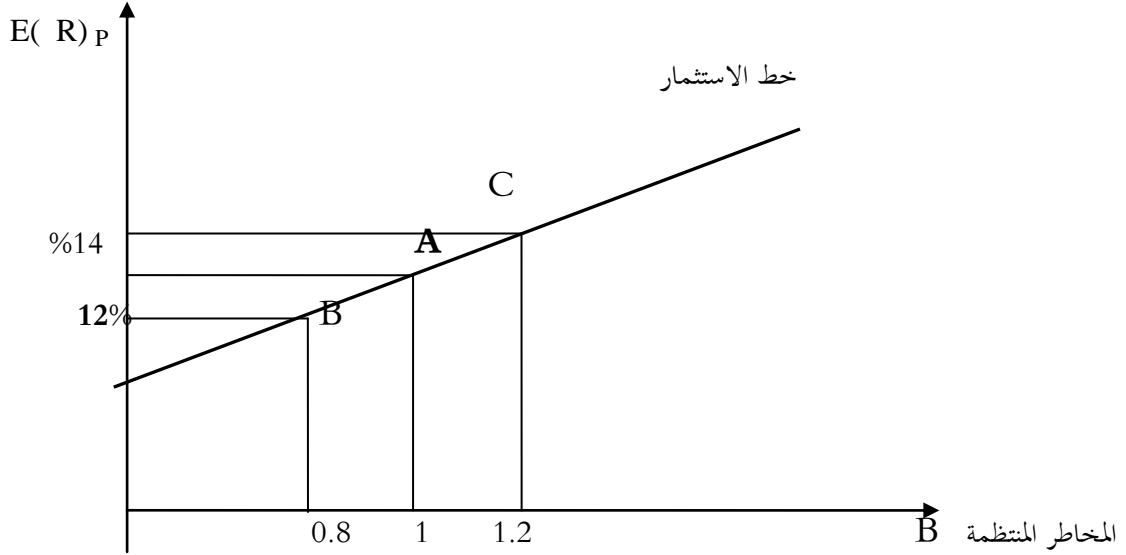
$$R(B) = (2.5 + (55 - 50)) / 50 = 15\%$$

$$R(C) = (1.5 + (54-49))/49 = 13.26\%$$

بمقارنة العوائد المتوقعة مع العوائد المطلوبة يلاحظ أن:-

- \* الورقة **A** في حالة توازن فهي مقيمة كما يجب.
- \* الورقة **B** ليست في حالة توازن، فهي مقيمة أقل مما يجب.
- \* الورقة **C** ليست في حالة توازن، فهي مقيمة أكثر مما يجب.

- التمثيل البياني:



- لن يستمر الوضع طويلا فسرعان ما يكتشف المضاربون هذا الخلل في التوازن مما يجعلهم يسارعون لشراء الورقة **B**، فترتفع قيمتها السوقية وينخفض معدل العائد عليها ليصل إلى مستوى التوازن عند 12% لتقع على خط الاستثمار، أما بالنسبة للورقة **C** فيسارع المضاربون إلى بيعها مما يخفّض من سعرها في السوق فيرتفع العائد المتوقع منها من 13.26% إلى 14% لتقع على خط سوق الورقة المالية.

- تحديد سعر التوازن للورقتين **B** و **C**

يمثل سعر التوازن السعر الذي يحقق للمستثمر عائدا يكفي فقط للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار. هذا السعر يتحدد عندما يكون معدل العائد المتوقع مساويا لمعدل العائد المطلوب.

● بالنسبة للورقة **B**:

$$E(R)_B = (D + (P - P_0))/P_0$$

$$0.15 = (2.5 + (55 - P_0))/P_0 \quad P_0 = 50$$

● بالنسبة للورقة **C**:

$$13.26 = (1.5 + (54 - P_0))/P_0 \quad P_0 = 49$$

3- نموذج التسعير المرجح APT

نموذج التسعير المرجح أو ما يعرف أيضا بنظرية الارتجاج، تعتبر نظرية بديلي لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، أسسها " S.Ross " عام 1976م.

### 3-1 أساسيات النموذج<sup>1</sup>

طوّر خلال السبعينات نموذج آخر يفسر العلاقة بين المخاطرة المنظمة والعائد المتوقع هو نموذج التسعير المرجح، طرح هذا النموذج من قبل روس " S.Ross " عام 1976م، يبنى هذا النموذج على فكرة أنه في الأسواق المالية الكفؤة فإن العائد المعدل بالمخاطرة يكون متساوي ومتماثل لعموم المستثمرين، وأنه يمكن تحقيق أكبر العوائد من أقل ثروة ممكنة وبدون التعرّض للمخاطرة، وتبرز أهمية نموذج التسعير المرجح في اعتماده على موامل متعددة إضافة إلى معدل محفظة السوق في احتساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية. ويكتمل الافتراض الذي جاء به روس بأن هناك وجهة نظر لمجموعة من الباحثين ترى في هذا النموذج مدخلا جديدا مختلف عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، إذ أن هذا النموذج يحتاج إلى تحليل عدّة عوامل اقتصادية لها تأثير على النشاط الاقتصادي الكلي مثل أسعار الفائدة، التضخم، معدلات النمو في الناتج المحلي الخام، حيث يتطلب نموذج التسعير المرجح تحديد هذه العوامل الاقتصادية التي تؤثر على العائد المطلوب كمرحلة أولى، ثم تتم عملية قياس علاوة المخاطر لكل من هذه العوامل، وفي المرحلة الثالثة تحسب درجة حساسية معامل بيتا لكل سهم اتجاه هذه العوامل.

يستخدم نموذج التسعير المرجح APT في حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية وأكثرها استخداما هي الأسهم العادية، كذلك في عملية المفاضلة بين الهياكل المالية إذ يتم اختيار الهيكل المالي الذي يحقق أقل معدل لكلفة التمويل أو ذلك الذي يحقق أكبر فرق موجب بين معدل العائد المتوقع معدل العائد المتوقع، كما يستخدم أيضا في قرارات الانفاق الاستثماري الذي يتوقف على صافي القيمة الحالية لحجم التدفقات النقدية المتولدة.

### 3-2 فروض النموذج

تستند هذا النموذج إلى الفرضيات الموالية:<sup>2</sup>

- المنافسة التامة في أسواق رأس المال.
- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.
- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل والمؤشرات.
- إن للمستثمرين توقّعات متماثلة بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية.
- لا توجد مخاطر تحيط بفرض المراجعة المرجحة.

### 3-3 معادلة النموذج<sup>3</sup>

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل، ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وحسب نظرية الارتجاج أو نموذج التسعير المرجح فإن العائد على الورقة المالية يتأثر بنوعيم

1 محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 105-106.

2 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 152.

3 نفس المرجع أعلاه، ص: 152.

من العوامل، هما عوامل اقتصادية عامة وهي عوامل السوق وعوامل خاصة بالشركة المصدرة للأوراق المالية. ويمكن التعبير عن العلاقة بين العائد وهذه العوامل في الشكل الموالي:

$$R_i = E(R)_i + b_{i1}\sigma_1 + b_{i2}\sigma_2 \dots b_{ik}\sigma_k + \epsilon_i \text{ for } i= 1 \text{ to } n$$

حيث/

$R_i$ : العائد على الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة.

$E(R)_i$ : العائد المتوقع على الورقة المالية إذا كان معدل التغيير في العوامل الرئيسية مساويا للصفر.

$b_{ik}$ : درجة حساسية العائد على الورقة المالية للتغيرات في العوامل الرئيسية المؤثرة.

$\sigma_k$ : مجموعة العوامل أو المؤشرات التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية.

$\epsilon_i$ : تأثير العوامل المرتبطة بالشركة ( المخاطر غير المنتظمة) على العائد.

تعبر  $(b_{ik})$  عن درجة استجابة العائد على الورقة المالية الواحدة لكل من هذه العوامل. إن جميع الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة. على سبيل المثال إن التغيير في مستوى الناتج المحلي الإجمالي على الأسهم ليس متساويا، حيث أن أسهم الشركات المنتجة للسلع الكمالية تتأثر بدرجة أكبر من أسهم الشركات المنتجة للسلع الضرورية، بالتغيرات في مستوى الناتج المحلي الإجمالي، ولذلك فإنه من المتوقع أن تكون قيمة  $b$  لشركة من النوع الأول أكبر من قيمة  $b$  لشركة النوع الثاني، وكذلك الأمر بالنسبة لبقية العوامل في النظرية.

### 3-4 نموذج التسعير المرجح ومعاملات بيتا<sup>1</sup>

يستخدم معامل بيتا مدى استجابة معدل العائد للاستثمارات لعامل خطر خاص هو العائد على محفظة السوق، وسيتم استخدام هذا النوع من الاستجابة لتطوير نموذج تقييم الموحودات الرأسمالية إذ كانت أسهم إحدى الشركات مرتبطة إيجابيا بخطر التضخم، فهذه الأسهم لها بيتا التضخم موجب، وإذا كان العكس فإن هذه الأسهم لها معامل بيتا التضخم سالب وفي حالة وجود علاقة فإن بيتا التضخم يساوي الصفر.

ليس من الصعب تصوّر الأسهم ذات بيتا التضخم وأخرى بيتا تضخم سالب، فأسهم الشركات العاملة في مناجم الذهب لها بالتأكيد بيتا تضخم موجب لأن الجزء غير متنبأ به من التضخم هو دوما مرتبط بارتفاع أسعار الذهب، ومن جهة أخرى وبالنسبة لشركات تصنيع السيارات التي تواجه منافسة خارجية حادة قد تجد أن الارتفاع في معدل التضخم يعني الأجور التي ستدفعها لموظفيها ستكون جدا مرتفعة، ولكنها في نفس الوقت لا تستطيع أن ترفع أسعار مبيعاتها لتواجه تلك الزيادات، وهذا يخفّض من هامش الربح لدى هذه الشركات لأن نفقاتها ترتفع أكثر عن ارتفاع إيراداتها. وهذا ما يعطي أسهمها معدل بيتا التضخم سالب. بعض الشركات التي تملك قليل من الموجودات وتبدو كسمسار قد لا تتأثر نسبيا بالتضخم لأن تكاليفها وإيراداتها ترتفع وتنزل معا، وهذا ما يجعل بيتا التضخم لأسهمها معدوم.

1 محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 122-120.

لنفرض أنه تم تحديد ثلاثة مخاطر نظامية، فقد نعتقد أن هذه المخاطر الثلاثة هي كافية لوصف تلك المخاطر النظامية التي تؤثر على معدل العائد لهذه الأسهم، وهي معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي GNP، ونسبة الفائدة، إذ لا يخلو أي سهم من معدل بيتا متعلق بهذه المخاطر النظامية الثلاثة السابقة الذكر، وهذه المعدلات هي على النحو الموالي: بيتا التضخم، بيتا GNP، وبيتا نسبة الفائدة. وعليه يمكن كتابة معدل العائد الكلي للسهم على الشكل الموالي:

$$R = R^- + U$$

$$R = R^- + m + \epsilon$$

$$R = R^- + B_I F_I + B_{GNP} F_{GNP} + B_r F_r + \epsilon$$

U: تمثل المفاجأة للعائد على السهم. وتم تقسيمها إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية.

قد تم استخدام في المعادلة السابقة للدلالة على المخاطرة النظامية، والتي تشير في العادة إلى مخاطرة السوق.

#### مثال توضيحي:

مع افتراض العائد يتم خلال السنة وأن معدل التضخم في بداية السنة 5% وأن الناتج المحلي الإجمالي سيرتفع خلال هذه السنة 2% وأن معدل الفائدة لن يتغير خلال السنة وهذا كله عن طريق التنبأ. وأن السهم في هذا المثال يظهر بمعدلات بيتا الموالية:

$$B_I = 2 \quad B_{GNP} = 1 \quad B_r = 1.8$$

إن مقدار بيتا يصف ضخامة تأثير أي مخاطر نظامية على معدل عائد السهم، فمعدل بيتا يساوي +1، هذا يعني أن معدل العائد لهذا السهم يرتفع وينخفض بمقدار واحد لواحد من عامل المخاطرة النظامية. وهذا يدل على أن بيتا الناتج المحلي الإجمالي  $B_{GNP}$  للسهم تساوي 1%، معناه أن يقابل كل 1- نسبة زيادة المفاجأة في الناتج المحلي الإجمالي، وعندما يصبح  $B_{GNP} = -2$ ، معناه أنه سينخفض بنسبة 2% وهذا عندما يرتفع الجزء المتنبأ به من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1%، وسيرتفع بمعدل 2% في حالة واجه مفاجأة بـ 1- نسبة الانخفاض.

مع افتراض أنه خلال السنة حدث ما يلي:

ارتفاع معدل التضخم بنسبة 7% والناتج المحلي الإجمالي ارتفع فقط بنسبة 1% ونسبة الفائدة انخفضت بـ 2%، مع العلم انه تم نشر بعض الأخبار حول الشركة كتفوقها في بعض استراتيجيات الأعمال الجديدة، ما أثر على معدل العائد بـ 5%.

معدل التضخم الحالي - معدل التضخم المتوقع	$7\% - 5\% = 2\%$	$F_I$ مفاجأة التضخم
الناتج المحلي الحالي - الناتج المحلي المتوقع	$1\% - 2\% = 1\%$	$F_{GNP}$ مفاجأة الناتج المحلي الإجمالي
تغير الفائدة الحالي - تغير الفائدة المتوقع	$0\% - 2\% = -2\%$	$F_r$ مفاجأة تغير الفائدة

لتحديد عائد هذا السهم خلال السنة، أولاً يجب تحديد ما هي تلك الأخبار المنشورة التي حدثت في العوامل النظامية، ومن خلال المعلومات المقدمة نجد أن معدل التضخم المتوقع 5%، الناتج المحلي الاجمالي 2%، والتغير المتوقع في الفائدة 0%، وهذا يعني أن السوق خصم هذه المتغيرات وأم مقدار المفاجأة سيكون بين ما يحدث في الواقع وما هو متوقع.

فيكون مجمل المخاطر النظامية في عائد السهم على النحو الموالي:

● نسبة عائد المخاطرة النظامية

$$m = B_F + B_{GNP}F_{GNP} + B_{rFr}$$

$$m = (2 * 2\%) + (1 * (-1\%)) + ((-1.8) * (-2\%)) = 6.6\%$$

ويتم إضافة هذه المخاطر النظامية إلى نسبة المخاطرة اللانظامية للحصول على نسبة المخاطرة الكلية للعائد في هذا السهم وهي كما يلي:

$$m + \epsilon = 6.6\% + 5\% = 11.6\%$$

وفي الأخير، إذا كان معدل العائد المتوقع لهذا السهم مساوي إلى 4% فسيكون معدل العائد الكلي والمركب من ثلاثة أجزاء على الشكل الموالي:

$$R = R^- + m + \epsilon$$

$$R = 4\% + 6.6\% + 5\% = 15.6\%.$$

## تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

يتأثر سلوك مدير المحفظة في بناء محفظة الاستثمار الكفاءة بما تتوفر لديه من معرفة، والتي يمكن تصنيفها إلى معرفة واضحة يسهل نقلها والمشاركة فيها مثل النماذج الرياضية والبرامج الحاسوبية والمعرفة الضمنية وهي عادة شخصية إلى حد بعيد ولا يمكن تحديد معالمها والتعرف عليها وكذلك لا يمكن تناقلها والمشاركة فيها والسؤال الذي يثار هنا ما مدى تأثير المعرفة التي يمتلكها المدير بشقيها في بناء محافظ استثمارية كفوءة تلبي سلوكيات المستثمرين المختلفة حول العائد والمخاطرة. -

### 1- مفاهيم أساسية حول مدير المحفظة الاستثمارية

سيتم التعرف بمدير المحفظة الاستثمارية وأهم الخصائص والأسس التي يتحلى بها.

#### 1-1 تعريف مدير المحفظة الاستثمارية

مدير المحفظة هو موظف في شركة أو مؤسسة يعمل لصالحها بإدارة محافظ عملائها، ويقوم بفتح حساب استثماري للعميل لديه يسجل فيه جميع ما يحوله العميل من المبالغ النقدية أو العينية التي يرغب في استثمارها في المحفظة وعوائد هذا الاستثمار، ويقوم المدير بإجراء جميع القيود الدائنة والمدينة فيه ويزود العميل بكشف حساب شهري بحركة هذا الحساب. ويجب على المدير أن تتوفر فيه مواصفات ومقاييس ممتازة تجعله قادراً على إدارة المحفظة لتصل إلى أهدافها. وللإدارة هنا مسؤولية كبيرة تقع على عاتق المدير<sup>1</sup>.

يختلف الهيكل التنظيمي لمحفظة الاستثمار حسب تنوع أغراض الصندوق، وكذلك تبعاً لحجم استثماراته، ثم وفقاً لشروط عقد تكوينه، وبشكل عام يمكن تمييز الوظائف الرئيسية الموالية :

- **مدير المحفظة** : يتولى إدارة المحفظة في العادة إدارة متخصصة في شركة استثمارية متخصصة في محافظ الاستثمار تتولى إدارة المحفظة وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة، ويصدر مدير المحفظة للمستثمرين فيه مقابل حصصهم في المحفظة وحدات استثمارية.

- **أمين الاستثمار**: وهو أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من المؤسسات ذات السمعة الجيدة، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على المحفظة ومراقبة أعمال المدير، لذا يعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار.

- **وكيل البيع**: وهو وكيل أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع وحدات الاستثمار التي تصدرها المحفظة، ويمكن للوكيل إن يكون مصرفاً أو شركة استثمار.

1 أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن 2008، ص: 37 .

- الهيئة الاستشارية: تضم مجموعة من الخبراء المختصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير المحفظة بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة المحفظة وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة.<sup>1</sup>

## 2-1 مواصفات ومهام مدير المحفظة الاستثمارية

ويتصّف مدير المحفظة الاستثمارية بما يلي:

- هو مسؤول وحارس على المحفظة يعمل جهده لتفادي تقلبات أسواق الاستثمار.
- يجب على المدير أن يكون حاسماً وشجاعاً في اتخاذ قراراته في الاستثمار أو في تصفية استثمار خاسر حتى لا يفوت ظروفاً أخرى جيدة في استثمار آخر، وهذا يستلزم خبرة طويلة ودراية متعمقة بالظروف المحيطة بالاستثمار في كل أشكاله.
- قدرة ومرونة على التكيف مع التقلبات العنيفة والمتكررة في أسواق الاستثمار، وهذا يستلزم شخصية قادرة على التحليل السريع والمطالعة الدائمة واتخاذ القرارات الرشيدة بسرعة في كثير من الأحيان، دون التوقع ضمن مدرسة اقتصادية معينة.
- على مدير المحفظة أن يطور منهجاً شمولياً في إدارته يشمل المعرفة والدراية بكل القطاعات والمجالات الاستثمارية لمواجهة المشاكل التي قد تنتج عنها، كما يجب أن يتحلى بالهدوء وبرودة الأعصاب في استقبال الأخبار غير الجيدة واتخاذ القرارات الصائبة بشأنها دون تسرع.
- إن صعوبة إيجاد هذه المواصفات في الكثيرين في إدارة استثماراتهم ساعد على نشر خدمة إدارة المحافظ بتفويض جهات متخصصة للقيام بهذه المهمة نيابة عنهم.<sup>2</sup>

## 3-1 أسس قياس أداء مدراء المحفظة الاستثمارية

- تقضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية، وكذلك الإنجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف في مواطن القوة فيها لتدعيمها، وتشخيص مواطن الضعف لعلاجها وتصويبها، وفي تقييم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية لا بد من أخذ المبادئ التالية بعين الاعتبار:
- قياس قيمة صافي أصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيم السوقية أو العادلة للأصول، وليس على أساس تكلفتها التاريخية.
- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل (بيتا) للمحفظة بعين الاعتبار.

1 اليباس ميلانة، إدارة المحفظة الاستثمارية، مذكرة الماجستير، تخصص إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص: 5.

2 محمد شاكر، ندوة أقامتها هيئة سوق الأوراق المالية الإماراتية في المحافظ والصناديق الاستثمارية، أبو ظبي، ص: 20-21.



- يجب أن يكون العائد على الاستثمار المعتمد أساساً لتقييم أداء إدارة المحفظة هو عائدها الإجمالي والذي يشمل دخل أو إيراد الاستثمارات التي تشملها المحفظة، مضافاً إليه المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة وغير المحققة والتي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات.
- يجب احتساب العائد على الاستثمار بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات، هذا يعني وجوب احتساب القيمة المحصومة لهذه التدفقات وذلك بمراعاة توقيت حدوثها.
- يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار مراعاة عنصري العائد والمخاطرة معا.
- كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها، كلما زالت النتائج دقة وموضوعية لكن كونها أطول من اللازم يقلل من الفوائد المحققة من عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والرقابة.
- من المفيد أن تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاساً بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها
- وتتخذ عملية قياس أداء مدير المحفظة الخطوات الرئيسية الموالية:
- تحديد قيمة مؤشرات أداء المدير.
- تصنيف أداء المدير.

## 2- نماذج قياس أداء المحافظ الاستثمارية

يوجد نوعان لقياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية أو المحفظة الاستثمارية نفسها وهما: الأسلوب البسيط الذي يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة منسوبة إلى كلفة الاستثمار. والأسلوب الآخر هو الأسلوب العلمي المدروس الذي يعتمد على العائد والمخاطرة ويطلق عليه بالأسلوب المزدوج.

### 2-1 الأسلوب البسيط

يناسب هذا الأسلوب شركات الاستثمار المفتوحة أو صناديق الاستثمار المفتوحة، حيث يتم تقييم أداء هذه الصناديق كل فترة زمنية وليكن مثلاً كل شهر ويمكن أن يحسب يومياً، حيث أن هذه الصناديق تحدد قيمة كل أصل يومياً وكذلك إيرادات أو الأرباح الموزعة ومن هذه المعلومات يمكن تحديد مقياس أو مقياس لأداء مدير المحفظة أو الصندوق عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في الصندوق أو لكل ورقة مالية لوحدها، ويتم ذلك عن طريق المعادلة الموالية:<sup>1</sup>

$$V_p = f + (V_f - V_i) / V_i$$

حيث/

f: تمثل التوزيعات النقدية الجارية + الأرباح الرأسمالية المحققة خلال الفترة.

1 عبد الرزاق قاسم، احمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

$V_f$ : قيمة المحفظة في نهاية الفترة.

$V_i$ : قيمة المحفظة في بداية الفترة.

مثال:

بفرض أن القيمة السوقية في بداية الشهر للأسهم التي تتضمنها محفظة ما كانت 600.000 دج، وأصبحت في نهاية نفس الشهر 620.000 دج، وأنه قد تم استلام 8.000 دج كتوزيعات نقدية خلال الشهر المذكور، بالإضافة إلى مبلغ 10000 دج حققتها من خلال شراء وبيع بعض الأسهم خلال الشهر المذكور. فما هو العائد على الاستثمار خلال تلك الفترة؟

الحل:

باستخدام المعادلة التالية:  $r_p = f + (v_f - v_i) / v_i$  نجد

$$r_p = 18.000 + (620.000 - 600.000) / 600.000 = 0.063 = 6.33\%$$

ملاحظة: من عيوب الأسلوب البسيط أنه يأخذ بعين الاعتبار فقط العائد ولا يأخذ المخاطرة مما دعا إلى استخدام الأسلوب المزدوج.

## 2-2 الأسلوب المزدوج

يأخذ هذا النموذج في عين الاعتبار كل من المخاطرة والعائد، وتمثل أهم مقاييس هذا النموذج فيما يلي:

### 2-2-1 نموذج شارب

ظهر هذا النموذج سنة 1966 من قبل الخبير الاقتصادي الأمريكي ويليام فورسيث شارب، وهو مخصص لقياس إدارة المحافظ الاستثمارية، ويمكن إستعماله خلال فترات طويلة وليس كما هو في الأسلوب البسيط يمكن حسابه على أساس فترات قصيرة، ومن خلال هذا المعيار يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار بنوعيتها، محفظة استثمارية ذات النهاية المفتوحة وذات النهاية المغلقة ولكن المحفظة ذات النهاية المفتوحة تفضّل الأسلوب البسيط لأن هذا النوع من المحافظ تحتاج إلى التقييم كل يوم. ويمثل معيار شارب نسبة المكافأة إلى التقلب ويقصد بالمكافأة وهو عبارة عن الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة هذه العلاوة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية وهو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية لذلك. إذ يطلق على هذا المؤشر بنسبة الفائض في العائد على المحفظة على المخاطرة الكلية، ويقاس بالعلاقة الموالية:<sup>1</sup>

$$S_p = E(R)_p - R_f / \sigma_p$$

حيث/

$S_p$ : أداء المحفظة وفقا لشارب

$E(R)_p$ : العائد الكلي للمحفظة.

1 محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 298.

العائد الخالي من المخاطرة؛  $R_f$ :

.. الانحراف المعياري (مخاطر المحفظة).  $\sigma_p$ .

وتدّل النسبة المحددة على حسب قيمتها على: <sup>1</sup>

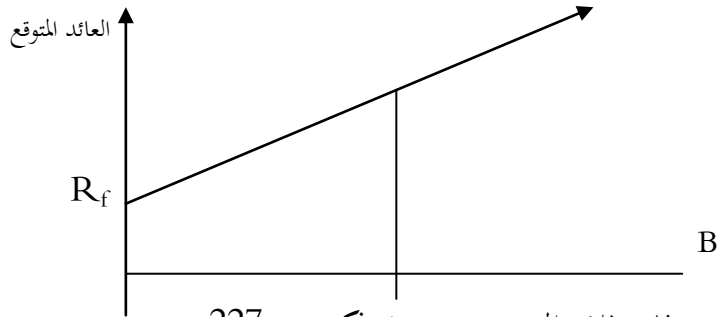
- إذا كانت النسبة سالبة، فإننا نستنتج أن درجة أمان المحفظة المالية دون المستوى، وبالتالي فإنه لا معنى للاستثمار في مثل هذه المحفظة.

- وإذا كانت النسبة بين 0 و 1، وهذا يعني أن العائد الإضافي قد يكون أقل من المخاطرة المحتملة.

- وإذا كانت النسبة أكبر من 1، فإن الاستثمار في المحفظة يتفوق عن الاستثمار الخالي من المخاطر، وبالتالي يولد ربحية أعلى.

ويمكن توضيح نموذج شارب لقياس أداء المحفظة بوساطة الرسم البياني الموالي:

نموذج شارب لقياس أداء المحافظ الاستثمارية



المصدر: غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

مثال:

لتكن لدينا البيانات المالية والمتعلقة بأربعة محافظ استثمارية، مع العلم أن معدل العائد الخالي  $R_f$  من المخاطرة يساوي 3%.

البيان	العائد المتوقع %	المخاطرة %
<b>A</b>	6	5.66
<b>B</b>	7	7
<b>C</b>	8	9.31
<b>D</b>	10	15

المطلوب: ما هي المحفظة الاستثمارية الأحسن أداءاً وفقاً لنموذج شارب؟

1 غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 226.

## الحل

وفقا لنموذج شارب يتم حساب الفائض في العائد على المحفظة على المخاطرة الكلية، ويقاس بالعلاقة الموالية:

$$S_P = \frac{E(R)_p - R_f}{\sigma_p}$$

$$\text{Sharp}_A = (6-3) / 5.66 = 0.530$$

$$\text{Sharp}_B = (7-3) / 7 = 0.571$$

$$\text{Sharp}_C = (8-3) / 9.31 = 0.537$$

$$\text{Sharp}_D = (10-3) / 15 = 0.467$$

وعليه، المحفظة الاستثمارية الأحسن أداءا هي المحفظة **B**.

## 2-2-2 نموذج ترينور

يتفق نموذج ترينور 1965 مع نموذج شارب في كيفية قياس العائد الإضافي للمحفظة، في حين اختلف كل منهما في نظريته للمخاطر وكيفية قياسها، حيث يرى ترينور قياس المخاطر النظامية فقط للمحفظة من خلال معامل بيتا، في حين يرى شارب أنه ينبغي قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري لعائد المحفظة، ويقوم نموذج ترينور على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها بشكل جيد، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة، أي أنه يقوم بقياس المخاطر المنتظمة فقط وذلك باستخدام معامل بيتا كقياس لمخاطر المحفظة المالية وفق المعادلة الموالية:<sup>1</sup>

$$S_T = \frac{E(R)_p - R_f}{B_p}$$

حيث/

$S_T$ : مقياس ترينور لأداء المحفظة

$E(R)_p$ : العائد الكلي للمحفظة.

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$B_p$ : معامل بيتا للمحفظة.

إن المحافظ المالية ذات أكبر قيمة للمؤشر هي أحسنهم أداءا وبالمقابل كل محفظة ذات قيمة أكبر من الفارق  $(E(R)_p - R_f)$  تعتبر أحسن أداءا من محفظة السوق على اعتبار أن معامل بيتا لمحفظة السوق مساوي للواحد.

1 خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص: 396.

مثال:

اليك البيانات المتعلقة بأربعة محافظ استثمارية، مع العلم أن معدل العائد الخالي من المخاطرة يساوي 4%.

المخاطرة %	العائد المتوقع %	البيان
1	5	<b>A</b>
1.2	6	<b>B</b>
1.5	8	<b>C</b>
1.03	5.5	<b>D</b>

المطلوب: ما هي المحفظة الاستثمارية الأحسن أداءاً وفقاً لنموذج ترينور؟

الحل

وفقاً لنموذج ترينور يتم حساب الفئات في العائد على المحفظة على المخاطرة المنتظمة، ويقاس بالعلاقة الموالية:

$$S_T = E(R)_P - R_f / B_P$$

$$\text{Treynor A} = (5-4) / 1 = 1$$

$$\text{Treynor B} = (6-4) / 1.2 = 1.67$$

$$\text{Treynor C} = (8-4) / 1.5 = 2.67$$

$$\text{Treynor D} = (5.5-4) / 1.03 = 1.46$$

وعليه، فالمحفظة الاستثمارية الأحسن أداءاً هي المحفظة C.

### 2-2-3 نموذج جنسن

إن فكري مقياسي ترينور وشارب تقومان على أساس تقييم أداء المحفظة الاستثمارية من خلال الربط بين علاوة المخاطر حيث أن المخاطر مقاسة حسب مقياس ترينور بمعامل بيتا أي من مخاطر السوق.

وتقوم فكرة مقياس جنسن على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة والعائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة ويطلق على هذا المقدار **بالعائد الإضافي**، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا (مقياس المخاطر المنتظمة) في الفرق بين متوسط عائد محفظة السوق والعائد الخالي من المخاطرة ويطلق على هذا المقدار **بعلاوة خطر السوق**.<sup>1</sup>

ويمكن توضيح مقياس جنسن وفقاً للمعادلة الموالية:<sup>2</sup>

$$\alpha = (R(E)_P - R_f) - \beta_P (R_m - R_f)$$

1 محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 305.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 305.

حيث/

 $\alpha$ : أداء المحفظة وفقا لجنسن. $R(E)_p$ : معدل عائد المحفظة. $R_f$ : العائد الخالي من المخاطرة. $\beta_p$ : معامل بيتا المحفظة. $R_m$ : عائد السوق.

تشير المعادلة السابقة إلى أن كون معامل ألفا ( $\alpha$ ) موجب فمعنى ذلك أن أداء المحفظة يكون أعلى من أداء محفظة السوق أو خط سوق الأوراق المالية، وهذا يعني الأداء الجيد للمحفظة، وعندما يكون معامل ألفا سالب فيشير هذا إلى الأداء السيء للمحفظة وأما كون معامل ألفا معدوم فيدل ذلك على أن عائد المحفظة لا يختلف عن عائد السوق وبالتالي عائد التوازن.<sup>1</sup>

مثال:

إليك البيانات المتعلقة بمحفظة استثمارية ما ومحفظة السوق، مع العلم أن معدل العائد الخالي من المخاطرة يساوي 6%.

البيان	العائد المتوقع %	معامل بيتا المحفظة $\beta_p$
المحفظة الاستثمارية	9	1.4
محفظة السوق	7.5	1.2

المطلوب: تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقا لنموذج جنسن.

الحل:

ويتم تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقا لنموذج جنسن وفقا للعلاقة الموالية:

$$\alpha = (R(E)_p - R_f) - \beta_p (R_m - R_f) \quad \alpha = (9-6) - 1.4 (7.5-6) = 0.9.$$

أكبر من الصفر ( موجبة)، هذا يعني أن أداء المحفظة جيد.  $\alpha$  بما أن.

4-3-2 نموذج فاما

يقوم نموذج فاما عام 1972 م على أساس المقارنة بين المحافظ المدارة والأخرى المكونة بشكل ساذج، ولكن لديهم نفس مستوى المخاطرة، ويعتمد هذا النموذج على أساس التنبؤ بمعادلة خط السوق.

أن استخدام نموذج فاما للحكم على أداء المحفظة الاستثمارية، يمكن تجزئته إلى ثلاثة مكونات هي:<sup>2</sup>

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 305.

2 عبد الرزاق قاسم، مرجع سبق ذكره، ص ص: 164-166.

**2-3-4-1** تقييم الانتقائية: تقوم فكرة تقييم عائد الانتقائية، حيث أن المخاطر الكلية التي تتحملها المحفظة المالية في الحقيقة ترتبط بمخاطر المستثمر وسلوكياته وكذا مخاطر مدير المحفظة وكفائه في الإدارة، وعليه فإن مدير المحفظة بإمكانه أن يحقق أداء أفضل بكثير من أداء محفظة السوق من خلال الانتقاء الجيد لأدواتها، لذلك ميز فاما بين العائد الإضافي وعائد الانتقائية وفق المعادلة الموالية:

$$E(R)_G = E(R)_P - R_f = (E(R)_P - R_m) + (R_{fm} - R_f)$$

حيث/

$E(R)_G$ : العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية.

يتبين من خلال المعادلة قياس الأداء الكلي للمحفظة، أن المقدار الأول يقيس العائد الناجم من انتقاء المحفظة، بينما يقيس المقدار الثاني العائد المقابل لمخاطرة المحفظة، وبالتالي يمكن القول بأن العائد الكلي للمحفظة يتمثل في العائد الإضافي عن العائد الخالي من المخاطرة، وهو العائد المقابل لمستوى خطر المحفظة الذي يمكن قياسه بالفرق بين عائد محفظة تنطوي على أصل خالي من المخاطرة ومحفظة السوق والعائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والمعبر عنه بالمقدار. فإذا كانت هناك أية عوائد إضافية للمحفظة فإنها ترجع إلى العائد الناتج من انتقائية مدير المحفظة لمكونات المحفظة.

**2-3-4-2** تقييم التنوع: على فرض أن أحد مدراء المحافظ حاول اختيار أسهم مقيمة بأقل من قيمتها العادلة وفي الوقت نفسه كان يوجد تنوع في الأسهم. في هذه الحالة يكون الفرق بين العائد على هذه المحفظة وعائد محفظة منوعة بشكل جيد يعود إلى تأثير الانتقائية ويمكن تقسيم هذا الأخير إلى جزأين، هما:

$$- \text{العائد الناجم عن الانتقائية الصافية: } (S = E(R)_P - R_{fm})$$

$$- \text{العائد الناجم عن التنوع: } (D = E(R)_X - R_{fm})$$

أي أن عائد الانتقائية = عائد الانتقائية الصافي + عائد التنوع

حيث أن  $E(R)_X$  تمثل عائد توليفة من أصل خالي من المخاطرة ومحفظة السوق، حيث يعادل هذا العائد عائد المحفظة محل التقييم. لذلك فإن مقياس التنوع يجب أن يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنوع.

**2-3-4-3** تقييم المخاطرة: من الممكن تقييم مخاطرة المحفظة، فإذا افترضنا بأن المستثمر يهدف إلى تحمّل

مستوى معين من المخاطرة من محفظة الأوراق المالية. ففي ظل هذا الافتراض فإن العائد الكلي الذي يعدّ تعويضاً عن مستوى المخاطرة وهو العائد الذي يزيد عن العائد الخالي من المخاطرة، ويمكن قياسه كما يلي:

$$R_{fm} - R_f = (R_{fm} - R_n) + (R_n - R_f)$$

حيث تشير إلى العائد على محفظة ثم تنوعها بشكل ساذج لتحقيق مستوى معين من مخاطر السوق. فإذا كان خطر المحفظة يعادل الخطر المستهدف فعند هذا الحد تكون مخاطر المدير معدومة، ولكن هنالك فرق بين خطر المحفظة والخطر المستهدف، فإن مخاطر المدير تساوي العائد الذي يجب عليه تحقيقه والذي يعوّض مخاطر قراراته.

## التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية

### 1- التحليل الأساسي

#### 1-1 ماهية التحليل الأساسي

التحليل الأساسي يرى أن أسعار الأسهم الظاهرة في السوق ليست سوى نتيجة للعوامل الحقيقية وراءها، وهي عوامل متعلقة بالعرض والطلب، وأي محاولة للتنبؤ بالأسعار تتطلب البحث في الأسباب وليس في النتائج، لأن السعر الظاهر في السوق ليس إلا انعكاساً للأسباب الحقيقية التي تكمن في ظروف العرض والطلب.

لذا يركز التحليل الأساسي على استخدام القوائم المالية للشركة للتوصل إلى قيمتها السوقية على ضوء النمو المتوقع في الأرباح، وبالتالي القيمة السوقية لأسهما. وذلك يتطلب البدء بالتحليل الاقتصادي على المستوى الكلي حيث يتطرق إلى النمو الاقتصادي المتوقع، ومعدل التضخم، ومستوى التوظيف، ومستوى واتجاهات أسعار الفائدة، وصولاً إلى إجمالي الناتج المحلي من السلع والخدمات، حيث تستخدم تلك التنبؤات كأساس للتوصل إلى المستوى المتوقع لمبيعات مختلف الصناعات، ومن ثم الوصول إلى المبيعات والأرباح المتوقعة لمختلف الشركات داخل الصناعة المعنية.

يقوم التحليل الأساسي على دراسة وتحليل كل المعلومات ومن كافة المصادر بهدف الوقوف على المحددات الرئيسية للقيمة الحقيقية للمؤسسة أو لحقوق ملكيتها وأسهما سواء تعلقت تلك المعلومات بالأوضاع الاقتصادية أو السياسية أو القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة.

وبناء على ذلك حدد من خلال التحليل الأساسي على أساس من أين نبدأ بتحليل المعلومات.

هل نبدأ من مستوى الاقتصاد الكلي وصولاً إلى مستوى المؤسسة أم العكس؟

يطلق على الاتجاه الأول: - مدخل التحليل الكلي أو التحليل من أعلى إلى أسفل.

يطلق على الاتجاه الثاني: - مدخل التحليل الجزئي أو التحليل من أسفل إلى أعلى.

الأول، يبدأ من تحليل الظروف الاقتصادية على مستوى الاقتصاد وأثرها على سوق الأوراق المالية وأسهم الشركة ثم تحليل ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وأخيراً ظروف الشركة ومن خلال ذلك يتم التعرف على الشركات التي يوصى بالاستثمار في أوراقها المالية.

أما الثاني، يبدأ من تحليل ظروف الشركة ثم القطاع لينتهي بتحليل ظروف الاقتصاد الكلي.

#### 2-1 خطوات التحليل الأساسي

سيتم التطرق إلى دراسة الاتجاه الأول أي مدخل التحليل الكلي أو التحليل من أعلى إلى أسفل. والذي يمر بالمراحل الموالية:



## 1-2-1 تحليل الظروف الاقتصادية.

يرتبط سوق الأوراق المالية بشكل أساسي في كافة الدول بالظروف الاقتصادية، ويعتبر سوق الأوراق المالية مرآة للموقف الاقتصادي حيث تتوقع أسوأ الأوراق المالية الأحداث ولاتجاهات المستقبلية، لذا يصبح من أهمية الدراسة وتحليل المتغيرات المالية والاقتصادية التي تفسر الموقف الاقتصادي، والتي يظهر بوضوح تأثيرها على سوق الأوراق المالية، وتتمثل أهم المتغيرات فيما يلي:<sup>1</sup>

**1-1-2-1 السياسة النقدية:** هي السياسة التي يقوم البنك المركزي بتنفيذها مثل ما تقوم الحكومة بتنفيذ السياسة المالية وتستخدم السياسة النقدية بهدف معالجة المشاكل الاقتصادية، المتنوعة مثل التضخم، البطالة، الركود الاقتصادي، وتتمثل أدوات السياسة النقدية فيما يلي:

- عمليات السوق المفتوحة.
- سعر الخصم.
- نسبة الاحتياط القانوني .

وتمثل على العموم تأثير استخدام أدوات السياسة النقدية على أسعار الأوراق المالية فيما يلي:

- إن شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية لها تأثير غير مباشر على أسعار الفائدة وأسعار السندات.
- إن هناك تأثير غير مباشرة على أسعار الأوراق المالية ناتج عن تأثير السياسة النقدية على قدرة المنشئة على كسب الأرباح .

فعندما يشتري البنك المركزي أوراق مالية عن الخزينة ومديونية الشركات، ممّا يرفع أسعارها ويؤدي إلى انخفاض عوائدها، وينتقل التأثير على عوائد عمليات الشراء في السوق المطروحة بواسطة البنك المركزي إلى أدوات الدين الأخرى . ويحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية حيث يحمل ذلك على خفض أسعارها وزيادة معدل الفائدة، وبالتالي يقل فرق السعر بين مديونية الحكومة ومديونية الشركات، ويتحوّل المستثمرون من شراء السندات التي تصدرها الشركات إلى شراء الأوراق المالية الحكومية، ممّا يخفض من سعر سندات الشركات ويزيد من عائدها. وهكذا فإن تأثير بيع الأوراق المالية الحكومية بواسطة البنك المركزي ينتقل إلى ديون الشركات والى كافة المديونية الأخرى .

أما المصدر الثاني لتأثير السياسة النقدية على قدرة الشركة على كسب الأرباح، ونظراً لأن كل الأصول يجب أن يتم تحويلها من خلال مصادر التحويل، لذلك فإن أيّ تغيير في السياسة النقدية يؤثّر على تكلفة تحويل. فالتشديد في منح إئتمان يزيد من تكلفة التحويل، وبالتالي انخفاض الأرباح وتنعكس الزيادة في كلفة التحويل على أسعار التي تحددها الشركة لمنتجاتها وهو ما يمكن أن يقلّل من الطلب على منتجات الشركة ويتسبّب في هبوط الربح .

1 محمد أحمد عبد النبي، "الأسواق المالية" الأصول العلمية والتحليل الأساسي"، دار زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009، ص ص: 85-98.

**1-2-1-2-1 السياسة المالية:** بالإضافة إلى السياسة النقدية للبنك المركزي فإن السياسة المالية يمكن أن يكون لها تأثير هام على الأسواق المالية وتشتمل السياسة المالية إدارة الضرائب والنفقات العامة والمديونية بواسطة الحكومة وتتمثل أدوات السياسة المالية في الإنفاق الحكومي والضريبة على الدخل، من الواضح أن الضرائب يمكن أن يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية، فالضرائب الدخل المفروضة على الشركات تقلل من أرباح الشركات وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل المتاح مما يخفض الطلب على السلع والخدمات وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما.

بالإضافة إلى المتغيرين السابقين، نجد ما يلي:<sup>1</sup>

**1-2-1-3 معدل التضخم:** يؤثر التضخم على سوق المال بشكل كبير، فقد يسود الاعتقاد لدى الكثير من المتعاملين الاقتصاديين أن زيادة معدل التضخم تؤدي بالبنك المركزي إلى الحد من عرض النقود. كما أنه من المفترض أن تكون للتقارير المالية الشهرية عن معدل التضخم أثرها على أسعار الأوراق المالية، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم قد يترك أثراً سلبياً على تلك الأسعار. حيث تؤدي التقارير المتعلقة بمعدل التضخم إلى توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وبالتالي ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية وانخفاض قيمتها السوقية.

**1-2-1-4 حجم الانتاج القومي:** يمثل التغيير في الناتج القومي محصلة لكل من السياسة المالية والسياسة النقدية، ويمثل هذا الناتج المقياس الأكثر شيوعاً لأداء النشاط الاقتصادي، ويقصد به القيمة السوقية لكل السلع والخدمات المنتجة خلال فترة معينة غالباً ما تكون سنة.

وتؤثر المعلومات المتعلقة بحجم الناتج القومي على أسواق المال، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي إلى ارتفاع أسعارها.

## 2-2-1 تحليل ظروف الصناعة

وتعرف الصناعة على أنها مجموعة من الشركات التي تنتج السلع والخدمات، ويعتبر تحليل الصناعة التي تعمل فيها الشركة من العوامل الأساسية التي تزيد من احتمالات جودة الشركة التي يقرر المستثمر توجيه جزء من استثماراته في الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركة، ويستخدم نموذج القوى الخمس التنافسية في تقييم وتحليل البيئة الصناعية وتتمثل في: إمكانية دخول منافسين محتملين، المنافسة بين الشركات القائمة، قوة المساومة عند المشترين، قوة المساومة عند الموردين، التهديد من قبل المنتجات البديلة.<sup>2</sup>

1- عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 182-183.

2- محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

**1-2-2-1 اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الصناعة:** ويأخذ في عين الاعتبار عند تحليل ظروف الصناعة ما يلي: <sup>1</sup>

- **التحليل التاريخي لمبيعات والأرباح:** وذلك بالاعتماد على:

\* التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر .

\* مدي الاستقرار في نموّ المبيعات عبر الزمن له أهمية خاصة.

\* قياس الربحية من خلال عدد من النسب المالية.

- **حجم الطلب والعرض:** من المهم أن يعرف المحلل على ما اذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه التغير .

وهل الطاقة المحتملة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب .

كما ينبغي التعرف على إمكانية الصناعة في التمويل والتوسع، إذا ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة في الطلب فان ذلك يعد نذيراً بدخول منتجين جدد.

- **ظروف المنافسة:** للوقوف على ظروف في المستقبل على المحلل أن يسأل نفسه عما اذا كان هناك موانع تحد من دخول مؤسسات جديدة أم لا. حيث توجد ثلاث موانع رئيسية للمنافسة هي، تميز منتجات الصناعة، مزايا المطلقة في التكاليف، مزايا الحجم الكبير كطبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة.

بالإضافة إلى ضرورة تحليل نصيب المنتج من المتوسط دخل الفردي، ذلك على أن الصناعات التي تنمو بسرعة عادة ستكون سلع تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد على مستوى القومي .

كما ينبغي معرفة العلاقة بين التغير في الطلب على منتج ما والتغير في دول المستهلكين، وهو ما يطلق عليه بمرونة الطلب.

**1-2-2-2 أدوات تحليل ظروف الصناعة:** من أكثر أدوات تحليل الصناعة شيوعاً ما يلي: <sup>2</sup>

- تحليل دورة حياة الصناعة.

- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة.

- التنبؤ بمعدل ربحية الصناعة.

**1-2-3 تحليل ظروف الشركة** <sup>3</sup>

يعتمد في التحليل الأساسي على مستوى الشركات على دراسة ظروف الشركات ودراسة القوائم المالية للتعرف على مقدار إدارة الشركة في تعظيم قيمة المشروع، وبالتالي تعظيم سعر السهم في البورصة، ونظراً لأن قيمة السهم

1- نفس المرجع أعلاه، ص ص: 104-105.

2- محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

-حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص ص: 105-109.

تتوّفّ أساسا على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وتوقيتها ودرجة المخاطرة التي تتعرّض لها، لذا يقوم المحلل المالي بدراسة قائمة الميزانية وجدول حسابات النتائج واستخدام مجموعة من النسب المالية.

نجاح تحليل ظروف الشركة يعتمد بدرجة كبيرة على :

- مدي توفّر المعلومات عن الشركة وكيفية توظيف مصادر المعلومات المختلفة في مساعدة المستثمر على اتخاذ القرارات المتصلة بشراء أو البيع الأوراق المالية.
  - إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار كافة الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع.
  - تحليل وتفسير المعلومات المالية من خلال التعرّف على مصادر المعلومات المالية اللازمة لتحليل الشركة .
- وتمر عملية تحليل ظروف الشركة بالمراحل الموالية:

### 1-2-3-1 التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح: أوّل خطوة للتعرف على مستقبل الشركة هو تحليل

البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح، فمثلا التغيّر في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر يساعد المحلل في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية للشركة، وكذلك يساعد هذا التحليل لهذين المتغيرين في الوقوف على مدى استفادة الشركة من فترات الازدهار ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد.

فلو أثبتت البيانات التاريخية ضعف قدرة الشركة في الحالتين فليس هناك ما يبرّ افتراض قدرتها على ذلك في المستقبل، وكذلك يجب الانتباه جيدا لتقلّبات التّمو فكلما زادت درجة التقلّب في معدل النمو كلما كان ذلك يعني زيادة مخاطر الاستثمار في تلك الصناعة والبحث عن شركات يكون نمو المبيعات في زيادة مطردة وبصورة مستقرة.

### 1-2-3-2 حجم الطلب على منتجات الشركة: من الجوانب الهامة التي ينبغي أن يعتني بها التحليل الأساسي

هو دراسة الطلب والعرض لمنتجات الشركة فمن المهم جدا معرفة إذا كان الطلب على منتجات الشركة في تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه أي تغيير، وكذلك اذا كانت الطاقة المتاحة للشركة قدرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب، واذا ما كانت الطاقة غير كافية لمقابلة الطلبات، معنى ذلك نذير بدخول منتجين جدد وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واحتدام المنافسة بين هذه الشركات، ممّا يترك أثر عكسيا على ربحية الشركة وعلى أسهمها بالتبعية.

### 1-2-3-3 ظروف المنافسة: للوقوف على ظروف المنافسة في المستقبل على المحلل أن يسأل نفسه عما اذا

كان هناك موانع تمنع دخول شركات جديدة في نفس الصناعة وهذه الموانع تتحدّد ببعض المزايا، منها:

- تميّز منتجات الشركة وهنا يكون من الصعب على الشركة الجديدة التي ترغب في اقتحام هذا المجال أن يبيع المنتج والذي يجب أن يكون متميزا عن المنتج الأول.

- انخفاض التكاليف وهذا يعني أن الشركة الجديدة المنافسة والتي ستكون لديها تكاليف مرتفعة في السنوات الأولى بسبب حاجاتها لمبالغ هائلة للدعاية والإعلان وسيكون من الصعب عليها للدخول هذه الصناعة.
- والمقصود بانخفاض التكاليف للشركة هو ملكيتها مثلا لبراءة اختراع أو ملكية لمصادر المواد الخام أو سهولة الحصول على الموارد المالية أو قدرة أفضل على التفاوض مع مصادر توريد الخامات والمعدات .

**1-2-3-4 طبيعة المنتج:** في بعض الشركات لا يمكن تحقيق عائد ربحي إلا في ظل الإنتاج الكبير ومن أمثلة على ذلك صناعة السيارات وصناعة الحديد والصلب، ففي هذه الصناعات ينبغي أن تكون الشركة الجديدة قادرة على انتزاع جزء من الشركات القائمة يكفي لتشغيل المعدات عند مستوى يتضمن تغطية التكاليف وتحقيق عائد جي، ولعلّ هذا يفسّر قلّة عدد الشركات في مثل هذه الصناعات لأنّه من الصعب على القادم الجديد أن يهيئ الظروف التي تسمح له بالبقاء والاستمرار.

### 1-3 أهم المؤشرات المالية للتحليل الأساسي للأسهم العادية

ومن بين أهم هذه المؤشرات يمكن ذكر ما يلي:

#### 1-3-1 مؤشر ربحية السهم الواحد: ويتم حسابه كما يلي:

ربحية السهم الواحد = صافي الربح القابل للتوزيع على الاسهم العادية / عدد الاسهم العادية

وتبرز أهمية هذا المؤشر بالنسبة للمستثمرين الحاليين أو المحتملين عندما يتم التعرف على الاتجاه العام له حيث يمكن اعتبار التوزيعات الحالية المنتظرة للأرباح أنّها تستند كثيراً على ربحية السهم الواحد، وأن تحديد قيمة السهم في السوق تتم وفق تطور هذا المؤشر صعوداً أو هبوطاً.

#### 1-3-2 مؤشر صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد: ويتم حسابه كما يلي:

صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد = صافي القيمة الدفترية لأصول الشركة / عدد الاسهم العادية

يمكن أن يكون لهذا المؤشر تأثير واضح في تقييم أسهم المؤسسات التي تنتمي إلى الأعمال التي تعتبر أصولها مقياساً جيداً على قدرتها الإيرادية، غير أن الواقع يقول بأن معظم العوامل المؤثرة على قيم الأسهم العادية لا تعتبر المفهوم الدفترية لأصول الشركة عنصراً مؤثراً في تقييمها.

#### 1-3-3 مؤشر معدل سعر السهم / ربحية السهم: ويحسب كما يلي:

معدل سعر السهم / ربحية السهم = القيمة السوقية للسهم / ربحية السهم الواحد

ويبيّن هذا المؤشر مدى الرغبة في الدفع لشراء هذا السهم في السوق من قبل المستثمرين، وارتفاع هذا المؤشر دلالة على أن السوق يولي هذا السهم ثقة عالية.

### 1-4 أهم المؤشرات للتحليل الأساسي للسندات: ويمكن الإشارة إلى كل من معدل تغطية الفوائد

بالأرباح، وقدرة الشركة على خدمة ديونها.<sup>1</sup>

#### 1-4-1 معدل تغطية الفوائد بالأرباح: ويتم حسابه كما يلي:

معدل تغطية الفوائد بالأرباح = صافي ربح التشغيل قبل الفوائد والضرائب / الفوائد

1- عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 210.

إذا كان حاصل هذا المؤشر أكبر من الواحد الصحيح، فهذا يدل على أن المؤسسة المصدرة للسند لديها من الدخل (النواتج/ الإيرادات) ما يكفي لتسديد الفوائد، ويعني ذلك أنها محمية من خطر عدم التسديد.

### 1-4-2 قدرة الشركة على خدمة الدين: ويتم حسابه كما يلي:

قدرة الشركة على خدمة الدين = صافي الربح قبل الفوائد والضرائب/ الفوائد + الأقساط

## 2- التحليل الفني

يعتبر التحليل الفني الأسلوب الذي يهتم بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر ورقة معينة ومؤشرات سوقية أخرى كما يهتم التحليل الفني يتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، بهدف اكتشاف نمط تلك الحركة، كذلك من خلال تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم.

### 2-1 ماهية التحليل الفني

**2-1-1 مفهوم التحليل الفني:** يمكن تعريف التحليل الفني على أنه أسلوب يقوم بدراسة حركة السوق وليس السلع أو البضائع المتداولة به، وهو فن رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، حجم التداول، تاريخ التداول....) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة.<sup>1</sup> فالتحليل الفني يقوم باستخدام البيانات التي تتولد عن سوق معين لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي والأسهم الفردية، وأحياناً يسمى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي، إذ أنه يستخدم بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض لأسهم معينة أو للسوق بأكملهن وهكذا يعتقد المحللون الفنيون أنه للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق فإن هذا السوق نفسه هو أفضل مورد للبيانات.<sup>2</sup>

وعليه، يعتمد التحليل الفني على قراءة التاريخ لاستشراف المستقبل، فهو يعني بتسجيل التسلسل التاريخي للأسعار في شكل بياني، وتحليل بيانات الماضي لاستخلاص الدروس لبناء التوقعات المستقبلية التي على أساسها يتم اتخاذ قرارات الشراء والبيع، بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن من تحمّل أقل المخاطر

### 2-1-2 مبادئ التحليل الفني: تقوم نظرية التحليل الفني على أربعة أعمدة رئيسية هي:

- القيمة السوقية تتخذ نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب.<sup>3</sup>
- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالسهم والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة والتخمين.... الخ، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.

1 عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، 2006، ص: 47.

2 حماد طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص: 320..

3 عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، 2006، ص: 35.

- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون اتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبيا بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.

- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا وعاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.<sup>1</sup>

## 2-1-3 أقسام التحليل الفني: ويشتمل التحليل الفني على قسمين أساسيين هما:

2-1-3-1 التحليل الفني للرسم البياني: وهي الصورة التي ظهر فيها التحليل الفني في البداية، حيث كان المحللون الفنيون يحددون حركة سعر السهم المستقبلية عن طريق دراسة منحني سعر السهم على البيان بالعين المجردة فقط، حيث يعتبر البيان هو الأساس.

2-1-3-2 التحليل الفني الإحصائي: انبثق هذا النوع من التحليل عن سابقه، ذلك لعدم وجود قوانين ثابتة تحكم التحليل الفني البياني، ما يجعل النتائج المحصل عليها تختلف من محلل في لآخر. وقد شاع استخدام التحليل الفني الإحصائي خاصة بعد ظهور الحاسبات الآلية. والتحليل الفني الإحصائي يعمل على إيجاد إشارات ثابتة تشير إلى توقيت بداية ونهاية كل من الدورات نحو الارتفاع والدورات نحو الانخفاض. وذلك عن طريق تركيب مؤشرات تدعى المؤشرات الفنية والتي يكون أساس حسابها معطيات رقمية حول سعر السهم، حجم التداول... الخ وليس البيان في حد ذاته، وهذا يسمح ببناء نظم التداول الآلية التي تعتمد على الإشارات التي تقدمها مؤشرات التحليل الفني.

لكن بالرغم من أن نتائج التحليل الفني الإحصائي تعتبر أكثر منطقية وعلمية من نتائج التحليل البياني، فإن ذلك لا يعني الاستغناء عنه، بل يبقى التحليل البياني عنصرا هاما لا يستغني المحلل الفني الإحصائي عن استخدامه. وسواء استخدم المحلل الإحصائي الرسوم البيانية للأسعار أم لا فهو في النهاية محلل فني طالما يقتصر عمله على دراسة حركة السوق.

## 2-2 نظرية داو

في عام 1887 طور تشارلز داو " Dow " اثنين من أوسع مؤشرات السوق استخداما هما مؤشر الشركات الصناعية، ومؤشر صناعات السكك الحديدية والذي يتضمن 20 من كبرى هذه المؤسسات في الولايات المتحدة، واللذان يعرفان الآن بمؤشر داو جونز الصناعي، ومؤشر داو جونز للنقل.

وقد توصل داو جونز إلى نظريته والتي تعرف بنظرية داو من خلال سلسلة من البحوث في جريدة وول ستريت خلال الفترة من 1900 إلى 1902 والتي تمثل الأساس الذي يبنى عليه التحليل الفني الحديث، وتتم هذه النظرية باستخدام الاتجاهات العامة للسوق، ولا تستخدم كما يعتقد الكثيرون في التنبؤ بأسعار الأسهم. وتحتوي نظرية داو على ستة مبادئ أساسية هي:<sup>2</sup>

1 نفس المرجع أعلاه،، ص: 94.

2 عماد الدين شرابي، مرجع سبق ذكره، ص: 47-48.

**2-2-1 المتوسطات تلغي كل شيء:** حيث تعكس الأسعار المختلفة كل شيء يمكن معرفته عن الورقة المالية مثل المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، حيث يستوعب المشاركون في السوق المعلومات وتنعكس على سلوكين ومن ثم يتحرك السعر ويضبط نفسه وفقا لسلوك وتصرفات المشاركين في السوق، وبالمثل فإن متوسطات السوق تعكس كل شيء معروف لدى كل الأطراف المشاركة في السوق.

**2-2-2 يتكون السوق من ثلاثة اتجاهات:** تشير النظرية إلى وجود ثلاث حركات سعرية لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت، الأولى تغيرات سعرية تحدث من يوم إلى آخر، ويطلق عليها بالتقلبات اليومية، والثانية تغيرات سعرية متوسطة يطلق عليها الحركات السعرية الثانوية يتراوح حدوثها ما بين أسبوعين إلى شهر أو أكثر، ويستمر التغير الواحد لفترة تصل إلى بضعة شهور حتى يحدث تغير ثانوي آخر وأخيرا التغيرات السعرية التي تمثل الواحدة منها تجميعا لآثار سلسلة من الحركات السعرية الثانوية على مدار فترة زمنية تصل إلى أربع سنوات أو أكثر، حيث يستمر التغير لبضع سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه مضاد. ويطلق على هذا النوع من التغير بالاتجاه الأساسي، الجوهري كما يطلق عليها أيضا بالسوق الصعودي أو السوق النزولي حسب الأحوال، أي حسبما إذا كان اتجاه الأسعار نحو الصعود أو نحو الهبوط.

**2-2-3 الاتجاه الرئيسي ينقسم إلى ثلاث مراحل:** وتتمثل فيما يلي:

- **مرحلة التجميع:** وهي الفترة التي تقوم فيها بالشراء مجموعة قليلة من المستثمرين المتميزين بعيدي النظر ذوي الحس الاستثماري السليم، في سوق يسوده جو عام استثماري متشائم نتيجة انتشار الأخبار الاقتصادية الكئيبة وغير المشجعة.

- **المرحلة التالية:** يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين واجتذاب مستثمرين جدد نتيجة ارتفاع الأسعار المتواصل، الشيء الذي يدعم ويقوي الاتجاه الصاعد.

- **مرحلة التنويع:** وفيها يبدأ خروج مستثمري مرحلة التجميع من السوق، مستغلين فرصة دخول جمهور عريض طامع في تحقيق ثروة سريعة وسط أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي العام وشيوع جو استثماري شديد التفاؤل.

**2-2-4 مؤشرات السوق يجب أن تؤكد بعضها البعض:** لا يمكن تأكيد حدوث انقلاب في الاتجاه العام على المدى المتوسط والطويل إلا إذا أكدت مؤشرات السوق ذلك معا وفي نفس الوقت. ومؤشرات السوق آنذاك كانت مؤشر "داو جونز للصناعة" ومؤشر "قطاع السكك الحديدية فقط" أما الآن فهناك العديد من المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها من أجل تأكيد الانقلاب في الاتجاه العام.

**2-2-5 حجم التداول يؤكد اتجاه السعر:** يعتبر حجم التداول عاملا ثانويا إذ أن الإهتمام الأساسي يتمحور حول حركة سعر السهم، إلا أن شارلز داو يؤكد أنه في حالة كون الاتجاه العام السائد مائلا نحو الارتفاع فإن الارتفاع في الأسعار يصطحبه حجم تداول كبير. في حين الانخفاض في الأسعار يصطحبه حجم تداول صغير نسبيا والعكس صحيح، عندما يكون الاتجاه العام السائد مائلا نحو الانخفاض فإن هذا الانخفاض في الأسعار يكون بأحجام تداول مهمة. أما الارتفاع في الأسعار فيكون بأحجام تداول منخفضة نسبيا.



2-2-6 الاتجاه العام السائد يبقى مستمرا حتى ظهور إشارة نفي بعكس ذلك: يعتبر عدم صدور أي إشارة من مؤشرات التحليل الفني استمرارا للاتجاه العام السائد.

### 2-3 نظرية إلبوت للأمواج

ترجع نظرية الموحات إلى "رالف نيلسون إلبوت" والذي لاحظ أن التحركات في سوق الأسهم يمكن التنبؤ بها من خلال ملاحظة وتحديد أمواج للأسعار ذات أنماط معينة ومتكررة. ويعتقد إلبوت أن سوق الأسهم يتأثر بهذه السلسلة من الموحات في السعر. ولقد ساعد "C.J COLLINS" إلبوت في وصول أفكاره والاهتمام بها من خلال سلسلة مقالات تم نشرها في مجلة financial world magazine في عام 1939 وأثناء فترة الخمسينيات والستينيات قام هاملتون بولتون بتطوير أفكار إلبوت وفي عام 1965 نشر بولتون دراسته عن أساسيات نظرية الموحات، والتي تعد أول عمل علمي مميز في شرح هذه النظرية. وفي عام 1978 ساهم كل من روبرت بريشتر وفوستر في تأليف أول كتاب عن أساسيات "موحات إلبوت".<sup>1</sup>

تقوم نظرية الموحات على عدة مبادئ أساسية أهمها ما يلي:

- أي فعل أو تصرف يتبعه رد فعل.
  - يوجد خمسة موحات في نفس الاتجاه تحدد الاتجاه الأساسي يتبعها ثلاثة موحات تصويبية ويطلق عليها 3-5 حركة.
  - تمثل ال 3-5 حركة دورة كاملة.
  - نمط ال 3-5 حركة، يبقى ثابت خلال مدى زمني معين.
- أما النمط الأساسي للسعر فيتكون من موحات (5 صاعدة و 3 هابطة) والتي تأخذ الأرقام 1,2,3,4,5 والحرف A.B.C في الخريطة.

وتشير نظرية "إلبوت" أن كل موجة من الموحات التي تأخذ أرقاما من 1 إلى 5 تعيد نفسها مرة أخرى في دورة مماثلة، ويطلق على الموجة الأطول والتي تتكون من أكثر من مجموعة متماثلة من الموحات 1 إلى 5 مصطلح الدورة العظمى. وعلى هذا الأساس ترى نظرية "إلبوت" أن تحركات الأسعار تسير في دورات عظمى، وأن كل دورة عظمى تتكون من عدة دورات رئيسية وكل دورة رئيسية تتكون من دورات، وكل دورة تتكون من عدد من الموحات تعكس إما اتجاهها صعوديا أو اتجاهها هبوطيا.<sup>2</sup>

وتستخدم نظرية إلبوت للأمواج في حساب هدف سعري معين، سواء كان أعلى أو أدنى سعر تصل إليه الأسعار خلال جريانها، حيث تقوم هذه النظرية برسم الخرائط لحركة الأسعار وتساعد في حساب نقاط التحوّل السعرية والزمنية.<sup>3</sup>

1 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص: 208-209.

2 محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص ص 136-137.

3 عبد الرزاق قاسم، احمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 219.

## 2-4 نموذج دورة السوق وتحديد الاتجاه<sup>1</sup>

يمكن الاستفادة من اتجاهات الأسعار في تحديد نمط وسلوك هذه الاتجاهات، وبالتالي يحتاج المحلل الفني إلى تتبع اتجاهات السعر حتى اللحظة التي تبدأ فيها هذه الاتجاهات في الانعكاس أو التغير باتجاه مضاد. وبشكل عام يمكن التمييز بين أربعة أنواع من الاتجاهات:

- الاتجاهات قصيرة الأجل وتكون ما بين 3-6 أسابيع.
- الاتجاهات متوسطة الأجل وتكون ما بين 6-9 أشهر.
- الاتجاهات الأساسية وتكون ما بين 9-12 شهر.
- الاتجاهات طويلة الأجل، ويتمن خلالها تتبع الأسعار لفترة تتراوح من 8-12 سنة وتفيد خطوط الاتجاهات الطويلة الأجل في إعطاء فكرة عن تحركات الأسعار بالنسبة للمستثمرين.

## 2-5 أدوات التحليل الفني

ومنها أدوات التحليل الفني لسعر السهم وأدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق.

### 2-5-1 أدوات التحليل الفني لسعر السهم: وتعدّ الخرائط من النماذج التقليدية حسب وجهة نظر بعض

المتعاملين في السوق، تمكّن الخبراء من معرفة طبيعة الارتفاع والانخفاض واتجاههما. وتعد الخرائط وسيلة للسيطرة المالية وتستخدم كأدوات مهمة في عملية التحليل الفني، والتي تبين بأن العرض والطلب يؤثران على السعر، حيث أن أي تغيير في العرض والطلب يغير الأسعار، وتستخدم الخرائط لتبين وتعكس هذا التغيير وسلوك المستثمرين.

وتوجد ثلاثة أنواع رئيسية من الخرائط تستخدم في التحليل الفني هي الرسوم الخطية، الأعمدة البيانية والشموع اليابانية.

### - الرسوم الخطية: وهي أبسط أنواع الخرائط وأكثرها شهرة إذ تعتمد في رسمها على خطوط الاتصال بين مختلف

البيانات والنقاط. يمثل المحور الراسي السعر بينما يمثل المحور الأفقي الزمن. ويتم تسجيل أسعار الإقفال اليومية بوضع نقطة في المكان المحدد على الخريطة، ومن ثم يتم توصيلها لتأخذ شكل الخط الذي يعبر عن حركة واتجاه الأسعار.<sup>2</sup>

وأن الخط العمودي يبين أعلى وأدنى سعر سجله السهم في التداول وأن الخط الأفقي يقطع الخط العمودي يحدد سعر الإغلاق في ذلك اليوم، ويتم تحديد حجم التداول في أسفل النموذج.

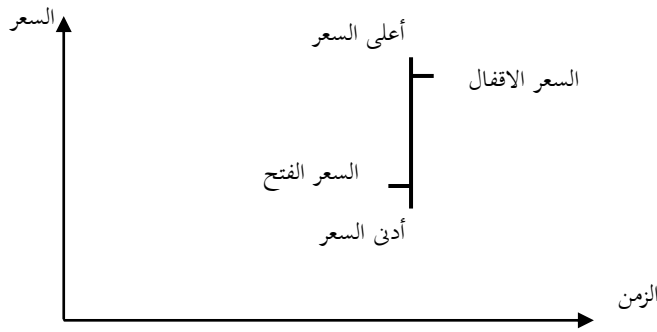
إن الخبراء الذين يستخدمون هذا النموذج يرون بأن الأسعار وحجم التداول والزمن، هي أهم العناصر التي تؤثر على النتائج المستخرجة، مع الإشارة إلى أنه يمكن رسم خريطة حركة الأسعار ليوم أو أسبوع أو شهر وحسب الهدف من رسم الخريطة.

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 219.

2 دريد كمال آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2012، ص ص 270-273

- الأعمدة البيانية: حيث يتم تحديد مقياس الرسم على محور الرأسى الذي يمثل السعر وعلى المحور الأفقى الذي يمثل الزمن، ويتم ربط أعلى سعر وأدنى سعر لكل فترة زمنية معينة بخط عمودي. أما سعر الإقفال فيرمز له بعلاقة صغيرة من ناحية اليمين ( ناحية الفترة الزمنية اللاحقة) وسعر الفتح بعلاقة أفقية صغيرة من ناحية اليسار ( ناحية الفترة الزمنية السابقة). والغرض من رسم الأعمدة البيانية لفتريات زمنية مختلفة هو اختلاف منظور كل منها، فالخريطة الشهرية تعطي صورة مختلفة تماماً عن الخريطة اليومية، فالأولى ترسم حركة السوق على المدى البعيد والثانية ترسم حركة السوق على المدى القصير<sup>1</sup>. وذلك كما يوضحه الشكل الموالي:

### الأعمدة البيانية



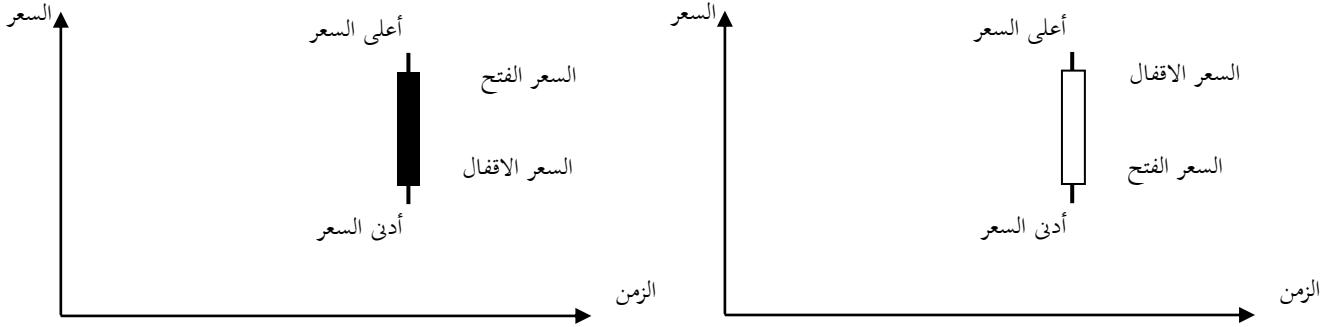
المصدر: عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

- الشموع اليابانية: هذه الطريقة اليابانية لرصد وتسجيل الأسعار شبيهة نوعاً ما بمخططات الأعمدة، فهي تحتوي على جميع المعلومات التي تسجلها الأعمدة، بالإضافة إلى سعر الفتح الذي أعطاه اليابانيون أهمية خاصة، وهو ما دفع بالكثير من المحللين إلى استخدام الشموع بدلاً من الأعمدة. فالشمعة عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي وسفلي، قمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة وأدنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل أدنى سعر بها. أما سعر الفتح والإقفال فيمثلان إما الخط العلوي أو السفلي للمستطيل. ويتضح من ذلك أن كل شمعة تبرز علاقة كل من متغيرات السعر الأربعة بعضها ببعض.<sup>2</sup> وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

1 عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص: 64-65.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 65.

## الشموع اليابانية



المصدر: عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

فيلاحظ من الشكلان انه يرمز لأيام ارتفاع الأسعار ( سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح) بشمعة بيضاء، أما أيام انخفاض السعر ( سعر الإقفال أدنى من سعر الافتتاح) بشمعة سوداء.

## 2-5-2 أدوات التحليل الفني لمؤشر السوق: ويقصد بها الأدوات التي تهدف إلى قياس المتانة النسبية

للسوق، وتحديد اتجاهات وحركات الأسعار فيه، وفي هذا الصدد يمكننا التمييز بين ثلاثة مقاييس هي:<sup>1</sup>  
 - **مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين:** وهو مؤشر لاتجاه حركة أسعار الأسهم في المستقبل، ومن أبرز تلك المقاييس مؤشر بارون والذي يحسب أسبوعياً حسب المعادلة الموالية:

$$Pr = \frac{Rh}{rw} \times 100$$

حيث/

Pr: مؤشر الثقة.

rH: عائد السندات مرتفع الجودة.

rW: عائد السندات متوسط الجودة.

إن ارتفاع هذا المؤشر يدل على أن الحالة الاقتصادية جيدة، وبالتالي التوقيت ملائم للشراء والعكس صحيح.

- **مقاييس وجهة النظر المضادة:** تقوم هذه المقاييس على اتخاذ قرارات معاكسة لقرارات مجموعة من المستثمرين

نظراً لأن هؤلاء الآخرين غالباً ما يتخذون قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها

إلى التحول ومن أكثر تلك المقاييس شيوعاً مؤشر توازن الكميات الكسرية الذي يحسب بالمعادلة الموالية:

$$P^*dd = \frac{Sdd}{Cdd}$$

1 عبد الرزاق قاسم، مرجع سبق ذكره، ص: 220-221.

حيث/

PDD: مؤشر الكميات الكسرية.

SDD: مبيعات الكميات الكسرية.

CDD: مشتريات الكميات الكسرية.

- **مقاييس المستثمر المحترف:** ومن أهم هذه المقاييس نذكر نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين، والذي يحسب كما يلي:

$$Rc = \frac{Ss}{\sum S}$$

حيث/

Rc: نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين.

Ss: المبيعات على المكشوف للمتخصصين.

$\sum S$ : مجموع المبيعات على المكشوف.

### 3- الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

ويمكن حصر أهم الاختلافات بين كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني فيما يلي:<sup>1</sup>

- يقوم المعنيون يقوم المعنيون بالتحليل الأساسي على دراسة أسباب تحرك الأسعار في اتجاه معين، بينما يهتم المحللون الفنيون بمقدار حركة الأسعار ومداها والمدة التي استغرقتها وكذا حجم التداول.

- يساعد التحليل الفني على تحديد الوقت المناسب للاستثمار، متى نشترى؟ متى نبيع؟ متى ندخل السوق ومتى نخرج منه؟ وهذه الأسئلة لا تجد إجابات في التحليل الأساسي.

- لأجل دراسة قوى العرض والطلب، فإن المحلل الأساسي يهتم بالقوائم المالية ويقوم بمقارنة النتائج الحالية مع نتائج الفترات السابقة وذلك بهدف معرفة القيمة العادلة للسهم، بينما يهتم المحلل الفني بدراسة حركة الأسعار بالسوق على أساس أن كافة المعلومات متضمنة في السعر.

- - يعد التحليل الأساسي أكثر فعالية في توقع الاتجاهات على المدى الطويل (5 أكثر من سنة) بينما يرجح أن يكون التحليل الفني أكثر ملائمة للمعاملات قصيرة الأجل (0-90 يوم).

بالإضافة إلى ان التحليل الفني لا يؤمن بنظرية السير العشوائي للأسعار، فالأسعار بالنسبة له تتحرك في اتجاهات معينة، هذه الاتجاهات تميل إلى الاستمرار في مسارها لحين تعيّر في ميزان العرض والطلب، وعادة ما يمكن ملاحظة هذه المتغيرات في حركة السوق نفسها، فهي تظهر في شكل أنماط سعرية معينة لها دلالتها ويمكن تفسيرها من منظور تطور مسار الأسعار في المستقبل. كما أن المحلل الفني لا يملأ أبداً على السوق حركته، وهو ما يميّزه عن المحلل الأساسي، فالأول يترك للسوق عملية إرشاده إلى مسار الأسعار، فظهور شكل معين بالرسم البياني للأسعار يرجح سيرها في اتجاه معين مستقبلاً، وذلك على أساس تصرفات الأسعار في العديد من الحالات

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 215-216.

المماثلة السابقة بطريقة معينة. أما المحلل الأساسي فيقوم بحساب القيمة العادلة لسهم ما ويتوقع من السوق أن يتحرك إلى هذه القيمة التي حسبها بطريقة ما واعتبرها عادلة.<sup>1</sup>

#### 4- الانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي وللتحليل الفني

يتعرض كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني لمجموعة من الانتقادات، يمكن ذكر منها ما يلي:

##### 4-1 بالنسبة للتحليل الأساسي:

- من الصعوبة أن يكون بالإمكان الإحاطة بكافة المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة موضوع التداول، بالإضافة إلى أن هذه المعلومات مستمرة التغير.
- يتم الحصول على هذه المعلومات في أغلب الأحيان في أوقات متأخرة مما يفقدها أهميتها في تحديد القيمة السوقية، عدا كونها غير دقيقة مما يتطلب مراجعتها وبالتالي تعديلها.
- المحلل الأساسي حتى ولو استطاع الحصول على تلك المعلومات والإلمام بها جميعاً ثم تحليلها بسرعة ودقة، فإنه من العسير استغلالها في توقيت مناسب يتلاءم مع التحركات السريعة لأسعار السوق.<sup>2</sup>

##### 4-2 بالنسبة للتحليل الفني

- يشكك الكثيرون من المحللين الأساسيين في مدى وكفاءة التحليل الفني في تحديد سياسات الاستثمار واتخاذ قرارات البيع والشراء. ويعاب على التحليل الفني ما يلي:<sup>3</sup>
- **عدم الدقة:** فالتحليل الأساسي الذي تتوفر فيه القدرة التحليلية يمكن أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، وذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار المناسب وفي الوقت المناسب، أما المحلل الفني فإنه ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينه التحوّل في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار. كما تتأثر عملية التحليل الفني بالمنظور الشخصي لمن يقوم بعملية التحليل.
- **توقع النتائج:** فالمحللون الفنيون يخلقون التوقعات التي يعتقدون إمكانية حدوثها، فلو أن مئات المحللين استخدموا نفس الأسلوب وذات البيانات فإنهم يتوصلون إلى نفس القرار.
- **استمرارية القراءة:** من أجل توقع حركة الأسهم يتوجب على المحلل الفني ضرورة قراءة يومية لمؤشرات الأسهم، وهذا يتطلب منه المتابعة المستمرة والوقت لتتبع سلوكيات البورصة المالية، وهذا قد لا يتحقق لبعض المحللين الفنيين بسبب عوامل خارجية تحول دون تحقيق الهدف.

1 عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 39.

3 عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار: دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2016/2015، ص: 111.

## صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار أداة مالية مهمة للاستثمار في الأوراق المالية وتقوم فكرتها على تجميع الأموال من المدخرين الصغار والكبار من خلال صكوك أو وثائق للاستثمار، ويتم استثمار هذه الأموال في محفظة من الأوراق المالية يتم اختيارها وإدارتها عن طريق شركات متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن تحقيقه للمستثمرين.

### 1- التعريف بصناديق الاستثمار

قبل التعريف بصناديق الاستثمار، يتم التعريف أولاً بشركات الاستثمار، والتي تعتبر مؤسسات مالية تحصل على الأموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيع حصص من الأسهم لهم، حيث يتم تجميع هذه الأموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة، والتي وجدت أساساً لمساعدة صغار المدخرين على تنويع استثماراتهم من خلال محافظ ضخمة ومتنوعة.

### 1-1 نشأة صناديق الاستثمار :<sup>1</sup>

تعود نشأة صناديق الاستثمار إلى الاسكتلنديين الذين قاموا بابتكار الصناديق المغلقة، أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت وذلك عام 1870 وفي نفس الوقت أخذ عدد من صغار المدخرين بإيداع أموالهم ومدخراتهم الصغيرة لدى شركات إدارة الأموال لتدار بواسطة محترفين في أعمال البورصات . وفي عام 1929 أنشأ الأمريكيون ما يسمى بالصناديق المفتوحة حيث أخذت الصناديق المغلقة في الاختفاء . ثم أخذت الصناديق تنتشر في الكثير من الدول الأوروبية بعد الحرب العالمية الثانية .

وفي مصر استحدثت قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 صناديق الاستثمار كمؤسسة مالية تستهدف تجميع المدخرات واستثمار أموال المدخرين في الأوراق المالية، ولا شك أن مثل هذا الاستثمار يحتاج لكي يحقق أهدافه وفعاليته للكثير من التخصصات الرفيعة والخبرات الملمة بأحوال السوق على النحو الذي يمكن القائم به من اختيار الأوراق المالية المناسبة والتعامل فيها في الوقت الملائم، ومثل هذه المتطلبات لا تتوافر لدى عامة الناس، ولذلك فإنها في حاجة إلى أجهزة متخصصة ومحترفة في تكوين محفظة للأوراق المالية .

### 2-1 مفهوم صناديق الاستثمار

ويمكن تعريف صناديق الاستثمار على أنها<sup>2</sup> "أوعية مالية ادخارية تقوم بتجميع المدخرات من عند صغار وكبار المستثمرين مقابل حصولهم على حصص ملكية في الصندوق، ويتحدد نصيب كل مساهم حسب مساهمته في الصندوق، مقابل ذلك تتعهد الهيئة المشرفة على تسيير الصندوق باستثمار هذه الأموال بما يعود بالفائدة على الطرفين".

1 محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، جامعة المنصورة، مصر، بدون دار وسنة النشر، ص: 227-228 .

2 عبو عمر، مرجع سبق ذكره، ص: 117.

يلاحظ أن صغار المستثمرين الذين يشترون الأوراق المالية لا يستطيعون الاستفادة من مزايا التنوع ويرجع ذلك إلى ضالة أو صغر استثماراتهم، لذلك تقدم هذه الصناديق الأسلوب أو الطريقة التي يمكن بها تحقيق هذه الغاية لصغار المستثمرين، أي التنوع، أي أن هذه الصناديق تستطيع تحقيق ما لم يستطع المستثمر تحقيقه، أي أن تكوين محفظة أوراق مالية.<sup>1</sup>

من ناحية أخرى يتولى إدارة هذه المحافظ مدراء ذوي خبرة وكفاءة عالية في إدارة المحافظ المالية وهو مالا يستطيع المستثمر تحقيقه .

من ناحية ثالثة توفر هذه الصناديق للمستثمر السيولة اللازمة وذلك من خلال استعادتها لإعادة شراء حصص أو أسهم أو وثائق المستثمر بناء على طلبه .

هذا يعني أنه يجب أن توفر ثلاث عناصر أساسية في صناديق الاستثمار وهي:<sup>2</sup>

- تحقيق التنوع

- توافر الإدارة الكفؤة

- إمكانية تسهيل السيولة .

وبالتالي، فصناديق الاستثمار بأنها أوعية مالية تسعى إلى تجميع مدخرات الأشخاص واستثمارها في الأوراق المالية عن طريق جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية تهدف إلى تقليل المخاطر وزيادة العائد.

### 1-3 خصائص صناديق الاستثمار

توجد العديد من الخصائص التي تميز صناديق الاستثمار، يمكن حصر أهمها فيما يلي:<sup>3</sup>

**1-3-1 الإدارة المتخصصة:** إن من أبرز الخصائص المميزة لصندوق الاستثمار أنه يدار بواسطة إدارة متخصصة ومحترفة، وهو عامل الجذب الأول للمستثمر عندما يقوم على استثمار أمواله أو مدخراته في صناديق الاستثمار في الأوراق المالية. فالإدارة المتخصصة والمحترفة التي تتمتع بالخبرة في مجال الأوراق المالية تعود على المستثمر الفرد بعوائد عديدة ومهمة في ذات الوقت، فالمستثمر عندما يقوم بالاستثمار مباشرة يصبح قائما بكافة متطلبات العملية اللازمة لذلك، فهو متخذ القرار ومدير الاستثمار ومراقب الأسعار، ومتابع السوق والمخاطر والأحداث والتطورات، وغير ذلك، كل هذه المتطلبات والمسؤوليات يلقيها المستثمر على كاهل الإدارة المحترفة التي تتولى صندوق الاستثمار.

1 حنفي عبد الغفار، البورصات، رويد للطباعة والنشر، مصر، 2010، ص ص: 293-294.

2 نفس المرجع أعلاه، ص ص: 293-294.

3 صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، فرع نقود ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011/2012، ص ص: 173-175.



**1-3-2 صناديق الاستثمار تستثمر المدخرات في الأوراق المالية:** إن القاعدة الأساسية التي تحكم عمل صناديق الاستثمار هي أن الاستثمار يكون قاصراً على الأوراق المالية، لا يجوز لهذه الصناديق أن تستثمر أموال المدخرين في أي شيء آخر، كما لا يجوز مزاوله أية أعمال مصرفية أو تعامل القيم المالية الأخرى، أو في غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص من الهيئة العامة لسوق المال.

هذا بالإضافة إلى أنه تم تحديد نسب معينة في العادة لاستثمار صناديق الاستثمار في أذون الخزينة والودائع المصرفية، وتكون في الغالب ما يقارب 10 % من قيمة الوثائق في حالة الصندوق المملوك لبنك أو شركة التأمين و 5% في حالة الصندوق الذي تؤسسه شركة مساهمة عادية.

لقد استهدف هذا التقييد على أن الصندوق أنشئ أساساً للاستثمار في الأوراق المالية وليس في مجالات أخرى للاستثمار، وأن أوجه الاستثمار الأخرى لها أدواتها التي يمكن الاستثمار من خلالها، وليس من خلال صناديق الاستثمار.

فصناديق الاستثمار إنما هي أدوات مالية متخصصة في وجهة معينة من وجوه الاستثمار، وهو الاستثمار في الأوراق المالية، وإن عملاء هذه الصناديق إنما توجهوا إليها مكتتبين في وثائقها رغبة منهم في استثمار أموالهم من خلالها في الأوراق المالية، ومن ثم لم يكن من الجائز والحال كذلك أن توجه هذه الصناديق أموالها إلى غير هذا الغرض.

**1-3-3 الملكية المشتركة لأموال الصندوق:** من أبرز الخصائص المميزة لصندوق الاستثمار أنه يتيح ملكية مشتركة لأموال الصندوق، بمعنى أن وثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق لكل وثيقة مالك معين، أما أموال الصندوق المتجمعة من جماع قيمة كل الوثائق فإنها مملوكة ملكية مشتركة لجميع المكتتبين في الصندوق. ويتربط على هذه الخاصية أنه لا يستطيع أحد المكتتبين أن يدعي لنفسه ملكية لجزء من رأس مال الصندوق بصفة خاصة، فالملكية هنا على الشيوع، فالعلاقة القانونية التي تربط البنك أو شركة التأمين التي تزاول نشاط صناديق الاستثمار بجملة وثائق الاستثمار تختلف عن العلاقة القائمة بين هذه المؤسسات المالية وبين المودعين بحسب الأحوال، إلا أن صندوق الاستثمار باعتباره وعاء ادخاري مالياً فإن دوره بالطبع يكون أكبر من دور الشريك العادي، فخبيرة إدارة الصندوق تعد العامل الأول لجذب المستثمر إلى سوق الأوراق المالية، فينجذب إلى وعاء ادخاري كصندوق الاستثمار يشاركه الأرباح ويستفيد من خبرته في هذا المجال والتي لا يمكن أن تتوافر لديه، وهو بالتالي يتعدى دور الشريك بمراحل بعيدة جداً.

#### **1-4-4 أهمية صناديق الاستثمار**

وتكمن أهمية صناديق الاستثمار في النقاط الموالية:<sup>1</sup>

1 نفس المرجع اعلاه، ص: 176-177.

- تساعد على خلق قوة شرائية كبيرة في سوق الأوراق المالية مما يساعد على تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أن الأدوات الاستثمارية التي توفرها صناديق الاستثمار تناسب ظروف الكثيرين من المستثمرين وأهدافهم.
- إن كل من خاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار والمزايا التي تتحقق من خلال الاستثمار في صناديق الاستثمار، من شأنها تشجيع المستثمرين على شراء وحدات صناديق الاستثمار مما يضيف مزيدا من حركة التداول في سوق الأوراق المالية .
- إن صناديق الاستثمار المغلقة تعمل على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية بأسلوبين منفصلين، أولا فهي تقوم ببناء تشكيلات من الأوراق المالية وتعمل بذلك على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية، وثانيا فهي تصدر وحدات استثمار ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.
- تقوم بالمساهمة في إتمام عمليات الخصصة وخاصة في الدول النامية والآخذة في النمو، حيث لا يتوفر لدى القطاع الخاص بما السيولة اللازمة ليقوم بشراء شركات القطاع العام لضخامة تلك الشركات، مما يؤدي إلى إعاقة عملية الخصصة ومن ثم فإن اضطلاع صناديق الاستثمار في تلك العملية سواء في السوق الأولي أو الثانوي يعمل على خلق طلب على أسهم وسندات تلك الشركات المطروحة للبيع من خلال محافظتها الاستثمارية، ومن ثم تمثل الصناديق الجانب الكبير من الطلب على الأوراق المالية المطروحة من تلك الشركات والتمويل، بالتالي مثلما حدث في مصر حين كانت تمثل عنصر الطلب الرئيسي على شراء أسهم الخصصة.
- تقوم بتنوع مصادر الدخل للبنوك حيث يمكن للبنوك القيام بإنشاء صناديق استثمار والقيام بدور أمين لصندوق الاستثمار وتقديم العديد من الخدمات التي يقوم البنك بالحصول على مقابل لها، وكذلك حصول البنك على عوائد من الفروق الرأسمالية التي تعود عليه من بيع أجزاء من محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها مما يعمل على تنوع مصادر الدخل للبنوك.
- توزيع أموال الصندوق بين عدد من الأوراق المالية المتنوعة في المجالات المختلفة، من حيث التوزيع الجغرافي والتوزيع من حيث الشركات المصدرة لهذه الأوراق، والتوزيع من حيث المجالات الاقتصادية المختلفة، يقوم بالتقليل من حجم المخاطر وتوزعها بالنسبة للمدخرات الذي يوجه أمواله لاستثمارها، حيث تحتوي تشكيلات محافظ الصناديق الاستثمارية على أوراق مالية للعديد من المنشآت.
- تخلق صناديق الاستثمار طلبا متزايدا على الأسهم، مما يعمل على زيادة معدل دوران الأوراق المالية في السوق، ومن ثم زيادة حجم وقيمة التداول.
- تقوم الصناديق بالحد من احتمالات الخسائر التي تنتج عن الاحتيال أو الاختلاس من الإدارة أو الإفلاس لإدارتها بواسطة شركات متخصصة، كما أنه في حالة حدوث أية مشكلة مالية أو قانونية للشركة

- المديرة للصندوق فإن ذلك لا يمس مالكي الصندوق لكونه كيان مستقل عن الشركة المديرة له .
- تساهم صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم بطريقة غير مباشرة عن طريق امتصاص السيولة النقدية من أيدي الأفراد والحد من الميل للاستهلاك.
  - تحقق عوائد أفضل بالمقارنة بفوائد البنوك للأفراد المستثمرين في صناديق الاستثمار، حيث أنها تحتوي على العوائد الموزعة على الأسهم والسندات المكونة منها محفظة الصندوق، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة نتيجة للفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية لها.
  - يعمل وجود صناديق استثمار محلية من الحد من تهريب المدخرات الوطنية استثمارها خارج البلد.
  - تعتبر صناديق الاستثمار أداة تحفيز وتشجيع لصغار المستثمرين الذين يخشون من مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
  - توافر القدرة على انتقاء الأوراق ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين في تحليل إدارة الأوراق المالية.
  - تحقيق عائد مناسب من حيازة الأوراق المالية دون السيطرة على بعض الشركات، حيث أن ذلك يتنافى مع مبدأ التنوع وعدم التركيز الذي يجب أن تنتهجه هذه الصناديق.

### 1-5 أهداف صناديق الاستثمار

- توجد صناديق تهدف إلى تحقيق النمو الرأسمالي، وهناك صناديق تهدف إلى تحقيق دخل جار، وهناك صناديق تهدف إلى الموازنة بين النمو والدخل، كما أن هناك صناديق هدفها الاستفادة مما يمنحها القانون الضريبي من مزايا عن طريق الإعفاء الضريبي أو تأجيل الضريبة، وهذا ما سيتم التطرق إليه في أنواع صناديق الاستثمار. أما الهدف الرئيسي لها فيتمثل في زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق، حيث تختلف الطرق المستخدمة لتحقيق هذا الهدف باختلاف طبيعة كل صندوق.<sup>1</sup>
- إضافة إلى هذا الهدف نجد ما يلي:<sup>2</sup>

- تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق فائدة للبنك.
- تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجال الاستثمار "غير بنكي" يؤدي إلى زيادة نشاط وفاعلية سوق الأوراق المالية، وكذلك حماية المدخرات الوطنية سواء للمقيمين أو العاملين بالخارج، وذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة العائد.
- زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار.
- مراعاة اعتبارات الأمان.
- تنشيط بورصة الأوراق المالية.

1 حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، رويد للطباعة والنشر، الاسكندرية، 1999، ص: 371 .  
2 عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياساتها وآلياتها، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010، ص: 37.

## 1-6 علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات المالية الأخرى

ويمكن تحديد هذه العلاقة من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

### 1-6-1 علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك التجارية ومؤسسات الادخار والإقراض: تستثمر صناديق

الاستثمار في شهادات الإيداع الصادرة عن البنوك ومؤسسات الإيداع وفي الأوراق التجارية الصادرة عنها.

### 1-6-2 علاقة صناديق الاستثمار بشركات التمويل: تستثمر صناديق الاستثمار في بعض الأوراق التجارية

الصادرة عن شركات التمويل.

### 1-6-3 علاقة صناديق الاستثمار بشركات الأوراق المالية: تلجأ صناديق الاستثمار إلى خدمات شركات

الأوراق المالية لتنفيذ صفقاتها المتعلقة بالأوراق المالية. كما تمتلك فروعاً تعمل كسماسرة خصم وتنافس مع غيرها

من شركات الأوراق المالية على تقديم خدمات السمسرة.

### 1-6-4 علاقة صناديق الاستثمار بشركات التأمين: تستثمر بعض الصناديق في الأسهم الصادرة عن شركات

التأمين، كما تستثمر بعض شركات التأمين في صناديق الاستثمار.

### 1-6-5 علاقة صناديق الاستثمار بصناديق التقاعد: يستثمر مديرو صناديق التقاعد في صناديق الاستثمار.

## 2- أنواع صناديق الاستثمار

تتعدد وتتوّع أشكال صناديق الاستثمار وتختلف طبقاً لحاجات وأهداف المستثمرين ورغبتهم، ولكن مهما تنوعت وتعددت هذه الأشكال فهي تندرج تحت نوعين أساسيين هما: صناديق الاستثمار لكن تختلف إدارة كل، وصناديق الاستثمار المفتوحة، المغلقة صندوق حسب نوعيته.

### 2-1 أنواع صناديق الاستثمار وفقاً للجهة المنشأة لها<sup>2</sup>

يوجد نوعين من أنواع شركات الاستثمار وهي شركات الاستثمار المفتوحة، وشركات الاستثمار المغلقة التي

تشكل صناديق الاستثمار المغلقة، وفيما يلي عرض لهذين النوعين من الصناديق وذلك على النحو الموالي:

### 2-1-1 صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة: يرى بعض الكتاب أن صناديق الاستثمار المغلقة، هي

صناديق ذات رأس مال ثابت، لأنه بمجرد انتهاء الإصدار الأولي للوحدات الاستثمارية أو لوثائق الاستثمار، لا

يجوز بيع (إصدار) وثائق أخرى إضافية، كما لا يسمح لحملة الوثائق من استرداد قيمة مساهمتهم إلا بعد مضي

حد أدنى من عمر الصندوق، وهذا النوع من الصندوق لا يتم بيع أو شراء وثائقه أو تداوله إلا من خلال سوق

الأوراق المالية.

ويرى البعض الآخر أن صناديق الاستثمار المغلقة لها عدد ثابت من الوثائق ولا يجوز لها إصدار وثائق جديدة،

أو استرداد لوثائق مصدرها فعندما يتخلى المستثمر عن وثيقته لا بد أن يقوم غيرها بشرائها، وذلك من سوق

الأوراق المالية. وعند تداول وثائق استثمار الصناديق المغلقة في سوق الأوراق المالية فإن المستثمر يتحمل عمولات

1 عبو عمر، مرجع سبق ذكره، ص: 120.

2 صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 189-191.

ومصاريف السمسرة، كما تنشر عادة أسعار وثائق هذه الصناديق في صحف المال يوميا.

إن صناديق الاستثمار المغلقة هي شركة استثمار ذات نهاية مغلقة، حيث أن عدد الوثائق لهذه الصناديق عدد ثابت وأن هذه الوثائق تباع وتشترى من خلال الأسواق الثانوية لسوق الأوراق المالية إن عدد الوثائق التي تقوم بإصدارها صناديق الاستثمار المغلقة هو عدد ثابت، وأن أسعار هذه الوثائق يتحدد وفق قانون العرض والطلب مثل الأوراق المالية الخاصة بالشركات ونرى أنه يمكن من خلال المناقشات السابقة حصر السمات العامة المميزة للصناديق المغلقة وإيجازها على النحو الموالي:

- إن شركات الاستثمار المغلقة هي التي تشكل صناديق الاستثمار المغلقة ويسمح لهذه الشركات بإصدار السندات والأسهم الممتازة.

- إن عدد الأسهم هذه الصناديق هو عدد ثابت لا يتغير، ويستثنى من ذلك حالتان نادرتان الحدوث هما قيام الشركة بإصدار أسهم جديدة، وقيم الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق.

- لا يتم تداول أسهم هذه الصناديق إلا من خلال سوق الأوراق المالية وذلك وفقا لقانون العرض والطلب.

- إن القيمة السوقية لأسهم هذه الصناديق والقيمة الصافية لها يتم نشرها عادة في صحف المال.

**2-1-2 صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:** إن صناديق الاستثمار المفتوحة تقف مستعدة دوما لإصدار أسهم جديدة واسترداد الأسهم السابق طرحها وذلك وفقا لقيمة السهم الصافية عادة ما يطلق على صناديق الاستثمار المفتوحة الصناديق المشتركة، وعادة ما تتم التفرقة بين نوعين من هذه الصناديق وهما الصناديق المحملة فالصناديق المحملة هي التي يوجد لها رسوم يتحملها المستثمر عند شرائها والصناديق غير المحملة لا يوجد لها رسوم يتحملها المستثمر عند شرائها .

كما أن هناك بعض الاختلافات بين الصناديق المفتوحة والمغلقة، حيث نرى أن صناديق الاستثمار المفتوحة لا تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية ولذلك فالمستثمر يشتري السهم ويبيعه إلى شركة الاستثمار مباشرة دون الحاجة إلى اللجوء إلى سوق الأوراق المالية، ولذلك لا بد من توافر سيولة كافية لشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة لمواجهة طلبات الاسترداد من قبل حاملي وثائق تلك الشركات، لأنه إذا كان موقف السيولة لهذه الشركات ضعيف ستضطر إلى تصفية جزء من أوراقها المالية لتدبير السيولة لمواجهة حالات الاسترداد.

كما أنه يوجد اختلاف آخر أنه قد يحصل المستثمر في الصناديق المغلقة على نوع من الربح لا يتواجد مع الصناديق المفتوحة، ويتمثل ذلك الربح في الربح المحقق لو كان المستثمر اشترى أحد الأسهم بخصم (سعر السهم في السوق أقل من قيمة الأصل الصافية) وبالقطع لا توجد هذه الحالة في الصناديق المفتوحة حيث لا تباع أسهمها مطلقا بخصم.

أما الاختلاف ثالث بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة ويشير الاختلاف في تكلفة الاستثمار، حيث يرى أن الصناديق المفتوحة قد تباع برسوم يتحملها المستثمر عند أي هناك رسوم تضاف إلى قيمة الأصل الصافية عند الشراء ولا شك أن شرائها ذلك يؤثر على تكلفة الاستثمار .

## 2-2 تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لمكونات التشكيلة<sup>1</sup>

وتصنف وفقا لهذا صناديق الاستثمار في أربع مجموعات: صناديق أسهم عادية، صناديق سندات، صناديق متوازنة، ثم صناديق سوق النقد .

**2-2-1 صناديق الأسهم العادية :** على الرغم من صناديق الأسهم العادية تشتمل فقط على أسهم عادية، فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المؤسسات العاملة في صناعة معينة بل وربما المؤسسات العاملة في منطقة جغرافية معينة... وهكذا.

ويمكن أن نميز في هذا الصدد بين نوعين من الصناديق : صناديق تدار باستمرارية يقظة لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة .

ويقصد بالصناديق التي تدار باستمرارية ويقظة تلك التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمته الحقيقية . لتتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية ولتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية أما الصناديق التي تحظى بقدر ضئيل من الإدارة فهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهودا يذكر لاختيار التشكيلة التي تتضمنها، فهي تسعى إلى تحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق، ومن ثم فإنها تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من تشكيلة الأوراق المالية ذاتها (الأسهم) التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق ويطلق على هذا الصندوق بصندوق المؤشر.

**2-2-2 صناديق السندات :** يقصد بصناديق السندات تلك التي تتكون من سندات فقط وفي هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها مؤسسات الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة، بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين وهناك الصناديق التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة، التي تولد عائدا منخفضا نسبيا ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر، بما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب أو غير القادر على تحمل المخاطر، كذلك هناك الصناديق المختلطة أي تلك التي تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة وتتباين معها المخاطر والعائد المتولد، بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين الذين تختلف رغبتهم وقدرتهم على تحمل المخاطر.

ولا يقتصر الأمر على تلك الصناديق، فهناك كذلك التي تتكون من سندات تصدرها الحكومات المحلية، كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية، وتتميز تلك الصناديق بأن عائدها معفي من الضريبة، وإنها تتيح للمستثمر فرصة الحصول على نصيبه من العائد على أساس شهري . هذا ويبلغ الحد الأدنى للاستثمار مثل هذه الصناديق 5000 دولار .

1 هندي منير ابراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999، ص ص: 120-125 .

**2-2-3 الصناديق المتوازنة :** يقصد بالصناديق المتوازنة تلك التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت، مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومؤسسات الأعمال. والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة، لذا يطلق عليها أيضا الصناديق المنوعة، وبالطبع تختلف نسبة الأسهم العادية باختلاف الأهداف المحددة للصندوق، فعندما يكون من بين الأهداف تحقيق عائد مرتفع نسبيا مع الرغبة في تحمل مخاطر متوسطة نسبيا، يتوقع أن ترتفع إلى حد ما نسبة الأموال التي يستثمرها في الصندوق في الأسهم العادية، أما عندما يكون في مقدمة الأهداف تحمل المستثمر لحد أدنى من المخاطر، حينئذ ترتفع نسبة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وذلك على حساب الاستثمار في الأسهم العادية .

**2-2-4 صناديق سوق النقد:** يقصد بصناديق سوق النقد تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي عادة ما تتداول في سوق النقد، أي من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية وبيوت السمسرة المتخصصة التعامل في تلك الأوراق. ومن الأمثلة عن الأوراق المالية قصيرة الأجل أذونات الخزانة، وشهادات الإيداع (الاستثمار) والكمبيالات المصرفية، ولقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1973، وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الاستثمار في تلك الأوراق مستوى مرتفعا لم يسبق لها الوصول إليه .

### 2-3 صناديق الاستثمار وفقا للأهداف المقررة

تتمثل أنواع صناديق الاستثمار وفقا للأهداف المقررة فيما يلي <sup>1</sup>:

**2-3-1 صناديق النمو:** تتناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر، حيث تتكون أموال مثل هذه الصناديق من أسهم الشركات التي لا تصفى خلال الفترة القصيرة ويتوقع لها أي لمثل هذه الشركات النمو بمعدل أعلى من المتوسط في المستقبل .

وبذلك نجد الهدف الأساسي للنمو هو تحقيق زيادة في قيمة الاستثمار المبدئي بصرف النظر عن الإيراد الذي تحققه هذه الأسهم، يلاحظ أن مثل هذه الصناديق لا تتماثل من حيث درجة الخطر ولكن يعطى الأولوية والتركيز في الاستثمار على الشركات القائمة منذ عديد من السنوات ذات الخبرة والمعروفة بنموها المستمر، وقد تركز بعض الصناديق الأخرى على الاستثمار في الأوراق المالية الخاصة بالشركات الحديثة نسبيا .

**2-3-2 صناديق الاستثمار ذات الإيراد :** تتلاءم هذه الصناديق والمستثمرون الذين يرغبون في الحصول على إيراد ثابت ومستقر لتغطية نفقات معيشتهم، بصرف النظر عن نمو رأس المال، لذلك تتكون استثمارات هذه الصناديق من السندات ذات الإيراد الدوري وتتفاوت من حيث المخاطر، تلجأ بعض الصناديق إلى الاستثمار في سندات الشركات والتي تنطوي على مخاطر محتملة ليست كبيرة وأيضا أذونات الخزانة وغيرها من السندات الحكومية... هذه يعني أن مثل هذه الصناديق تتفاوت في تشكيل محافظها المالية من هذه السندات فكلما زاد المستثمر من السندات الحكومية قلت المخاطرة عن تلك المحافظ التي تحتوي على نسبة كبيرة من سندات الشركات

**2-3-3 صناديق الاستثمار ذات الإيراد والنمو :** تتلاءم هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يسعون إلى

1 حنفي عبد الغفار، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص ص: 299-300 .

تحقيق أرباح رأسمالية مع تحقيق عائد شبه مستقر وبذلك نجد أن استثمارات هذه الصناديق تتكون من أسهم الشركات النامية ومن السندات ذات العائد الثابت، لذلك يكون أكثر ملائمة لمثل هذا النوع من الصناديق أن تركز في استثماراتها أكثر على الأسهم أي أن تستثمر نسبة أكبر في الأسهم المتوقع أن تحقق معدل نمو أكبر والنسبة الأقل في السندات وهذا يعني احتمال تحقيق معدل نمو أكبر في الاستثمارات ودخل ثابت أقل .

بالإضافة إلى هذه الأنواع توجد صناديق استثمار أخرى، هي:<sup>1</sup>

**2-3-4 صناديق الاستثمار الإسلامية:** إن أهم ما يميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن الصناديق الاستثمارية الأخرى، هو توجيه مواردها نحو الاستثمارات التي لا تتعارض مع فكرة الاستثمار الإسلامي، بالإضافة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التقليدية وشركات التأمين، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل، وتقوم المؤسسة المالية) مصرف إسلامي أو شركة تأمين إسلامية (والتي ترغب في تكوين صندوق معين من هذه الصناديق بإعداد دراسة اقتصادية نشاط محدد.

وتبين جدوى الاستثمار فيه، ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للاكتتاب العام للجمهور، والعقد الذي يربط بين الصندوق والمكتتبين هو عقد المضاربة الشرعية .

وبذلك فإن صناديق الاستثمار الإسلامية تمثل عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط بين المكتتبين به والذين يمثلون أرباح المال والذين يحصلون على ( وحدات الاستثمار) تمثل حصة شائعة في رأس مال الصندوق، وتقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي لا تتعارض أعمالها مع فكرة الاستثمار الإسلامي .

### 3- مخاطر صناديق الاستثمار وأنواع الرسوم عليها

#### 3-1 مخاطر صناديق الاستثمار

ومن أبرز مخاطر صناديق الاستثمار، يمكن ذكر ما يلي:<sup>2</sup>

**3-1-1 مخاطر ارتفاع التكاليف:** فالصناديق المرتفعة التكاليف يصعب عليها تحقيق عوائد تتناسب وحجم هذه التكاليف، الأمر الذي يجعلها أداة استثمارية غير ملائمة لائئك الذين يخططون لاستثمار أموالهم لفترة قصيرة.

**3-1-2 مخاطر السيولة:** وترتبط أساسا بصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، وهي ضرورة توفر مستوى ملائم من السيولة على الدوام، مما يمكن الصندوق من دفع قيمة استرداد أسهمها في أية لحظة يطلب المستثمر ذلك، وكما هو معلوم كلما ارتفع مستوى السيولة كلما ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة، أي كلما زاد العائد الذي كان يمكن تحقيقه لو أن تلك الأموال السائلة قد أعيد استثمارها.

1 صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 196.

2 عبو عمر، مرجع سبق ذكره، ص: 131-132.



**3-1-3 مخاطر سعر الفائدة:** حيث يؤدي احتمال انخفاض قيمة أدوات الدين الثابت مثل السندات وارتفاع سعر الفائدة إلى التأثير بدورها على قدرة الشركات على النمو وزيادة الأرباح، الأمر الذي ينعكس سلباً على العائد الذي يحصل عليه المستثمر في صناديق الاستثمار والتي تستثمر أموالها في هذه الشركات.

**3-1-4 مخاطر السوق المالية:** يواجه المستثمر في صناديق الاستثمار المخاطر الناجمة عن احتمال انخفاض قيم الأصول المالية في السوق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله، وتزداد احتمالات حدوث هذه المخاطر في حالة تركيز التعامل على أسواق مالية غير مستقرة وعدم توفر سيولة كافية في السوق.

**3-1-5 مخاطر التنوع في استثمارات الصندوق:** ويقصد هنا التنوع غير المناسب وغير الضروري، حيث أنه لا يؤدي إلى الإسهام في تحقيق عائد أكبر مما يؤدي إلى ارتفاع التكاليف وانخفاض العائد.

**3-1-6 مخاطر حجم الصندوق:** يمكن أن يؤدي الحجم غير المناسب للصندوق إلى زيادة التكاليف ومن ثم انخفاض الكفاءة من أداء الصندوق لعمله، ويمكن أن ترتفع التكاليف عندما يزيد حجم الصندوق عن حد معين، والذي ينخفض فيه متوسط التكاليف، بحيث يصعب إدارة الصندوق مع الحجم الكبير الذي يتعدى الحجم الأمثل وترتفع تكاليف إدارته ويقل عائد.

### 3-2 أنواع الرسوم على صناديق الاستثمار

تمثل أنواع الرسوم التي تعتمد عليها صناديق الاستثمار بما يلي:<sup>2</sup>

**3-2-1-1 الرسوم على المشتركين:** تفرض صناديق الاستثمار أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزءاً من تكاليفها ولا سيما تلك المتعلقة بعملية توظيف الأموال، وتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في السوق المنظمة وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في طريقة فرض رسوم ابتداءً عند الاشتراك وتسمى القيمة الصافية للأصول عند الشراء ولكن يحصل عليها المسوق، بينما تبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق، وترتبط بعض الصناديق هذه الصناديق بمدى بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقض تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدّة، أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج، وتسمى هذه الصناديق الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ربما احتياج المستثمر إلى دفع رسوم للسمسار في السوق .

**3-2-2 رسوم الإدارة:** يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته وتصميم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك يوم التسعير ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها ويتراوح أجر الإدارة غالباً ما بين 1 % إلى 5 % سنوياً.

2 نفس المرجع أعلاه، ص ص : 204-206.

4- نمط إدارة صناديق الاستثمار<sup>1</sup>

يؤثر نمط الإدارة على أداء صناديق الاستثمار، فقد يكون الصندوق مداراً بفاعلية ونشاط، مما يترتب عليه تكاليف إدارة وعمولات ومخاطرة وتغير في حجم الصندوق وعدم استقرار رأس المال، وقد يحقق هذا النمط تفوقاً في الأداء على مؤشر السوق بفعل الخبرات والمهارات التي يتمتع بها رء المحافظ والصناديق، وقد يصل التفوق إلى تحقيق عائد غير اعتيادي أو تكون الإدارة ( المحفظة أو الصندوق).

## 4-1 الإدارة الساكنة

تتضمن الإدارة الساكنة بقاء الاستثمار في الأوراق المالية طيلة فترة عمر الصندوق في محفظة متنوعة تنوع كفو، عند مستوى معين من المخاطرة النظامية، لذلك فإنها تحتاج إلى قدر ضئيل من الجهد في إدارة تلك الصناديق، فتكون محافظها مكونة من تشكيلة من الأوراق المالية تشبه مكونات أحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ( Dow Jones, S&P500 )، يطلق عليها صناديق المؤشرات Index Funds وهي مقيدة بتحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق Market Portfolio، وتستند هذه المحافظ على فرضية السوق الكفوءة، ويقصد بالسوق الكفوءة (إتاحة كافة المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين بحيث تعكس الأسعار القيمة الحقيقية في السوق، وأن الأسهم تستجيب بسرعة لأي معلومات جيدة أو رديئة)، وعليه فلا وجود لأوراق مالية في السوق الكفوءة تقل أسعارها أو تزيد عن القيمة الحقيقية، مما يجعل انشغال الإدارة في البحث عن تلك الأوراق بدون جدوى، وفي إطار هذا النمط من الإدارة تتجاهل الصناديق الاستثمارات القصيرة والمتوسطة الأجل، وذلك للتخلص من التذبذبات والتقلبات الحاصلة في الأسواق وتأثيرها على أداء الصندوق، والمشكلة التي تواجه المدراء هي المحافظة على تشكيلة الصندوق بنسب مكونات المؤشر المستهدف نفسها باختيار مستوى معين من المخاطرة والمحافظة على ذلك حتى تاريخ الاستحقاق ( لفترة الاستثمار في الصندوق).

إن لهذه الإدارة استراتيجيات معينة في بناء وتكوين المحفظة المالية، ومن أهم هذه الاستراتيجيات: استراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy & Hold Strategy، استراتيجية صناديق المؤشرات Index Funds Strategy، استراتيجية شبيهة فعالة Semi Active Strategy، استراتيجية التحصين Immunization Strategy. تركز الاستراتيجيات الثلاثة الأولى على الاستثمار بالأسهم وتركز الاستراتيجية الرابعة على الاستثمار بالسندات. ويمكن التطرق إليها فيما يلي:

- استراتيجية الشراء والاحتفاظ: تتضمن هذه الاستراتيجية قيام المستثمر أو الإدارة باختيار تشكيلة من الأوراق المالية في محفظة لفترة زمنية معينة، تتناسب مع هدف المستثمرين في تحقيق العوائد المطلوبة ومستوى المخاطرة، وتتركز الفكرة حول قياس أداء المحفظة من دون تداول مستمر للأوراق المالية، ولكي تحقق استراتيجية الشراء والاحتفاظ التوقعات ينبغي أن يراعي في تكوينها عدد من الاعتبارات، من أهمها: تحقيق مستوى ملائم من

1 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 342-348.



- استراتيجية اختيار الأوراق المالية : يتطلب اختيار الأوراق المالية قيام المدراء بالتحليل الاساسي والفني للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة ومقارنتها بقيمتها السوقية للوقوف على قرار الاختيار ضمن المحفظة.

- استراتيجية إعادة توزيع (تخصيص) موجودات المحفظة : ويقصد بها إعادة توزيع نسب الموارد المالية المتوفرة والمخصصة للاستثمار في أسهم شركات القطاعات الصناعية المختلفة والقطاعات الأخرى حسب أهميتها، أي عملية تنويع وتطوير محفظة الاستثمار وفقا لتقلبات الظروف الاقتصادية واسعار الأسهم من حيث العائد والمخاطرة. من خلال مزج موجودات مختلفة في نسب متباينة للوصول إلى أفضل العوائد عند مستوى مخاطرة معينة، فضلا عن محاولة الإدارة في تحقيق عوائد غير اعتيادية والتفوق على السوق من خلال قيام المستثمر (الإدارة أو الوكيل) بمقارنة أسعار الأسهم بعوامل أخرى مثل (الإيراد، الأرباح، التدفق النقدي والمعايير الأساسية الأخرى) لمعرفة هل ان الأسهم مقيمة بأعلى من قيمتها أو اقل من قيمتها، ويعتمد توزيع المحفظة على درجة تفضيل المستثمر للمخاطرة أي على معادلة المنفعة لكل مستثمر، لذلك فإن مسألة اختيار المحفظة بأفاق زمنية مختلفة تعود على معادلة المنفعة لكل مستثمر وكذلك بالتوزيعات المحتملة لعوائد محفظة الأسهم، ومن المحتمل التفاؤل حول العوائد المتوقعة والتباين بالأسهم يعمل على أن يكون الأفق الزمني الطويل مقللا من المخاطرة بالاستناد إلى توقعات المستثمرين حول عوائد الأسهم في المستقبل، وتختلف هذه التوقعات من مستثمر إلى آخر أو من مدير محفظة أو صندوق إلى آخر، إذ تقسم أسهم الشركات على اسهم شركات حساسة لتغير في أسعار الفائدة وأسهم شركات منتجة للسلع المعمرة وأخرى للسلع الراسمالية والأسهم الدفاعية التي تتسم بانخفاض المخاطرة.

- استراتيجية توقيت السوق: ترتبط هذه الاستراتيجية ارتباطا وثيقا بالاستراتيجية السابقة (إعادة توزيع المحفظة)، إذ تحدد استراتيجية التوقيت متى يدخل المدراء السوق ومتى يكون الخروج منه، من خلال مراقبة حركة اسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية باستخدام معامل بيتا ( $\beta$ ) في عملية التوقع للسوق بالارتفاع والانخفاض ويتم تغيير مكونات المحفظة ومخاطرتها عن طريق التحول من محفظة إلى أخرى، أو زيادة معامل بيتا ( $\beta$ ) للمحافظ عندما يتوقعون الارتفاع في السوق وتخفيض معامل بيتا للمحافظ عندما يتوقعون الانخفاض في السوق، وتفيد استراتيجية التوقيت فضلا عن توفير الفرص الملائمة للاستثمار في أسهم شركات صغيرة في تقدير احتياجات المستثمر للاقتراض لتدعيم الموارد المخصصة للاستثمار في الأسهم، وأن نجاح هذه الاستراتيجية يعتمد على معدلات الفائدة وعمولة السمسرة والضرائب، إذ كلما قلت العمولة والضرائب حققت هذه الاستراتيجية النجاح اللازم.

## 5- تقييم أداء صناديق الاستثمار<sup>1</sup>

وتنقسم أساليب تقييم أداء الصناديق إلى أساليب تركز على عائد الصندوق، وأخرى تربط بين عائد الصندوق والمخاطر الأخرى التي يتعرض لها الصندوق.

1 عبد الرزاق قاسم، احمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 353-358.

## 5-1 تقييم أداء الصندوق باستخدام العائد

يقاس العائد على أي أصل مالي أو محفظة بالمقارنة بين سعر الأصل في لحظة معينة وبسعر شراء الأصل.

$$r_{f0} = (V_f - V_i) / V_i$$

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

حيث تشير  $V_f$  إلى سعر الأصل (الوثيقة) في الفترة  $T+1$  في حين تشير  $V_i$  إلى سعر الأصل (الوثيقة) في الفترة  $T$ . أما  $r_{f0}$  فهي تمثلّ عائد الصندوق.

والمعادلة السابقة هي معادلة مبسطة للغاية، فهي لا تأخذ في اعتبارها التدفقات النقدية المحققة خلال الفترة التي يتم حساب العائد عنها، كما لا تأخذ الاعتبارات الضريبية في الحسبان.

وعند قياس نتائج أداء صناديق الاستثمار، من المهم استخدام فترة زمنية معقولة لقياس الأداء. لكي تسمح بالتقييم الموضوعي لنوعية إدارة الصندوق، ولا تتأثر بالتغيرات والظروف الطارئة التي قد يتعرض لها الصندوق، وعلى هذا الأساس، يرى البعض استخدام فترة خمس سنوات كحد أدنى لقياس أداء صناديق الأسهم، وفترة لا تقلّ عن عشر سنوات لقياس أداء صناديق السندات.

## 5-1-1 قياس عائد الصندوق عن فترة واحدة: لقياس عائد الصندوق عن فترة زمنية واحدة، يتم تعديل

المعادلة السابقة لتأخذ في اعتبارها التوزيعات على وثائق الصندوق، كما يتم أيضا حساب القيمة الصافية لأصول

$$r_{f0} = D + (NAV_f - NAV_i) / NAV_i$$

والمعادلة السابقة لتأخذ في اعتبارها التوزيعات على وثائق الصندوق، كما يتم أيضا حساب القيمة الصافية لأصول

الصندوق، وعلى ذلك تظهر معادلة معدل العائد للصندوق كما يلي: حيث تشير  $NAV_f$  إلى القيمة الصافية لأصول الصندوق الآن في حين تشير  $NAV_i$  إلى القيمة الصافية لأصول الصندوق في بداية الفترة الحالية، أما  $D$  تشير إلى التوزيعات.

### مثال:

بلغت القيمة الصافية لوثيقة الاستثمار في إحدى صناديق الاستثمار 30 \$ في بداية العام، وفي نهاية العام بلغ سعر الوثيقة 31\$. وكان نصيب الوثيقة من التوزيعات 1,5 \$، فما هو معدل العائد لهذه الوثيقة؟

### الحل:

$$r_{f0} = 1.5 + (31 - 30) / 30 = 8.3 \%$$

معدل العائد على الوثيقة هو:

ومعدل العائد بالصورة السابقة يمثلّ معدل العائد من وجهة نظر الصندوق أو إدارة الصندوق، ولا يمثلّ معدل العائد من وجهة نظر المستثمر، فقد يحمل المستثمر ببعض الأعباء عند استثماره في صندوق الاستثمار بالإضافة إلى الأعباء الضريبية أيضا، مما يؤدي إلى انخفاض في معدل العائد على وثيقة الصندوق.

## 5-1-2 قياس عائد الصندوق عن عدّة فترات: يمثلّ المتوسط الهندسي للعائد أداة جيدة لقياس عائد

الصندوق عن عدة فترات، ولتوضيح ذلك يتم أخذ المثال الموالي:.

مثال:

ظهر متوسط العائد السنوي على أحد صناديق الاستثمار في الأسهم خلال السنوات الخمس الماضية كما يلي:

السنة	العائد
2007	37.28 %
2008	- 13.66 %
2009	33.11 %
2010	21.64 %
2011	- 16.40 %

عند هذا الحد يمكن حساب متوسط عائد الصندوق عن الفترة من 2007 إلى 2011 باستخدام فكرة الوسط الهندسي كما يلي:

$$r_{f0} = \sqrt[5]{(1.33728)(1 - 0.1466)(1.3311)(1.2164)(1 - 0.1640)}$$

$$r_{f0} = 9.66 \%$$

ويلاحظ أنه من الرغم من وجود انخفاضين حادين في العائد في عامي 2002، 2011، فإن العائد المركب خلال الأعوام الخمسة قد بلغ 9.66%، ويمكن التعبير عن العائد المركب للصندوق بأسلوب آخر، فإذا فرض أن مستثمر قام باستثمار مبلغ \$100 في عام 2007، فإنه يستحق \$158.6 بعد خمسة أعوام.

## 5-2 تقييم أداء الصناديق بالاعتماد على العائد والمخاطر

تعدّ مقاييس الأداء التي تعتمد على كل من العائد والمخاطر أكثر دقة في تقييم أداء صناديق الاستثمار، وترتبط هذه المقاييس بنظرية إدارة محافظ الأوراق المالية، باعتبار أن صندوق الاستثمار هو محفظة من الاستثمارات. وتعرف المخاطر لأي أصل أو محفظة أنها احتمال عدم تحقق العائد المتوقع، أو درجة التذبذب في العوائد المتوقعة من هذا الأصل أو المحفظة، وتقاس المخاطر باستخدام الانحراف المعياري للعائد. وقد تعدّدت أساليب تقييم الأداء التي تعتمد على كل من العائد والخطر، والتي تتمثل أهمها في كل من: مؤشر "شارب" Sharpe Index، ومؤشر "ترينور" Treynor Index، ومؤشر "جنسن" Jensen Index.

**5-2-1 نموذج شارب Sharpe Model:** قدم وليام شارب مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء المحفظة، وتوضح المعادلة التالية نموذج "شارب".

$$S_m = E(R)_{f0} - R_f / \alpha_f$$

حيث تشير  $sm$  إلى مؤشر شارب الذي يعكس أداء الصندوق محل التقييم، أما  $E(R)_{i0}$  فتشير إلى متوسط عائد الصندوق، وتشير  $R_f$  إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، أما  $\alpha_f$  فتشير إلى محاطر الصندوق مقاسة من خلال الانحراف المعياري لعوائد الصندوق وغني عن الذكر أن ناتج البسط يمثل مقدار العائد الإضافي للصندوق أو ما يطلق علاوة الخطر. وتجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للصندوق (باستخدام الانحراف المعياري) التي تضمن كل المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وعلى ذلك فإن معادلة شارب تحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الصندوق، نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق.

ويمكن توضيح كيفية استخدام أسلوب شارب في تقييم وترتيب مجموعة من صناديق الاستثمار كما يوضح ذلك المثال الموالي:

### مثال:

يوضح الجدول التالي العائد لثلاثة صناديق وكذلك متوسط العائد العام لسوق المال ومعدل العائد الخالي من الخطر  $R_f$  خلال تسعة سنوات، كذلك يوضح الجدول المتوسط والانحراف المعياري لعائد الصناديق ومؤشر الصندوق:

السنة	عائد الصندوق A	عائد الصندوق B	عائد الصندوق C	متوسط العائد لسوق المال	معدل العائد الخالي من الخطر %
2002	38.7	16 -	33 -	26 -	7.9
2003	39.6	39.4	30	36.9	5.8
2004	11.1	34.4	18.2	23.6	5
2005	12.7	6.9 -	7.3 -	7.2 -	5.3
2006	20.9	3.2	4.9	6.4	7.2
2007	35.5	28.9	30.9	18.2	10
2008	57.6	24.1	34.7	31.5	11.5
2009	7.8 -	صفر	6	4.8 -	14.1
2010	22.8	23.4	33	20.4	10.7
المتوسط	17.1	14.5	13	11	8.6
الانحراف المعياري	28.1	19.7	22.8	20.5	
معامل بيتا	1.2	0.92	1.04	1	

وباستخدام أسلوب شارب للصناديق الثلاثة يظهر أداء كل محفظة كما يلي:

$$sm = (17.1\% - 8.6\%) / 28.1\% = 30.2\% \quad \text{-A}$$

$$sm = (14.5\% - 8.6\%) / 19.7\% = 29.9\% \quad \text{-B}$$

$$sm = (13\% - 8.6\%) / 20.5\% = 19.3\% \quad \text{-C}$$

وفيما يتعلق بأداء مؤشر السوق، فهو يساوي:

$$sm = (11\% - 8.6\%) / 20.5\% = 11.7\% \quad \text{- السوق}$$

تكشف نتائج المثال السابق أن الصناديق الثلاثة لها أداء يفوق أداء مؤشر السوق.

أخيرا تجدر الإشارة إلى أن أسلوب شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين تلك الصناديق ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة. كأن تكون هذه الصناديق مكونة من أسهم فقط، أو سندات فقط، كذلك فإن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر الصندوق، ويرى البعض أن الصناديق أساسا تقوم على فكرة التنوع، وإذا ما توفّر التنوع الجيد داخل الصندوق، فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة Unsystematic Risk، ويتبقى فقط المخاطر المنتظمة Systematic Risk، التي تقاس من خلال معامل بيتا  $\beta$  وليس من خلال الانحراف المعياري.

**2-2-5 نموذج ترينور:** قدّم ترينور نموذج الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن الصناديق يتمّ تنويعها تنويعا جيدا، ومن ثمّ تمّ القضاء على المخاطر غير المنتظمة (الخاصة)، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة (العامة) باستخدام معامل بيتا  $\beta$  كمقياس لمخاطر المحفظة، ويظهر نموذج ترينور كما تمّ تقديمه سابقا عند تقييم أداء مدراء المحافظ كما يلي:

$$tm = (E(R)_{f0} - Rf) / \beta_{f0}$$

وتطبيق ذلك النموذج على بيانات المثال السابق يتطلب الأمر أولا حساب معامل بيتا  $\beta$  لكل صندوق من الصناديق A، B، C، ويجدر الذكر أن معامل بيتا لمؤشر السوق دائما يساوي الواحد الصحيح. ويقاس معامل بيتا  $\beta$  كما توضح ذلك المعادلة التالية:

$$\beta = \text{التباين المشترك بين عائد الصندوق وعائد محفظة السوق} / \text{تباين السوق}$$

ويعرف التباين المشترك بين عائد صندوق ما وعائد محفظة السوق بأنه مجموع حاصل ضرب انحرافات عائد المحفظة في انحرافات عائد السوق مقسوما على عدد الفترات مطروحا منها درجة حرية واحدة، وعلى ذلك يظهر الجدول التالي حساب التباين المشترك بين عائد المحفظة أو عائد محفظة السوق.

عائد المحفظة A (1)	متوسط عائد الصندوق (2)	انحرافات عائد المحفظة A عن متوسط العائد (3)	عائد محفظة السوق (4)	متوسط عائد محفظة السوق (5)	انحرافات عائد محفظة السوق عن متوسط العائد (6)	التباين $6 \times 2$
37.7	17.1	20.6	26	11	35	$7.21 = 35 \times 20.6$
39.6	17.1	22.5	36.9	11	25.9	$8.83 = 25.9 \times 22.5$
11.1	17.1	6	23.6	11	21.6	$0.75 = 12.6 \times 6$
12.7	17.1	4.4	7.20	11	18.2	$3.8 + 0.8\% = 18.2 \times 4.4$
20.9	17.1	3.8	6.4	11	4.6	$0.2 = 4.6 \times 3.8$
32.5	17.1	18.4	18.2	11	7.2	$1.3 = 7.2 \times 18.4$
57.6	17.1	40.5	31.5	11	20.5	$8.3 = 20.5 \times 40.5$
7.8	17.1	24.9	4.8	11	6.2	$1.5 + = 6.2 \times 24.9$
22.8	17.1	5.7	20.4	11	9.4	$0.5 = 9.4 \times 5.7$
						40.32

\* التباين المشترك بين عائد الصندوق أو عائد محفظة السوق  $40.32/8 = 5.04$



$$5.04/(0.205)^2 = 1.2 = A \text{ وكذلك فإن معامل بيتا لعائد الصندوق } A$$

وفي الأسلوب السابق يمكن تحديد معاملات بيتا للصناديق B، C. وعند هذا الحد يمكن استخدام مقياس ترينور في المقاضلة وترتيب صناديق الاستثمار A، B، C.

$$-A \quad (17.1\% - 8.6\%) / 102 = 7.1\%$$

$$-B \quad (14.5\% - 8.6\%) / 0.92 = 6.4\%$$

$$-C \quad (13\% - 8.6\%) / 1.04 = 4.2\%$$

$$\text{مؤشر السوق} = (11\% - 8.6\%) / 1 = 2.4\%$$

وبناء على النتائج السابقة فإن المحافظ الثلاثة A، B، C ذات أداء جيد، ولكن المحفظة A تعتبر الأفضل.

**3-2-5 نموذج جنسن:** قدّم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الصندوق عرف "بمعامل ألفا"، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار الإضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل  $\beta$  في الفرق بين متوسط عائد السوق، ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر والتي يمكن أن يطلق عليها علاوة خطر السوق. وعلى ذلك يبدو نموذج جنسن كما توضح ذلك المعادلة الموالية:

$$\alpha = (r_{f0} - r_f) - \beta(r_m - r_f)$$

وتشير المعادلة إلى أن معامل ألفا، إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للصندوق، أو أن يكون سالبا ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للصندوق أما إذا كان معامل ألفا صفرا فيشير ذلك إلى عائد التوازن حيث لا يختلف في الواقع عائد الصندوق عن عائد السوق.

وبالرجوع إلى بيانات التمرين السابق، يمكن قياس أداء الصناديق A، B، C وفقا لنموذج جنسن كما يلي:

$$\alpha_A = (8.6\% - 11\%) 1.2 - (8.6\% - 17.1\%) = 5.62\%$$

$$\alpha_B = (8.6\% - 11\%) 0.92 - (8.6\% - 14.5\%) = 3.69\%$$

$$\alpha_C = (8.6\% - 11\%) 1.04 - (8.6\% - 31\%) = 2.19\%$$

يلاحظ ان النتائج تعكس معاملات موجبة (لمعامل ألفا) لكل من الصناديق الثلاثة، مما يعني أن الأداء النسبي لهذه الصناديق جيد، وإن كان الصندوق A هي أفضل الصناديق أداءا.

## 1- أوجه التشابه والاختلاف بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار

توجد علاقة وثيقة ما بين صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، وهذا ما سيوضح فيما يلي:<sup>1</sup>

1 عبو عمر، مرجع سبق ذكره، ص: 145.

## 1-6 أوجه التشابه

تتفق المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار في النقاط الموالية:

- تعتبر أسلوبين جديدين من أساليب إدارة الأموال.
- تتكوّن كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار من تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية القابلة للتداول.
- كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار يعتبر وعاء من أوعية الاستثمار، الهدف منها الحفاظ على أصل المال وتحقيق أكبر عائد ممكن وبأقل المخاطر.
- يتولى إدارة كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار جهات متخصصة وذات خبرة في الإدارة المالية.

## 2-6 أوجه الاختلاف

- توجد بعض أوجه الاختلاف بين كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار، يمكن حصر أهمها فيما يلي:
- تختلف المحافظ الاستثمارية عن صناديق الاستثمار من حيث نوعية المستثمر المتعامل معه وإمكانياته المادية، فالمحافظ تعتبر أسلوباً لإدارة أموال المستثمر الكبير في حين الصناديق فهي أسلوب لتجميع وإدارة مدخرات صغار المستثمرين.
  - يتولى إدارة المحفظة الاستثمارية إما المستثمر نفسه أو خبير بمسائل الاستثمار المالي، في حين أن الصندوق يدار من خلال مدير متخصص مستقل في الإدارة عن الجهة المالكة للصندوق.
  - يمكن لصنادق الاستثمار أن تكون جزءاً من محفظة الاستثمار ولكنها لا تملك المقومات الأساسية لتكون بديلاً عنها، فالمحفظة الاستثمارية في هذا الجانب أعمّ من الصندوق.

## المحافظ الاستثمارية الأجنبية

تصنّف الاستثمارات الأجنبية إلى استثمارات مباشرة واستثمارات غير مباشرة، هذه الأخيرة التي تمثل محافظ الاستثمار الأجنبي.

### 1- طبيعة المحافظ الاستثمارية الأجنبية

يمثل المحافظ الاستثمارية الأجنبية محافظ الاستثمارات التي تتضمن موجودات مالية كألسهم والسندات، ولا يصاحبه نقل لموجودات مادية وغير مادية، وهذا النوع من الاستثمار يتمثل بقيام الشركات أو الأفراد بشراء الموجودات المالية التي تنتج عوائد معينة في مدة زمنية معينة، وبأقل المخاطر ومن دون السيطرة على مقدرات الشركة وبعبارة أخرى إن الاستثمار الأجنبي المباشر يعني تملك الأسهم والسندات بقصد المضاربة أحيانا والاستفادة من فرق الأسعار أو الحصول على أرباح تدرها الأسهم أو السندات، وفي هذا النوع من الاستثمارات يشكّل رأس المال الأجنبي نسبة أقل من 10% من رأس المال المشروع، ولذلك فإنه لا يسمح له بمباشرة السيطرة الفعلية على إدارة المشروع ولا تعطيه حق التصويت على القرارات الإدارية.<sup>2</sup>

### 2- مخاطر المحافظ الاستثمارية الأجنبية

الاستثمار الأجنبي غير المباشر لا يخلو من مخاطر عديدة ومتنوعة فمنها ما تتعلق بالمخاطر السياسية التي قد يتعرض لها المستثمر الأجنبي، ومنها ما تتعلق بأسعار الصرف، وغيرها من المخاطر المخفوفة بتلك الاستثمارات، وفيما يلي نبيّن أهم تلك المخاطر:

#### 1-2 مخاطر أسعار الصرف

يمثلّ سعر الصرف مبلغ إحدى العملات التي يمكن تبادلها للحصول على عملة أخرى، أو سعر إحدى العملات مقابل عملة أخرى (المستثمرين في الأوراق المالية في بلد أجنبي، عوائدهم تتأثر بالتغيير في قيمة الأوراق المالية، وكذلك التغيير في قيمة العملة التي يتم تسعير الأوراق المالية بموجبها. فإذا كان من المتوقع تعزيز عملة البلد الأصلي، فإن المستثمرين الأجانب قد يكونون على استعداد للاستثمار في الأوراق المالية للبلد للاستفادة من حركة العملة، على العكس من ذلك، إذا كان من المتوقع انخفاض عملة البلد الأصلي، يمكن للمستثمرين الأجانب أن يقرروا شراء الأوراق المالية في بلدان أخرى، ذلك أن العائد على الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية يشمل العائد المتحقق نتيجة التغيير في سعر صرف العملة الأجنبية، وبالتالي فإن الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر تتأثر بالتغيرات في أسعار العملة، مما يعني أن علاوة المخاطرة التي يحصل عليها هذا المستثمر يكون جزء منها مقابل المخاطر العامة أما الجزء الآخر فيغطي مخاطر سعر الصرف.

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 646.

## 2-2 المخاطر القطرية

تتحدد المخاطر القطرية من خلال عدد من المؤشرات النوعية والكمية، وقد اختلف وجهات نظر الباحثين حول عدد هذه المؤشرات، واستناداً إلى الدليل الدولي لمخاطر الدول ICRG، فتحدّدت مكونات المخاطر القطرية في كل من: المخاطرة السياسية، المخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية.<sup>2</sup>

وعليه، تشمل المخاطر القطرية، كل من:

## 1-2-2 المخاطر السياسية : تعدّ المخاطر السياسية أحد أنواع المخاطر غير النظامية بالنسبة للمستثمر

الأجنبي إذ ترتبط بدولة معينة ويمكن تجنبها من خلال الاستثمار في مجموعة متنوعة من الأسواق المالية في بلاد العالم. وتعود تلك المخاطر إلى التغيرات في الظروف السياسية والتي تؤثر على أسهم الشركات وسنداتهما، فمثلاً تدخل الدولة في القطاع الخاص، وإعادة تقويم العملة، وتغيير الحكومة، والضرائب على الدخل، فكل من هذه الجوانب تأثير على أرباح الشركة، وبصفة عامة فإنه من السهل تجنّب الاستثمار في الشركات التي توجد في دول مضطربة ولكن من الصعب التنبؤ بالأحداث السياسية التي يحتمل أن تؤثر على أسعار الأسهم.

## 2-2-2 المخاطر الاقتصادية: وتعرف المخاطرة الاقتصادية على أنها التغيّر في الهيكل الاقتصادي أو معدل

النمو الناتج عن التغيرات الرئيسية من توقعات عوائد الاستثمارات. وتنتج المخاطر الاقتصادية إما من التغيرات في أهداف السياسة الاقتصادية أو تغيير طرق الميزة التنافسية أو تدهور الصناعة الخ. واستناداً إلى الدليل الدولي للمخاطر الدولية ICRG فتحدّدت المخاطر الاقتصادية في كل من: الناتج المحلي الإجمالي لكل شخص، النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي، المعدل السنوي للتضخم، ميزان الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.<sup>2</sup>

ويمكن ذكر بعض أهم المخاطر الاقتصادية فيما يلي:

- **مخاطر سعر الفائدة:** إن ارتفاع سعر الفائدة أو انخفاضه، له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات، لأن المستثمر العادي يفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها وإيداع مقابلها كوديعة في البنك. لذا تتأثر الاستثمارات بالتغيرات في أسعار الفائدة، فالأموال تتجه نحو البلدان ذات أسعار الفائدة العالية طالما لا يتوقع انخفاض قيمة العملات المحلية، وبناء على ذلك فإن المستثمر الأجنبي يتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة في البلدان التي يستثمر فيها. وذكر ويعدّ ارتفاع معدلات الفوائد القصيرة والطويلة الأجل من أكثر العوامل التي تؤثر على الاستثمار في الأسهم والسندات.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 659.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 660.

- **مخاطر التضخم:** التضخم أو ارتفاع الأسعار يؤدي إلى تخفيض القوة الشرائية للنقود. فالأموال التي تستثمر اليوم تملك قوة شرائية أعلى من الأموال حينما تسترد بعد عدد من السنوات، وهذا ما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود. وبالتالي فإن للمستثمرين أن ينظروا إلى تلك الاستثمارات التي يمكن أن تحميهم من التضخم. فمثلا السندات وجميع الاستثمارات ذات الدخل الثابت هي أدوات استثمارية عاجزة عن مقاومة التضخم، وبالتالي فإن ارتفاع الأسعار قد يفوق العوائد التي تحققها هذه الاستثمارات.

بالإضافة إلى مشكلة الضرائب، فالمستثمرون يفضلون الاستثمار في الدول التي تكون فيها الضرائب على إيرادات الفوائد أو توزيع الأرباح من الاستثمارات منخفضة نسبيا، وذلك بتقييم الأرباح المحتملة بعد الضريبة من الاستثمارات في الأوراق المالية الأجنبية، (إذ يلاحظ أن الضرائب تستقطع جزءا من الدخل، إذ تخضع توزيعات الأرباح والفوائد التي يحصل عليها المستثمر للضرائب عند حصول المستثمر عليها، بينما تخضع الأرباح الرأسمالية لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالعوائد الأخرى للاستثمارات).

**2-2-3 المخاطر المالية:** وتعرف على أنها " مقياس مركب يقدر إمكانية الدول على تمويل التزاماتها المالية اتجاه الديون الخارجية والرسمية، وتستخدم مؤشرات المخاطر المالية كمقياس يقدر إمكانية البلد في الوصول إلى الائتمانات الدولية، وحسب الدليل الدولي للمخاطر الدولية ICRG تتحدد مكونات المخاطر المالية في : الديون الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، خدمة الديون الأجنبية كنسبة من الصادرات، ميزان الحساب الجاري كنسبة من الصادرات، تغطية صافي الاحتياطات لشهر الاستيراد واستقرار سعر الصرف.<sup>2</sup>

### 2-3 مخاطر أخرى

توجد مجموعة من القيود والعوائق أمام الاستثمارات الدولية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة فالاختلافات الثقافية من المخاطر الرئيسية للاستثمارات الدولية، وفي الغالب يكون المستثمرون غير مطلعين على الثقافات الأجنبية لتلك الأسواق . فضلا عن أن بعض الحكومات تسيطر تماما على أنشطة الأوراق المالية العاملة في بلدانها وبدرجات متفاوتة. إذ في بعض البلدان لا يستطيع المستثمر الأجنبي أن يتعدى الحد المسموح به للاستثمار في الأوراق المالية، وذلك لوجود سقف مالي لا يمكن تجاوزها.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 660.

### 3- أنواع المحافظ الاستثمارية الأجنبية

وتمثل أنواع المحافظ الاستثمارية الأجنبية في كل من:<sup>2</sup>

#### 3-1 محفظة السهم

تعدّ محفظة السهم من أكثر المحافظ انتشارا في الأسواق المالية العالمية، وإذا ازداد المستثمرون في شركات الاستثمار المدارة بنوعيتها شركات الاستثمار ذي النهاية المغلقة والمفتوحة إلى جانب أن نوع الأسهم التي تبني فيه هذه المحافظ يكون من نوعي الأسهم العادية والممتازة.

#### 3-2 محفظة السندات

تقود شركات الاستثمار المدارة ذات النهايات المفتوحة للمستثمرين الفرديين إلى الاستثمار في هذه المحافظ، وذلك لأن المؤسسات المالية تبحث عن عوائد مالية في المدة الزمنية المحددة للسندات الأجنبية تفوق العوائد المتحققة للسندات المحلية، والتي تعدّ أحد العوامل الجذابة للاستثمار المحفظي الأجنبي في أدوات السندات المالية إلى جانب الرغبة في التنوع، لأن لهذا العامل أثرا كبيرا في محافظ الأسهم والسندات الأجنبية.

#### 3-3 محفظة العملات

تعدّ العملات إحدى الأدوات المالية التي يتمّ التداول بها محليا ودوليا، إذ ان توظيف المستثمرين لأموالهم في محافظ العملات يساهم في زيادة عدد التعاملات الأجنبية في العملات المختلفة لهذا النشاط وله أثر فعال وهم في الاقتصاد المحلي، لأنه يوفر العملات الأجنبية المطلوبة للتعاملات التجارية المختلفة.

#### 3-4 محفظة المشتقات

يعد هذا النوع من المحافظ متداول حديثا بسبب تزايد الاهتمام بالمشتقات المالية. إذ تستخدم محفظة المشتقات المالية من قبل شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بسبب قيامها بالاستثمار في المشتقات المالية، وهذا يساهم في توسيع مديات الاستثمار الأجنبي المحفظي، لأن التدفقات المتولدة عن العقود الآجلة والمبالغ المدفوعة في عقود الخيارات تساهم في توسيع الاستثمار المحفظي الذي يتداوله المستثمرون في أسواق المال.

### 4- استراتيجيات المحافظ الاستثمارية الأجنبية

وتمثل هذه الاستراتيجيات فيما يلي:<sup>2</sup>

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 653-656.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 661-662.

#### 4-1 استراتيجية المحافظ الساكنة

توصف هذه الاستراتيجية بأنها تحديد للنسب الاستثمارية والموجودات المرغوبة والحفاظ عليها ضدّ التغيرات الطفيفة، وتسمى هذه الاستراتيجية بصندوق المؤشر لأنها تتعقب العوائد المتحققة من الأوراق المالية التي تم اختيارها في بناء المحفظة، ليتمّ زيادة أداؤها على المدى البعيد في الموقف الذي يحتفظ بجميع الكلف منخفضة، إذ أن هذا النوع من الاستراتيجية يعد امتداداً لنظرية المحفظة التي تسعى إلى جعل محفظة السوق ذات كفاءة.

#### 4-2 استراتيجية المحافظ النشطة

توصف هذه الاستراتيجية بأنها تعطي عوائد إضافية من خلال فعاليات التداول، إذ تعتمد إلى اتخاذ قرار باعتماد الاستراتيجية النشطة لمستويات متعددة، كتوزيع الموجودات، اختيار القطاع لبناء المحفظة، اختيار نمط الشركات المشابهة لأسواق الأسهم الخ.

#### 5- العائد والمخاطرة في المحافظ الأجنبية

وتتمثل العائد والمخاطرة في المحافظ الأجنبية، فيما يلي:<sup>2</sup>

#### 5-1 العائد على الاستثمار في المحافظ الأجنبية

هناك اختلاف بين العائد على الاستثمار في المحافظ الأجنبية والعائد على الاستثمار في المحافظ المحلية خصوصاً فيما يتعلق باختلاف العملة في البلدين. إن ذلك يستدعي الأخذ بعين الاعتبار سعر الصرف عند قياس العائد على الاستثمار في المحافظ الأجنبية. وتوضح المعادلة الموالية كيفية قياس العائد.

$$RW = ((P * ER) - (P_0 * ER_0)) / P_0 * ER_0$$

حيث /

$RW$ : العائد على الاستثمار.

$P$ : سعر الورقة المالية في نهاية الفترة (سعر الإقبال).

$P_0$ : سعر الورقة المالية في بداية الفترة (سعر الشراء).

$ER$ : سعر الصرف في نهاية الفترة.

$ER_0$ : سعر الصرف في بداية الفترة.

مثال

بفرض أن لدينا مستثمرين أمريكي وفرنسي وقد قام كل منهما باستثمار مبلغ مالي في شراء أسهم شركة فرنسية بسعر 45 أورو وقد تم الاحتفاظ بهذه الأسهم لفترة زمنية معينة. بعدها قام كلاهما ببيعها بسعر 52 أورو، فإذا علمت أن سعر الصرف في بداية الفترة كان 1.05 \$/€.

<sup>2</sup> عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 365-366.

## المطلوب

احسب العائد على الاستثمار لكلا المستثمرين الفرنسي والأمريكي من خلال الحالات الموالية:

- ثبات سعر الصرف بين بداية الفترة ونهايتها.
- تغير سعر الصرف ليصبح في نهاية الفترة 1.25 \$/€.

## الحل:

$$R_W = ((P * E_R) - (P_0 * E_{R0})) / P_0 * E_{R0} \quad \text{بتطبيق العلاقة الموالية:}$$

بالنسبة للمستثمر الفرنسي

$$R_d = (R_P - P_0 / P_0) * 100$$

$$R_d = 52 - 45 / 45 * 100 = 15.56\%$$

ونفس العائد في حالة تغير سعر الصرف، لأنه مستثمر في أوراق محلية.

أما بالنسبة للمستثمر الأمريكي

## الحالة الأولى

$$R_W = (P * E_R) - (P_0 * E_{R0}) / P_0 * E_{R0}$$

$$R_W = (52 * 1.05) - (45 * 1.05) / 1.05 * 45 = 15.66\%$$

## الحالة الثانية

$$R_W = (52 * 1.25) - (45 * 1.05) / 1.05 * 45 = 37.57\%$$

وتعود الزيادة في العائد الذي حققه المستثمر الأمريكي إلى ارتفاع قيمة الأورو.

## 2-5 المخاطرة في المحافظ الأجنبية

ويمكن تصنيف المخاطر في الاستثمار في المحافظ الأجنبية إلى كل من:

1-2-5 المخاطر المنتظمة: وهي مخاطر الأسواق العالمية ولا يمكن توزيعها ويرمز لها بالرمز  $\beta_i$ ، وهي تؤثر

على جميع الدول وبنسب متفاوتة. وتحسب وفقا للصيغة الموالية:

$$\beta_i = \text{COV } E(R)_G; E(R)_i / \delta_G^2 = P_{Gi} \delta_G; \delta_i / \delta_G^2$$

حيث /

$E(R)_G$ : العائد المتوقع من السوق العالمية.



$E(R)_i$ : العائد المتوقع من السوق المالية الأجنبية المستثمر فيها (تمثل  $I$  الدولة).

$\delta_G^2$ : التباين وهو عبارة عن درجة المخاطرة في السوق العالمية.

$COV E (R)_G; E(R)_i$ : التباين المشترك بين العائد من السوق العالمية والعائد المتوقع من السوق الأجنبية.

$\delta_i$ : الانحراف المعياري للعائد على الرقم القياسي الذي يمثل السوق العالمي والرقم القياسي الذي يمثل السوق الأجنبي المنوي الاستثمار فيه.

## 5-2-2 المخاطر غير المنتظمة

وهي عبارة عن المخاطر التي يمكن التخلص منها أو التخفيف من حدتها بواسطة التنوع، وهي تمثل مخاطر البلد ويرمز لها بالرمز  $\delta_E$ ، وتشمل مختلف المخاطر التي قد يتعرض لها الاستثمار الأجنبي غير المباشر، والتي سبق وأن تطرق لها.

ويمكن حساب إجمالي المخاطر، والتي تشمل مخاطر الدول + مخاطر السوق العالمي وفقا للصيغة الموالية:

$$\delta_p^2 = \beta_i^2 \delta_G^2 + \delta_E^2$$

## 6- نظريات تسعير الأصول في المحافظ الأجنبية

وتتمثل هذه النظريات باختصار فيما يلي:

### 6-1 نموذج التسعير الدولي للأصول الرأسمالية ICAMP

يستند هذا النموذج على نظرية الفصل بين أصلين ماليين، وهو يفترض أن المخاطر التي يعوضها السوق هي فقط المخاطر المنتظمة والناجمة عن الأسواق العالمية. حيث يتم قياس هذه الأخيرة من خلال  $\beta_i$ . أما فيما يتعلق بالمخاطر غير المنتظمة فيفترض النموذج بأنه يمكن توزيعها أو التخفيف منها ولكن السوق العالمي لا يعوض المستثمر عنها.

يمكن التعبير عن نموذج التسعير الدولي من خلال العلاقة الموالية:

$$E(R)_i = R_G + \beta_i (E(R)_G - R_G)$$

حيث/

$E(R)_G$ : العائد المتوقع من السوق المالي العالمي.

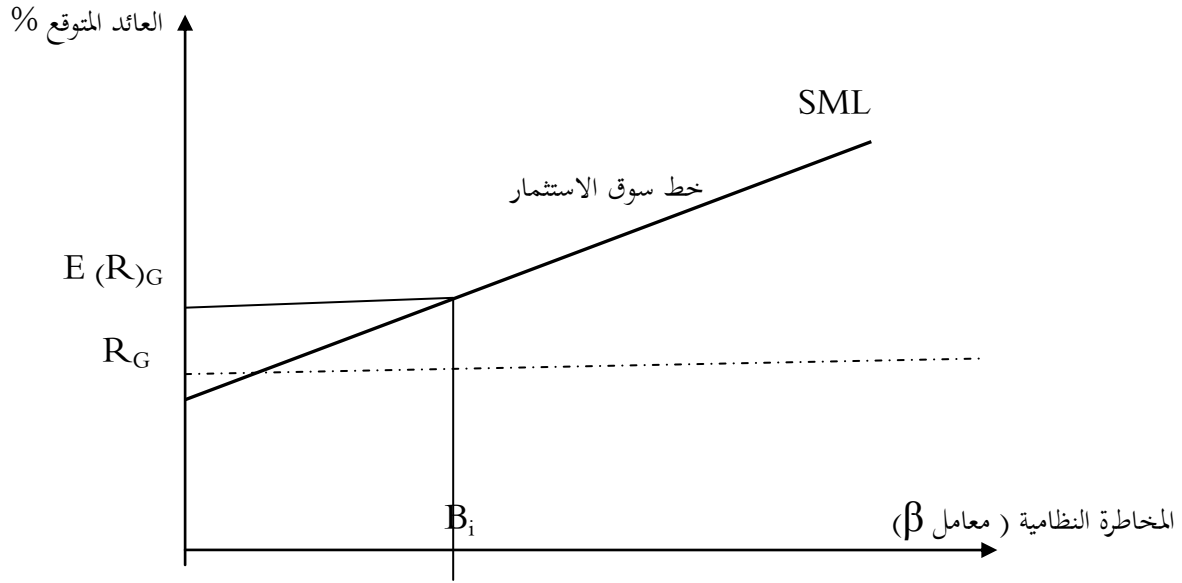
$R_G$ : معدل الفائدة (عادة يكون سعر الفائدة على أذون الخزانة الأمريكية).

$E(R)_i$ : العائد المتوقع من الاستثمار في السوق المالي الأجنبي.

$\beta_i$ : بيتا السوق المالية في الدول الأجنبية.

والشكل الموالي يوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة من خلال نموذج التسعير الدولي.

## العلاقة بين العائد والمخاطرة وفقا لنموذج التسعير الدولي للأصول الرأسمالية ICAMP



المصدر: عبد الرزاق قاسم، احمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 368.

## 2-6 نظرية المراجعة العالمية

تفترض هذه النظرية أن هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على عائد الاستثمار وليس فقط عامل السوق كما في العنصر السابق. إذ بينت بعض الدراسات أن بعض المحافظ تحقق عوائد مالية مرتفعة على الرغم من انخفاض معامل بيتا لها، ومن ثم فإن العائد يرتبط بمجموعة من العوامل من خلال ما يسمى معامل الحساسية، والذي يمكن صياغته على النحو الموالي:

$$E (R)_i = R_G + \beta_1 R_1 + \beta_2 R_2 + \beta_3 R_3$$

حيث /

$\beta_1$ : معامل حساسية للمخاطر السياسية.

$\beta_2$ : معامل الحساسية للمخاطر الاقتصادية.

$\beta_3$ : معامل الحساسية للمخاطر المالية.

$R_1$ : المخاطر السياسية.

$R_2$ : المخاطر الاقتصادية

$R_3$ : المخاطر المالية.

ملاحظة:

يتم الحصول على هذه البيانات من الدليل الدولي لمخاطر الدول ICRG.

## الخاتمة

تعتبر المحفظة الإستثمارية من أهم الأدوات الإستثمارية التي ظهرت حديثاً، وهي مجموعة من الأصول المختلطة المالية والحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة، هذا الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار تشكيلة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وهما المعيارين الأساسيين في تحديد كفاءة المحفظة .

ولبلوغ هذا الهدف، يتم اللجوء عادة إلى التنوع وادراج بعض الأصول الغير خطرة، وتنجح هذه السياسة عندما يكون معامل الارتباط بين الأصول معدوماً أو ضعيفاً. إلا أنه لا بد من اعتماد نماذج التسيير التي تضمن الإدارة الجيدة للمحفظة واختيار مكوناتها، فالإختيار الأمثل لمكونات المحفظة من الأوراق المالية يساعد على تدنية حجم المخاطرة دون التضحية بالعائد المتوقع .

وقد عرفت نماذج إدارة المحافظ الاستثمارية تطوراً من نموذج شارب البسيط إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP والذي يعدّ ماركويتز أول من عرض فكرة استخدام نموذج العامل الواحد، والتي طورها شارب عام 1963 م إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي ينص على أن المستثمر يعتمد المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية المتاحة على متغيرين هما العائد والمخاطرة، مع تمييز المستثمرين بالرشد، بعد ذلك ظهر نموذج التسعير المرجح عام 1976 على يد روس والذي ينص على أن الأسواق المالية كفؤة، وبالتالي فإن العائد المعدل بالمخاطرة يكون متساوي لكل المستثمرين وأنه يمكن تحقيق أكبر العوائد من أقل ثروة ممكنة وبدون التعرض للمخاطرة.

وعليه، تعتبر إدارة محفظة الأوراق المالية عن إتحاف لتحليل المخاطرة وأسلوب يهدف إلى تخفيضها بإدماج ما تتضمنه من إستثمارات متنوعة مع بعضها البعض بحيث تحتوي المحفظة أقل درجة من المخاطرة، وذلك بالإعتماد على نماذج تسيير المحافظ الإستثمارية والتي يمكن إعتبارها وسيلة فعالة لتحليل الدقيق من أجل الإختيارات المالية للمستثمر .

## قائمة المراجع

1- الكتب

1-1 باللغة العربية

- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، المكتبة الوطنية، الأردن، 1993.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "أسهم، سندات، وثائق الاستثمار والخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي واليات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2002.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- شيحة مصطفى رشدي، الاقتصاد النقدي والمصرفي في البورصات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996.
- كنعان علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009.
- محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الأردن، الشارقة، 2013.
- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، دار البداية، عمان، الأردن، 2009.
- عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010-2011.
- غازي فلاح المومني، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2015.
- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007.
- علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- حمزة محود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002/2001.
- عبد الجواد محمد عوض، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن 2008.
- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية "الأصول العلمية والتحليل الأساسي"، دار زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009.
- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، 2006.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005
- . دريد كمال آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2012.
- محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، جامعة المنصورة، مصر، بدون دار وسنة النشر.
- حنفي عبد الغفار، البورصات، رويد للطباعة والنشر، مصر، 2010.
- حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، رويد للطباعة والنشر، الاسكندرية، 1999.
- عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياساتها وآلياتها، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010 .
- هندي منير ابراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999.

## 2-1 باللغة الأجنبية

- J peryard; La bourse; Imprimerie Herssey , 3eme édition, Paris ; 1993.

-Y.Simon; encylopé du marchés financiers; Tome 01; Economica; Paris; 1997.

## 2- المذكرات والمطبوعات

### 2-1 باللغة العربية

- فقير سامية، الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية ودوره في تنشيط سوق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن، رسالة دكتوراه، اقتصاديات المالية والبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة احمد بوقرة بومرداس، 2014/2013.

- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005.

- محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000/1999 .

- عبد القادر حوة، بناء المحافظ الاستثمارية وادارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2010-2009.

- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري: دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007/2006.

- الياس ميلانة، إدارة المحفظة الاستثمارية، مذكرة الماجستير، تخصص إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.

- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، فرع النقود والمالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2012/2011.

- عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار: دراسة تجارب دولية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2016/2015.

### 2-2 باللغة الأجنبية

Idris Kharroubi; Gestion de portefeuilles; Mathématiques de modélisation et de désision MIMMD, Université Paris Dauphine; 2014/2015