



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع :/2016

قسم : علوم التسيير
الميدان : العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم التسيير
التخصص : إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

تقييم أداء محفظة الأوراق المالية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الليسانس في علوم التسيير (ل.م.د) تخصص " إدارة مالية "

إشراف الأستاذ(ة):

- داودي حمزة

إعداد الطلبة:

- بن الطيب مروة

- بعوش أميرة

- قاجة كنزة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



شُكْرٌ وَتَقْدِيرٌ

ما أجمل أن يقدم الإنسان جميلاً لمن يجب و الأجل أن يقدم أجمل ما يملك و لذا نهدي هذا العمل و نتوجه بالشكر أولاً إلى من لو كانت كلماتنا بجرا من الشكر لما أدت حقها اتجاه نعمه التي لا تنتهي الى الله الواحد الأحد على ما تفضل به علينا من إتمام لهذا العمل إلى نور البشرية الهادي القائل "اطلبوا العلم من المهد إلى اللحد".

: و عملاً بقول رسول الله

"من لم يشكر إنسان لم يشكره الله".

: و نقدم شكرنا الجزيل إلى من قال بحقهم الشاعر

"قم للمعلم فم التبجيلاً كاد المعلم أن يكون رسولا".

إلى الأستاذ الفاضل: داودي حمزة

الذي لم يبخل علينا بإرشاداته و نصائحه و توجيهاته السديدة و التي كان لها الأثر في انجاز هذا العمل ، و كذا صبره و سعة صدره و حرصه الدائم لإتمام هذا العمل في أحسن الظروف ، كما نحبي فيه روح التواضع و المعاملة الجيدة ، فجزاه الله عنا كل الخير .

كما نتقدم بجزيل الشكر و الامتنان لجميع أساتذة معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير و إلى جل عمال المكتبة على مجهداتهم و تعاونهم معنا.

و لا يفوتنا أن نقدم بالشكر و العرفان إلى كل من أمدنا بيد المساعدة من قريب أو من بعيد في انجاز هذا العمل و لم يتسنى لنا ذكر أسمائهم



الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم
" قل اعملوا فسيري الله عملكم "

صدق الله العظيم

الهي لا يطيب الليلا لا بشكرك و لا يطيب النهار الا بطاعتك و لا تطيب
اللحظات الا بذكرك و لا تطيب الآخرة الا بعفوك و لا تتطيب الجنة الا
برؤيتك الله جل جلاله .

الى من بلغ الرسالة و أدى الأمانة ... و منح الأمة ... الى نبي الرحمة و نور
العالمين ... سيدنا محمد صلى الله عليه و سلم

الى معنى الحب و الحنان الى بسمة الحياة و سر الوجوه الى من كان دعائها
سر نجاحي و حنانها بلسم جراحي الى أعلى الحبايب أمي الغالية "سلمية"
يامن أحمل اسمك بكل فخر يامن افتقدك منذ الصغرى يا من يرتعش قلبي من
اشتياقي

مرورة

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم
" قل اعملوا فسيرى الله عملكم "

صدق الله العظيم

الهي لا يطيب الليلا لا بشكرك و لا يطيب النهار الا بطاعتك و لا تطيب
اللحظات الا بذكرك و لا تطيب الآخرة الا بعفوك و لا تتطيب الجنة الا
برؤيتك الله جل جلاله .

الى من بلغ الرسالة و أدى الأمانة ... و منح الأمة ... الى نبي الرحمة و نور
العالمين ... سيدنا محمد صلى الله عليه و سلم

الى معنى الحب و الحنان الى بسمة الحياة و سر الوجوه الى من كان دعائها
سر نجاحي و حنانها بلسم جراحي الى أعلى الحبايب أي الغالية "سلمية"
يامن أحمل اسمك بكل فخر يامن افتقدك منذ الصغر يا من يرتعش قلبي من
اشتياقي لك و لذكراك يامن اودعني الله أن أهديك هذا البحث أي الغالي
"توفيق رحمه الله" فاللهم اسكنه فسيح جناتك

الى شمعة تنير ظلمة حياتي الى من بوجودهم أكتسب قوة و صحة لا حدود لها
الى من عرفت معهم معنى الحياة اخوتي بشري، خلود، نسيية، عبد الودود و الى
كتكوت البيت يونس. الى كل الأهل و الأقارب

الى الذين سئف في ذكراهم تملأ خاطري الى الذين التقيتهم في درب الحياة و قضية
معهم أياما لا تنسى الى كل من : مروة،

أميرة

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

" قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله و المؤمنون "

صدق الله العظيم

الى صاحب الحمد الأول و الأخير الذي تذكره البصائر و لا تراه الأبصار الى الله

عزوجل الذي لولا عونه و نعمته لما وصلنا الى كل هذا

الى الصدر المفعم بالحنان الى القلب النابض بالحب الى من دعاؤها نور يضيء

دربي الى أمي الغالية " فطيمة "

الى من رعاني و أعانني و الى سندي و قوتي الى من أفاض علي بحنانه الى

والدي العزيز " وهلالة "

أطال الله عمرهما

الى أحبتي في هذه الدنيا الى الشموع التي تضيء لنا الدرب الى أخوتي

العزيزات أمينة ، منال، و أخي الصغير اسامة

الى كل الأهل و الأقارب و الأصدقاء

وأخيرا أطلب من الله عز وجل ان يجعل كل طالبي العلم في ميزان الحسنات

كنزة

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
أ،ب،ج، د	المقدمة العامة
	الفصل الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية
01	المبحث الأول: عموميات حول محفظة الأوراق المالية.....
01	المطلب الأول: تعريف محفظة الأوراق المالية.....
01	أولاً: تعريف محفظة الأوراق المالية.....
02	ثانياً: أهداف محفظة الأوراق المالية.....
03	المطلب الثاني: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية.....
03	أولاً: مراحل تكوين محفظة الأوراق المالية.....
04	ثانياً: قيود تكوين محفظة الأوراق المالية.....
05	ثالثاً: ضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية.....
06	رابعاً: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية.....
06	المطلب الثالث: أنواع ومكونات محفظة الأوراق المالية.....
06	أولاً: أنواع محفظة الأوراق المالية.....
08	ثانياً: مكونات محفظة الأوراق المالية.....
14	المطلب الرابع : مزايا وعيوب الأوراق المالية.....
14	أولاً: مزايا وعيوب السهم.....
15	ثانياً: مزايا ومخاطر السندات.....
18	المبحث الثاني: مقومات تكوين محفظة الأوراق المالية.....
18	المطلب الأول : عوائد محفظة الأوراق المالية.....
18	أولاً: مفهوم عوائد محفظة الأوراق المالية.....
18	ثانياً: أنواع عوائد محفظة الأوراق المالية.....
19	ثالثاً: أشكال عوائد محفظة الأوراق المالية.....
20	رابعاً: قياس العوائد في محفظة الأوراق المالية.....
21	المطلب الثاني: خطر محفظة الأوراق المالية.....
21	أولاً: مفهوم خطر محفظة الأوراق المالية.....
21	ثانياً: أنواع مخاطر محفظة الأوراق المالية.....
23	ثالثاً: مصادر خطر محفظة الأوراق المالية.....

26	.....رابعاً: قياس خطر محفظة الأوراق المالية.
29	.....المطلب الثالث: التنوع في محفظة الأوراق المالية.
29	.....أولاً: تعريف التنوع في محفظة الأوراق المالية.
29	.....ثانياً: أسس التنوع في محفظة الأوراق المالية.
31	.....ثالثاً: علاقة التنوع بالمخاطر الكلية.
33	.....خلاصة الفصل الأول.
	الفصل الثاني: تقييم أداء محفظة الأوراق المالية
34	.....المبحث الأول: إدارة محفظة الأوراق المالية.
34	.....المطلب الأول: ماهية إدارة محفظة الأوراق المالية.
34	.....أولاً مفهوم إدارة محفظة الأوراق المالية.
34	.....ثانياً أهداف إدارة محفظة الأوراق المالية.
35	.....المطلب الثاني: العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة محفظة الأوراق المالية.
35	.....أولاً العوامل المؤثرة في إدارة محفظة الأوراق المالية.
35	.....ثانياً الاعتبارات الفنية في إدارة محفظة الأوراق المالية.
36	.....المطلب الثالث: مراحل وطرق تسيير محفظة الأوراق المالية.
36	.....أولاً المراحل الأساسية لتسيير محفظة الأوراق المالية.
37	.....ثانياً طرق تسيير محفظة الأوراق المالية.
38	.....المطلب الرابع: قياس أداء مدير محفظة الأوراق المالية.
38	.....أولاً مفهوم المحفظة المثلى.
40	.....ثانياً أسس قياس أداء مدير المحفظة المثلى.
41	.....ثالثاً خطوات قياس أداء مدير المحفظة المثلى.
43	.....رابعاً كيف يمكن الحصول على المحفظة المثلى.
44	.....المبحث الثاني: طرق قياس وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية.
44	.....المطلب الأول: الطرق التقليدية لقياس أداء الأوراق المالية.
44	.....أولاً نموذج شارب.
46	.....ثانياً نموذج تر ينور.
48	.....ثالثاً نموذج جنسن.
49	.....رابعاً تجزئة فأما.
51	.....المطلب الثاني: الطرق الحديثة لقياس أداء محفظة الأوراق المالية.
51	.....أولاً طريقة كورنال.

51	.....ثانيا طريقة قرين بلاط وتيستمان
52	.....ثالثا نموذج ما زوي وتر ينور
53	.....رابعا نموذج بلوك وفرانش
53	.....خامسا نموذج تسعير الأموال الرأسمالية
55	.....سادسا نموذج التسعير المرجح
56	.....المطلب الثالث: تقييم الأسهم
56	.....أولا مداخل تقييم الأسهم
60	.....ثانيا مداخل أخرى لتقييم السهم العادي
63	.....المطلب الرابع: تقييم السندات
63	.....أولا التدفقات النقدية المتوقعة من السندات
63	.....ثانيا تاريخ الاستحقاق
63	.....ثالثا معدل العائد المطلوب
64	.....رابعا هيكل أسعار الفائدة
65	.....خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: ماهية محفظة الأوراق المالية
67	.....المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة دار البيضاء
67	.....المطلب الأول: عموميات حول بورصة دار البيضاء
67	.....أولا: تعريف بورصة دار البيضاء
68	.....ثانيا: نبذة تاريخية عن دار البيضاء
69	.....ثالثا: أهداف بورصة دار البيضاء
70	.....رابعا: مهام بورصة دار البيضاء
70	.....خامسا: الهيكل التنظيمي
71	.....سادسا: أسواق التداول في بورصة دار البيضاء
74	.....سابعا: مؤشرات بورصة دار البيضاء
75	.....المطلب الثاني: أداء بورصة دار البيضاء
75	.....أولا: مؤشرات تطور أداء سوق الدار البيضاء المالي
78	.....ثانيا: عدد الشركات المدرجة
79	.....المبحث الثاني: تقييم أداء محفظة الأوراق المالية لبورصة دار البيضاء
79	.....المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة
79	.....أولا: عينة الدراسة

79	..... ثانيا :تصميم دراسة الحالة
80	..... ثالثا :اختيار القطاعات
80	..... رابعا :اختيار الشركات
80	..... المطلوب الثاني : تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من أسهم فقط
81	..... أولا :حساب العائد و المخاطرة لأسهم الشركات
82	..... ثانيا :حساب معامل الارتباط بين عوائد الأسهم
83	..... ثالثا :حساب التباين المشترك بين عوائد أسهم الشركات
83	..... رابعا :حساب العائد و المخاطرة للمحفظة p
84	..... المطب الثالث: تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من أسهم الحافظة (P) و أصل بدون خطر.....
84	..... أولا :حساب عائد و مخاطرة المحفظة الأوراق المالية
87	..... المطلوب الرابع : قياس أداء محفظة الأوراق المالية
87	..... أولا :حساب معامل بيتا
87	..... ثانيا :حساب مؤشر ترينر
88	..... ثالثا : قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر جونسون
89	..... خلاصة الفصل الثالث
	..... الخاتمة العامة

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجداول	الصفحة
1-1	مقارنة بين السهم و السند	17
2-1	مثال عن قياس العائد	20
3-1	حل مثال عن قياس العائد	20
1-2	مثال عن نموذج شارب	45
2-2	مثال عن نموذج ترينور	48
3-2	مثال عن نموذج النمو الثابت	58
4-2	النماذج التقليدية و الحديثة لقياس اداء محفظة الأوراق المالية	66
1-3	الوسط الحسابي و الإنحراف المعياري لأسهم محفظة الأوراق المالية	81
2-3	معامل الارتباط بين أسهم الشركات المختارة	82
3-3	التباين المشترك بين عوائد الأسهم	83
4-3	عائد و مخاطر المحفظة (p) بدون خطر	85
5-3	حساب المعامل β للمحفظة (p)	87

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الأشكال	الرقم
30	تأثير التنويع على مخاطرة المحفظة	1-1
38	منحنى السواء للمستثمر	1-2
39	منحنى الخط الفعال	2-2
41	تصنيف أداء مدير المحفظة	3-2
44	التمثيل البياني لمؤشر شارب	4-2
47	التمثيل البياني لمؤشر ترينور	5-2
50	التمثيل البياني لمؤشر جينسن	6-2
51	التمثيل البياني لتجزئة فاما	7-2
56	الحد الكفؤ وخط سوق الأوراق المالية	8-2
70	هيكل تنظيمي لبورصة الدار البيضاء	1-3
76	تطور مؤشر سوق الدار البيضاء محسوب من قبل صندوق النقد العربي	2-3
	خلال سنة 2007 - 2008	3-3
77	تطور مؤشر سوق الدار البيضاء المحسوب من قبل صندوق النقد العربي	
	سنة 2008 - 2009	4-3
78	تطور مؤشر سوق الدار البيضاء من قبل صندوق النقد العربي لسنة	
	2009 - 2010 .	

المقدمة العامة

مقدمة عامة:

يعد محفظة الأوراق المالية من الموضوعات المهمة في الإدارة المالية لأن هدف أي مستثمر هو تكوين محفظة استثمارية مثلي تتكون من عنصرين هما العائد والمخاطرة . فالمستثمر الرشيد يسعى دائما إلى تعظيم العائد وتدنية المخاطرة فهذا قد لا يكون متاح للمستثمر لأن الارتفاع في العائد يرافقه ازدياد في مستوى المخاطرة.

ويعتبر محفظة الأوراق المالية كتوليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية يسعى من خلالها المستثمر الوصول إلى مزيج من الأوراق المالية المختلفة والمتنوعة تنوعا جيدا يضمن له التقليل من المخاطر وبالتالي عند تكوين محفظة الأوراق المالية لا بد مراعاة العائد والمخاطرة والتنوع بغرض الحصول على المحفظة الكفوة.

ولتقييم أداء محفظة الأوراق المالية عدة نماذج أشهرها (شارب ، ترينور ، جينسن وفاما) حيث يقوم نموذج (شارب) على أساس قياس المخاطر الكلية بالانحراف المعياري حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية تطير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية تكون أداء المحفظة أفضل ، فيما يظهر نموذج (ترينور) الذي يعتمد على معامل بيتا حيث أنه كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة يكون أداء المحفظة أفضل في جين يرى (جينسن) الذي يعتمد على معامل ألفا أي كلما كان معمل ألفا موجبا كلما كان أفضل ، حيث يشير معامل ألفا إلى الفرق بين مقدارين للعائد المقدار الأول العائد الإضافي والمقدار الثاني علاوة مقدار السوق.

تقوم البورصة بدور هام في استحداث نوعية جديدة من الأوراق المالية التي تناسب رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المدخرة ذات الفوائض المالية ، وكذا رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية ذات الاحتياج المالي ولذلك كان من الضروري إعادة تقديم النماذج التي تبين للمستثمرين الماليين طرق اختيار استثماراتهم المثلى وبالتالي العودة إلى الاستثمار في البورصة.

1/ الإشكالية:

بعد تقييم محفظة الأوراق المالية لأحد المشكلات التي شغلت الباحثين والاقتصاديين والمستثمرين وذلك لأن بالمخاطر المحيطة بالاستثمار في الأوراق المالية كثيرة وعوائدها متذبذبة وتعتبر نماذج تقييم أداء الأسهم من الوسائل المهمة التي يمكن الاعتماد عليها عند تقييم القرارات الاستثمارية لذا يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيسي الآتي،

كيف يتم تقييم أداء محفظة الأوراق المالية في البورصة

وتتفرغ منه الأسئلة التالية

- 1- ما المقصود بمحفظة الأوراق المالية وما هي أهم مقومات تكوينها
- 2- ما هي أهم المؤشرات لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية
- 3- ما هي المؤشرات المعتمدة في تقييم أداء محفظة الأوراق المالية في بورصة دار البيضاء للتقييم المنقولة لسنة 2011 .

2/ الفرضيات:

من خلال التساؤلات السابقة يمكن صياغة الفرضيات على النحو التالي:

- 1- محفظة الأوراق المالية عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية (أسهم وسندات) تشكل مزيج متجانس من هذه الأوراق ثم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات.

أهم مقومات تكوينها: العائد ، المخاطرة، التنوع

2-أهم مؤشرات تقييم أداء محفظة الأوراق المالية:

شارب، ترينور ، جنينسن ، فاما.

3-المؤشرات المعتمدة في تقييم أداء محفظة الأوراق المالية في بورصة الدار البيضاء هي

ترينور و جنينسن.

3/ أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف :

- التعرف بمحفظة الأوراق المالية كأداة من الأدوات المستعملة في التعاملات المالية.
- التعرف على قدرة نماذج محفظة الأوراق المالية (شارب ترينور ، جينسن) في أداء محافظ الأوراق المالية في البورصة.
- التعرف على الجانب النظري لكيفية بناء وتقييم محفظة الأوراق المالية.
- إعطاء أهمية أكثر لهذا المجال الذي أصبح حقيقة اقتصادية في وقتنا الحالي

4/ أهمية الدراسة:

يشهد البحث أهمية من أهمية محفظة الأوراق المالية إذا محفظة الأوراق حاجات المستثمرين المتمثلة في تجميع الموارد المالية لتقليل المخاطر في الاستثمار بالأوراق المالية وتعظيم العوائد في ظل أسواق مالية تتسم بالتقلب المستثمر مما يستدعي القيام بالتنوع في المحفظة لتخفيض مخاطر الاستثمار.

5/ أسباب اختيار الموضوع:

لقد وقع اختيارنا على هذا الموضوع للأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع في الوقت الحالي، بالإضافة إلى السبب الرئيسي أو الرافع الشخصي الذي قادنا للبحث والدراسة في هذا الموضوع وهو رغبة التخصص في هذا المجال.

6/ المناهج المستعملة:

- اعتمدنا في بحثنا على عدة مناهج علمية بداية بالمنهج الوصفي ثم المنهج التحليلي فالاستقرائي ، وكان استعمالنا للمنهج الوصفي في إطار عملية التعريف بمحفظة الأوراق المالية ووصف مكوناتها المختلفة ، أما المنهج التحليلي فساعدنا في عملية تقديم أداء محفظة الأوراق المالية ، ثم المنهج الاستقرائي وذلك من خلال الرجوع إلى الدراسات السابقة من أجل الحصول على مختلف المعلومات.

7/ محتويات الموضوع:

- تم تقسيم هذا الموضوع إلى 3 فصول رئيسية حيث يتضمن الفصل الأول ثلاث مباحث المبحث الأول يتم تخصيصه إلى ماهية محفظة الأوراق المالية.
- أما المبحث الثاني فضم مقومات تكوين محفظة الأوراق المالية وينقسم إلى عائد محفظة الأوراق المالية وخطر محفظة الأوراق والتتويج فيها أما الفصل الثاني تقيم أداء محفظة الأوراق المالية ويتضمن ثلاث مباحث المبحث الأول إدارة محفظة الأوراق المالية
- المبحث الثاني طرق قياس وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية
- وفي الفصل الثالث نقوم بدراسة حالة حول بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011 .

الفصل الأول

ماهية محفظة الأوراق المالية

الفصل الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية:

تلعب المحفظة دورا هاما في عالم الإستثمار فهي تشغل حيزا كبيرا في حقل المعرفة المالية ، وتاريخيا يعود مفهوم المحفظة إلى بداية عقد الخمسينات تحديدا عام 1952 عندما قدم ماركويتز مساهمته الريادية في نظرية المحفظة وستتطرق في هذا الفصل إلى ماهية محفظة الأوراق المالية ومقومات تكوينها.

المبحث الأول : عموميات حول محفظة الأوراق المالية:

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق المال وتزداد أهمية مكانتها من يوم لأخر نظرا للتطورات الهامة التي شهدتها هذه الأسواق وتنوع أدواتها المالية ، الأمر الذي أدى إلى زيارة الإهتمام بها أكثر فأكثر.

المطلب الأول: تعريف وأهداف محفظة الأوراق المالية**أولا: تعريف محفظة الأوراق المالية.**

للمحفظة الاستثمارية عدة تعاريف تذكر منها مايلي:

تعريف المحفظة المالية على أنها مجموعة من الأصول المالية المنقولة التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل كما تمثله هذه الأصول من الأموال.⁽¹⁾

-هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية المتجانسة ، تم اختيارها بعناية وبدقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات وبذلك تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب وهائل من الأوراق المالية كأسهم والسندات تتباين وتختلف من حيث قيمة كل منها من حيث معدل العائد المتولد عنها ومن حيث مدة استحقاقها.⁽²⁾

-كما تعرف على أنها مجموعة اختبارات من الأوراق المالية تشكل مزيجا متجانسا مما يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات.⁽¹⁾

ومنه نستنتج : أن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن خليط من الأسهم والسندات يهدف مالكيها إلى تحقيق أكبر قيمة سوقية أي تحقيق أكبر ربح ممكن.

⁽¹⁾ - داودي حمزة ، محاضرة الإستثمار في الأوراق المالية، 2015-2016 .

⁽²⁾ - <http://www.djelfa.info/v.b/shouthared.phy?279782>

⁽¹⁾ - داودي حمزة، مرجع سابق.

ثانيا : أهداف محفظة الأوراق المالية:(2)

إن الهدف من تشكيل المحفظة المالية هو تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطر مع توفر عنصر السيولة أي إدارة الأموال بأقل خسائر ممكنة وعليه فإن أهم هدف لإدارة المحفظة هو الموازنة بين العائد والمخاطر ومن بين الأهداف التي يسعى المستثمر للوصول إليها في مجال استثمار في الأوراق المالية هي:

- 1-تعظيم الربح: الذي يتطلب تعظيم المخاطر فإذا كان الربح هو الأفضل بالنسبة للمستثمر يعطي الأولوية للعائد
- 2-تحقيق أمان مستقبلي: وهذا تشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة إحتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازي
- 3- تحقيق النمو:زيادة تراكمية رأسمالية لتحقيق أكبر عائد ممكن في مثل هذه الحالة تعمل في البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف والمتمثلة في أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط الانتاج وزيادة رأس المال والأرباح.
- 4-تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي: من خلال حيازة مجموعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفي وفعال مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.
- 5- التنوع: يعتبر تنوع أصول المحفظة من أهم الأعمال التي يهتم بها إدارة المحفظة المالية حيث أن الهدف من عملية التنوع هو الحصول على أكبر العوائد بأقل درجات المخاطر.
- 6-مواجهة الالتزامات المستقبلية:أي أن هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية.

(2) - داودي حمزة ، المرجع نفسه.

المطلب 2 : آليات تكوين محفظة الأوراق المالية:**أولاً: مراحل بناء المحفظة:⁽¹⁾**

إن اختيار المحفظة الكفوءة يكون ضمن مرحلتين الأولى مرحلة التوقعات عن العائد ومخاطرة الأوراق المالية والثانية مرحلة اختيار المحفظة الكفوءة بناء على تفاصيل المستثمر في إطار الفرص المتاحة . إذ يستطيع المستثمر أن يختار المحفظة الكفوءة التي يتحقق فيها التوازن بين معدل العائد الذي يفضله ومستوى المخاطرة التي يستطيع تحملها ، ولكي يتم تحقيق ذلك فإن بناء محفظة الأوراق المالية يمر عبر المراحل التالية:

مرحلة 1 : اختيار الأفق الزمني: يمكن القول أن نماذج المحفظة تحدد مدة معينة لحمل الأسهم ولا يتم خلال هذه المدة أي صفقة للأسهم وأن الحد الأدنى للأفق الزمنية مع المعلومات المتوفرة يمكن أن يكون 6 أشهر إلى سنة فقد يمتد إلى سنتين وفي غالب الأحيان إن أفق السنة هو الحد الملائم إذ يمكن التنبؤ بالظروف الاقتصادية بشكل دقيق وتقديرات العائد تكون قريبة من الواسع.

مرحلة 2: تهيئة المنحلات الحساسة: تعد هذه المرحلة مهمة جداً باعتبار أن مخرجات هذه المرحلة تكون منحلات للمرحلة التالية في بناء محفظة الأوراق المالية التي تحقق رغبات المستثمر من حبة العائد والمخاطرة ، لذلك يعد التحديد الدقيق للمتغيرات التي تقيس العائد المتوقع والمخاطرة ذات أهمية كبيرة جداً لبناء المحفظة.

مرحلة 3: نموذج تقدير المحفظة: هناك العديد من الدراسات التي قام بها الباحثون التي جاءت عن نماذج ونظريات في مجال بناء وإدارة المحفظة المالية هذه الأخيرة هي التي تساعد مدير المحفظة على بناء محفظة مالية وإدارتها بناء على رغبات المستثمر .

(1) – ايمان بن شعبان، ادارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر معهد علوم التسيير،المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف،ميلة،2013-2014،ص15.

ثانياً: قيود تكوين محفظة الأوراق المالية:

يتعرض المستثمرون في سعيه لتحقيق أهداف المحفظة إلى عدد من القيود التي يخدمه حركة إدارته للمحفظة وتتمثل هذه القيود فيما يلي:

1- قيود زمنية: يقصد به المدى الزمني الذي يرغب فيه المستثمر في استثمار الأموال في محفظة الأوراق المالية فقد يكون هذا المدى قصير أو متوسط أو طويل لأجل وكلما زادت قدرته على القيام بعمليات التنوع للأوراق المالية التي تحتويها المحفظة بشكل سليم وأكثر فعالية.

2- قيود الإمكانيات المالية (الرأسمالية): هي ما تفرضه بعض الاستثمارات والأسواق من حدود دنيا للمبالغ المقبولة للاستثمار .

كما يتضمن أيضاً حجم الأموال المتاحة لمدير المحفظة لاستخدامها في إدارتها وتكوينها وكلما توفر احتياجات مدير المحفظة من الأموال كلما كانت قدرته على إدارة تكوين المحفظة أكبر وأكثر توافقاً ، فضلاً عن إمكانية من اقتناص الفرص السائحة وانتهازها للحصول على أوراق لديه في وقت غير مناسب.

3- قيود متعلقة بتسييل المحفظة: وذلك بشكل مفاجئ أو أجل قصير الأمر الذي يؤدي بالمستثمر من التخلص من بعض الأوراق المالية وهنا لا بد أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.

4- قيود ضريبية: إذ تحدد بعض القيود الضريبية فرص الاستثمار الممكنة كما تحفز الإعفاءات الضريبية على استثمارات معينة.

5- قيود المخاطر: تتنوع وتختلف درجة تحمل وتقبل الخطر من فرد إلى آخر ، ومن مستثمر إلى آخر ، ومن ثم فإن استعداد الفرد المستثمر للحصول على عائد مرتفع يعني في اللحظة ذاتها استعداده لتحمل مخاطر مرتفعة مقابل الحصول على هذا العائد ومن ثم يقوم مدير الاستثمار باختيار الأوراق المالية التي يناسبه.⁽¹⁾ درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر وقدرته على قبول وتحمل المخاطر

6- قيود نفسية ومعنوية : أن صيون ورغبات احتياجات الأفراد، واتجاهاتهم الاستثمارية وقراراتهم تتأثر بالمول والنواحي العاطفية والتفصيلات كل منهم.

(1) - ايمان بن شعبان، مرجع سابق ص13.

ثالثاً: ضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية: (1)

هناك مجموعة من الضوابط لتكوين محفظة أوراق مالية يجب على المستثمر الالتزام بها وتمثل في:

1- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة يحتوي على أسهم شركات ذات درجة منخفضة بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها على أن تحتوي المحفظة أيضاً على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون بها العائد مرتفع وكل ذلك يتم وفقاً لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر

2- يجب إجراء تغييرات في مكونات المحفظة من فترة لأخرى إذا من تغيرات ظروف السوق أو تغيرات قدرة المستثمر على تحمل المخاطر .

(1) - داودي حمزة، مرجع سابق

رابعاً: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية:⁽²⁾

هناك عدة مبادئ لا بد للمستثمر أو القائم على المحفظة يجب أن يراعيها عند تكوين المحفظة وذلك للحصول على تشكيلة ناجحة للأوراق المالية منها:

1- مبدأ القياس الكمي: يعني إمكانية قياس العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية وبالمقابل إمكانية قياس دوحه الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية ولقياس العائد والمخاطرة لا بد منه توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية.

2- مبدأ الشمول يقصد به اشتمال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في السوق لسهم السندات ، السندات حكومية، أدونات الخزينة.....إلخ)

3- مبدأ الارتباط: يهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي يصاحب تكوين المحفظة المالية في صل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار في أوراق مالية في ضل شركات مختلفة ، معامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة لها علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة.

4- مبدأ الجودة: تعني إمكانية بيعها وشرائها في السوق دون عوائق أو خسائر وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن تقلبات السوق .

5- مبدأ التنوع: يتطلب تشكيل المحفظة الجيدة تجميع أوراق مالية ذات خصائص متنوعة وتأخذ التنوع عدة أشكال:

تنوع إيقاعي ،تنوع سوقي، تنوع في نوع الورقة المالية (أسهم سندات)

المطلب الثالث:أنواع ومكونات محفظة الأوراق المالية**أولاً: أنواع محفظة الأوراق المالية**

نظراً لإشباع الأسواق الرأسمالية وتنوع أدوات المتاحة فإن المحافظ المالية تتنوع هي الأخرى حسب الأهداف المرجوة منها والمخاطرة التي تتعرض إليها تقسم كمايلي :

1/حسب معيار المخاطرة⁽¹⁾**1-1/محفظة المخاطرة أو الهجومية:**

(2) - داودي حمزة ، المرجع نفسه

(1) - شقيري نوري موسى وآخرون،ادارة الإستثمار،دار الميسرة،الطبعة 1، عمان 2012،ص165-166.

يتبنى هذا النوع من المخاطر المضاربون والذين يفضلون عنصر العائد على عنصر الأمان فيركزون في أهدافهم على جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة.

وتكون معظم الاستثمارات في هذه المحفظة مكونة من الأسهم العادية ، ويلجأ مدراء المحافظ الاستثمارية إلى تبني هذا النوع من المحافظ خلال الظروف التي تشهد رواج وازدهار اقتصادي محتمل.

1-2/ المحافظ المتحفظة أو الدفاعية:

يتبنى هذا النوع من المحافظ المستثمرون المتحفظون تجاه عنصر المخاطرة وبالتالي فهم يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد ، ويطلق على هذا النوع من المحافظ (محفظة الدخل) والتي تتكون قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية وأذونات الخزينة والسندات المضمونة والأسهم الممتازة ، وميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر لها ليكها دخلا ثابتا ومستمر لفترة طويلة كما أن مخاطرها تكون متدنية ويلجأ مدير والمحافظ الاستثمارية لهذا النوع من المحافظ في الظروف الاقتصادية التي تتجه نحو الكساد أو التراجع.

1-3/ المحفظة المتوازنة:

تعتبر هذه المحفظة وسطا بين المحافظ الهجومية والمحافظ الدفاعية .

ويتبناها غالبية مدراء المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم جنى عوائد معقولة ضمن مستويات مقبولة من المخاطر ، وبذلك فإن رأس مال هذه المحافظ يكون موزع على استثمارات تحقق حدا أدنى من الدخل الثابت مع وجود فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية. ناتجة عن ارتفاع قيمة أصول المحفظة.

وتتكون الاستثمارات في هذه المحفظة من أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والسندات طويلة الأجل ، بالإضافة إلى بعض الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

2/ حسب معيار العائد (1)

1-2/ محفظة الدخل (العائد): وهي المحفظة التي يتوجه من خلال تنوعها إلى تحقيق دخل مرتفع للمستثمر لمستوى مخاطرة مقبول فقد يكون الدخل المتدفق من الأصول المالية للمحفظة ثابتا (بفائدة سنوية) أو متغيرا حسب نشاط المؤسسات (توزيعات الأسهم) ، وبالتالي فتسير المحفظة باختيار الأوراق

(1) - منية خرباش، أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية، دراسة حلة بورصتي عمان وسعودية 2010، مذكرة لنيل شهادة الماستر، مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرياح ، ورقة، 2011، 2012 ص 08

المالية إلى نذر دخلا مستقرا نسبيا ، مثل أسهم الشركات الكبيرة والسندات جيدة الدخل ، هذا الاختيار يساعد للوصول إلى محفظة الدخل أو هذا النوع من المحافظ.

2-2/محفظة النمو (الربح):⁽²⁾

هي المحفظة التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم ، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة. ويتناسب هذا النوع من الأهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة ، وعليه فإن هذه المحفظة تهتم بالاستثمارات في أسهم الشركات النامية التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى.

2-3/المحفظة المختلطة:

هي المحفظة التي يمكن أن نقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي لا تحمل مخاطر مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخل عال ولكن بها مخاطرة عادية ، هي في الواقع تكون في الوسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو ، ويمكن تقسيم رأس مال المحفظة إلى قسمين : قسم أسهم الدخل وقسم أسهم النمو.

ثانيا مكونات محفظة الأوراق المالية:

تتكون محفظة الأوراق المالية من العديد من الأوراق المالية مثل: الأسهم السندات المشتقات المالية وغيرها الصادرة عن الدولة أو المؤسسات.

1/الأوراق المالية التي تمثل الملكية

1-1/أسهم عادية

أ/تعريف السهم العادي:

يعتبر السهم العادي أحد أدوات سوق الأوراق المالية شائعة الإستعمال ، ويعرف على أنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة المساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصة في رأس مال الشركة⁽¹⁾

كما يعرف على أنه : حصة معينة في ملكية شركة ما ، يحق لصاحبها المشاركة في أرباح وإدارة الشركة ، ويحصل حملة الأسهم على الأرباح الموزعة بعد أن تقوم الشركة بتسديد التزاماتها تجاه الغير.⁽²⁾

ب/أنواع السهم العادي:

هناك عدة أنواع للأسهم ، وذلك وفقا للمعايير المتخذة في عملية التقسيم، وعلى العموم فهي تنقسم إلى:

(2) - بن شعبان إيمان، مرجع سابق، ص 15-16 .

(1) - بن شعبان إيمان، مرجع سابق ص 17.

(2) - شقيرى نوري موسى و آخرون، مرجع سابق ص 62.

* من حيث الحصة المدفوعة: نميز بين (3)

أسهم نقدية: هي أسهم تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقداً ، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتساب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.
 أسهم عينية: إن الأصل أن تكون الأسهم نقدية لأن النقد وحدة محاسب ، لكن ذلك لا يمنع أن تكون خصص بعض المساهمين المقدمة للشركة حصصاً عينية ، وإن يكون عنه الحصص مساوية لقيمة السهم ومضاعفاته حتى تسهل محاسبه الأرباح.
 أسهم مجانية: من الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي.

. من حيث الشكل: نميز بين (1)

السهم الاسمي:

يصدر هذا النوع باسم صاحبه مثبتاً في الشهادة ويسجل باسمه في سجلات المؤسسة.
 سهم لحامله:

هي أسهم لا يذكر اسم صاحبها ، وتنتقل ملكيتها عن طريق التداول أو التنازل عنها لشخص آخر

ج- أنواع أخرى مستحدثة في الأسهم العادية: نميز بين (2)

. أسهم عادية للأقسام الإنتاجية

ترتبط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح معين.

. أسهم مادية ذات توزيعات:

هي الأسهم العادية التي يجرى فيها خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

أسهم عادية مضمونة

هي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في العودة على الشركة المصدرة بالتعويض إذا ما انخفض سعر أسهمها في السوق خلال فترة.

(3) - سارة عيبدلي، اساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية دراسة حالة الدار البيضاء للقيم المنقولة 2011، مذكرة لنيل شهادة الماستر مالية مؤسسة ،جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 204، 2012 ص 14

(1) - بن شعبان ايمان، مرجع سابق، ص 18.

(2) - بن شعبان ايمان، المرجع نفسه ص 19.

د- الأسهم العادية القابلة للبيع مرة ثابتة للشركة المصدرة:

يقوم المستثمر بشراء أسهم جديدة معروضة في السوق الأولية ، ويستلم معها حق بيعها مرة ثانية للشركة التي أصدرتها ، ويقوم المستثمر بتطبيق هذه الخاصية إذا كان سعر السهم في السوق الثانوي أقل ولم تحقق له الهدف المرجو منه ، وبالتالي فهذه الخاصية توفر أكبر حماية للمستثمر .

1-2/ الأسهم الممتازة

أ/ تعريف الأسهم الممتازة :

تعرف الأسهم الممتازة على أنها : أسهم تجمع في خصائصها بين نوعين : الأسهم العادية والسندات ، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية.

ب/ أنواع الأسهم الممتازة:

يمكن تقسيم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

أسهم ممتازة مجمعة للأرباح:

هي الأسهم التي تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن السنوات السابقة التي حققت فيها الشركة أرباحا غير أنها لم تقرر توزيعها ، ومن ثم فإن حملة هذا النوع من الأسهم الأسبقية في الحصول على التوزيعات لسنوات السابقة قبل أي إجراء لتوزيع على حملة الأسهم العادية.

أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح:

هي الأسهم توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل في إعطاء الحق لحاملها في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح التي توزع عليهم.

أسهم ممتازة قابلة للتحويل:

هي الأسهم التي تعطي لحاملها في تحويلها إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي ، ومن ثم تحقيق أرباح رأس مالية لحامل هذا النوع من الأسهم الممتازة .

أسهم ممتازة قابل للإستدعاء:

هي الأسهم التي تعطي الحق في استرجاعها من حاملها مقابل دفع قيمتها، وعادة يكون ذلك عند ارتفاع أسعارها السوقية.

2/الأوراق المالية التي تمثل ديناً:

وتتمثل في سندات المؤسسات والسندات الحكومية.

2-1/السندات**أ/-تعريف السندات:**

يمكن تعريف السندات على أنه: أوراق مالية ضمان لدين على الدولة أو إحدى الشركات، وهذه الشركة يقدر لها عائدا ثابتا.

كما يعرف على أنه: ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابل لتداول، تصدرها شركة المساهمة العامة، وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبا سداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار.⁽¹⁾

ب/أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات إلى عدة أنواع:

من حيث الجهة المصدرة: هناك نوعان

.سندات حكومية:

تصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها على أنها قروض، تمثل الدولة فيه الطرف المدين أما الدائنون هم: البنوك الشركات القطاع العام والخاص.... إلخ،

وذلك يهدف تغطية العجز في الميزانية وللإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.⁽¹⁾

.سندات المؤسسات: (2)

هي سندات تصدرها شركات المساهمة الحاملة في القطاع الخاص بغرض الحصول على تمويل مشاريعها بدلا من إصدار أسهم جديدة.

*من حيث طريقة السداد

هناك نوعان: .سندات تسدد عند تاريخ الاستحقاق:

تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عند تاريخ الاستحقاق.

(1) - بن شعبان إيمان، مرجع سابق، ص 20.

(1) - محمد مطر-فايز يتم، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة 1، عمان، 2005، ص 100.

(2) - بن شعبان إيمان، مرجع سابق ص 21-22.

سندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق:

الهدف من هذه العملية هو التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحابها.

*من حيث معدل العائد:

هناك نوعان

سندات ذات معدل ثابت:

يقدم هذا النوع من السندات عائد ثابت القيمة لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض ، ويزداد الطلب

على هذا النوع في حالة انخفاض معدل فائدة في البنوك.

سندات ذات معدل متغير

يتغير معدل الفائدة حسب التغيرات أسعار الفائدة في السوق ويكون بمعدلات فائدة تصاعدية

*من حيث القابلية للاستدعاء

سندات قابل للاستدعاء:

هي التي تعطي مصدرها الحق في استدعاء السند قبل تاريخ الاستحقاق

سندات غير قابلة للاستدعاء

هي سندات لا تعطي لمصدرها الحق في الاستدعاء فهي تستمر حتى تاريخ الاستحقاق

*من حيث الضمانات:

هناك نوعان:

السندات المضمونة:

مثل السندات العقارية تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان ، وذلك في حالة

توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته.

السندات الغير مضمونة:

يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين ويطلق على

السندات الغير مضمونة -السندات العادية - والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات

، وهي حق الأولوية الذي يكون له عند الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة .

من حيث قابليتها للتحويل:

السندات الغير قابلة للتحويل:

مثمًا هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات الغير قابلة للتحويل ،وتصدره العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

السندات القابلة للتحويل:

توفر السندات القابلة للتحويل للمستثمر التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي، وأما السند مما يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر .

السندات الدولية:

يقصد بها السندات التي تصدر في بلد بعملة أجنبية تختلف عن العملة البلد الأصل ، ولصالح مفترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه.

المطلب الرابع: مزايا وعيوب الأوراق المالية

للأسهم والسندات مزايا وعيوب نذكر منها ما يلي:

أولاً: مزايا وعيوب السهم:⁽¹⁾

للسهم مزايا وعيوب عديدة تتمثل في:

- 1/ مزايا السهم: يتمتع حامل السهم بمجموعة من المزايا أو الحقوق نذكر منها :
 - الحق في الحصول ونقل ملكيته للأسهم شخص آخر بالبيع أو التنازل.
 - الحق في الحصول على نصيبه من التوزيعات التي تقرر الشركة توزيعها.
 - التأثير في قرارات الشركة من خلال حق التصويت في الجمعيات العامة بنسبة ما يمتلكه من أسهم.
 - حق الأولوية في الاكتتاب أي حامل السهم له الحق الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة لرفع رأسمالها وذلك في حدود ما يمتلكه من أسهم
- . أما بالنسبة للشركة المصدرة فمن بين المزايا التي تمنحها لها الأسهم هي:

- يعتبر السهم العادي مصدر دائم للتمويل

2/ عيوب السهم: من بين المخاطر التي تتعرض لها حملة الأسهم هي

- لا يجوز للمستثمر حامل السهم الرجوع إلى المؤسسة المصدرة للسهم لاستيراد قيمته.
- مخاطر الإفلاس المتمثلة في عجز المؤسسة عن سداد إلتزاماتها.
- مخاطر القوة الشرائية للنقود.
- إن توسع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم.
- مخاطر تقلب أرباح المؤسسة.

ثانياً : مزايا ومخاطر السندات

1/ مزايا السندات: تظهر الميزة الأساسية للسندات في كونها من أدوات الدين الاستثمارية ذات الدخل

الثابت وأهم المزايا التي تمنحها السندات لحاملها نجد:

- ميزة الثبات واستمرارية العائد ، لأن كويون السند واجب الدفع مهما كانت نتيجة الشركة المصدرة له.

- ميزة الاعفاء الضريبي⁽¹⁾

(1) - حسين خربوش والأخرون، مرجع سابق ص 165.

(1) - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 207.

- يعتبر السند من أقل الاستثمارات مخاطرة وذلك لأن حامله يتمتع بحق الأولوية في استرجاع أمواله المستثمرة في حالة تصفية الشركة أو الإفلاس. (2)

2/ مخاطر السندات: مقابل المزايا التي يقدمها السند هناك مخاطر كثيرة يتعرض لها المستثمرون وتتمثل في: (3)

أ/مخاطر السيولة: تفتقر السندات لخاصية السيولة ، خصوصا إذا كانت طويلة الأجل أو كانت من فئة متدنية الجودة ، وبسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السندات لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية أو حدة النقد في الفترات التي يسودها التضخم الاقتصادي حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن القيمة الاسمية التي يصدرها ، أو كلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر والعكس ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حد أدنى ينصح المستثمرين في السندات أخذ العوامل الآتية بعين الاعتبار:

- . حجم الإصدار .
- . حجم الصفقة.
- . فئة السند.

إذ كلما ارتفعت هذه العوامل كما أدى ذلك إلى ارتفاع السيولة والعكس.

ب/ مخاطر تقلب أسعار الفائدة: تتحرك أسعار الفائدة صعودا أو هبوطا باتجاه معاكس لتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال ، من هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم.

ج/ مخاطر استدعاء السند: تصدر بعض الشركات سنداتهم مقرونة بشرط الاستدعاء يعطي هذا للشركة المصدرة حق إطفاء سنداتهم خلال فترة محددة بقيمة تدعى القيمة الاستدائية للسند ، والتي غالبا ما تكون أعلى من قيمتها الاسمية بعلاوة الاستدعاء ، ويكون شرط الاستدعاء ملازما في بعض الحالات للسندات القابلة للتحويل ، لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في استدعاء سنداتهم في الأحوال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمته الاستدائية ، ما يغري الشركة المصدرة حقها على استدعاء سنداتهم ، وذلك لغلق الطريق أمام حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية ويحدث غالبا عند انخفاض أسعار الفائدة السوقية.

(2) - فايز سليم حداد، إدارة مالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2008 ص 73

(3) - محمد مطر، مرجع سبق ذكره ، ص 207-210.

د/مخاطر الإطفاء السنوي للسندات: يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات من الشركة المصدرة الحق في أن تطفأ سنويا نسبة محددة من الإصدار ، كما ينص في العقد بالطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة ، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تستهدفها ارتفاع السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية ، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك.⁽¹⁾

أضرار كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية.

ه/مخاطر الرفع المالي: طالما أن حملة السندات يشكلون فئة من دائني الشركة المصدرة ،لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق التوازن في هيكل رأس مالها بين مصادر التحويل الخارجي ومصادر التمويل الداخلي ، ومن هنا فإن تجاوز الرفع المالي لحدود التوازن أمر يحمل في طياته مخاطر على حقوق حملة السندات لظهور منافسين إضافيين لهم ينافسونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة إذا ما تعرضت للتصفية أو الإفلاس ، إضافة إلى تجاوز نسبة الرفع المالي عن الحدود المعقولة غالبا يصاحبه انخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها والسندات المصادرة عنها.

و/مخاطر الإفلاس: إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات لتعكس آثار على حقوق المساهمين وحملة السندات معا.

الجدول رقم (1 - 1): مقارنة بين السهم والسند.⁽¹⁾

السند	السهم
-السند أداة دين لحامله على الجهة المفترضة.	-السهم أداة ملكية لحامله في رأس مال الشركة.
-لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها	-حامل السهم له حق التدخل في شؤون الشركة من خلال الجمعية العامة.
-حامل السند له الحق في الحصول على قيمة الفائدة سواء حققت الشركة ربحا أو خسارة.	-يرتبط حصول حامل السهم الأرباح بالأوضاع المالية وربحية الشركة.
-لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة ويترتب عن العجز على دفعها إفلاس الشركة .	-يمكن تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك تصفية الشركة.

(1) - محمد مطر ، المرجع السابق ص210.

(1) - المصدر : ناظم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل البياتي، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر و الطباعة، عمان، 1999، ص261.

<p>- لا يحوز خصم أرباح السهم من النتيجة الخاضعة للضريبة باعتباره أن توزيع الربح عن المساهمين لا يعتبر عبأ عن الشركة.</p> <p>- حامل السهم ينمو دخله بنمو الأرباح و حجمها المحقق.</p>	<p>-تحقق السندات ميزة ضريبة للشركة المصدرة وذلك يخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد من النفقات التي تتحملها الشركة.</p> <p>-إن الدخل الذي تحققه لحاملها لا ينمو بل هو محدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة.</p>
---	--

المبحث الثاني: منقوصات تكوين محفظة الأوراق المالية:

تكمن منقوصات تكوين محفظة الأوراق المالية على العلاقة بين العائد والمخاطرة ولا بد من إعطاء فكرة عن العوائد من حيث مفهومها وطرق قياسها وكذلك عن المخاطرة وأنواعها وطرق قياسها.

المطلب 1 : عوائد محفظة الأوراق المالية

أولاً: مفهوم عوائد محفظة الأوراق المالية:

هو التدفق النقي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة ، حيث يتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة ويسمى بالعائد لفترة الاقتناء.⁽¹⁾

-هو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الإنتظار والمخاطر المحتملة لرأس مال المستثمر . معبرا عن هذه المكافأة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة.⁽²⁾

ثانياً: أنواع العوائد: نميز عدة أنواع للعوائد المالية من بينها⁽³⁾

-العائد المتوقع: هو المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقاً لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) لطبيعة الحالة الاقتصادية لمطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة ويحسب بالصيغة التالية:

$$E(r) = \sum_{t=1}^n R_t \cdot PR_t$$

N: عدد عائدات ممكنة

R:عائد من فترة

Pr: احتمال حدوث العائد

/2 العائد المطلوب: هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرين على الموجودات ذات المخاطرة ويعكس هذا

المعدل المبادلة بين العائد والمخاطرة ويحسب بالصيغة التالية: $R_i = R_f + B_i(B_n - R_f)$

حيث:

Rf: معدل عائد خالي من مخاطر

Rnp: متوسط معدل عائد محفظة.

(1) - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره ص 128 .

(2) - عدنان ثاية النعيمي-رشدفواد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البيزوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 90.

(3) - عدنان ثاية النعيمي، مرجع سابق ص 94.

3/ العائد الفعلي: هي العائد الذي يحققه المستثمر بفعل نتيجة امتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار

$$R_i = \frac{D_i + P_i - P_0}{P_0}$$

ويحسب بالصيغة التالية:

حيث:

D_i : مقسوم الأرباح للسهم الواحد.

P_i : سعر سهم في كفاية لمدة

P : سعر سهم في بداية المدة

ثالثا: أشكال عوائد محفظة الأوراق المالية: (1)

نأخذ عوائد الاستثمار في أشكال مختلفة هي

1- توزيعات الأرباح: إذا كانت هذه الاستثمارات تمثل حقوقا من أموال ملكية مثل الأسهم فحاصل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم لذلك فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين.

2- الفوائد: إذا كانت الاستثمارات المالية تمثل أموالا افتراض مثلا السندات فحاصل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند وقعبة القرض هي قعبة السند، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المفترضة.

3- الأرباح الرأسمالية: تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الاستثمارات المالية فحاصل السهم وحاصل السند إذا استطاع أن يبيعه بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق عبارة عن ربح رأس مالي.

رابعا: قياس عوائد محفظة الأوراق المالية

عائد المحفظة الاستثمارية عبارة عن الوسط المرجح للعوائد المتوقعة على الاستثمارات (الأسهم) مثلا الداخلة في المحفظة ، ويتم الترجيح بنسبة (وزن) للاستثمار ، وذلك كما يلي:

$$K_p = (w_1 k_1) + (w_2 k_2) + (w_n k_n)$$

$$K_p = \sum_{t=1}^n W_j K_j$$

حيث أن:

(1) - توفيق عوض توفيق شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم مذكرة للإستكمال لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية- غزة عمادة الدراسات العليا، 2015، ص42.

Wg: وزن أو قمية السهم بالدنانير بالنسبة لقيمة المحفظة بالدنانير

Kg: العائد المتوقع للسهم

أو يمكن استخدام الصيغة التالية:

العائد المتوقع لمحفظة مكونة من 3 أسهم: العائد المتوقع للسهم وزن السهم 1 + العائد المتوقع للسهم 2

وزن السهم 2+ العائد المتوقع للسهم 3 وزن السهم 3

مثال: فيما يلي معلومات عن العائد المتوقع ل 3 أسهم يراد الاستثمار بما على شكل محفظة استثمارية ،

ومبالغ الاستثمار في كل سهم من هذه الأسهم والمطلوب حساب العائد المتوقع لهذه المحفظة.

جدول رقم (1 - 2)

السهم	العائد لمتوقع	مبلغ الإستثمار
أ	0.1	3000
ب	0.08	2000
ج	0.12	5000

جدول رقم (1 - 3) حساب العائد

السهم	العائد المتوقع	مبلغ الإستثمار	وزن الإستثمار	العائد لمتوقع \times وزن الإستثمار
أ	0.10	3000	0.3	0.03
ب	0.08	2000	0.2	0.016
ج	1.12	5000	0.5	0.06
مجموع	/	10000	/	** 0.106

*وزن الاستثمار للسهم أ: مبلغ استثمار في سهم أ - قيمة المحفظة = $3000 \div 1000 = 0.3$

*العائد المتوقع للمحفظة = $0.03 + 0.016 + 0.06 + 0.106^{(1)}$

(1) - فايز سليم حداد ، مرجع سبق ذكره، ص : 130 -131-132

المطلب الثاني: خطر محفظة الأوراق المالية**أولاً : مفهوم خطر محفظة الأوراق المالية:**

يمكن تخزين المخاطر على أنها: احتمال التعرض لخسارة أو إصابة ويعرف الخطر على أنه : احتمال كون نتائج التنبؤات خاطئة فإذا كان هناك احتمال مرتفع للتنبؤات الخاطئة ، فهذا يدل على أن درجة المخاطرة عالية .

أما إذا كان الاحتمال منخفض فإن درجة المخاطرة منخفضة .

في الكثير من الأحيان يرتبط مفهوم الخطر بحالة عدم التأكد لأنهما يستخدمان للتعبير عن نفس المعنى ،أي أنهما يستخدمان بشكل مترادف غير أن هناك فارق بين المصطلحين : اللا تأكد هو عدم معرفة ما الذي سوف يحصل في المستقبل ، في حين مصطلح المخاطرة أو الخطر يمكن قياسه عن طريق توفر المعلومات التاريخية.(2)

ويعرف خطر محفظة الأوراق المالية بأنه عبارة عن الانحراف والبعد عن العائد

تعرف المخاطر بشكل عام بأنها فرصة لتحقيق خسارة مالية.(3)

أو هي احتمال اختلاف للعائد المتوقع عن المتوقع . وطبقاً لهذا المفهوم فإن المخاطرة ترتبط بالعائد . ولكون العائد له مفهوم مالي فإن المخاطرة لها مفهوم مالي قابلة للقياس .

ثانياً: أنواع مخاطر محفظة الأوراق المالية: (3)

هناك نوعان من المخاطر يمكن أن نتعرض لها عند إدارة محفظة الأوراق المالية وهي المخاطر النظامية والمخاطر الغير نظامية ويعرفان معا بالمخاطر الكلية

1-مخاطر نظامية:

تحدث هذه المخاطر عندما تكون قيمة الأصل متغيرة بالارتباط مع عوامل نظامية (التغيرات الاقتصادية، الاجتماعية ، والسياسية). وهذه المخاطر غير قابلة للتنويع ولا يمكن تجنبها ، وتعرف المخاطر المنتظمة بأنها الجزء من التغيرات الكلية في العائد الناتجة من خلال العوامل المؤثرة على أسعار جميع الأوراق المالية.

لذا فهي تنتقل من إطار محفظة الأوراق المالية لتصل إلى إطار السوق

(2) - بن شعبان ايمان، مرجع سبق ذكره، ص25

(3) - عدنان ثاية النعيمي، رشيد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص101

(3) - بن شعبان ايمان، مرجع سبق ذكره ص25-27.

ومن ثم إصدار الظروف الاقتصادية العامة مثل : الكساد وغيرها مما يصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها . إلا أنه من الممكن التقليل منها عن طريق التنويع في الأوراق المالية ، كالاستثمار في الأسواق العالمية أي شراء أوراق مالية صادرة عن عدة دول وليس من سوق واحدة ، وهذا الأمر يجب أن يكون المستثمر على دراية بظروف عدد كبير من الأسواق الدولية.

2-مخاطر غير نظامية:(1)

لها عدة تسميات منها: المخاطر التي يمكن تجنبها ، المخاطر القابلة للتنويع المخاطر الخاصة وغيرها . ويقصد بها الخطر المرتبطة بكيفية تكوين المحفظة نفسها ، وفي الأماكن تخفيضه بالتنويع القطاعي للمحفظة وذلك بالاستثمار في قطاعات الاقتصاد القومي ، بحيث يتم الاستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية الصادرة من عدة قطاعات ، وفي نفس الوقت تنويع الأوراق داخل الواحد ، وعدم الاقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة.

المخاطر الكلية

المخاطر النظامية:	المخاطر الغير نظامية :
- تنشأ عن العوامل المشترك	- تنشأ عن العوامل التي تنفرد بها مؤسسة معينة.
- تؤثر على منشآت الأعمال.	- تؤثر عن المؤسسة بذاتها
- لا يمكن تفاديها ولكن يمكن تعديلها.	- يمكن تفاديها بالتنويع
- جزء منها تشغيلي والآخر مالي.	- جزء منها تشغيلي والآخر مالي
- تقاس بمعامل بيتا.	- تقاس بمعامل التباين

(1) - بن شعبان إيمان المرجع السابق،ص28.

ثالثاً: مصادر خطر محفظة الأوراق المالية

تنقسم مصادر الخطر إلى ثلاثة أنواع:

1/مصادر المخاطر النظامية:⁽¹⁾

إن مصادر المخاطر النظامية عديدة منها:

1-1/مخاطر التغير أو التذبذب في أسعار الفائدة

هذه المخاطر ناتجة عن تغير أسعار الفائدة صعوداً وهبوطاً حسب وضع كل بنك، وينتج أيضاً هذا الخطر عندما تتغير أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة مما يؤدي إلى التأثير في عوائد كل الأوراق المالية والسبب في ذلك أن قيمة الورقة المالية في القيمة الحالية لدخل الورقة المالية.

إن هذا النوع من المخاطر يصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن نوع وظروف الاستثمار . ويعتقد البعض أنه بالإمكان تفاديه بشراء سندات قصيرة الأجل لأنها لا تتعرض للتقلبات في الأسعار السوقية مقارنة بالأوراق المالية ذات الأجل الطويلة . إلا أن الاستثمارات في السندات قصيرة وتتطلب سلسلة من عمليات إعادة الاستثمار قصيرة الأجل بعوائد سوقية متغيرة باستمرار . وبهذا تحدث تغيرات في أسعار الفائدة لا يمكن تفاديها بسهولة.

1-2/مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد:⁽¹⁾

وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للدخل أو المبالغ المستثمرة نتيجة لوجود حالة تضخم في الاقتصاد لتنعكس على القوة الشرائية لوحدة النقد فتتدنى قيمتها، أو بعبارة أخرى هي المخاطر الناتجة عن التآكل في قيمة النقود بسبب ارتفاع الأسعار.

وتزداد هذه المخاطر مع الأدوات الاستثمارية التي تدر دخلاً ثابتاً كالسندات وحسابات التوفير والودائع التي تعطي عائد ثابت ، فارتفاع معدلات التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية لهذا الاستثمار .

1-3/مخاطر السوق:

تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم فحالات الكساد تؤثر في الاستثمارات المالية خصوصاً الاستثمار بالأسهم العادية حيث تنخفض أسعار تلك الأسهم.

⁽¹⁾ - بن شعبان إيمان، المرجع السابق ص 28-29

⁽¹⁾ - شقيري نوري موسى و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 50-55

2/مصادر المخاطر غير النظامية:(2)

للمخاطر غير النظامية مصادر عديدة منها:

2-1/مخاطر الإدارة:

فمن الممكن أن تسبب الأخطار الإدارية في شركة معينة اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار بالرغم من قوة المركز المالي للشركة وجودة منتجاتها ، لذلك ندخل ضمن المخاطر الناجمة عن الأخطار الإدارية ضمن المخاطر غير النظامية لأنها قد تحدث انخفاض في معدل العائد لتلك الشركة حتى في حالات الازدهار للاقتصاد .

وتنتج هذه المخاطر عن اتخاذ قرارات خاطئة من شأنها أن تؤثر على أرباح الشركة واستمرارها ، ومن أمثلتها عدم الاستعداد لمواجهة الأزمات.

2-2/مخاطر الصناعة:

وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملحوس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع مثل: وجود صعوبة في توفير المواد الأولية ، وجود خلافات بين العمال ، التأثيرات الخاصة بالقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة وعليه حدوث ضرر كبير للأرباح والقيم السوقية لأسهم المنشآت المتضرر.

2-3/المخاطر الناتجة عن أذواق المستهلكين:

تظهر هذه المخاطر نتيجة للتوقف عن استخدام منتج معين بسبب ظهور منتج آخر أكثر تطورا وأحدث من المنتج القديم.

2-4/المخاطر الناتجة عن وجود منافسة:

تظهر هذه المخاطر بسبب المنافسة الأجنبية التي ستؤثر سلبا على الصناعة المحلية ومن الأمثلة على ذلك منافسة صناعات السيارات والالكترونيات اليابانية لمثيلا أيضا في الولايات المتحدة.

3/:المخاطر المشتركة بين المخاطر النظامية وغير النظامية:

ومن المخاطر المشتركة بين المخاطر النظامية وغير النظامية:

3-1/مخاطر الرفع التشغيلي:(1)

(2) - شقيري نوري، المرجع السابق، ص51.

(1) - شقيري نوري، مرجع سابق، ص52.

يرتبط الرفع التشغيلي عادة بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف فالرفع التشغيلي يعني احلال التكاليف الثابتة محل التكاليف المتغيرة والشركة التي تكون تكاليفها الثابتة مرتفعة تكون مخاطر الرفع التشغيلي فيها مرتفعة، وتقاس مخاطر الرفع التشغيلي من خلال درجة الرفع التشغيلي فكلما زادت درجة الرفع التشغيلي زادت معها مخاطر الشركة فلو كانت درجة الرفع التشغيلي في شركة ما تساوي 3 مرة فهذا يعني أنه إذا زادت المبيعات بنسبة 10 % فإن صافي الربح التشغيلي للشركة سيزداد ولكن بنسبة 30 % والعكس صحيح ، فإذا انخفضت مبيعات الشركة 10 % فإن صافي الربح التشغيلي سينخفض وبنسبة 30 % ويمكن حساب درجة الرافعة التشغيلية من خلال المعادلة التالية:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{الصغيرة التكاليف - المبيعات}}{\text{الثابتة التكاليف - الصغيرة التكاليف - المبيعات}}$$

3-2/مخاطر الرفع المالي:

تنشأ مخاطر الرفع المالي بسبب استخدام أموال الغير بتكلفة ثابتة نتيجة للاقتراض أو إصدار أسهم ممتازة فالشركات التي تكون في ميزانيتها قروض تكون تستخدم الرفع المالي. وتقاس الرافعة المالية باستخدام درجة الرفع المالي من خلال المعادلة التالية:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{والضرائب الفوائد قبل التشغيلي الربح صافي}}{\text{الضريبة قبل الربح صافي}}$$

رابعاً : قياس خطر محفظة الأوراق المالية:⁽¹⁾

ويمكن قياس المخاطر من خلال الآتي:

1/ الانحراف المعياري:

يعرف الانحراف المعياري بأنه مقياس إحصائي يقيس مدى تشتت القيم أو تذبذبها عن مركزها ، فزيادة قيمة الانحراف المعياري تعني أن هناك درجة كبيرة من التذبذب أو التشتت والعكس صحيح . وفي حال كانت قيمة الانحراف المعياري كبيرة هذا يعني أن هناك درجة عالية من المخاطر والعكس صحيح، ويمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية:

$$s = \sqrt{\sum (ti - \hat{r})^2 Pi}$$

حيث : s : الإنحراف المعياري.

ti : العائد المحتمل.i.

\hat{r} : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

Pi : احتمال العائد i.

2/معامل الاختلاف:

هو مقياس يتم استخدامه في حال تساوي الانحراف لأصلين ماليين ، وبالتالي تساوي المخاطر مع أن النسبة المئوية لعائد أحدهما يفوق الآخر ، ويتم استخدامه بدلا من الانحراف المعياري لتفادي حدوث مشكلة ، وعادة ما يستخدم في حال عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة ، وكذلك لتقييم المخاطر في المشروعات الفردية ، ويتم التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$CV = \frac{s}{\hat{r}}$$

حيث

CV : معامل الإختلاف

S : الإنحراف المعياري .

\hat{r} : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة

(1) – توفيق عوض شبير، مرجع سابق، ص29-31

معامل بيتا:

يقصد به سرعة تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد ، حيث تختلف من سهم إلى آخر ، وكل سهم له بيتا لتقييم سرعة تأثر هذا السهم ومقدار تأثيره في مخاطر السوق . وينظر إلى معامل بيتا بأنه مقياس مبتكر لقياس مخاطر السهم ، فهو يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق ، حيث يقصد بعائد السوق فهو المتوسط الحسابي لعوائد جميع الأسهم الموجودة في السوق . فإذا كان بيتا السهم يساوي (1) صحيح فيكون السهم حساسا لهذه التغيرات بدرجة عادية حيث يتغير عائده بدرجة متطابقة مع التغيرات التي تطرأ على عائد السوق وتتطابق مخاطره مع مخاطر سوق الأسهم أما إذا كانت بيتا السهم أكبر من (1) صحيح فإن السهم يعتبر حساسا للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق بدرجة كبيرة ، أي أنه شديد الحساسية ، ويضخم هذه التغيرات ، وبذلك تكون مخاطرة أكبر من مخاطر السوق الأسهم ، وأما إذا كان بيتا السهم أقل (1) صحيح فهو غير حساس نسبيا فيقال عنه أنه ذاتي الحساسية ، وتكون مخاطرة أقل من مخاطر سوق الأسهم . ولحساب معامل بيتا يجب حساب كل من التغيرات ومعامل الارتباط ، حيث يقصد بالتغير بأنه مدى التلازم بين حركة أو سلوك متغيرين، وذلك من حيث القيمة والاتجاه ، ويقاس بمتوسط مجموع حاصل ضرب انحراف عائد السوق وعائد السهم عن قيمتها المتوقعة ، أما معامل الارتباط فهو أحد مكونات التغير ويعتبر أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه تغير معين في مستوى الأسعار في السوق (عائد السوق) ، وقيمة معامل الارتباط تتراوح بين +1 ، -1 فإذا اقتربت القيمة من 1 أو -1 كان الارتباط قويا ، وإذا كانت القيمة موجبة فالارتباط طردي، وإذا كانت القيم سالبة فالارتباط عكسي، وإذا كانت القيمة 0 فهذا يدل على عدم وجود علاقة بين عائد السوق وعائد السهم، وتعتبر بيتا مقياسا للمخاطر المنتظمة (مخاطر السوق ويمكن التعبير عن معامل بيتا من خلال المعادلة التالية:

$$Beta i = \frac{COVim}{S^2m}$$

حيث :

$COVim$: التباين المشترك لعائد السهم مع عائد محفظة السوق.

S^2m : تباين عائد محفظة السوق (1)

(1) - توفيق عوض، توفيق رشيد، المرجع السابق، ص32.

المطلب الثالث: التنوع في محفظة الأوراق المالية

أولاً: تعريف التنوع:⁽¹⁾

يعتبر التنوع الوسيلة التي يلجأ إليها المستثمر للحماية من الأخطار فاستثمار المرء لجميع مدخراته في سهم شركة واحدة في أي بلد من بلدان العالم يتصف بدرجة كبيرة من المجازفة لأن مثل هذا الاستثمار هو بعيد كل البعد عن التنوع وبالتالي يكون عرضة لجميع أنواع الأخطار المذكورة. ويقصد بالتنوع توزيع المبلغ المراد استثماره على أكثر من أصل بدلا من أصل واحد لتحقيق عائد مجزء وتخفيض مخاطر الاستثمار والهدف من التنوع هو الحد من المخاطر دون التضحية بالعائد (لا تضع بيضك في سلة واحدة).

ثانياً: أسس التنوع في محفظة الأوراق المالية:⁽²⁾

يمكن حصر هذه الأسس في النقاط التالية:

1- تنوع جهة الإصدار

2- تنوع تواريخ الاستحقاق.

1/تنوع جهة الإصدار:

يتفرغ من هذا التنوع أسلوبان : التنوع الساذج والتنوع ماركوتز .

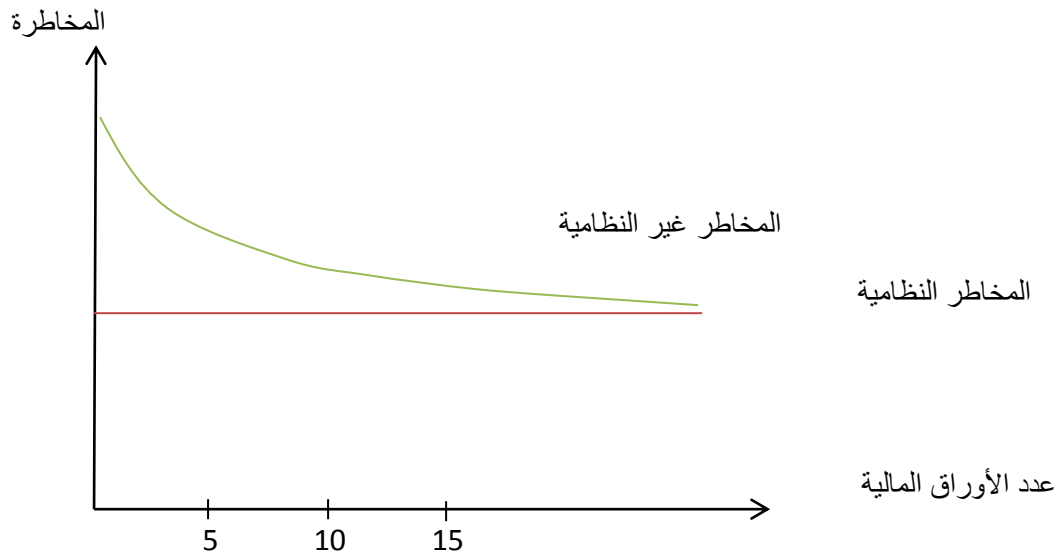
1-1/التنوع الساذج:

يقصد بالتنوع الساذج زيادة عدد الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي حيث أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية قلت المخاطرة . وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنوع إلى أن احتواء المحفظة الاستثمارية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر الخاصة أو المخاطر غير النظامية ، ويمكن توضيح ذلك باستخدام الشكل الموالي حيث يظهر في الشكل نوعان من المخاطر وهما المخاطر النظامية ، ويتم تمثيلها على شكل خط مستقيم ، مما يعني أن هذه المخاطر لا يمكن التخلص منها عن طريق تكوين محفظة استثمارية مهما يكن عدد الأوراق المالية فيها . أما المخاطر غير النظامية فهي تتناقص تدريجيا كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة حتى يصل عدد هذه الأوراق إلى 15 ورقة مالية . حيث تصبح إضافة أوراق مالية أخرى إلى المحفظة غير ذات جدوى في تخفيض هذه المخاطر .

(1) - توفيق عوض، توفيق رشيد، المرجع السابق، ص133

(2) - محمد مطر، فايز سليم، مرجع سبق ذكره، ص171.172.

شكل 1-1: تأثير التنويع على مخاطرة المحفظة



1-2/ تنويع ماكوتز:

بالمقارنة مع التنويع الساذج . فإن تنويع ماركوتز يتطلب التنويع القائم على أساس معامل الارتباط بين العوائد الناتجة عن الاستثمار . ومعامل الارتباط مقياس إحصائي يعبر عن العلاقة بين ورقنين ماليين من حيث اتجاه حركة هذه العوائد ، ويتراوح معامل الارتباط بين $+1$ - فإذا كانت:

-معامل الارتباط = $+1$ ← ارتباط موجب تام

-معامل الارتباط = -1 ← ارتباط سالب تام

معامل الارتباط = 0 ← عدم وجود ارتباط⁽¹⁾

2/ تنويع تواريخ الاستحقاق:⁽¹⁾

تنقسم أساليب التنويع حسب تواريخ الاستحقاق إلى ثلاثة أساليب:

1-2/ الأسلوب الهجومي:

وهو قيام المستثمر بالتحول من الاستثمار في السندات قصيرة الأجل إلى الاستثمار في السندات طويلة الأجل وفقاً للاتجاهات المتوقعة.

2-2/ أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق:

⁽¹⁾ - محمد مطر، فايز سليم، مرجع سابق، ص 173

⁽¹⁾ - توفيق عوض توفيق بشير، مرجع سبق ذكره، ص 34-35

يقوم هذا الأسلوب على توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة أي مختلفة ، وأفضل طريقة لتطبيق هذا الأسلوب هو وضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية.

2-3/ أسلوب التركيز على الأوراق قصيرة الأجل وطويلة الأجل:

يتم التركيز في هذا الأسلوب على الأوراق قصيرة الأجل مثل أدوناب والحزبية وطويلة الأجل (الأسهم والسندات) دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة ، أما الأوراق المالية طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح ، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم لا في السيولة ولا في الأرباح.

ثالثا: علاقة التنوع بالمخاطر الكلية:⁽²⁾

لقد تم تقسيم المخاطر الكلية إلى قسمين : مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية ، وعليه سوف يتم التطرق إلى العلاقة الموجودة بينهما كما يلي:

1/ علاقة التنوع بالمخاطر النظامية:

تعد المخاطر النظامية المخاطر التي تصيب كافة الأوراق المالية بغض النظر عن الجهة المصدرة لها ، من الصعب التخلص منها أو تخفيضها بسياسة التنوع ، إلا أنه من الممكن التخفيف منها عن طريق أسلوب ماركوترز ، أي اتساع محفظة أوراق مالية معامل ارتباطها سالب.

2/ علاقة التنوع بالمخاطر غير النظامية:

بما أن المخاطر غير النظامية تصيب نوعا معينا من الأوراق المالية أو قطاع معين ، أو شركة معينة فليس من الممكن تجنبها عن طريق التنوع ، وعدم التركيز على إصدارات شركة واحدة تنتج نوعا واحدا من الأوراق المالية.

(2) - بن شعبان إيمان، مرجع سبق ذكره، ص 36 .

خلاصة الفصل الأول :

محفظة الأوراق المالية عبارة عن سياسة استثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية لتحقيق قدر من التنوع لتوفير نوع من الحماية ضد المخاطر .
عند تكوين محفظة الأوراق المالية يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل أهمها العائد والمخاطرة ويمكن التغلب عليه (الخطر) بالتنوع في المحفظة ، كلما كان التنوع أكثر كلما كانت إمكانية تحقيق الأرباح مضمونة أكثر ، ويمكن الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة وتحقيق أقصى ربح ممكن.

الفصل الثاني

تقييم أداء محافظة الأوراق المالية

الفصل الثاني : تقييم أداء محفظة الأوراق المالية.

يعد تقييم أداء المحافظ المالية أحد المنافع الرئيسية للتعرف على مدى جدوى توظيف الموارد المالية للأفراد والشركات على حد سواء، وله دور مهما في عالم الاستثمار فهو يشكل حيزا كبيرا في حقل المعرفة المالية، ويرتكز الاستثمار في الأوراق المالية على عنصرين هما العائد والمخاطرة، فالمستثمر الرشيد يسعى دائما لتعظيم العائد وتدنيه المخاطرة، إلا أن تعظيم العائد يرافقه دائما ازدياد في مستوى المخاطرة، و لقد تعددت الوسائل والنظريات المستخدمة في بناء و تقييم أداء المحافظ المالية منها نموذج شارب ، ترينور، جنسن و فاما و غيرها و التي تهدف إلى إيجاد نموذج يمكن مدير المحفظة المالية من توقع عوائد ومخاطر تلبية رغباته .

كما ظهرت العديد من الطرق والمؤشرات لتقييم الأسهم كطريقة القيمة الدفترية و التصوفية و السوقية و الاسمية أما عن السندات فقد بني تقييمها على التدفقات النقدية المتوقعة ، تاريخ الاستحقاق، معدل العائد المطلوب وهيكل أسعار الفائدة .

المبحث الأول: إدارة محفظة الأوراق المالية.

تعد مرحلة تكوين الأوراق المالية أول مرحلة ثم تأتي بعد ذلك مرحلة الإدارة التي تستجيب لمختلف الظروف لأن وحسب رغبة المستثمرين وميولهم اتجاه العائد والمخاطرة.

يجب على مدير المحفظة أن تتوفر فيه مواصفات ومقاييس ممتازة تجعله قادرا على تقييم أداة المحفظة لتصل إلى أهدافها.

المطلب الأول: ماهية إدارة محفظة الأوراق المالية.

يعد تحقيق الأهداف من وراء تكوين محفظة الأوراق المالية من بين المجالات ذات الخبرة العالية بكفاءة السوق الرأسمالي.

أولا : مفهوم إدارة محفظة الأوراق المالية

تعرف إدارة محفظة الأوراق المالية علي أنها " تلك الأنشطة التي تعمل علي جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلي تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات مالية تتلاءم مع أهداف المحفظة".⁽¹⁾

(¹) : دريدي كامل آل شيب ،إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، ط 1 ، عمان ، 2010، ص37
 (²) : بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية علي مستوى البنك BNPPARIBAS ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، إدارة مالية ، جامعة منتوري ، قسنطينة، 2007-،2006ص 45
 (³) :إيمان بن شعيبان ،مرجع سابق، ص40

كما تعرف إدارة المحفظة الأوراق المالية أيضا بأنها عبارة عن فن له أصول وقواعد، كما تعتبر كعلم له نظرياته ومناهجه ، وهي في نفس الوقت خبرة تكتسب وتتطور وتزداد مع مرور الوقت، فبقدر ما تخضع للدراسة وعمليات لتدوير لأوراقها المالية وتنظيم لمكوناتها وتواريخ استحقاق أوراقها ومتابعة لعملياتها، فإنها بصورة أو بأخرى تخضع لعوامل شخصية متعلقة بمدير المحفظة ومدى درجة علمه وخبرته في هذ المجال.

تبدأ مرحلة إدارة الحوافظ المالية بعد تكوينها، وهذا بغرض تحقيق الأهداف الاستثمارية المختلفة التي يسعى المستثمر إلي الوصول إليها، وتقوم إدارة المحفظة علي التخطيط السليم لمكوناتها، كما تقوم علي تنظيمها من حيث عوامل الترتيب وفقا الأولويات. (2)

ثانيا : أهداف إدارة محفظة الأوراق المالية: (3)

أن الأهداف الأساسية من تشكيل محفظة الأوراق المالية تمثل فيما يلي:

- المحافظة على رأس المال الأصلي : يخطى هذا الهدف باهتمام كبير من طرف مدير المحفظة، الذي بإمكانه إدخال أي نوع من الأوراق المالية بغية تحقيق الأرباح والعوائد المناسبة ، إلا أن عليه قبل ذلك الاهتمام باسترداد رأسماله الأصلي، هذا الهدف ضمن أولويات إدارة المحفظة.
- نمو رأس المال وتعظيم الثروة: يعتبر من الأهداف الرئيسية لجميع المستثمرين كما يعتبر أيضا من بين مؤشرات نجاح عملية الاستثمار، ويمكن لمدير المحفظة تحقيق هذا الهدف من خلال تكوين محفظة أوراق مالية ذات نوعية جيدة تتوافق مع زيادة القيمة السوقية.
- تحقيق أقصى عائد ممكن: يشكل هذا الهدف الحافز الأكبر من أجل الاستثمار وهو معيار يضعه مدير المحفظة في الحساب عند القيام بتكوين هذه المحفظة.
- توفير قدر من التنوع: يعتبر من أهم الأهداف التي يسعى الوصول إليها مدير محفظة الأوراق المالية ، من أجل تخفيض المخاطر.

المطلب الثاني:العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة محفظة الأوراق المالية.

هناك عدة عوامل واعتبارات تؤثر في إدارة محفظة الأوراق المالية ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

أولا: العوامل المؤثرة في إدارة محفظة الأوراق المالية. (2)

يمكن إدراج العوامل المؤثرة في إدارة محفظة الأوراق المالية في النقاط التالية:

- سعر الفائدة وسعر الورقة المالية لأن عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الورقة، ويتم ذلك بمتابعة الأوراق المالية الجيدة ومقارنة عائدها بالورقة المتحفظ بها في المحفظة.

(1): إيمان بن شعبان ،مرجع سابق ، ص 41.

- مدى تقلبات معدل الفائدة لأن الاستثمار في الورقة المالية في حد ذاتها لأنه كلما ازداد سعر الورقة المالية في السوق بشكل تراكمي أدى هذا إلى الاحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية للقيمة السوقية على الورقة المالية تشجع المستثمرين على طلبها لما تحققه من أرباح .
- تأثير القوة الشرائية للنقود ففي حالة التضخم يعتبر الاحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد، لذلك يزداد إقبال الأفراد على الاستثمار في الأصول العينية والأوراق المالية.

ثانيا: الاعتبارات الفنية في إدارة محفظة الأوراق المالية

- إن عملية إدارة محفظة الأوراق المالية تخضع لمجموعة من الاعتبارات الفنية التي من بينها ما يلي:
 - **الاعتبارات الزمنية والمكانية:** فيقصد بالاعتبارات الزمنية تأثير التوقيت والمرحلة الزمنية على قرارات الاحتفاظ أو التخلص من الأوراق المالية، أما الاعتبارات المكانية فتتعلق بالمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في الأوراق المالية في سوق معين أو في دولة معينة (3).
 - **مستوى جودة الورقة المالية:** نعني بجودة الورقة المالية قابليتها للتداول دون التعرض للمخاطر، ويتم الحكم على جودة ورقة مالية ما من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها.
 - **السياسات المالية والنقدية للدولة:** كسياسة التوسع في الإصدار النقدي وفي الإنفاق الحكومي الجاري والاستثماري، أو سياسة تخفيض الكتلة النقدية وما لها من تأثير على أسعار الأسهم وعوائد السندات.
 - **السلطات والصلاحيات المخولة لمدير المحفظة المالية :**
- وذلك لإجراء الارتباطات الحاضرة والمستقبلية بالإضافة إلى حدود المبالغ المالية التي له الحق في التعامل بها (4).

المطلب الثالث: مراحل وطرق تسيير محفظة الأوراق المالية.

يعتمد تسيير محفظة الأوراق المالية علي المراحل وطرق متعددة أهمها ما يلي:

أولا : المراحل الأساسية لتسيير حافظة الأوراق المالية : (5)

يتم تسيير المحفظة من خلال ثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها كما يلي:

- 1- **تحديد أهداف المستثمر:** للمستثمر عدة أهداف يسعى للوصول إليها من خلال التعامل في الأوراق المالية وهي كالتالي:

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

(2): بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 46-47

(1): بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 48

(2): سارة عبدلي، مرجع سابق، ص 43 .

1-2 العائد: إن الهدف الأساسي للمستثمر في الأوراق المالية هو الحصول على عائد دوري، ومرتفع نسبياً، لذلك يجب عليه اختيار حافظة تتكون من سندات وأسهم التي تقوم بتوزيعات مرتفعة بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال.

1-3 السيولة والقابلية للتداول : تتصف الأوراق المالية بقابلية التداول إذا كان بالإمكان بيعها بسهولة وبسرعة ، ويعتبر حيازة أوراق مالية ذات سيولة عالية وتفادي الأوراق المالية ذات التداول البطيء مهم جداً لأن هذه الأخيرة تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة .

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

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

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

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

ثانياً: طرق تسيير محفظة الأوراق المالية: (6)

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

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

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

(6) :سارة عبدلي، مرجع سابق، ص 44 .

4- التسيير بالاستشارة: هو أن يقوم مالك المحفظة بطلب النصح من مستشار (مالي) حيث يتم ذلك بناء على الثقة بين المستثمر ومستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين

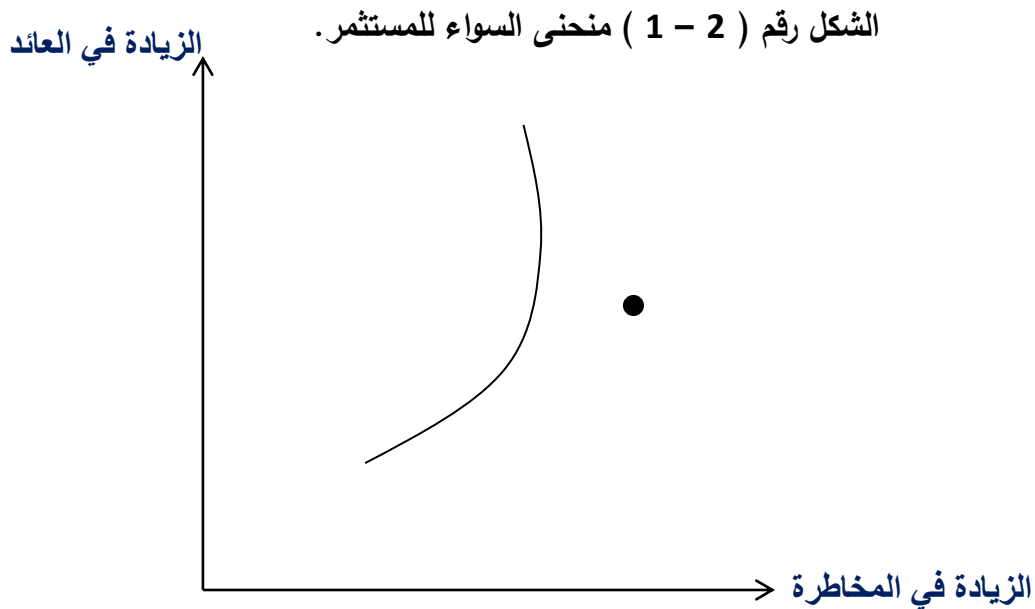
المطلب الثاني : قياس أداء مدير المحفظة المالية.

أولاً: مفهوم المحفظة المثلي: قبل التطرق لمفهوم المحفظة المثلي لا بد من أن نتناول أولاً مفهومي منحني السواء، والخط الفعال.

1- منحني السواء:

تعد هذه المنحنيات من أهم الأدوات التي يستخدمها الاقتصاديون لتحديد سلوك المستثمر⁽⁷⁾، وهو المنحنى الذي يبين الإشباع أو المنفعة التي يحصل عليها المستثمر من خلال اختياره للأوراق المالية مختلفة، ويعكس هذا المنحنى العلاقة بين العائد والمخاطرة والتي هي علاقة طردية ويعني إن كل زيادة في العائد تقود إلى زيادة في المخاطرة وبعبارة أخرى لا يتحمل المستثمر جزءاً من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة في معدل العائد ويتوقف مقدار هذه الزيادة على طبيعة المستثمر، ومقدار الإشباع الذي يرغب في تحقيقه⁽⁸⁾.

كما يمكن أن نعرف منحني السواء بأنه عبارة عن الهيكل الهندسي لجميع التوليفات الهندسي لجميع التوليفات الممكنة من الأوراق المالية التي لها نفس التوجه بالنسبة للمستثمر.⁽⁹⁾



المصدر : غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص : 105.

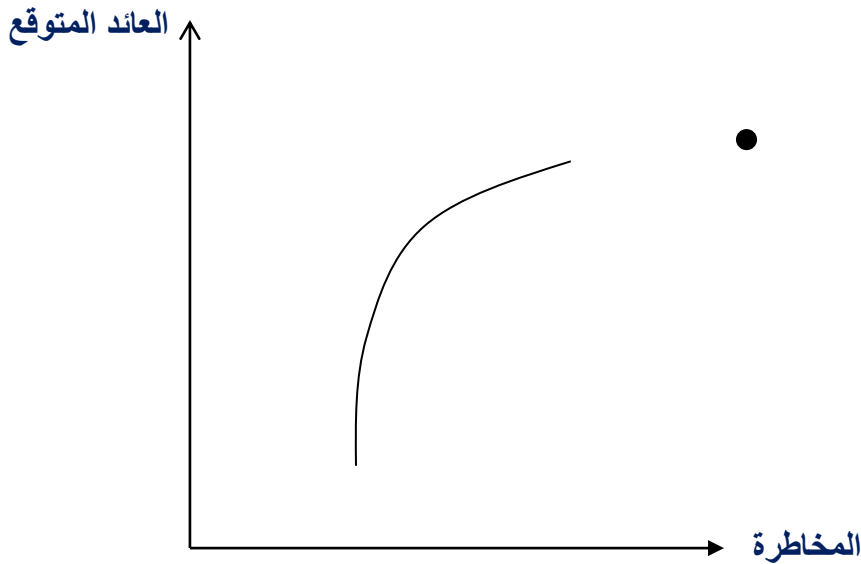
⁽⁷⁾: غازي فلاح المومني ، إدارة محافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان الأردن، 2009، ص 103
⁽⁸⁾ : راضية كروش- التنويع الدولي كأداة لتدنييه المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010. مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير مالية مؤسسة- جامعة قاصدي مرباح ورقة-2011-2012-ص 13-12 .
⁽⁹⁾: إيمان بن شعبان، مرجع سابق، ص47.

2- الخط الفعال أو حدود الكفاءة:

لاختيار الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة ، يجب الاعتماد على مقاييس الاستثمار المزدوج والمتمثلة في تحقيق أعلى عائد متوقع لمستوى معين من المخاطرة أو بخاطرة أقل لمستوى معين من العائد المتوقع ، وهذه المقاييس تعرف بمقاييس العائد والمخاطرة ، والتي تؤدي إلى اختيار مجموعة من الأوراق المالية الكفوة، التي تكون لنا ما يعرف بمنحنى الاستثمار الكفاء⁽¹⁰⁾، حيث يعرف منحنى الاستثمار الكفاء بأنه " ناتج توليفات مختلفة من العائد والمخاطرة لمحافظ كفنة لمستثمر معين⁽¹¹⁾ .

وبعبارة أخرى منحنى الاستثمار الكفاء هو " الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد بنفس درجة المخاطرة أو أقل برسم هذا المنحنى عن طريق العلاقة بين العائد والمخاطرة لعدد من الأوراق المالية حيث تقع عليه المحافظ المحصورة ما بين أقل انحراف معياري وأقل عائد ويمكن توضيح ذلك من خلال المنحنى البياني التالي⁽¹²⁾ .

الشكل رقم (2-2) : منحنى الخط الفعال



المصدر: راضية كروش، مرجع سابق، ص13.

ومنه من الصعب إعطاء مفهوم مطلق للمحفظة المثلى ، كما يصعب الوقوف على نموذج عام يحدد مواصفات يقلها جميع المستثمرين ، وعلى هذا الأساس فمصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر

⁽¹⁰⁾ : منية خريباش ، مرجع سابق ، ص 22

⁽¹¹⁾ : راضية كروش، مرجع سابق، ص 13.

⁽¹²⁾ : منية خريباش ، مرجع سابق ، ص 23

معين، لأن الميول والاتجاهات تختلف بين المستثمرين ذاتهم ، ولكن إذا أردنا أن نعرف المحفظة المثلى بشكل عام هي تلك المحفظة التي يتم اختيار الأوراق التي في جعبتها وفقا لقواعد معينة (13)

يمكن تعريف المحفظة المثلى من وجهة نظر المستثمر الرشيد على أنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول المالية ، وكيفية جعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من بين المحافظ الكفؤة التي تتناسب مع نماذج (دالة) التبادل ما بين العائد والمخاطرة ، لأن لكل مستثمر دالة مختلفة عن الآخرين والمحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية :

1- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان.

2- تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي.

3- أن تحقق أدوات المحفظة حدا أدنى من السيولة أو القابلة للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية (14).

ثانيا أسس قياس أداء مدير المحفظة المثلى:تقتضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية، وكذلك الإنجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمر بقصد التعرف على نقاط القوة فيها لتدعيمها، ونقاط الضعف لعلاجها وفي تقييم أداة إدارة المحفظة لابد من أخذ المبادئ التالية:

- يجب أن تقاس قيمة أصول المحفظة على أساس القيمة السوقية، أو على أساس القيمة الحقيقية للأصول وليس على أساس قيمة التكلفة الأصلية لهذه الأصول (15).

- أن يتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات، وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية أصول الحافظة ممثلة بمعامل بيتا للحافظة بعين الاعتبار.

- يجب احتساب عائد الاستثمارات بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات هذا يعني وجوب احتساب القيمة المخصومة لهذه التدفقات وذلك بمراعاة توقيت حدوثها (16) .

- يجب أن يكون العائد الذي سيتم على أساس تقييم إدارة المحفظة هو عائدها الإجمالي ، والذي يشمل كل من إيرادات الاستثمار مضاف إليه مكاسب أو الخسارة الرأسمالية والتي تنشأ عادة يفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات .

- يجب الأخذ بعين الاعتبار عند عملية التقييم كلا من العائد والمخاطرة

- إن طول الفترة الزمنية بين عملية التقديم والتي تليها تزيد من دقة النتائج ولكن إذا زادت عن اللازم فهذا يقلل من الفوائد المحققة من عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والمراقبة .

(13): راضية كروش، مرجع سابق، ص 14

(14): منية خرباش ، مرجع سابق ، ص 23-24.

(15): غازي فلاح المومني ، مرجع سابق ، ص 222.

(16): محمد مطر فايز تيم ، مرجع سابق ، ص 185.

- من المفيد أن تم مقارنة أداء الحافظة بأداء السوق المالي ككل أو المؤشرات المالية العالمية.⁽¹⁷⁾

ثالثاً: خطوات قياس أداة مدير المحفظة المثلي:

يتم قياس أداء مدير المحفظة عبر الخطوات الرئيسية التالية:⁽⁵⁾

1- تحديد قيمة مؤشر أداء مدير: يحدد هذا المؤشر من خلال العلاقة بين ثلاثة متغيرات هي:

معدل العائد المرجح المحفظة R_p

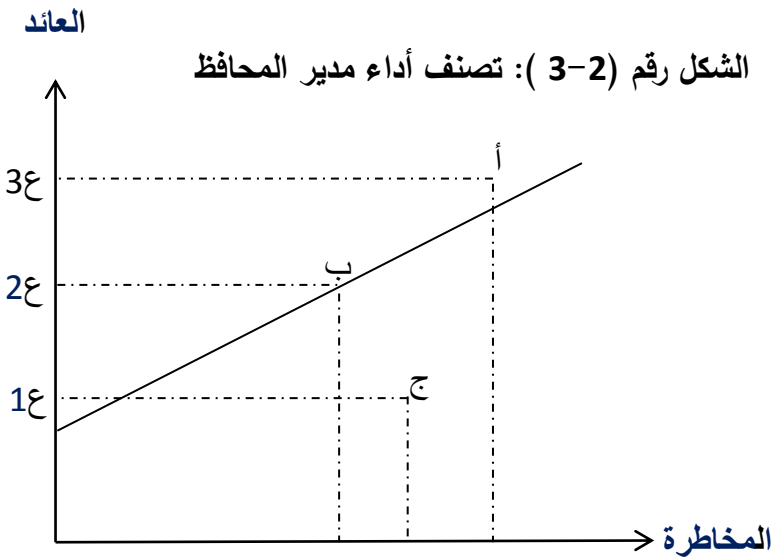
معدل العائد للأصل عديم المخاطرة R_f

المخاطرة المرجحة للمحفظة δ_p

2- تصنف أداء مدير المحفظة:

يرتبط القرار الاستثمارية بصاحب القرار وقدرته على تحمل المخاطرة في حالة زيادة العائد المتوقع، يمكن تصنيف أداء مدير الحافظة على النحو التالي:

- أداء جيد: يكون أداء المدير جيد عندما يكون عائدا أعلى من خط السوق.
- أداء مقبول: يكون أداء المدير مقبول عندما يكون عائد المحفظة على خط السوق.
- أداء غير مقبول: ويكون أداء مدير المحفظة مرفوض عندما يكون عائد الحافظة تحت خط السوق، ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي:⁽¹⁸⁾



المصدر : غازي فلاح المومني ، مرجع سابق ، ص 223.

⁽¹⁷⁾: سارة عيادي ، مرجع سابق ، ص 45

⁽⁵⁾: مرجع سبق ذكره ، ص 45-46

⁽¹⁸⁾: غازي فلاح المومني ، مرجع سابق ، ص 223.

نلاحظ من الشكل أن:

- أداء المحفظة (أ) نعتبره جيدا لأنه يفوق متوسط العائد على السوق ويقع أعلى من خط السوق، وقد حقق أعلى عائد وهو ع أ وبمخاطرة خ أ.
- أما أداء المحفظة (ب) فهو مقبول حيث تقع هذه المحفظة على خط السوق أي أن معدل عائد المحفظة يساوي معدل عائد السوق عند مستوى المخاطرة، أي أن المحفظة ب حققت عوائد ع ن بمخاطر معقولة وهي خ ب.
- أما أداء المحفظة (ج) فهو غير مقبول بسبب أن عوائد هذه المحفظة أقل من متوسط العوائد للسوق وهي أقل من المتوسط.
- إذا قارنا المحفظة (ب) والمحفظة (ج) نجد أن المحفظة (ب) قد حققت عوائد ع ب والمحفظة ج حققت عوائد ع ج ولكن بأقل مخاطرة وهي خ ب يدل حج وها يدل على أن مدير المحفظة ب قد كانت قراراته أكثر صحة ودقة ، وتأثير هذه القرارات على تحقيق عوائد مالية والتي تسمى بتأثير الإدارة والتي تعتمد على عاملين هما: (19)
- التوقيت** : ويقصد به أن مدير المحفظة ب استعمل عنصر التوقيت بطريقة كفوة وذلك عن طريق تغيير حساسية المحفظة (معامل بيتا) وذلك بتعديل أسعار محفظته باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) منخفض وذلك قبل هبوط السوق أو باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) مرتفع قبل ارتفاعها. (20)
- الاختيار الصحيح**: يقصد بذلك قدرة مدير المحفظة (ب) على اختيار أدوات الاستثمار التي تفوق قيمتها سعرها السوقي. (21)

رابعا: كيف يمكن الحصول على المحفظة المثلى :

للحصول على المحفظة المثلى يجب الإجابة على السؤالين التاليين :

- ما هي الأوراق المرشحة للاستثمار بها والتي سوف تتضمنها المحفظة المثلى ؟
- وما هي نسب الاستثمار المثلى التي يجب الاستثمار بها في كل ورقة من الأوراق المحفظة ؟

حيث يتم اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار بها حسب الإستراتيجية التي سوف ينتهجها المستثمر، فإن أتبع إستراتيجية سلبية فإنه سيقدر شراء السندات من الدرجة الأولى مثل السندات الحكومية والأسهم الممتازة ، فهذه الأوراق تمتاز بثبات دخلها ، وعدم تقلب أسعارها إلا قليلا ، أما في حالة إتباع الإستراتيجية الفعالة ، فإنه سيقدر شراء الأوراق المالية التي تحمل درجة كبيرة من المخاطر المالية ، مثل الأسهم العادية التي تمتاز بالتغيير المستمر في دخلها وقيمتها السوقية ، لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق يتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الكبيرة في الدخل ، والقيمة السوقية .

(19):غازي فلاح المومني، مرجع سابق ، ص 223-224.

(20): محمد مطر -فايز تيم ، مرجع سابق ، ص 189.

(21):مرجع سبق ذكره، ص 189.

- ولتحديد نسب الاستثمار في الأسهم المراد الاستثمار بها يلجأ المستثمر إلى الاستعانة بالحاسب الآلي في عملية تحيد نسب الاستثمار الواجب الاستثمار بها للحصول على المحفظة المثلى ، حيث هناك العديد من أساليب البرمجة الرياضية التي يمكن استخدامها في تحديد النسب الاستثمارية (22).

- المبحث الثاني: طرق قياس وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية

بعد التعرف على الأسس والقواعد التي يجب إتباعها لإدارة المحفظة المالية بالشكل السليم، لابد من التأكد من أن المدير قد قام بدوره بشكل جيد، أي أنه استطاع تحقيق أرباحا كافية وبالتالي لابد من تقييم إدارته.

المطلب الأول: الطرق التقليدية لقياس محفظة الأوراق المالية

هناك عدة طرق لتقييم وقياس أداء محفظة الأوراق المالية إلا أن هناك ثلاث طرق مهمة قدمت من طرف ترينور عام 1965 وشارب عام 1966 وجنس عام 1968 وتعد هذه الطرق من بين الطرق التقليدية الأولى في هذا المجال .

أولا: نموذج شارب:

قدم وليام شارب عام 1966 مقياسا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية الذي يطبق على صناديق الاستثمار يطلق على مقياس شارب نسبة المكافأة إلى التقلب في العائد ، ويقوم هذا النموذج على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري والتي تتضمن كل من المخاطر النظامية والغير نظامية وعلى ذلك فإن معادلة شارب تحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة ، وبحسب بالعلاقة التالية :

$$Sp = \frac{R_p - R_f}{\delta_p}$$

حيث أن: Sp - نموذج شارب لقياس أداء المحفظة الأوراق المالية .

- R_p متوسط العائد للمحفظة .

- R_f معدل العائد الخالي من المخاطر .

- δ_p الانحراف المعياري لعوائد المحفظة خلال الفترة .

- $R_p - R_f$: مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يسمى علاوة المخاطر .

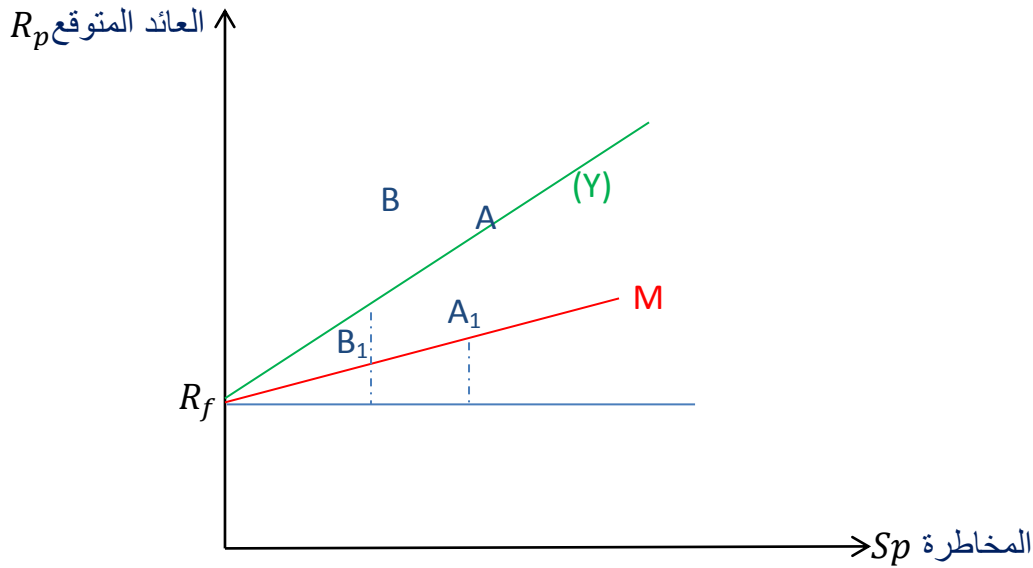
(22) : إسماعيل جميل الصعدي ، العوامل المؤثرة على معدل عائد الأسهم السوقي دراسة تطبيقية على شركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في المحاسبة ، جامعة الأزهر ، بغزة عماد الدراسات العليا ، 2011 م 1432 هـ ، ص30.

إن المحفظة التي تحمل أكبر قيمة ممكنة لنموذج شارب هي المحفظة ذات الأداء الجيد لأنها تحقق أكبر عائد عند نفس المستوى من الخطر ، وبهذا فإن المؤشر يسمح بإعطاء ترتيب بين المحافظ المالية التي تختلف فيها بينما في مستوى الخطر ، ولكن لا يمكن استخدام نموذج شارب في المقارنة بين المحفظة ذات الأهداف المتشابهة والخاضعة لقيود متماثلة كان تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط ويعتمد مؤشر شارب على خط سوق رأس المال كمرجع لقياس أداء حسن (23)

يسمح بمقارنة العالوة المتوقعة على خطر المحفظة مع انحرافها المعياري أو مخاطرها الكلية، كما يسمح أيضا مؤشر شارب مقارنة قيمته الخاصة بالمحفظة مع قيمته الخاصة بالسوق لمعرفة ما إذا كان العائد المتوقع للمدير يكفي لتعويض الخطر الواقع.(24)

ويمكن توضيح نموذج شارب لقياس أداء محفظة الأوراق المالية بواسطة الشكل الموالي :

الشكل (2-4) التمثيل البياني لمؤشر شارب .



المصدر : بوزيد سارة ، مرجع سابق ،ص 90.

من خلال الشكل يتضح أن:

مؤشر شارب يساوي كل من الخطوط (BRF) و (ARF) و (MRF)

أداء المحفظة (A) أفضل من (A1) التي هي عبارة عن توليفة بين محفظة السوق والأصول الخالية من الخطر.
أداء المحفظة (B) أفضل من (B1) التي هي عبارة عن توليفة بين محفظة السوق والأصول الخالية من الخطر.

(23): بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 89.

(24): خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان، 2009، ص 395-396.

لابد على المدير الكفاء اختيار المحفظة ذات الأداء الجيد ، لدى يجب عليه الاختيار بين (A) و (B) وحسب مؤشر شارب يختار المحفظة (B) لأن الفارق بين (B وB1) أكبر من الفارق بين (A وA1) أي : مؤشر شارب للمحفظة (B) أكبر من (A) ومنه نستنتج أن كل محفظة تقع على خط سوق رأس المال فإن مؤشر شارب الخاص بيثا يساوي مؤشر شارب الخاص بالسوق وكل محفظة تقع على خط على من خط سوق رأس المال فهذا يعني أن هذا الخط يتميز بأكبر من ميل خط سوق رأس المال ويكون مؤشر شارب للمحفظة أكبر من مؤشر شارب للسوق. (25)

المثال :

فيما يلي العائد المرجح والانحراف المعياري لخمس محافظ استثمارية.

جدول رقم (1-2) : مثال عن نموذج شارب

المحفظة	العائد المرجح	الانحراف المعياري
A	5.2	2.4
B	6.5	0.2
C	4.7	5
D	4.5	1.5
E	7.3	3.7

فإذا علمت أن العائد علي الاستثمار الخالي من المخاطر = 3% وان معادلة خط السوق كمايلي

$$R_m = 3 + 0.6 \times \delta$$

المطلوب : استخراج وقياس كفاءة أداء المحفظة

$$sp = \frac{RP - RF}{\delta P} \text{ حساب عائد المحفظة}$$

$$0.91 = \frac{3 - 5.2}{2.4} = \text{عائد المحفظة A}$$

$$4.375 = \frac{3 - 6.5}{0.8} = \text{عائد المحفظة B}$$

$$0.34 = \frac{3 - 4.7}{5} = \text{عائد المحفظة C}$$

$$1 = \frac{3 - 4.5}{1.5} = \text{عائد المحفظة D}$$

$$1.1 = \frac{3 - 7.3}{3.7} = \text{عائد المحفظة E}$$

(25): بوزيد سارة ، مرجع سابق ، ص 90-91

وباستخدام معادلة خط السوق $R_m = 3 + 0.6 \times \delta$ فإن عائد السوق لكل محفظة كما يلي :

$$4.4 = 2.4 \times 0.6 + 3 = A \text{ عائد السوق}$$

$$3.48 = 0.8 \times 0.6 + 3 = B \text{ عائد السوق}$$

$$6 = 5 \times 0.6 + 3 = C \text{ عائد السوق}$$

$$3.9 = 1.5 \times 0.6 + 3 = D \text{ عائد السوق}$$

$$5.22 = 3.7 \times 0.6 + 3 = E \text{ عائد السوق}$$

ثانيا: نموذج ترينور :

قدم ترينور عام 1965 نموذج لقياس أداء محفظة الأوراق المالية على أساس الفصل بين المخاطر النظامية والمخاطر الغير نظامية ، وهذا النموذج يستبعد المخاطر الغير نظامية لاعتبار أن المحفظة قادرة على تجنبها من خلال التنوع الإيجابي ، حيث يعتمد هذا النموذج في تقييم المحفظة المالية على المعامل بيتا (β) ، حيث يأخذ علاوة على كل ورقة مالية و بيتا لها ومن ثم إيجاد معامل بيتا المرجحة للمحفظة .

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_p, R_m)}{\delta_p}$$

حيث أن : β - معامل بيتا

R_p - عائد المحفظة

R_m - عائد محفظة السوق

δ_p - الانحراف المعياري لعائد المحفظة

$$\text{COV} = \frac{\sum(\delta R_p \cdot \delta R_m)}{n}$$

حيث : δR_p - انحراف عائد المحفظة

δR_m - انحراف عائد محفظة السوق

n - عدد الفترات

ومنه يمكن صياغة النموذج كما يلي:

$$T_R = \frac{R_p - R_F}{\beta_P}$$

حيث أن: - T_P : نموذج ترينور لقياس أداء محفظة الأوراق المالية .

- R_p : عائد المحفظة

- R_F : عائد محفظة السوق

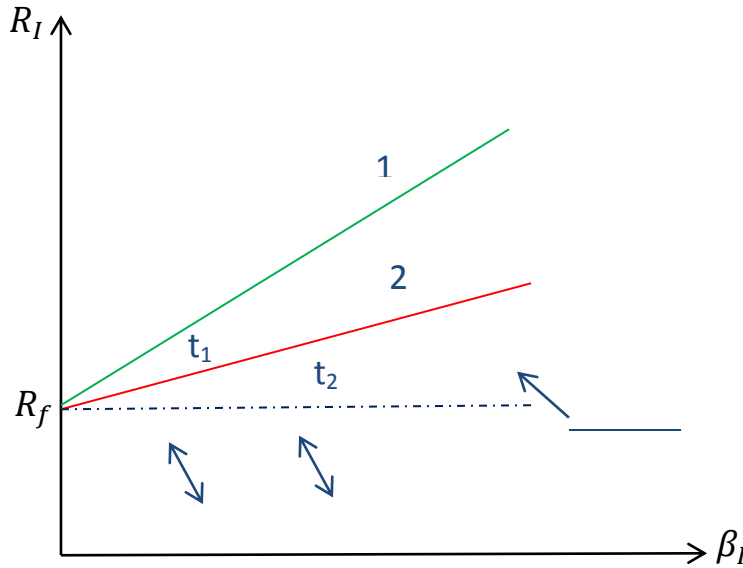
- β_p : معامل بيتا للمحفظة

إن المحفظة المالية ذات أكبر للمؤشر هي أحسنهم أداء وبالمقابل كل محفظة ذات قيمة أكبر من الفارق

$(R_p - R_F)$ تعتبر أحسن أداء من محفظة السوق على اعتبار أن معامل بيتا يساوي الواحد⁽²⁶⁾.

ويمكن توضيح نموذج ترينور لقياس أداء محفظة الأوراق المالية بواسطة الشكل التالي .

الشكل رقم (2-5): التمثيل البياني لمؤشر ترينور



المصدر : بوزيد سارة ، مرجع سابق ، ص 93.

نلاحظ من الشكل أن أداء المحفظة (1) أحسن أداء بالنسبة للمحافظ خلال الفترة القياس مقارنة بالمحفظة (2) لأن (T1) أكبر من (T2) أن مؤشر ترينور (TP) في هذا الرسم البياني هو بمثابة ميل للخط الذي يمل بالعائد الخالي من المخاطر ليصل إلى المحفظة (P) لذلك نجد أن ميل المحفظة (1) أكبر من ميل المحفظة (2) على اعتبارات هذه الأخيرة تقع على خط السوق رأس المال . الخاص بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية وبالتالي تكون المحفظة (1) ذات قيمة أكبر لمؤشر ترينور وهذا يعني أن أداء المحفظة (1) أحسن من أداء المحفظة (2).⁽²⁷⁾

⁽²⁶⁾: دريد كامل آل شيب ، مرجع سابق ، ص 215.216
⁽²⁷⁾: بوزيد سارة ، مرجع سابق ، ص 93.

المثال :

فيما يلي العائد المرجح ومعامل β (بيتا) لخمس محافظ استثمارية :

جدول رقم (2-2) مثال عن نموذج ترينور

المحفظة	العائد المرجح	β بيتا المحفظة
A	5.2	2
B	6.5	0.6
C	4.7	0.8
D	4.5	1.5
E	7.3	0.5

فإذا علمت أن العائد علي الاستثمار الخالي من الخطر 3% إن معادلة خط السوق

$$R_m = 3 + 0.6 \times \beta$$

المطلوب :

استخراج وقياس كفاءة أداء المحافظ وإعادة ترتيبها حسب الأداء.

الحل :

$$TR = \frac{RP - RF}{\beta P} \quad \text{حساب عائد المحفظة :}$$

$$1.1 = \frac{3 - 5.2}{2} = \text{عائد المحفظة A}$$

$$5.8 = \frac{3 - 6.5}{0.6} = \text{عائد المحفظة B}$$

$$2.12 = \frac{3 - 4.7}{0.8} = \text{عائد المحفظة C}$$

$$1 = \frac{3 - 4.5}{1.5} = \text{عائد المحفظة D}$$

$$8.6 = \frac{3 - 7.3}{0.5} = \text{عائد المحفظة E}$$

لغرض معرفة المحفظة الأفضل لابد من استخدام معادلة خط السوق : $R_m = 3 + 0.6 \times \beta$

$$4.2 = 2 \times 0.6 + 3 = \text{عائد السوق A}$$

$$3.36 = 0.6 \times 0.6 + 3 = \text{عائد السوق B}$$

$$3.48 = 0.8 \times 0.6 + 3 = C \text{ عائد السوق}$$

$$3.9 = 1.5 \times 0.6 + 3 = D \text{ عائد السوق}$$

$$3.3 = 0.5 \times 0.6 + 3 = E \text{ عائد السوق}$$

المحفظة	عائد المحفظة	عائد السوق	الوصف
A	1.1	4.2	غير مقبول
B	5.8	3.36	جيد
C	2.12	3.48	غير مقبول
D	1	3.9	غير مقبول
E	8.6	3.3	جيد

من اعداد الطلبات

ثالثاً: نموذج جينسن :

اقترح جنسن عام 1968 نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يعرف بمعامل ألفا (α) ويطلق عليه أيضاً مقياس العائد التفاضل وتقوم فكرة النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد حيث أن :
المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى العائد الإضافي .

المقدار الثاني : يمثل حاصل ضرب معامل بيتا (β) في الفرق بين متوسط. (28)
عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والتي تسمى علاوة خطر السوق.
وقد رمز جنسين لمؤشرة (α) كما هو مبين في العلاقة التالية:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$$

حيث أن : α - معامل ألفا

R_f - العائد الخالي من المخاطر

R_m - معدل عائد السوق

R_p - معدل عائد المحفظة

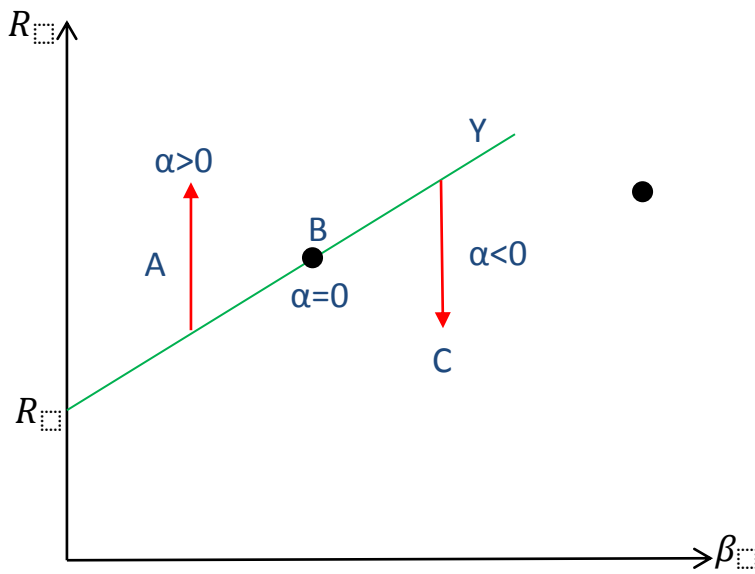
β - بيتا المحفظة

(28): دريد كامل آل شيب ، مرجع سابق ، ص 217.

عندما نرغب بقياس أداء المحفظة نعتمد على البيانات المتوفرة عنها ومن خلال استخدام تحليل انحدار يتم استخراج قيمة (α) التي من خلالها نقيس أداء المحفظة ، فإذا كانت (α) أكبر من الصفر فإن المحفظة كفاءة مقارنة بمحفظة السوق و إذا كانت قيمة (α) أقل من الصفر فإن المحفظة غير كفاءة مقارنة بمحفظة السوق أما إذا كانت النتيجة تساوي الصفر فمعنى ذلك أن أداء المحفظة مساوي لأداء محفظة السوق⁽²⁹⁾.

بمعنى معامل (α) بيانيا المسافة العمودية التي تصل بين العائد الذي تحققه المحفظة وخط السوق رأس المال والرسم البياني الموالي ذلك:

الشكل (2-6): التمثيل البياني لمؤشر جنيسين



المصدر : بوزيد سارة ، مرجع سابق ، ص 95.

من الشكل البياني يمكن التوصل إلى أن:

معامل ألفا الخاص بالمحفظة (A) موجب لأن الفرق بين عائد المحفظة (A) وعائد السوق موجب، وبالتالي أداء المحفظة (A) جيد.

معامل ألفا الخاص بالمحفظة (B) معدوم لأن الفرق بين عائد المحفظة (B) وعائد السوق معدوم، وبالتالي أداء المحفظة هو عائد متوازن.

معامل ألفا الخاص بالمحفظة (C) سالب ، هذا لأن الفرق بين عائد المحفظة (C) وعائد السوق سالب وبالتالي أداء المحفظة (C) سيء⁽³⁰⁾

رابعا تجزئة فأما :

⁽²⁹⁾: دريدي كامل ال شيب ،مرجع سابق ، ص 218.

⁽³⁰⁾: بوزيد سارة ، مرجع سابق ، ص 96.

قدم فأما عام 1972 نموذج لتقييم أداء المحافظ المالية على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر ، ويقوم هذا النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر لأي محفظة حيث يمكن حساب قيمة النموذج من خلال المعادلة التالية :

$$C_V = R_F + \frac{R_m - R_F}{S_m} + \frac{COV(R_p - R_m)}{S_m}$$

حيث : C_V : قيمة مؤشر النموذج

COV : التباين بين عائد المتوقع للمحفظة وعائد محفظة السوق .

S_m : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق

R_F : العائد الخالي من المخاطر

R_p : عائد المحفظة

R_m : عائد محفظة السوق ³¹

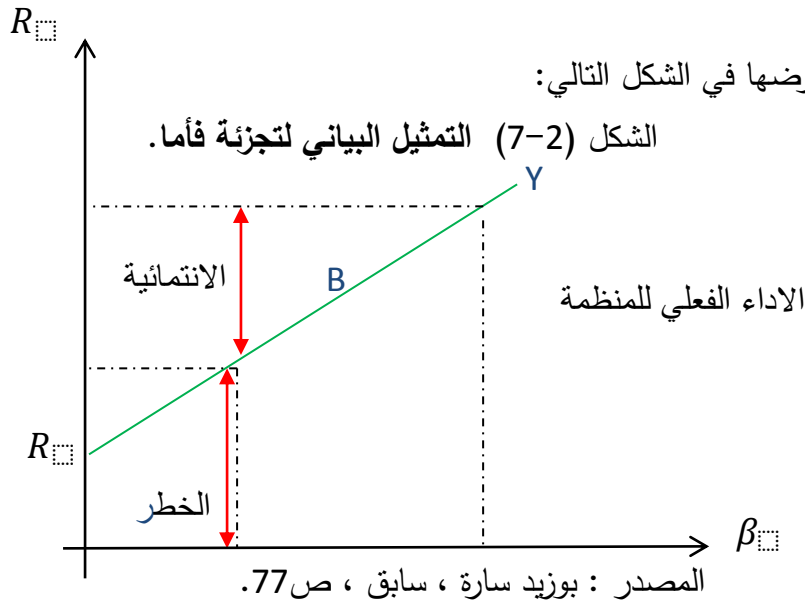
عند استخدام نموذج فأما للحكم على أداء محفظة الأوراق المالية

يمكن تجزئته إلى ثلاث مكونات أساسية:

تقييم الائتمانية

تقييم التنويع

تقييم الخطر



ولتوضيح تجزئة فأما يمكننا عرضها في الشكل التالي:

الشكل (7-2) التمثيل البياني لتجزئة فأما.

من خلال الشكل يتضح أن:

الانتقائية: هي عبارة عن مقياس لكيفية اختيار وانتقاء المحفظة وتمثل الفرق بين العائد المحفظة وعائد محفظة السوق.

(³¹): منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية الأسهم والسندات منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2008 ، ص 404-405.

الخطر : هو عبارة عن الجزء الثاني في علاقة فام لقياس أداء المحفظة ، ويتم قياسه عن طريق المقارنة بين عائد المحفظة المراد تقييمها وعائد المحفظة المتنوعة تنوعا ساذجا⁽³²⁾.

المطلب الثاني: الطرق الحديثة لقياس محفظة الأوراق المالية.

هناك مجموعة من الطرق الجديدة أو الحديثة التي تعتبر كطرق بديلة للطرق السابقة لقياس أداء محفظة الأوراق المالية.

أولاً: طريقة كورنال 1979 :

في هذه الطريقة لم يعتمد كورنال على معامل (B) ولا على المحفظة الكفوة في قياس أداء المحفظة المالية ، بل اعتمد على مبدأ رئيسي متعلق بالمدير صاحب الأداء الجيد حيث اعتبر كورنال هذا النوع من المدراء أنه النوع الذي يختار أصول مالية تكون محفظته وتحقق عائداً أكبر من العائد المعتاد .

- وحتى يتم تطبيق هذه الطريقة لابد من تعيين كلا من العائد الحقيقي والعائد العادي ، وهذا لأن هناك بعض المدراء يشترون أصولاً غير عادية وموجبة .

- ويعتمد تحليل كورنال على مستثمرين لهم علم بكل المعلومات اللازمة ومستثمرين لا يمكنهم الحصول على أية معلومات .

لذا فهذه الطريقة تسمح بترتيب لمدراء مع العلم أن كفاءة المدير وأدائه يعتمد على توفر المعلومات ، إلا أنها تتميز بمساوئ من أهمها توفر العديد من المعلومات والحسابات⁽³³⁾

ثانياً: طريقة قرين بلاط وتيتمان 1989:

لقد اقترح كل من قرين بلاط وتيتمان سنة 1989 مقياساً يعتبر كتطوير أو تحسين لمؤشر جونسون وقد عرف هذا المقياس باسم " POSITIVE PERIOD WEIYHTING MEASURE " حيث يحسب المتوسط لمرجح بالأوراق للفرق بين عائد المحفظة الواقعة على الحد الكفوء والعائد الخالي من المخاطر مع العلم أن مجموع الأوراق مساوي الواحد والفرق بين العائدين : عائد المحفظة الكفوة والعائد الخالي من المخاطر مساوي للصفر .

وبالتالي يكون المؤشر كما يلي :

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

حيث أن:

⁽³²⁾: بوزيد سارة ، مرجع سابق ، ص 99-100.

⁽³³⁾: إيمان بن شعبان، مرجع سابق ، ص 69.

W_t : الوزن في نسبة مخصصات المحفظة في الفترة t

R_{Pt} : عائد المحفظة في الفترة t

R_{Ft} : العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة t

إن الهدف المرجو من هذا المقياس هو الحكم على المدير فإذا كان مساوي للصفر هذا يعني أن المدير لا يملك معلومات كافية، وإذا كانت موجبة هذا يعني أن المدير حاصل على معلومات كافية حول أمور السوق. (34)

ثالثا : نموذج مازوي وترينور 1966 :

يقوم نموذج مازوي وترينور على ما يسمى بالسوق Market- timing حيث قاما بتطوير نموذج شبيه تقريبا للنموذج جونسون ، فإذا تم توقع وجود تحسن في السوق فهذا يؤدي إلى فقدان نسبة من محفظة السوق أكثر من نسبة الأصلي الخالي من المخاطر ، وإذا تم توقع وجود تراجع في السوق فهذا يؤدي إلى فقدان نسبة من محفظة السوق أقل من نسبة الأصول الخالي من المخاطر .

$$(R_{Pt} - R_{Ft}) = a_1 + \beta_1 (R_{mt} - R_{Ft}) + S_P (R_{mt} - R_{Ft})^2 \Sigma P$$

حيث:

R_{Pt} : عائد المحفظة خلال الفترة t

R_{mt} : عائد محفظة السوق في الفترة t

R_{Ft} : معدل العائد الخالي من المخاطر .

$a_i, \beta, \delta, \sigma$: معامل النموذج

Σi : العائد الإضافي.

إن كون المعامل δ موجب هذا يعني قدرة المدير على التوقع بتغيرات السوق الكبيرة (35)

رابعا: مقياس بلوك و فرانش 2002 :

بأخذ هذا المقياس بعين الاعتبار وزن كل سهم داخل المحفظة و يمكن أن يؤثر على العائد ايجابيا ، إذا قام المسير باختيار نسبة كبيرة من الأسهم ذات العوائد العالية لتكوين محفظته مقارنة بالأسهم ذات العوائد الأقل وكل هذا يتم بفعالية وفي الوقت الملائم.

(34): توفيق عوض توفيق بشير، مرجع سابق، ص

(35): إيمان شعبان ، مرجع سابق ، ص 70

و يمكن صيانة هذا النموذج بالاعتماد على مؤشرين هما القيمة المرجحة والترجيح المتساوي وتمثل العلاقة كما يلي:

$$R_i - R_{fi} = \alpha + \beta(R_{vwi} - R_{fi}) + nReW + \Sigma i$$

حيث أن:

R_{vwi} : عائد مؤشر القيمة المرجحة

R_{ewi} : عائد مؤشر الترجيح المتساوي .

ولتسويق عوائد مؤشر الترجيح المتساوي لابد من إجراء الفرق بين عوائد المؤشرين السابقين:⁽³⁶⁾

$$ReWi = REWi - RVWi$$

ومنه لابد لأن يكون هذان المؤشران معا، ويتم تقديرها بفرض تقييم أداء المحفظة المالية وبالمقابل فإن الغرض لمسيرى المحافظ لمالية هو تكوين متميزة بقيمة أكبر لمؤشر الترجيح المتساوي.⁽³⁷⁾

خامسا : نموذج التسعير الأصول الرأسمالية 1964.

قدم هذا النموذج من قبل شارب عام 1964 على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركويتز عام 1952 ويحتل هذا النموذج مكانة متميزة بين عموم المستثمرين في سوق الأوراق المالية ، كما ويعد من أفضل النماذج تمثيلا للمبادلة بين العائد والمخاطرة، وقايس معدل العائد المطلوب ، ويعبر عن العائد المطلوب الذي يرجوه المستثمر على الأصول المالية ذات المخاطرة ، حيث يتكون من العائد الخالي من المخاطر وهو العائد المتحصل في ظروف التأكد التام ، وعلاوة مخاطرة الورقة المالية السوقية والتي تتمثل سعر المخاطرة الذي يحصل عليها المستثمر كعائد إضافي لقبوله الاستثمار ، ويتم التعبير عنه بالمعدات الآتية :

$$K = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

— K : معدل العائد المطلوب

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر، ويتم قياسه من خلال العائد على السندات الحكومية، وبسبب عدم وجود سندات حكومية تم استبداله بالعائد على الودائع المصرفية.

β_i : معامل بيتا الورقة المالية ، وهي مقياس للمخاطر السوقية .

R_m : هي معدل العائد لمحفظة سوق الأوراق المالية .

⁽³⁶⁾:إيمان شعبان، مرجع سابق، ص70.

⁽³⁷⁾: مرجع سابق، ص70.

حيث يشمل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على نوعين من العلاقات هي :

1- خط سوق رأس المال : يوضح خط سوق رأس المال العلاقة بين المخاطر الكلية لمحفظة كفاءة ومعدل العائد المتوقع للمحفظة حيث يبين العلاقة المتوازنة بين عوائد المحفظة ومخاطرها ،وقصد بالعائد المتوقع للمحفظة علاوة مخاطر السوق (R_{pm}) بالإضافة إلى معدل العائد الخالي من المخاطر ويتم قياس مخاطر هذه المحافظ بالانحراف المعياري ن ويمكن توضيح تلك العلاقة بين العائد المتوقع للمحفظة ومخاطرها الكلية من خلال المعادلة التالية.⁽³⁸⁾

$$R_p = R_F + Q_P + \frac{R_m - R_F}{Q_m}$$

حيث: R_p : عائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية

R_F : العائد الخالي من المخاطر

R_m : العائد المتوقع لمحفظة سوق رأس المال

δm : الانحراف المعياري لعوائد المحفظة

وإذا كان العائد المتوقع للمحفظة ، أقل من نتيجة هذه المعادلة فإن المحفظة تعد غير كفاءة ويجب العمل على تغيير مكوناتها .

2- خط سوق الأوراق المالية : يوضح خط سوق الأوراق المالية العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) وينطبق هذا على الأسهم الواحد والمحفظة الاستثمارية ومعادلة

خط سوق الأوراق المالية هي نفس معادلته نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، ويتم قياس المخاطر المنتظمة بواسطته معامل بيتا⁽³⁹⁾

والمقصود بالتوازن هو توازن السوق والذي يعني الموازنة بين مخاطر المحفظة والعائد المتوقع ، ويقوم مدير المحفظة بتقييم العوائد المتوقعة والمخاطر المقبولة للمحافظ المختلفة ويمكن تحيد الحدود الكفاءة من خلال تحديد أية محفظة ذات مخاطر مرتفعة وتضم أوراق مالية خالية من المخاطر إذ لكل محفظة خط فعال يختلف عن المحفظة الأخرى بسبب اختلاف التوقعات ولكن عند الافتراض أما الإقراض بدون مخاطر فإنه يحدث تغير رئيسي على الخط الفعال بحيث يتحول إلى خط شبه مستقيم وفق معادلة النموذج

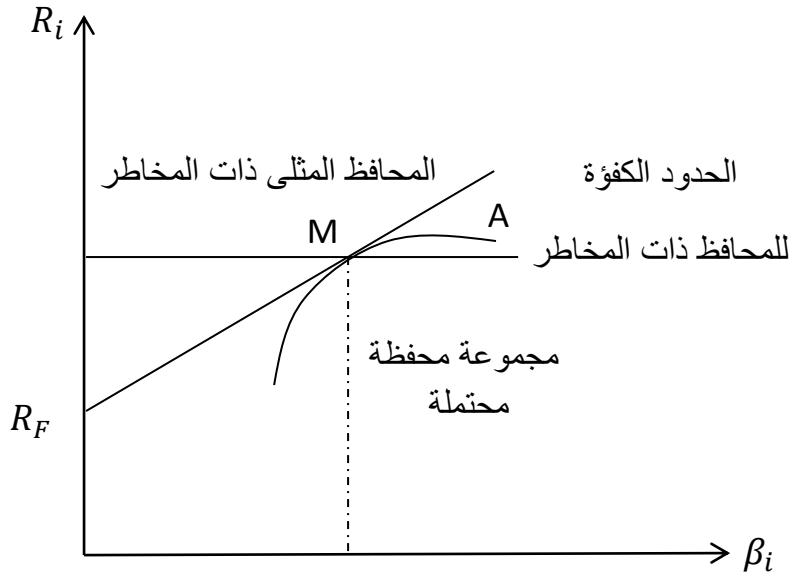
⁽³⁸⁾: توفيق عوض توفيق بشير، مرجع سابق، ص 51.

⁽³⁹⁾: توفيق عوض توفيق بشير، مرجع سبق، ص 52.

$$K = R_F + \beta_i(R_m - R_F)$$

والتشكيل التالي يبين الحد الكفؤ وخط سوق الأوراق المالية .

شكل (2-8) : الحد الكفؤ وخط سوق الأوراق المالية .



المصدر : دريد كامل آل شيب ، مرجع سابق ، ص 202.

سادسا : نموذج التسعير المرجح 1976 : (40)

هي نظرية بديلة لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية قدمها ستيفن روز Steven Ross عام 1976 هي أحدث نظرية لتفسير العائد على الاستثمار في الأوراق المالية .

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية افترض أن الحاصل الذي يتحكم في العائد هو مخاطر السوق بينما في نموذج تسعير المرجح APP فإن هناك تأثير نسبي لعناصر المخاطر المنتظمة على العوائد وأشار النموذج إلى أن عائد الأوراق المالية يعتمد على عوامل متنوعة وأخرى غير متنوعة وهذه العوامل تؤثر على العوائد المتوقعة وهكذا سوق تؤثر على سعر الأوراق المالية على السوق بصورة عامة ، واستنادا إلى نظرية تسعير المرجحة فإن المخاطر التي تؤثر على سعر الأوراق المالية تتمثل في مجموعتين أولهما مجموعة لمخاطر لمنتظمة والثانية مجموعة المخاطر غير المنتظمة وأن الذي يميز نظرية المرجحة عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو شمولية لكافة المخاطر

يقوم نموذج تسعير المرجحة على أساس إدخال تأثير العوامل الاقتصادية الخارجية والعوامل الداخلية الخاصة بكل شركة على معدل العائد على الأوراق المالية وتفترض بأن كل من هذه العوامل تؤثر بنسبة معينة على العائد المتوقع للأوراق المالية وحسب طبيعة الورقة المالية ومدى تأثيرها لهذه العوامل

(40): دريد كامل آل شيب ، مرجع سابق ، ص 202.

يتم استخدام المعادلة التالية كنموذج تسعير المرجحة

$$R = E + b_F + e$$

حيث : R: العائد الفعلي

E: العائد المتوقع للورقة

b: حساسية الورقة المالية للتغير في عوامل المخاطر المنتظمة

F: العائد الفعلي في ظل عوامل المخاطر المنتظمة

E: العائد في ظل المخاطر غير المنتظمة والعوامل العشوائية⁽⁴¹⁾.

المطلب الثالث: تقييم الأسهم.

أولاً: مدا خيل تقييم الأسهم المعروفة

1- النموذج الأساسي لتقييم الأسهم العادية : إن قيمة الأسهم العادية تساوي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية (توزيعات الأرباح) التي من المتوقع الحصول عليها خلال فترة زمنية أبدية ومع أن السهم العادي يمكنه الحصول على أرباح رأسمالية (الفرق بين سعر بيع السهم العادي وسعر شراؤه) إلا أن ما يباع حقيقة هو الحق في الحصول على توزيعات الأرباح المستقبلية وبالتالي فإن النموذج الأساسي لتقييم الأسهم العادية يعتبر بأن التوزيعات (الأرباح) فقط هي التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بعملية التقديم بما هو موضح في المعادلة التالية :

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + K)^1} + \frac{D_2}{(1 + K)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + K)^\infty}$$

حيث أن:

P_0 : قيمة (سعر) السهم العادي

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة لكل سهم في نهاية الفترة

K: العائد المطلوب على السهم العادي.

كما يمكن وباستخدام معادلة معامل الفائدة للقيمة $PVIF_{K_n}$, فإنه يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة لتصبح كما يلي :

$$P_0 = [D_1 \times (PVIF_{K1})] + [D_2 \times (PVIF_{K2})] + \dots + [D_\infty \times (PVIF_{K\infty})]$$

⁽⁴¹⁾: دريدي كامل آل شيب ،مرجع سابق ، ص 206-208.

مثال: (42)

إذا كان من المتوقع لشركة التطوير والبناء أن تقوم لتوزيع أرباح على سهمها العادي بمبلغ دينار في نهاية عام 2006 ، دينار ونصف في نهاية عام 2007 ، وثلاثة دنانير في نهاية عام 2008 ن تم تتوقف الشركة عن العمل في السوق إذ كان معدل الخصم السائد في السوق 10 % فما هو أكبر مبلغ يمكن تدفعه مقابل لطولك على هذا السهم .

الحل:

$$P_0 = [D_1 \times (PVIF_{10\%1})] + [D_2 \times (PVIF_{10\%2})] + \dots + [D_3 \times (PVIF_{10\%3})]$$

$$P_0 = 1 \times 0.909 + 1.5 \times 0.826 + 3 \times 0.751$$

(43) $P_0 = 0.909 + 1.239 + 2.253 = 4.40$ دينار.

2- نموذج النمو الثابت : أكثر نموذج مستخدم لتقدير السهم العادي هو نموذج النمو الثابت حيث يطلق عليه

اسم نموذج جوردن Gordon Model، والذي يفترض بأن توزيعات الأرباح ستنمو بمعدل ثابت أقل من العائد المطلوب إذا كان معدل النمو أكبر من العائد المطلوب فإن لا يمكن رياضياً تطبيق هذا النموذج

ويمكن حساب قيمة السهم العادي عن طريق هذا النموذج باستخدام المعادلة التالية :

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{k - g} = \frac{D_1}{k - g}$$

حيث أن:

g : معدل النمو في توزيعات الأرباح .

مثال : (44)

إذا كانت توزيعات أرباح أسهم بنك الإسكان خلال السنوات 2001-2005 كما هو مبين في الجدول التالي، والمطلوب حساب قيمة سهم بنك الإسكان في السوق ، إذا كان العائد المطلوب على هذا السهم 2%

جدول رقم (2-3) مثال عن نموذج النمو الثابت

السنة	توزيعات الأرباح للسهم الواحد
2001	0.66 دينار
2002	0.7 دينار
2003	0.74 دينار
2004	0.8 دينار
2005	0.9 دينار

(42): فايز سليم حداد مرجع سابق، ص 193-194.

(43): فايز سليم حداد، مرجع سابق ، ص 194.

(44): مرجع سابق، ص 194.

الحل :

نستخرج معدل النمو

$$FV = PV + FVIF$$

$$0.9 = 0.66 \times FVIF_{7\%,4}^{k.n}$$

$$FVIF_{7\%,4} = 1.364$$

$$K = 8\%$$

بعد استخراج معدل النمو نحسب سعر سهم بنك الإسكان على أساس أن D_0 هي توزيعات أرباح سنة 2005، كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{k - g} = \frac{D_1}{k - g}$$

$$P_0 = \frac{0.9 \times (1 + 0.08)}{0.12 - 0.08} + \frac{0.972}{0.04} = 24.3 \text{ ديناراً}$$

3- نموذج النمو الصفري: يفترض هذا النموذج أن الشركة تدفع مقسوم أرباح نقدي ثابتة سنوي ويشمل مستدلي وإلى ما لانهاية ، ولذلك معدل النموذجي المفتوح يكون مساوي للضم . عندما نحسب النفعية الحقيقية للسهم على وفق الآتي:

$$P_0 = \frac{D}{K}$$

مثال: (45)

فعلى سبيل المثال توزع إحدى الشركات مقسوم أرباح نقدي لمقدار 4 دينار سنوي وللشهم الواحد.

ماهي القيمة الحقيقية للأسهم إذا علمت إن معامل الحصص 15 %

$$P_0 = \frac{4}{0.15} = 26.67DA$$

4- نموذج النمو المتغير: نموذج اللانمو والنمو الثابت لا يسمحان بأي تغيير في معدلات نمو توزيعات الأرباح ولأن معدلات النمو المستقلة في توزيعات الأرباح قد تتغير صعوداً وهبوطاً بسبب تغير التوقعات ، فإنه من المفيد أخذ

(45) راشد فؤاد التميمي ، الأسواق المالية ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010، ص195.

نموذج النمو المتغير بعين الاعتبار للسماح لمعدلات نمو توزيعات الأرباح بالتغير ويمكن حساب بقيمة السهم العادي عن طريق هذا النموذج باستخدام المعادلة التالية :

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1 + g_1)}{k - g} \left[1 - \left(\frac{(1 + g_1)}{(1 + g)} \right)^t \right] + \left(\frac{(1 + g_1)}{(1 + g)} \right)^t \left[\frac{D_0 \times (1 + g_2)}{k - g_2} \right]$$

مثال: (46)

افتراض بأن شركة الصباح وزعت أرباح قدرها دينارين، ومن المتوقع لتوزيعات أرباحها أن تنمو بمعدل 20% ولمدة 5 سنوات ثم تعود لتنمو عند معدل 5% وللابد، فإذا كان معدل العائد المطلوب على سهم هذه الشركة 12% احسب سعر سهم هذه الشركة في السوق.

الحل:

$$P_0 = \frac{2 \times (1.2)}{0.12 - 0.20} \left[1 - \left(\frac{(1.20)}{(1.12)} \right)^5 \right] + \left(\frac{(1.20)}{(1.12)} \right)^5 \left[\frac{2 \times (1.05)}{0.12 - 0.05} \right]$$

$$P_0 = 12.36 + 42.36$$

$$P_0 = 54.72 \text{ دينار}$$

نلاحظ من المعادلة السابقة أن الجزء الأول من المعدل هو عبارة عن القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح خلال مرحلة النمو الأولي ، أما الجزء الثاني فهو عبارة عن القيمة الحالية للبديلة معدلة بالوقت عند الوقت الحالي كما نلاحظ من المعادلة السابقة انه يمكن رياضيات أن يكون معدل للنمو 1g أكبر من العائد لمطلوب ، لكن لا يمكن لمعدل النمو 2g أن يكن أكبر من العائد لمطلوب.

ثانيا :مداخل الأخرى لتقييم السهم العادي :

1- القيمة الدفترية للسهم العادي: القيمة الدفترية للسهم العادي الواحد هي عبارة عن القيمة التي يمكن الحصول عليها إذا تم بيع جميع أصول الشركة بسعر مساوي تماما لقيمتها الدفترية وتحسب كما يلي:(47)

$$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

بحيث أن:

(46) : فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 198.

(47) : مرجع سابق، ص 199 .

حقوق الملكية = رأس المال المدفوع + إحتياطات + الأرباح المجمعة وغير موزعة

وأن كان هناك أسهم عادية وأسهم ممتازة فإننا نستطيع أن نحسب القيمة الدفترية للأسهم العادية بتطبيق نفس المعادلة السابقة.

$$\frac{\text{حقوق الملكية} - \text{حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم العادي}$$

تزداد القيمة الدفترية للسهم العادي في حالة نجاح الشركة في أعمالها وزيادة أرباحها لان الإحتياطات الشركة وأرباحها غير الموزعة تكون أعلى في حالة استخدام الأرباح في تكوين احتياطياتها⁽⁴⁸⁾.

2- القيمة الاسمية للسهم العادي: وهي القيمة المكتوبة على وثيقة السهم وتكون الأسهم العادية ذات قيمة اسمية واحدة وتقوم الشركات المساهمة بتوزيع أرباحها على أسس نسبة مئوية في القيمة الاسمية للسهم العادي وفي الغالب تحدد معظم الدول الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم⁽⁴⁹⁾.

3- القيمة السوقية للسهم العادي: تمثل القيمة السوقية للسهم العادي القيمة التي تتداول بها الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية التي تتمثل بالسعر الذي يحدد البائعين والمشترون عند المتاجرة بالأسهم⁽³⁾، وتحسب القيمة السوقية لأسهم المنشأة عن طريق ضرب سعر السوق للسهم العادي في عدد الأسهم المصدرة ، وقيمة السهم تمثل الثروة النقدية عند أي نقطة زمنية محددة⁽⁴⁾.

وتوجد العديد من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم العادي في السوق المالية والنقدية وهي :

- قيمة السهم الدفترية (علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وقيمة السوقية).
- توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة (علاقة طردية)
- التوقعات بخصوص مستقبل الشركة (متفائل، متشائم)
- حالة الطلب والعرض على السهم في السوق والمرتبط بمجموع العوامل السابقة
- حالة الاقتصاد العامة (التوسع والانتعاش الاقتصادي ، الركود والكساد)

ويمكن حساب القيمة السوقية كما يلي :

(1) :بن أعمار بن حاسيين ، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، نقود بنوك ومالية ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان 2012-2013 ، ص 49-50.

(2) ، مرجع سابق ، ص 48-49 .

(3) : محمد علي إبراهيم العامري، إدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، ط1 ، الأردن، 2010، ص476.

(4) : محمد علي إبراهيم العامري، المحافظ الاستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1 ، الأردن، 2013، ص365

$$\frac{\text{الفوائد أو التوزيعات السنوية}}{\text{نسبة الخصم}} = \text{القيمة السوقية}$$

حيث أن:

- الفوائد أو التوزيعات السنوية = القيمة السوقية × نسبة الفائدة أو التوزيع السنوي
- نسبة الخصم = معدل العائد الحقيقي أو المطلوب للوطة المالية

مع العلم أن (50):

$$\frac{\text{الفوائد أو التوزيعات السنوية}}{\text{القيمة السوقية للورقة}} = \text{معدل العائد الحقيقي}$$

4- القيمة التصفوية للسهم العادي : تمثل قيمة التصفية قيمة الإيرادات المتبقية مع بيع موجودات المنشأة التي يتوقع المساهم الحصول عليها مقابل السهم العادي الذي يحمله من قيمة تلك الإيرادات (51)، بعد تسديد حقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة وتستخرج قيمة التصفية للسهم بقسمة قيمة التصفية للشركة على عدد الأسهم المصدرة وتكون بالعلاقة التالية (52) :

$$\frac{\text{قيمة الموجودات - الإلتزامات}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{قيمة التصفية للسهم}$$

وإن كان هناك أسهم ممتازة وأسهم عادية لنفس الشركة فإنه يتم تحديد قيمة الأسهم العادية بعد طرح حقوق الأسهم الممتازة من الرصيد الباقي.

$$\frac{\text{قيمة الموجودات - إلتزامات - حقوق السهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة التصفوية للسهم العادي}$$

حيث أن:

$$\text{حقوق الأسهم الممتازة} = \text{عدد الأسهم الممتازة} \times \text{القيمة الإسمية}.$$

(50) : بن أمير بن حاسين ، مرجع سابق ، ص 50-51

(2) : محمد على إبراهيم العامري ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سابق ، ص 366.

(3) : محمد على إبراهيم العامري ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سابق ، ص 479

$$\frac{\text{صافي الربح الخاص - الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{السهم العادي من الأرباح}$$

مثال : (1)

صافي الربح بعد الضرائب 100000 ومجموع حقوق مساهمين 200000 دج منها 500000 سهم ممتازة تحصل على عائد بنسبة 10% وان عدد الأسهم العادية 100000 سهم والقيمة الاسمية للسهم العادي والممتاز هو 1 دج.

$$\text{صافي الربح الخاص بجملته الأسهم العادية} = 100000 - (0.1 \times 500000) = 50000 \text{ دج.}$$

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = \frac{50000}{100000} = 0.5 \text{ دج.}$$

المطلب الرابع: تقييم السندات

إن السندات من أهم الأوراق المالية التي يعتمد عليها المستثمر للحصول على العائد فهو من خلال شراء هذه السندات يمكنه الحصول على فائدة ثابتة كما يمكنه الحصول على الأرباح رأس مالية من خلال الفرق ما بين سعر البيع وسعر الشراء لهذه السندات لذلك فان المستثمر لا بد أن يعرف طريقة تقييم السندات من اجل الإقبال على شرائها أو التعامل بها ومن بين هذه الخطوات ما يلي :

أولاً التدفقات النقدية المتوقعة من السندات : (53)

1- القيمة الاسمية : وتتمثل في القيمة الأصلية للسند ، كما يعبر عنها بالقيمة التي أصدر بها السهم وتمثل كمية النقود التي تم اقتراضها والتزمت الشركة بسدادها في وقت لاحق وقد تباع السندات بعلاوة على قيمتها أو بخصم وذلك بناء على أسعار الفائدة السائدة.

2- معدل الفائدة : تلتزم الشركة بدفع فوائد بناء على الاتفاق مع المدين حسب معدل الكوبون، إذ يحدد هذا المعدل عادة على سعر السائد في السوق كما أن هذا المعدل يرتفع وينخفض بتأثيرات عوامل السوق ويتم مقارنته مع معدل الفائدة الاسمي .

ثانياً: تاريخ الاستحقاق : يؤثر تاريخ الاستحقاق على القيمة السوقية للسند ، من حيث أنه يحدد عدد الدفعات الفوائد التي يحصل عليها المستثمر ، كما يعكس تأثير الزمن على التدفقات النقدية أو بما يسمى بالقيمة الزمنية للنقود ، ذلك أنه كلما طال استحقاق التدفقات النقدية انخفضت قيمتها الحالية بيد أن تاريخ الاستحقاق قد يفقد أهميته كمحدد لقيمة

(1): بن أحمد بن حاسبين، مرجع سابق، ص52-53

(2): مسعودة بن لخصر ، عقود الخيار ودورها في تقليل من المخاطر أسواق رأس المال ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، الأسواق المالية والبورصات ، جامعة محمد خيضر ، 2014-2015 ، ص 45

السند إذا ما تضمنت نشرة الاكتتاب شروط تحويل للمدين استدعاء للسند وتكون العبرة هنا عند تقييم السند بتاريخ الاستدعاء وليس بتاريخ الاستحقاق.

ثالثا : معدل العائد المطلوب : هو المعدل الذي يتم به خصم التدفقات النقدية، وينقسم معدل العائد المطلوب إلى شقين :

أولهما يمثل تعويض للمستثمر عن الزمن وهو معدل العائد الاسمي على الاستثمار الخالي من الخطر ويكون معدل الفائدة الحقيقي الخالي من الخطر بالإضافة إلى علاوة في مواجهة مخاطر التضخم أما الشق الثاني من معدل العائد فيتمثل في علاوة⁽⁵⁴⁾

تعكس مخاطر الاستثمار في السند .

ويعبر عنه بالعلاقة التالية :

$$P_0 = \frac{R_1}{(1+i)^1} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n + V_n}{(1+i)^n}$$

حيث R: الفائدة المدفوعة سنويا

V_n : القيمة الاسمية للسند

رابعا : هيكل أسعار الفائدة: تسمى بالعلاقة بين سعر الفائدة (معدل الفائدة) والزمن حتى حلول موعد الاستحقاق ما يسمى بهيكل سعر الفائدة⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵⁴⁾: يوسف خروبي ، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، مالية الأسواق ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2011- 2012 ، ص 36 .
⁽⁵⁵⁾ : يوسف خروبي ، مرجع سابق ، ص 37 .

خلاصة الفصل :

إن جميع النماذج السابقة تهدف إلى قياس أداء المحفظة من خلال تحديد علاوة الاستثمار في الأوراق المالية والتي تتمثل في الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة ومقارنة تلك العلاوة مع مخاطر الاستثمار ولكن الفرق بينهما هو في تقدير درجة المخاطرة فبعض النماذج تقتصر فقط على المخاطر النظامية المقاسة بمعامل (β) بينما وبعضها تأخذ المخاطر الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة) والتي تقاس بواسطة الانحراف المعياري (δ) وهو عبارة عن انحراف عائدات المحفظة عن متوسطها خلال فترة ما ، ولا يوجد دليل يمكن من خلاله تفضيل نموذج آخر لذا جاءت هذه الدراسة للمقارنة بين أشهر هذه النماذج (شارب ، جنسن و ترينور) للتعرف من الناحية العلمية علي أفضل نموذج يمكن الاعتماد عليه في تكوين محفظة الأوراق المالية يكون أدائها أفضل من أداء محفظة السوق ويرتبط القرار الاستثماري بصاحب القرار وقدرته على تحمل المخاطر في حالة زيادة العائد المتوقع حيث لما يكون عائد المحفظة أعلى من خط السوق يكون أداء المدير جيد، وعندما يكون عائد المحفظة في خط السوق يكون أداء المدير مقبول وعندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق يكون أداء المدير غير مقبول .

ولم يتم التطرق إلى الحالات التي يفضل فيها استخدام كل نموذج بسبب عدم توفر مراجع كافية، وبعض النماذج تحتاج إلى معلومات يصعب الحصول عليها، والجدول رقم (2-4) يبين النماذج التقليدية والحديثة لقياس أداء محفظة الأوراق المالية.

جدول رقم (2-4) : يوضح النماذج التقليدية والحديثة لقياس أداء المحفظة الأوراق المالية

صاحب النموذج	اسم النموذج	السنة	المعادلة
ترينور	نموذج ترينور	1965	$TR = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$
شارب	نموذج شارب	1966	$S_p = \frac{R_p - R_f}{S_p}$
جنسن	نموذج جنسن	1968	$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$
فأما	نموذج فاما	1972	$CV = R_f + \frac{R_m - R_f}{S_m} + \frac{COV(R_p - R_m)}{S_m}$
كورنال	طريقة كورنال	1979	يتم الاعتماد على معامل بيتا (β)
قرين بلاط و تيتمان	طريقة قرين بلاط و تيتمان	1989	$GB = \sum_{t=1}^T W_t (R_{Pt} - R_{Ft})$
ما زوي و ترينور	نموذج مازوي و ترينور	1966	$(R_{Pt} - R_{Ft}) = a_1 + \beta_1 (R_{mt} - R_{Ft}) + S_p (R_{mt} - R_{Ft})^2 \Sigma P$
بلوك و فرانش	مقياس بلوك و فرانش	2002	$R_i - R_{fi} = \alpha + \beta (R_{vwi} - R_{fi}) + nReW + \Sigma i$
شارب	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	1964	$K = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$
ستيفن روز	نموذج التسعير المرجح	1976	$R = E + b_F + e$

المصدر: إعداد الطالبات

الفصل الثالث

تكوين وقياس محفظة الأوراق المالية في بورصة

دار البيضاء لسنة 2011

تمهيد :

بعد التطرق في الفصلين النظريين حول عموميات بورصة القيم المنقولة و مفاهيم محفظة الأوراق المالية، و مختلف نماذج قياس الأداء، فسنخصص هذا الفصل للجانب التطبيقي لمعرفة كيفية تشكيل محفظة الأوراق المالية و قياس أدائها في الواقع العملي و بتحديد في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة التي تعتبر من أهم البورصات العربية على مستوى إفريقيا و الفضل يعود للإصلاحات القانونية والتقنية والهيكلية التي خضعت لها، و التي انعكست على وضعية أدائها، ومن هذا المنطلق سنحاول الوصول إلى قياس أداء محفظة الأوراق المالية من خلال التطرق إلى النقاط التالية:

- ✓ التعريف ببورصة دار البيضاء و عرض أدائها
- ✓ تكوين و تحليل محفظة الأوراق المالية لسنة 2011 لاختبار اثر الأصل بدون خطر عليها.
- ✓ قياس أداء الحافظة المشكلة بمؤشر ترينر و جونسون.
- ✓ حساب علاوة المخاطرة للمحافظ المختارة.

المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة دار البيضاء**المطلب الأول: عموميات حول بورصة دار البيضاء****أولا: تعريف بورصة دار البيضاء**

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الإقتصاد و المالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر للتحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة (1)

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

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

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

(1) - سارة عبدلي ، مرجع سابق .

ثانيا: نبذة تاريخية عن دار البيضاء⁽¹⁾

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

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

- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم.
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي القيم المنقولة.

ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا من خلال :

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
- الترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، و جعلها الوحيدة المؤهلة و المعتمدة لإجراء صفقاتالقيم المنقولة المدرجة.
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء مالي للون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر؛
- و هي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة ، - "SBVC"إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.

(1) سارة عبدلي ، مرجع سابق .

ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة ابتداء من سنة 1993 ، وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.

وفي سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 96-34 ، الذي قام بتعديل و استكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 211-93-1 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 96-35 بإحداث هيئة إيداع مركزية، ماروكلي في أكتوبر من سنة 1998 ، و منذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا.

وفي سنة 2000 تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة.

وفي سنة 2007 بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبة للتحويلات الهامة التي تشهدها.

اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني في شهر مارس 2008 ، أما في ديسمبر 2008 فأُنشئت بورصة الدار البيضاء "لجنة متابعة" من أجل تعديل النظام الإداري للشركة و اعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة. في أبريل 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يرتكز على مجلس إدارة وإدارة عامة.

ثالثا: أهداف بورصة دار البيضاء⁽¹⁾

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

1- مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد

البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة؛

2- تلبية حاجيات الفاعلين في السوق.

3- تطوير سوق البورصة.

4- احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في أفريقيا.

(1)- سارة عبدلي ، مرجع سابق .

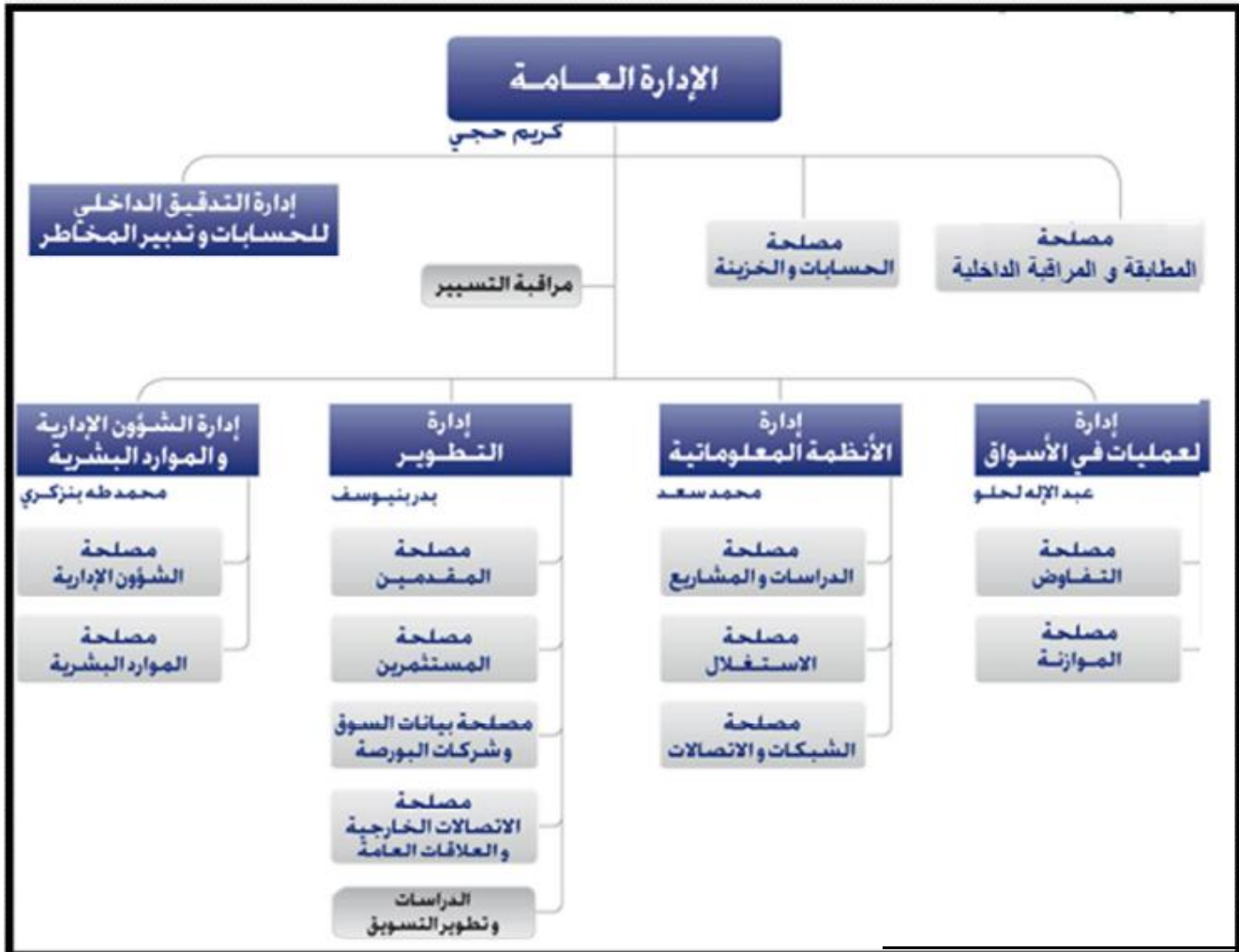
رابعا: مهام بورصة دار البيضاء

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

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

خامسا: الهيكل التنظيمي (1)

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



(1) - سارة عبدلي ، مرجع سابق .

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

يظهر من خلال الهيكل التنظيمي نلاحظ انه يتكون من:

- 1- **الإدارة العامة:** مهمتها تسيير الأنشطة بالسوق المالي تحت إشراف مجلس المراقبة، وكذا المسائل المتعلقة بالإطار القانوني والتنظيمي للسوق وتنفيذ التوجه الاستراتيجي له، ويجتمع مجلس المراقبة مرة في السنة على الأقل.
- 2- **إدارة العمليات في الأسواق:** تتعلق مسؤوليتها بإدارة جلسات الوساطة وإدارة التصنيف بالسوق ونشر الإحصائيات الرسمية والمؤشرات المالية.
- 3- **إدارة الأنظمة المعلوماتية:** مهمتها السهر على تسيير نظم المعلومات بالسوق وحمايته واستمراريته وفعاليتها من خلال:
 - ضمان الأداء السليم للنظام المعلوماتي .
 - وضع إجراءات لمراقبة وصيانة المعدات والبرمجيات.
 - تعزيز واستخدام المعلومات وضمان مسايرة التطور التكنولوجي.
- 4- **إدارة التطوير:** مكلفة بالتسويق وتعزيز أنشطة السوق، مع ضمان إدارة وتطوير الموارد البشرية.
- 5- **الإدارة المالية:** وهي مسؤولة على جميع الجوانب المالية، ووضع القوائم المالية واللوائح ومختلف البيانات المالية .

سادسا: أسواق التداول في بورصة دار البيضاء

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

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

1- السوق الأولية

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

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

أ- سوق الأسهم:

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

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

- أما القسم الثاني مفتوح أمام الشركات المتوسطة.

- بالنسبة لقسم الثالث فهو مفتوح في وجه الشركات الصغيرة التي سجلت نتائج جيدة.

ب- سوق السندات:

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

ج- سوق الحصص:

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

هيئات توظيف الأموال بالـأزفة.

صناديق التوظيف الجماعي للتسديد.

2- السوق الثانوية

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

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

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

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

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

لكل مجموعة تسعير .

وفيما يلي أهم فترات التسعير:

1- فترة ما قبل الافتتاح:

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

2- فترة الإغلاق:

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

3- فترة التداول بآخر سعر:

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

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

4- فترة تدخل المراقبة:

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

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

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

و يجب على العمليات الخاصة بسوق الكتل أن :

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

سابعاً: مؤشرات بورصة دار البيضاء:

تضم بورصة دار البيضاء أكبر من مؤشر و هي كالتالي :

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

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

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

و يمثل مادكس معدل التغير أو التقلب القيم الخاضعة للتداول المستمر بغض النظر هل هي أسهم أم أشكال مالية أخرى، فعندما يسجل مادكس مثلا انخفاضا ب 2 في المئة، يعني أن القيم المالية التي يتم تداولها (بيعها أو شراؤها) باستمرار قد حققت معدل تقلب ناقص 2 في المئة، و ما قلناه على مازي

ينطبق على مادكس، و هو أنه مجرد معدل و لا يعني أن كل القيم حققت نفس الرقم، لكنها حققت أرقام مختلفة و التي أعطت معدل ناقص 2 في المئة.

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

المطلب الثاني: أداء بورصة دار البيضاء

أولاً: مؤشرات تطور أداء سوق الدار البيضاء المالي

لقد كان للتطورات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها سوق الدار البيضاء، أثر كبير على زيادة الإفصاح، الشفافية، الرقابة، وحماية صغار المستثمرين مما أدى إلى تحسن في أداء السوق ككل.

للقيام بدراسة أداء سوق الدار البيضاء المالي لابد من التطرق إلى شقين أساسيين هما:

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

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

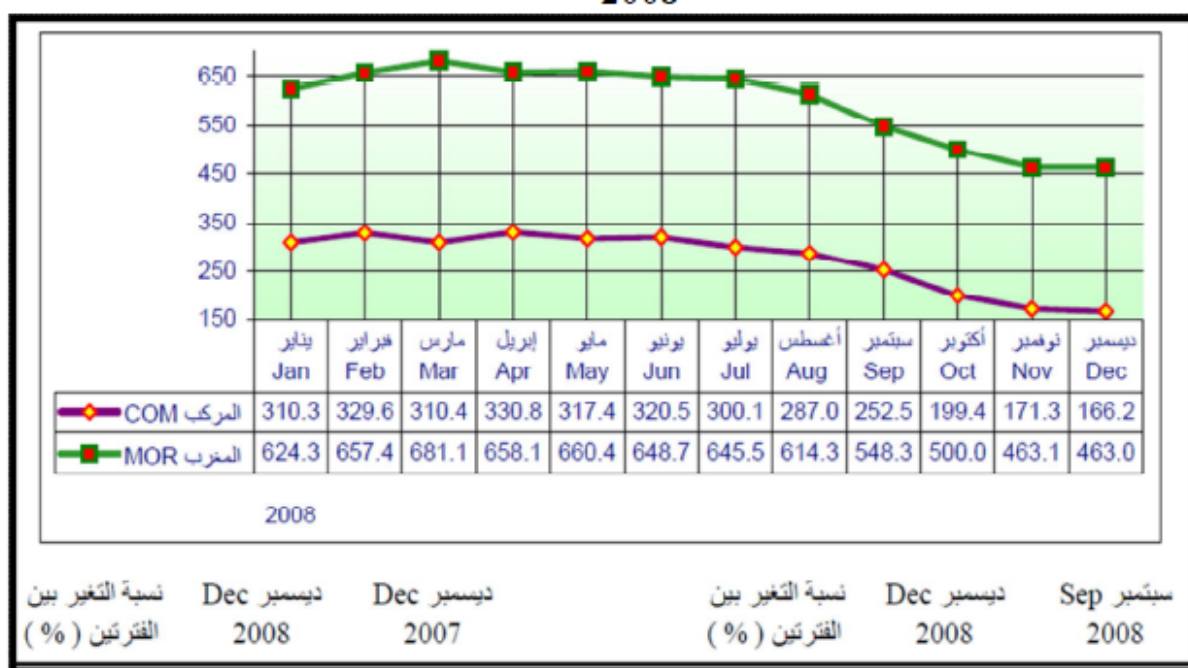
1- تطور المؤشر العام لسوق الدار البيضاء المالي⁽¹⁾

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

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

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

2008-2007



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

أظهر المؤشر الذي يحسبه صندوق النقد العربي لسوق الدار البيضاء المالي في نهاية الربع الأول من
عام 2008 ارتفاعا بلغت نسبته 19.1 % ليبلغ 681.1 نقطة مقارنة ب 571.9 نقطة في نهاية العام
السابق،

وبالمقارنة مع الربع الأول من عام 2007 ارتفع المؤشر بنحو 28.7 %.

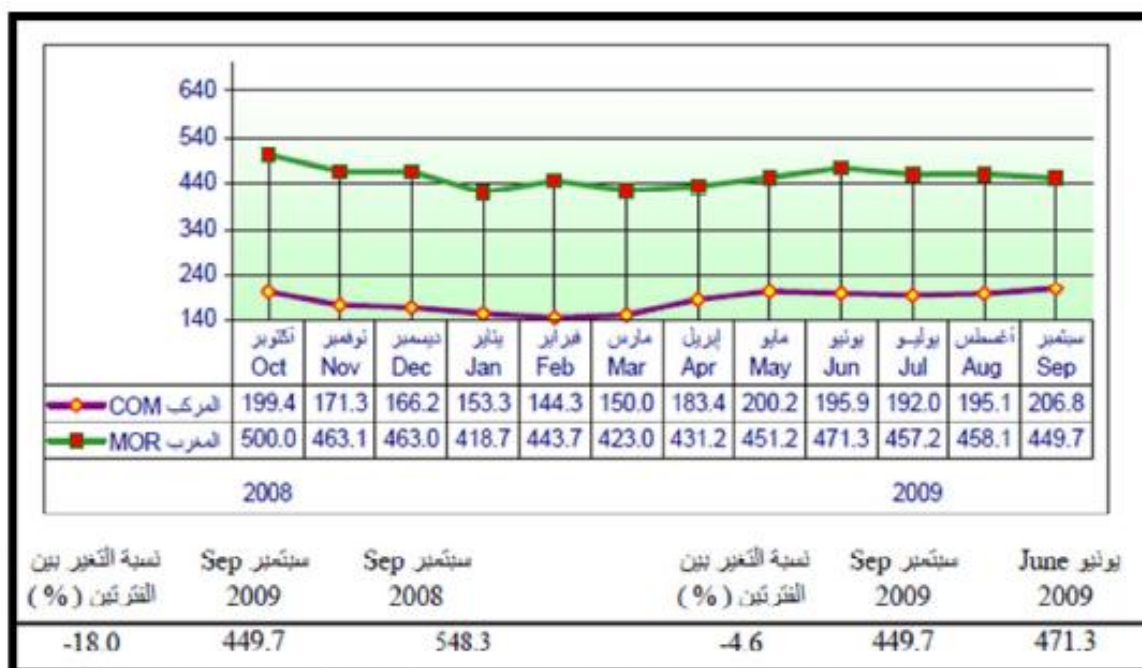
بالنسبة لنمو المؤشر العام لسوق الدار البيضاء مقارنة بمؤشرات الأسواق المالية العربية في الربع الأول
من سنة 2008 نجد أن سوق الدار البيضاء احتل المرتبة الثانية 1 ، بارتفاع نسبته 19.1 % بعد سوق
فلسطين 22.54 %، ويأتي في المرتبة الثالثة سوق الكويت بارتفاع نسبته 14.4 %، أما الربع الثاني فقد
احتل مؤشر سوق الدار البيضاء المرتبة الرابعة.

أما بالنسبة لمؤشر الصندوق المركب فقد ارتفع بنسبة 32.3 % ليصل إلى 310.4 نقطة في نهاية الربع
الأول من عام 2008 ، مقارنة مع 234.8 نقطة في نهاية سنة 2007 ، أما في نهاية سنة 2008

انخفض المؤشر المركب بنسبة 49.4 % ليصل إلى 166.2 نقطة، ومقارنة مع الربع الثالث انخفض المؤشر بنسبة 34,2 %.

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

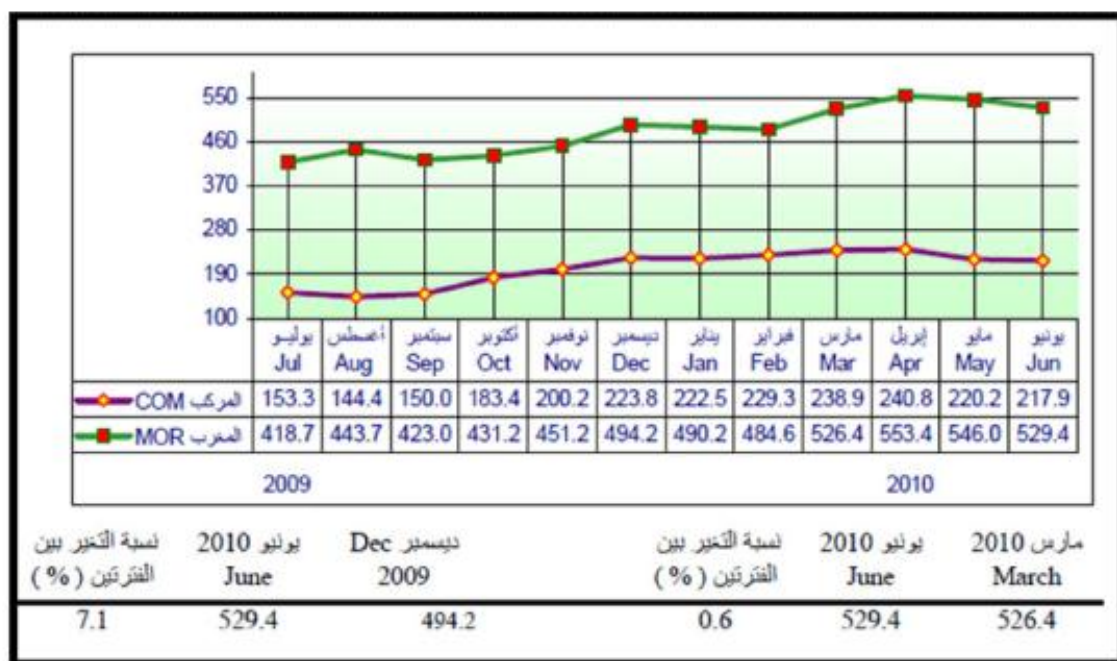
2009-2008



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 53 ، 2009 ص 59 .

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

الشكل (3-4) تطور مؤشر سوق الدار البيضاء المحسوب من قبل صندوق النقد العربي سنة 2010-2009



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

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

ثانيا: عدد الشركات المدرجة

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

المبحث الثاني: تقييم أداء محفظة الأوراق المالية لبورصة دار البيضاء

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

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

المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة**أولاً: عينة الدراسة**

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

ثانياً: تصميم دراسة الحالة:

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

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

ثالثا: اختيار القطاعات

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

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

إلا أن هناك خمس قطاعات سجلت نتائج إيجابية وارتفاعات منها المناجم (زائد95 ، 46 بالمئة)والبتترول والغاز (زائد16 ، 27 بالمئة) ، والتأمينات (زائد14 ، 57 بالمئة، والصناعة الصيدلانية) زائد9، 73 بالمئة (، التجهيزات في حدود 4 بالمئة.

و من هذا المنطلق تم اختيار قطاع المناجم، قطاع البترول و الغاز، قطاع التأمينات و قطاع الصيدلانية.

رابعا: اختيار الشركات

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

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

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

المطلب الثاني : تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من أسهم فقط

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

- أسهم شركة إميطير نرزم لها بـ X1 ، و يتمثل عدد الأسهم المراد الاستثمار فيها بـ 4 أسهم.
- أسهم شركة تأمين الوفاء تأخذ رمز X 2، و يتمثل عدد الأسهم المستثمر فيها بـ 3 أسهم.
- أسهم سوطيما يرمز لها X 3 ، و يقدر عدد أسهمها بسهم واحد.
- أسهم شركة المناجم نرزم لها بـ X 4، و يتمثل عدد الأسهم المستثمرة فيها بـ 5 أسهم.
- أسهم شركة سامير يشار إليها بـ X 5 ، يتمثل عدد الأسهم المراد الاستثمار فيها بسهمين.

أولاً: حساب العائد و المخاطرة لأسهم الشركات

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

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

الشركات	مناجم	سامير	سوطيما	تأمين الوفاء	إميطير
الوسط الحسابي	0,005660947	0,000660155	0,0000051672	0,00125311	0,00394683
الانحراف المعياري	0,000774424	0,000170792	0,000075478	0,00015955	0,00084596

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

نلاحظ من خلال الجدول أن العائد الأكبر من بين 5 شركات هو عائد سهم شركة المناجم الذي يبلغ 0,005660947 و أقل عائد سهم هي شركة سوطيما.

ونلاحظ أن أسهم شركة المناجم مخاطرها 0,000774424 أكبر من مخاطر شركة سوطيما 0,000075478

ثانيا :حساب معامل الارتباط بين عوائد الأسهم

عند تشكيل الحافظة لا يكفي قياس العائد و المخاطرة الأسهم، و لذلك يجب مراعاة معامل الارتباط بين عوائد الأسهم المختارة، و يمكن توضيح ذلك في الجدول التالي:

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

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

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

نلاحظ من خلال الجدول أن معامل الارتباط الأكبر بين الشركات هو 0.585048966 بين شركتي المناجم و اميطير لأنه أكبر معامل ارتباط موجب و يشير هذا الى أن أي حركة لعائد احدى الشركتين تتبعه حركة في نفس الإتجاه بالنسبة لعائد الشركة الأخرى ،وهذا لا يفيد في تدنئة المخاطر غير النظامية. كما نلاحظ من خلال الجدول ان معامل الارتباط الأصغر بين الشركات هو 0.07181615 - بين شركتي تأمين الوفاء و اميطير، وكذلك شركة سوطيما مع شركة اميطير حيث يبلغ معامل ارتباطهما 0.07181615 - بين شركتي تأمين الوفاء و اميطير ،وكذلك شركة سوطيما مع شركة اميطير حيث يبلغ معامل ارتباطهما 0.220662808 - لان معامل ارتباطهما سالب أما الشركات الأخرى فلديها معامل ارتباط موجب لكنه ضعيف جدا و بالتالي فان هذه المحفظة المشكلة من أسهم شركات حققت مخاطر غير نظامية لمستوى متدني

ويمكن تفسير هذا الارتباط السالب ما بين أسهم الشركات الى التنوع في أسهم الشركات .

ثالثا: حساب التباين المشترك بين عوائد أسهم الشركات
الجدول رقم (3-3) : التباين المشترك بين عوائد الأسهم

الشركات	مناجم	سامير	سوطيما	تأمين الوفاء	إميطير
إميطير	0,00311016	-0,00011201	-0,00038392	0,00155716	0,000301497
تأمين الوفاء	-0,00011201	0,000782088	0,0000822	0,000114918	0,0000618
سوطيما	-0,00038392	0,0000822	0,001109974	0,00000325	0,0000503
المناجم	0,00155716	0,000114918	0,00000325	0,002277718	0,000301667
سامير	0,000301497	0,0000618	0,0000503	0,000301667	0,000301667

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

تتشكل محفظة أوراق مالية مكونة من أسهم المحفظة (p) و أصل بدون خطر

رابعا: حساب العائد و المخاطرة للمحفظة p

1- حساب عائد الحافظ (p):

$$E(Rp) = w1E (RX1) + w2E (RX2) + w3E (RX3) + w4E (RX4) + w5E (RX5)$$

$$E(Rp) = (4/15)(0,0148006) + (3/15) (0,00626553) + (1/15) (7,75081E-05) +$$

$$(5/15) (0,01698284) + (2/15) (0,004951166)$$

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

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

2- حساب الانحراف المعياري للحافظة (P):

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

r : معامل الارتباط .

C : التباين المشترك

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

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

$$\sigma_p = 0,06356582$$

أي أن الانحراف المعياري للحافظة هو 6.35 %

المطب الثالث: تشكيل حافظة أوراق مالية مكونة من أسهم الحافظة (P) و أصل بدون خطر
إن الشركات المختارة لتكوين الحافظة المشكلة من أسهم و الأصل بدون خطر هي نفسها الشركات التي تكون أسهمها الحافظة المشكلة من أسهم فقط.

أولا: حساب عائد و مخاطرة المحفظة الأوراق المالية:

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

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

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

$$E(R)_p = 0.024$$

أي أن عائد الحافظة هو 2.4 %

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

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

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

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

$$= 0.58 \times 0.063$$

$$= 0.036$$

نستنتج أن العائد ارتفع بـ 1.25 % حيث كان 1.15 % و أصبح 2.4 % حيث أنخفضت المخاطر بنسبة 2.75 % حيث كان 6.35 % و أصبح 3.6 % حيث أن محفظة المستثمر تتميز بعائد مرتفع بأقل مخاطرة و بهذا يكون قد حقق المستثمر ما كان يرغب الوصول اليه و الجدول التالي يوضح باقي القيم عند توزيع الوزن النسبي بين المحفظة الخطرة (p) و الأصل بدون خطر .

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

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

المصدر: من إعداد الطالبة

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

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

إذا كان وزن حافظة الأسهم 58% ، و الأصل بدون خطر 52% ، فإن الحافظة ستحقق عائد قدره ؛ 2.49%، و مخاطرة قدرها 3.65% .

إذا كان وزن حافظة الأسهم 52% ، و وزن الأصل بدون خطر 58% ، فستدر الحافظة عائد قدره ؛ 2.64%، و مخاطرة بنسبة 3.27% .

إذا كان وزن حافظة الأسهم 29% ، و وزن الأصل بدون خطر 71% فإننا سنحصل عائد قدره ، 2.85% و مخاطرة قدرها 1.81% .

أما إذا كان وزن حافظة الأسهم 71% ، و وزن الأصل بدون خطر 29% فستحقق الحافظة عائد . قدره 1.81% ، و مخاطرة قدرها 0.7% .

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

المطلب الرابع : قياس أداء حافظة الأوراق المالية

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

أولا :حساب معامل بيتا:

جدول رقم (3-5) حساب معامل بيتا للحافظة (p)

اسم الشركة	معامل بيتا B	m الوزن الاستثماري	B _i m _i
X1	0.063	0.26	0,01638
X2	0.334	0.2	0,0668
X3	-0.144	0.07	0,01008-
X4	-0.0023	0.33	0,000759-
X5	0.430	0.13	0,0559
المجموع			0.128

المصدر :من إعداد الطالبة بالاعتماد على النتائج المتوصل إليها

نلاحظ من خلال الجدول أن معامل بيتا (b) المحفظة المقدر بـ 0.128 % موجب فهذا يدل على أن الأصول المالية تتأثر بتقلبات السوق .

ثانيا :حساب مؤشر ترينر:

يمثل عائد الأصل بدون خطر 3.75 %.

سنقوم بحساب مؤشر ترينر بالمعادلة التالية:

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

$$r_1 = -0,19296875$$

$$r_2 = -0,14488147$$

$$r_3 = -0,13933293$$

$$r_4 = -0,19296875$$

$$r_5 = -0,3068882$$

من خلال حسابنا لمؤشر ترينر لكل محفظة نلاحظ أن أدائها أفضل هي التي لديها معدل ييقدّر بـ 13 % المكونة من عائد قدره 2.64 % ومخاطر بنسبة 3.27 % و 52 % من محفظة الأسهم و 58 % من الأصول بدون مخاطر .

ثالثا : قياس أداء الحافظة من خلال مؤشر جونسون

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

عائد السوق يساوي -0,02 % و هو سالب لأن البورصة أنهت سنة 2011 على انخفاض شمل أساسا مؤشرها الأساسي (مازي) بنسبة 12.86 بالمئة.

$$\alpha_1 = [(0.011 - 0.0357)] - 0.063[-0.0020 - 0.0357]$$

$$\alpha_1 = -0,02707555$$

$$\alpha_2 = 0,001838167$$

$$\alpha_3 = -0,01470382$$

$$\alpha_4 = -0,00724973$$

$$\alpha_5 = - 0,00132295$$

من خلال حسابنا لمؤشر جنسن لكل محفظة نلاحظ أن أداء المحفظة الأفضل و هي المحفظة الثانية التي لديها معدل يقدر بـ 0.18 % المكونة من عائد قدره 2.49 % ومخاطرة بنسبة 3.65 % و 52 % من محفظة الأسهم و 2.49 % من الأصل بدون مخاطر .

خلاصة الفصل

لقد حققت بورصة دار البيضاء إنجازات كبيرة من وقت إنفتاحها في سنة 1929 إلى يومنا هذا، حيث أنها تحتل المرتبة الثالثة على مستوى إفريقيا، ويعود الفضل للإصلاحات المستمرة، التسيير الحكيم و ثقافة المستثمرين، و هذا إستطاعت من جمع المدخرات و استثمارها في مختلف القطاعات.

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

- أهمية المعلومة في تشكيل الحافظة .
- ضرورة حساب العائد و المخاطرة كل ورقة من أجل تحديد الوزن النسبي لكل منها .
- يوجد أصل عائد مؤكد هو الأصل بدون خطر R_f .
- يساهم الأصل بدون خطر بزيادة عائد محفظة الأوراق المالية و تدنئة مخاطرها.
- يعد قياس أداء الحافظة خطوة مهمة لا يمكن تخطيها.
- يمكن أن تكون الحافظة المختارة من خلال مؤشر جونسون ليست نفسها المختارة من طرف ترينر.
- يمكن أن يكون عائد الحافظة المختارة من خلال مؤشر قياس أداء، لا يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011 .

الخاتمة العامة
العامّة العامّة

الخاتمة العامة

إن كل مستثمر فرد أو مؤسسة هدفه هو البحث عن كيفية إنفاق تروته بشكل أمثل لتعظيم المنفعة على الأصول المالية المختلفة المشكلة للمحفظة هذا من جهة ، ومن جهة أخرى كيف يمكنه قياس أدائها وذلك بهدف الاحتفاظ بمكوناتها أو التخلص منها للانتقال إلى المحفظة الأوراق المالية أخرى ، وجذب هذا الإشكال اهتمام الاقتصاديين لتقييم وتطوير نماذج تعتبر ولحد اليوم الأساس والقاعدة في عملية بناء وتشكيل المحفظة وامتدت في مختلف مؤشرات ونماذج قياس أداء محفظة الأوراق المالية.

وبالتالي يمكن ذكر اختيار الفرضيات ونتائج البحث والتوصيات والاقتراحات وأخيرا آفاق البحث كما يلي:

أولاً: نتائج الدراسة

من خلال قيامنا بهذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج ، يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج:

1- النتائج النظرية-تمثل محفظة الأوراق المالية مجموعة من الأوراق المالية تم اختيارها بعناية لتحقيق الأهداف المرجوة

2-إن تشكيل محفظة مالية جيدة تتطلب توزيع أمثل لنسب الثروة على الأصول المكونة لها

3-يسمح نموذج خط سوق رأس المال بتحديد المحافظ المالية الكفوة بغرض الوصول إلى المحفظة المثلى

1- أما خط سوق الأوراق المالية فهو نموذج لتقييم محفظة الأوراق المالية ، كما يسمح بمعرفة الأصول المسعرة بأكثر من قيمتها للتخلي عنها والأصول المسعرة بأقل من قيمتها لجلبها لتشكيل المحفظة المالية.

2- استناد إلى نظرية تسعير المراجعة فإن المخاطر التي تؤثر على سعر الأوراق المالية تتمثل في المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة ، والذي يميز نظرية المراجعة هو شموليتها لكافة المخاطر.

3- يعتبر عنصرى العائد والأمان محددى السياس المتعبة في إدارة المحفظة المالية.

4- يبقى تقييم أداء المحفظة المالية مرحلة في عملية إدارة الاستثمار المالي.

5- النموذج المقدم من طرف شارب قام على أساس قياس مدى تغطية العلاوة للمخاطر الكلية

6- يفترض نموذج ترينور أن المخاطر تم تنويعها تنويعاً جيداً وبالتالي تم القضاء على المخاطر الغير منتظمة

10- يعرف النموذج الذي قدمه جنسن بمعامل (ألفا) وتقوم فكرة هذا النموذج على إيجاد الفرق بين العائد الإضافي وعلاوة خطر السوق.

11- كما قدم فاما نموذجاً يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر

12- يبقى الهدف الأول والأخير من تشكيل محفظة الأوراق المالية هو الوصول إلى المحفظة المثلى التي تحقق أكبر عائد بأقل مخاطرة.

ب/ النتائج التطبيقية

1- يتم اختيار أصول المحفظة وفق معلومات وبيانات .

2- يساهم الأصل بدون خطر على تخفيض مخاطر المحفظة وزيادة عائدها.

3- للوزن النسبي لأصول المحفظة أثر على عائد ومخاطرة المحفظة.

4- يقيس مؤشر ترينور أداء المحفظة ويساعد على اختيار أفضلها ، انطلاقاً من المبدأ أن المخاطر الغير النظامية تم التخلص منها ولذلك يستعمل معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية.

5- يقيس مؤشر جينسن هو الآخر أداء المحافظة ويساهم على اختيار أفضلها بالاستعانة بمعامل ألفا

6- يمكن أن تكون المحفظة ذات الأداء الأحسن المختارة من طرف مؤشر ترينور ، ليست نفسها المختارة من طرف مؤشر جينسن.

7- عائد المحفظة المشككة من أصول خطرة والأصل بدون خطر قد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر ، كما قد لا يكفي ، بحيث يتم تحديد ذلك حسب المحفظة المشككة في بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011 .

ثانياً: اختيار الفرضيات.

1- من خلال الاستعانة بتصريح مدير البورصة لدار البيضاء عن أحسن القطاعات ومن تم اختيار الشركات حسب نتائجها الصافية ، رأسمالها وتسعيرتها في سنة 2011 ، يمكن القول أن تشكيل المحفظة يتم وفق تنوع كفى وبناء على ذلك تقبل الفرضية الأولى.

2- بعد توزيع الأوزان النسبية بين أصول محفظة الأسهم المشكلة من أفضل خمس شركات في بورصة دار البيضاء لسنة 2011 والأصل بدون خطر ، ومن تم القيام بحساب عائد ومخاطر المحفظة المشكلة توصلنا أنه كلما فردنا في الوزن النسبي للأصل بدون خطر كلما ارتفع العائد و انخفضت المخاطر وبناء على هذا نكون قد أثبتنا الفرضية الثانية.

3- بما أن المحافظ المراد قياسها تتكون من أسهم وأصل بدون خطر مع عدم تماثل مخاطرها ، فإنه لا يمكننا الاعتماد على مؤشر شارب لأنه ومن جهة أخرى نجد أن مؤشر فاما يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، بذلك فلن نجد مؤشري أفضل من ترينور وجينسن في هذه الحالة ، وبهذا نكون قد أثبتنا الفرضية الثالثة.

من خلال إثباتنا للفرضيات الجزئية وإجابتنا على الأسئلة الجزئية ، نكون بذلك قد أجبنا على الإشكالية الأساسية لهذا البحث ونقول:

يمكن الاعتماد على مؤشري ترينور وجينسن في اختيار وقياس أداء المحفظة الأوراق المالية في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011

ثالثاً: التوصيات

بعد إجراء الدراسة النظرية والتطبيقية ، توصلنا إلى نتائج يمكننا من خلالها طرح بعض التوصيات التالية

1- توفير جميع المعلومات في الموقع من خلال التقارير لكي لا يلجأ الباحث إلى التقارير الأخرى مثل تقارير بنك المغرب وصندوق النقد الدولي.

2- إلزامية الإطلاع وتحليل النشريات الدورية لشركات المراد الاستثمار فيها ، ليكون الاختيار موفق لمكونات المحفظة.

3- تحديد درجة المخاطرة التي يمكن تحملها جراء اختيار مكونات المحفظة.

4- الإستعانة بالنماذج المؤشرات التي من شأنها قياس وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية.

الخاتمة العامة

إن كل مستثمر فرد أو مؤسسة هدفه هو البحث عن كيفية إنفاق تروته بشكل أمثل لتعظيم المنفعة على الأصول المالية المختلفة المشكلة للمحفظة هذا من جهة ، ومن جهة أخرى كيف يمكنه قياس أدائها وذلك بهدف الاحتفاظ بمكوناتها أو التخلص منها للانتقال إلى المحفظة الأوراق المالية أخرى ، وجذب هذا الإشكال اهتمام الاقتصاديين لتقييم وتطوير نماذج تعتبر ولحد اليوم الأساس والقاعدة في عملية بناء وتشكيل المحفظة وامتدت في مختلف مؤشرات ونماذج قياس أداء محفظة الأوراق المالية.

وبالتالي يمكن ذكر اختيار الفرضيات ونتائج البحث والتوصيات والاقتراحات وأخيرا آفاق البحث كما يلي:

أولاً: نتائج الدراسة

من خلال قيامنا بهذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج ، يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج:

1- النتائج النظرية-تمثل محفظة الأوراق المالية مجموعة من الأوراق المالية تم اختيارها بعناية لتحقيق الأهداف المرجوة

2-إن تشكيل محفظة مالية جيدة تتطلب توزيع أمثل لنسب الثروة على الأصول المكونة لها

3-يسمح نموذج خط سوق رأس المال بتحديد المحافظ المالية الكفوة بغرض الوصول إلى المحفظة المثلى

1- أما خط سوق الأوراق المالية فهو نموذج لتقييم محفظة الأوراق المالية ، كما يسمح بمعرفة الأصول المسعرة بأكثر من قيمتها للتخلي عنها والأصول المسعرة بأقل من قيمتها لجلبها لتشكيل المحفظة المالية.

2-استناد إلى نظرية تسعير المراجعة فإن المخاطر التي تؤثر على سعر الأوراق المالية تتمثل في المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة ، والذي يميز نظرية المراجعة هو شموليتها لكافة المخاطر.

3- يعتبر عنصرى العائد والأمان محددى السياس المتعبة في إدارة المحفظة المالية.

4- يبقى تقييم أداء المحفظة المالية مرحلة في عملية إدارة الاستثمار المالي.

5- النموذج المقدم من طرف شارب قام على أساس قياس مدى تغطية العلاوة للمخاطر الكلية

6- يفترض نموذج ترينور أن المخاطر تم تنويعها تنويعاً جيداً وبالتالي تم القضاء على المخاطر الغير منتظمة

10- يعرف النموذج الذي قدمه جنسن بمعامل (ألفا) وتقوم فكرة هذا النموذج على إيجاد الفرق بين العائد الإضافي وعلاوة خطر السوق.

11- كما قدم فاما نموذجاً يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر

12- يبقى الهدف الأول والأخير من تشكيل محفظة الأوراق المالية هو الوصول إلى المحفظة المثلى التي تحقق أكبر عائد بأقل مخاطرة.

ب/ النتائج التطبيقية

1- يتم اختيار أصول المحفظة وفق معلومات وبيانات .

2- يساهم الأصل بدون خطر على تخفيض مخاطر المحفظة وزيادة عائدها.

3- للوزن النسبي لأصول المحفظة أثر على عائد ومخاطرة المحفظة.

4- يقيس مؤشر ترينور أداء المحفظة ويساعد على اختيار أفضلها ، انطلاقاً من المبدأ أن المخاطر الغير النظامية تم التخلص منها ولذلك يستعمل معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية.

5- يقيس مؤشر جينسن هو الآخر أداء المحافظة ويساهم على اختيار أفضلها بالاستعانة بمعامل ألفا

6- يمكن أن تكون المحفظة ذات الأداء الأحسن المختارة من طرف مؤشر ترينور ، ليست نفسها المختارة من طرف مؤشر جينسن.

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

ثانياً: اختيار الفرضيات.

1- من خلال الاستعانة بتصريح مدير البورصة لدار البيضاء عن أحسن القطاعات ومن تم اختيار الشركات حسب نتائجها الصافية ، رأسمالها وتسعيرتها في سنة 2011 ، يمكن القول أن تشكيل المحفظة يتم وفق تنوع كفى وبناء على ذلك تقبل الفرضية الأولى.

2- بعد توزيع الأوزان النسبية بين أصول محفظة الأسهم المشكلة من أفضل خمس شركات في بورصة دار البيضاء لسنة 2011 والأصل بدون خطر ، ومن تم القيام بحساب عائد ومخاطر المحفظة المشكلة توصلنا أنه كلما فردنا في الوزن النسبي للأصل بدون خطر كلما ارتفع العائد و انخفضت المخاطر وبناء على هذا نكون قد أثبتنا الفرضية الثانية.

3- بما أن المحافظ المراد قياسها تتكون من أسهم وأصل بدون خطر مع عدم تماثل مخاطرها ، فإنه لا يمكننا الاعتماد على مؤشر شارب لأنه ومن جهة أخرى نجد أن مؤشر فاما يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، بذلك فلن نجد مؤشري أفضل من ترينور وجينسن في هذه الحالة ، وبهذا نكون قد أثبتنا الفرضية الثالثة.

من خلال إثباتنا للفرضيات الجزئية وإجابتنا على الأسئلة الجزئية ، نكون بذلك قد أجبنا على الإشكالية الأساسية لهذا البحث ونقول:

يمكن الاعتماد على مؤشري ترينور وجينسن في اختيار وقياس أداء المحفظة الأوراق المالية في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011

ثالثاً: التوصيات

بعد إجراء الدراسة النظرية والتطبيقية ، توصلنا إلى نتائج يمكننا من خلالها طرح بعض التوصيات التالية

1- توفير جميع المعلومات في الموقع من خلال التقارير لكي لا يلجأ الباحث إلى التقارير الأخرى مثل تقارير بنك المغرب وصندوق النقد الدولي.

2- إلزامية الإطلاع وتحليل النشريات الدورية لشركات المراد الاستثمار فيها ، ليكون الاختيار موفق لمكونات المحفظة.

3- تحديد درجة المخاطرة التي يمكن تحملها جراء اختيار مكونات المحفظة.

4- الإستعانة بالنماذج المؤشرات التي من شأنها قياس وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية.

قائمة المراجع

الملاحق

الملحق رقم (1): البيانات الأسبوعية الخاصة بشركة سامير لسنة 2011

العائد	آخر سعر	تعيين	الحصة
	592,00	سامير	03/01/2011
0,00844595	597,00	سامير	10/01/2011
0,01507538	606,00	سامير	17/01/2011
-0,00825083	601,00	سامير	24/01/2011
-0,04326123	575,00	سامير	31/01/2011
0,00869565	580,00	سامير	07/02/2011
0,00172414	581,00	سامير	14/02/2011
-0,01893287	570,00	سامير	21/02/2011
0,02105263	582,00	سامير	28/02/2011
-0,03264605	563,00	سامير	07/03/2011
0,04795737	590,00	سامير	14/03/2011
-0,01694915	580,00	سامير	21/03/2011
-0,00862069	575,00	سامير	28/03/2011
-0,01043478	569,00	سامير	04/04/2011
-0,01054482	563,00	سامير	11/04/2011
-0,04973357	535,00	سامير	18/04/2011
-0,00560748	532,00	سامير	25/04/2011
0,10150376	586,00	سامير	02/05/2011
0,05119454	616,00	سامير	09/05/2011
0,00162338	617,00	سامير	16/05/2011
0,02917342	635,00	سامير	23/05/2011
0,01732283	646,00	سامير	30/05/2011
0,00773994	651,00	سامير	06/06/2011
-0,01996928	638,00	سامير	13/06/2011
-0,00940439	632,00	سامير	20/06/2011
-0,01107595	625,00	سامير	27/06/2011
-0,0064	621,00	سامير	04/07/2011
-0,02415459	606,00	سامير	11/07/2011
-0,00660066	602,00	سامير	18/07/2011
-0,00332226	600,00	سامير	25/07/2011
-0,00666667	596,00	سامير	01/08/2011

08/08/2011	سامير	600,00	0,00671141
15/08/2011	سامير	601,00	0,00166667
22/08/2011	سامير	640,00	0,06489185
29/08/2011	سامير	670,00	0,046875
05/09/2011	سامير	717,00	0,07014925
12/09/2011	سامير	775,00	0,08089261
19/09/2011	سامير	822,00	0,06064516
26/09/2011	سامير	813,00	-0,01094891
03/10/2011	سامير	760,00	-0,06519065
10/10/2011	سامير	788,00	0,03684211
17/10/2011	سامير	785,00	-0,00380711
24/10/2011	سامير	775,00	-0,01273885
31/10/2011	سامير	762,00	-0,01677419
09/11/2011	سامير	778,00	0,02099738
16/11/2011	سامير	721,00	-0,07326478
23/11/2011	سامير	718,00	-0,00416089
30/11/2011	سامير	701,00	-0,02367688
07/12/2011	سامير	719,00	0,0256776
14/12/2011	سامير	739,00	0,02781641
21/12/2011	سامير	775,00	0,04871448
28/12/2011	سامير	738,00	-0,04774194
R			0,00495117
VAR			0,00128094
Cov			0,00055205
S			0,03579023
B			0,43097424

المصدر :

- البيانات متحصل عليها من موقع بورصة دار البيضاء:

<http://www.casablanca-bourse.com>

- خصائص الأصل المالي من إعداد الطالبة ببرنامج . exelle .

الملحق رقم (2): البيانات الاسبوعية الخاصة بشركة المناجم لسنة 2011

العائد	آخر سعر	التعيين	الحصة
	693,00	مناجم	03/01/2011
0,1111111	770,00	مناجم	10/01/2011
0,055844	813,00	مناجم	17/01/2011
0,00246	815,00	مناجم	24/01/2011
-0,018405	800,00	مناجم	31/01/2011
0,01875	815,00	مناجم	07/02/2011
0,018405	830,00	مناجم	14/02/2011
-0,045783	792,00	مناجم	21/02/2011
0,068182	846,00	مناجم	28/02/2011
-0,01182	836,00	مناجم	07/03/2011
0,002392	838,00	مناجم	14/03/2011
-0,027446	815,00	مناجم	21/03/2011
-0,006135	810,00	مناجم	28/03/2011
-0,037037	780,00	مناجم	04/04/2011
0,025641	800,00	مناجم	11/04/2011
0	800,00	مناجم	18/04/2011
0,10125	881,00	مناجم	25/04/2011
-0,028377	856,00	مناجم	02/05/2011
0,051402	900,00	مناجم	09/05/2011
0,012222	911,00	مناجم	16/05/2011
0,012075	922,00	مناجم	23/05/2011
0,041215	960,00	مناجم	30/05/2011
-0,015625	945,00	مناجم	06/06/2011
-0,021164	925,00	مناجم	13/06/2011
-0,003243	922,00	مناجم	20/06/2011
-0,016269	907,00	مناجم	27/06/2011
-0,003308	904,00	مناجم	04/07/2011
-0,005531	899,00	مناجم	11/07/2011
0,001112	900,00	مناجم	18/07/2011
-0,011111	890,00	مناجم	25/07/2011
0,011236	900,00	مناجم	01/08/2011
0,068889	962,00	مناجم	08/08/2011

15/08/2011	مناجم	963,00	0,00104
22/08/2011	مناجم	1120,00	0,163032
29/08/2011	مناجم	1140,00	0,017857
05/09/2011	مناجم	1266,00	0,110526
12/09/2011	مناجم	1210,00	-0,044234
19/09/2011	مناجم	1325,00	0,095041
26/09/2011	مناجم	1331,00	0,004528
03/10/2011	مناجم	1546,00	0,161533
10/10/2011	مناجم	1585,00	0,025226
17/10/2011	مناجم	1690,00	0,066246
24/10/2011	مناجم	1651,00	-0,023077
31/10/2011	مناجم	1670,00	0,011508
09/11/2011	مناجم	1650,00	-0,011976
16/11/2011	مناجم	1645,00	-0,00303
23/11/2011	مناجم	1617,00	-0,017021
30/11/2011	مناجم	1610,00	-0,004329
07/12/2011	مناجم	1604,00	-0,003727
14/12/2011	مناجم	1600,00	-0,002494
21/12/2011	مناجم	1585,00	-0,009375
28/12/2011	مناجم	1550,00	-0,022082
R			0,0169828
VAR			0,0023233
Cov			-3,655E-05
σ			0,0482003
B			-0,0023598

المصدر :

- البيانات متحصل عليها من موقع بورصة دار البيضاء:

<http://www.casablanca-bourse.com>

- خصائص الأصل المالي من إعداد الطالبة ببرنامج exelle.

08/08/2011	سو طيما	1275,00	0
15/08/2011	سو طيما	1275,00	0
22/08/2011	سو طيما	1275,00	0
29/08/2011	سو طيما	1275,00	0
05/09/2011	سو طيما	1232,00	-0,0337255
12/09/2011	سو طيما	1232,00	0
19/09/2011	سو طيما	1232,00	0
26/09/2011	سو طيما	1270,00	0,03084416
03/10/2011	سو طيما	1270,00	0
10/10/2011	سو طيما	1210,00	-0,0472441
17/10/2011	سو طيما	1140,00	-0,0578512
24/10/2011	سو طيما	1141,00	0,00087719
31/10/2011	سو طيما	1155,00	0,01226994
09/11/2011	سو طيما	1155,00	0
16/11/2011	سو طيما	1150,00	-0,004329
23/11/2011	سو طيما	1150,00	0
30/11/2011	سو طيما	1100,00	-0,0434783
07/12/2011	سو طيما	1150,00	0,04545455
14/12/2011	سو طيما	1150,00	0
21/12/2011	سو طيما	1103,00	-0,0408696
28/12/2011	سو طيما	1103,00	0
R			7,7508E-05
VAR			0,00113217
Cov			-0,0001641
σ			0,03364778
B			-0,1449359

المصدر :

- البيانات متحصل عليها من موقع بورصة دار البيضاء:
- <http://www.casablanca-bourse.com>
- خصائص الأصل المالي من إعداد الطالبة ببرنامج .exelle.

الملحق رقم (3): البيانات الأسبوعية الخاصة بشركة سوطيما لسنة 2011

العائد	آخر سعر	تعيين	الحصة
	1130,00	سوطيما	03/01/2011
0,05309735	1190,00	سوطيما	10/01/2011
0	1190,00	سوطيما	17/01/2011
0,03361345	1230,00	سوطيما	24/01/2011
0,02439024	1260,00	سوطيما	31/01/2011
-0,0555556	1190,00	سوطيما	07/02/2011
0,08235294	1288,00	سوطيما	14/02/2011
0,00931677	1300,00	سوطيما	21/02/2011
-0,0384615	1250,00	سوطيما	28/02/2011
0	1250,00	سوطيما	07/03/2011
0,04	1300,00	سوطيما	14/03/2011
0	1300,00	سوطيما	21/03/2011
0	1300,00	سوطيما	28/03/2011
0	1300,00	سوطيما	04/04/2011
-0,0576923	1225,00	سوطيما	11/04/2011
-0,0595918	1152,00	سوطيما	18/04/2011
0	1152,00	سوطيما	25/04/2011
-0,0225694	1126,00	سوطيما	02/05/2011
0,08436945	1221,00	سوطيما	09/05/2011
0	1221,00	سوطيما	16/05/2011
0	1221,00	سوطيما	23/05/2011
0,05569206	1289,00	سوطيما	30/05/2011
0	1289,00	سوطيما	06/06/2011
-0,0186191	1265,00	سوطيما	13/06/2011
-0,0505929	1201,00	سوطيما	20/06/2011
0,05995004	1273,00	سوطيما	27/06/2011
0,00157109	1275,00	سوطيما	04/07/2011
0	1275,00	سوطيما	11/07/2011
-0,0305882	1236,00	سوطيما	18/07/2011
0,01941748	1260,00	سوطيما	25/07/2011
0,01190476	1275,00	سوطيما	01/08/2011