جامعة يحى فارس

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

عنوان المذكرة:

التنويع كآلية للحد من مخاطر المحافظ المالية

دراسة حالة بورصة الدار البيضاء خلال عام 2016.

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: مالية وإدارة المخاطر

إعداد الطالبتين:

-بن عائشة زليخة.

-بن شارف أمال.

تحت إشراف الاستاذ:

-زاهي محمد الأمين.

أمام لجنة المناقشة

-زرواطي محمد	رئيسا
-زاهي محمد الأمين	مشرفا
-باصور كمال	ممتحنا

السنة الجامعية: 2017/2016

الملخص:

يعد التنويع من التقنيات المستخدمة في إدارة المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية حتى ولو كانت عوائد هذه الأوراق المالية عوائد مستقلة ومتساوية ذات خصائص مخاطرة واحدة.

يهدف هذا البحث إلى دراسة مدى مساهمة التنويع في تدنئة المخاطر الكلية وعلى وجه الخصوص المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية المسعرة في بورصة دار البيضاء للأوراق المالية، كما تضم عينة الدراسة مجموعة من الشركات المدرجة في سوق دار البيضاء.

ولقد بينت هذه الدراسة أن المخاطر غير النظامية لحافظة الأوراق المالية تنخفض بالتنويع الأمر الذي يؤدي إلى استقرار نسبي في عائد المحفظة.

الكلمات المفتاح :الأصول المالية، الحافظة المالية، التنويع ، المخاطر.

Résumé :

La diversification se considère parmi les techniques utilisées dans la gestion des risques des titres exposés et les feuilles financière , même si les rendements de ces titres des rendements indépendants et égaux avec les caractéristiques d'un seul risque .

Cette recherche a pour but d'étudier l'ampleur de la contribution de la diversification dans la minimisation des risques globale et du risque est particulièrement irrégulière dans le portefeuille de titres libellés sur la Bourse de Casablanca , comme notre échantillon le démontre sur un groupe de sociétés sur le marché de Casablanca .

Et cette étude a montré que le risque du portefeuille irrégulier de titres diminue la diversification qui conduit à une relative stabilité dans le portefeuille de rendement.

Mots clés: actifs financiers, portefeuille financier, la diversification, le risque.

بِسْمِ اللَّه الرَحْمانِ الرَّحِيْم

﴿ رَبَّنَا لاَ تُؤَاخِذْنَا إِنْ نَّسِيْنَا أَوْ أَخْطَأْنَا رَبَّنَا وَلاَ تَحْمِلْ عَلَيْنَا إِصْرًا كَمَا حَمَلْتَهُ عَلَى الذِّيْنَ مِنْ قَبْلِنَا رَبَّنَا و لاَ تُحَمِلْنَا مَا لاَ طَاقَةَ لَنَا بِهِ

و أَعْفُ عَنَا و أغْفِرْ لَنَا و ارْحَمْنَا أَنْتَ مَوْلاَنَا فَانْصُرْنَا عَلَى القَوْمِ الكَافِرِيْنَ ﴾

صَدَقَ اللَّه العَظِيْم.

– سورة البقرة الآية: (286) –

الفصل الأول:

الإطار النظري للاستثمار في

حافظة الأوراق المالية.

تمهيد

يشغل الاستثمار المالي اهتمام كثير من الباحثين والمختصين بشؤون الاقتصاد والمال، وازداد أهمية في السنوات الأخيرة من القرن العشرين نتيجة لنمو أسواق المال وتطور المؤسسات المالية، حيث يوفر هذا الأخير للمستثمر حيازة أصول مالية كالأسهم والسندات، ونظرا للأهمية الكبرى التي تتمتع بها البورصة والمتمثلة في عكسها لمختلف التغيرات والتطورات الاقتصادية العالمية إضافة إلى أنها مكان التقاء أصحاب الفائض والعجز وفيها يتم تداول الأصول المالية المختلفة، وتعطى التشكيلات المختلفة لهذه الأصول المالية ما يعرف بالحافظة المالية والتي نالت حيزا كبيرا من كتابات المختصين في شؤون المال والاقتصاد وسعيا لمواكبة المستجدات الخاصة بحق الاستثمار في محفظة الأوراق المالية فقد خصصنا هذا الفصل متناولين فيه أهم المحاور والتي نراها أساسية للموضوع:

- **المبحث الأول:** ماهية المحفظة الأوراق المالية.
- **المبحث الثاني:** نظريات محفظة الأوراق المالية.
- **المبحث الثالث:** تقديم بورصة القيم المنقولة.

المبحث الأول :ماهية المحفظة المالية.

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

المطلب الأول :التعريف بالمحفظة المالية والهدف من تشكيلها:

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق رأس المال، وتزداد أهمية مكانتها من يوم لآخر نظرا للتطورات الهامة التي تشهدها هذه الأسواق ولتنوع أدواتها المالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة الاهتمام بها أكثر فأكثر.

الفرع الأول: تعريف المحفظة المالية.

تعرف المحفظة المالية على: " أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها"[1].

كما تعرف" بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال[2].

وعليه يمكن تعريف المحفظة المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها عائدها، مدة استحقاقها، نوعها...، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنويع، وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنيه خطرها ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية مثل : أسهم، سندات، مشتقات مالية...الخ .تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها.

[1] محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة،سنة 1999 ، ص65.

[2] محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، مؤسسة النشر الجامعية، مصر،سنة 2005 ، ص267.

الفرع الثاني: الهدف من تشكيل المحفظة المالية.

الغرض من تشكيل المحفظة المالية يكمن في:

1. تحقيق العائد الأمثل للمحفظة بأقل مخاطرة:

إذ تمثل عوائد وأرباح محفظة الأوراق المالية نسبة هامة من الأرباح الإجمالية للمؤسسة، مما يمكن المؤسسة من التوسع وتحقيق النمو وتقليل المخاطر[1].

2. المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة:

إن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تستلزم الاستعداد لتقبل المخاطر إلا أن هذا الاستعداد يجب أن يبتعد عن المخاطرة برأس المال الأصلي والتي تتحقق عن طريق تنويع الأصول المالية المكونة لها[2].

3. الحفاظ على قدر من السيولة:

وذلك من خلال الاستثمار في أدوات قابلة للتحويل إلى سيولة بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي والتعثر لدى الشركات.

4. تأمين الحصول على دخل مستمر:

وذلك لتلبية احتياجات المستثمرين وفقا لحاجاتهم ولتسديد مصاريفها التشغيلية.

5. المزج بين الأوراق المالية:

يعد التنويع أحد أهم أهداف المحفظة، وذلك بالمزج بين الأصول المالية الأسهم أو السندات، أومن حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأسمال المحفظة أي تحديد الأوزان النسبية.

6. **تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:**

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

7. **التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين:**

لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير[3].

---

[1] عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، **ادارة البنوك و تطبيقاتها**، الطبعة الأولى، دار المعرفة الجامعية ،الإسكندرية، مصر ، ص 317.

[2] دريد كامل آل شبيب، **ادارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار المسير للنشر ولتوزيع ،الأردن ،2010 ، ص 17.

[3] محسن أحمد الخضيري، مرجع سابق، ص65.

المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية.

تختلف المحافظ المالية من حيث الأصول المكونة لها ومن حيث الأهداف المرجوة منها وبالاعتماد على هذين المعيارين يمكن أن نميز بين المحافظ التالية[1]:

1. محفظة الدخل (العائد):

وهي التي تهدف إلى تحقيق أقصى العوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية، أومن الفروقات الأسعار، غير أن المسألة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة، وهنا تتباين سلوكيات المدراء ما بين التحوط والمغامرة، ويفترض هؤلاء عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد وإلا تنعكس النتائج السلبية على وظائفهم.

2. محفظة النمو(الربح):

وهي التي تسعى للحفاظ على وتائر نمو كامل الأصول والعوائد، وهنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساس لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة.

3. المحفظة المتخصصة:

وهي نادرا ما تشكل، وإن شكلت فتكون مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة والذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع مبدأ المحفظة المالية والذي هو التنويع.

4. المحفظة المتوازنة:

وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام في مكونات المحفظة، وهو ما يمكن تحقيقه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة، والطويلة الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد وهذا يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة.

5. المحفظة المتنوعة:

وهي التي تسعى إلى تنويع محتويات المحفظة لتشمل غالبية الأوراق المالية التي من المتوقع أن تعطي عوائد ايجابية، وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن الديناميكي حيث تمكن من تعويض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات الأرباح التي تتحقق من الأوراق الأخرى، فيكون التوازن مستمرا ويحافظ المستثمر في محافظهم ربحية مقبولة ومتنامية[2].

---

[1] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة** ، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، الأردن،سنة 2006 ، ص ص 25-27.

[2] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق ، ص ص 25 -27.

6. **المحفظة المهاجمة:**

هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطرة كبيرة، لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص.

7. **المحفظة الحذرة:**

هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تأمين وضمان زيادة في رأس المال وفي نفس الوقت تحقيق عائد معين، ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة التوفيق بين انتظام العوائد ونموالدخل، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكيم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير، والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل.

8. المحفظة المضاربة:

تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة، لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة[1].

9. المحفظة الدولية:

تعتبر المحفظة الدولية من أدوات الاستثمارية الحديثة التي أخذت تلاقي اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين، ولعل من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ هي ميزة التنويع التي توفر للمحفظة سمة الأمان النسبي، وذلك فإن المحفظة الدولية تكون في العادة منوعة تنويعا جيدا وينظر إليها من ثلاث زوايا هي:

- ✓ **تنويع الأصول** : ذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات المالية.
- ✓ **التنويع الجغرافي**: لأن رأسمال المحفظة يكون موزعا على أوراق مالية من عدة دول.
- ✓ **تنويع العملات**: بسبب التنويع الجغرافي لأصول، تتنوع أيضا العملات التي لها تقييم هذه الأصول[2].

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه مهما كان نوع المحفظة المالية فان كل الأنواع تشترك في عدة أهداف أبرزها:

- ✓ المحافظة على رأس المال الأصلي.
- ✓ استقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة ووفقا لطبيعة المحفظة المالية.
- ✓ النموفي رأس المال.
- ✓ المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.
- ✓ القابلية للسيولة والتسويق.

[1] Josette Peyrard, **La Bourse**, Vuibert, France, 1998, pp 211-213.

[2] محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005 ، ص194.

المطلب الثالث: وظائف ومراحل بناء المحفظة المالية.

تقوم الحافظة المالية بوظائف مختلفة وجب القيام بها،كما أن اختيارها يتم عبر مراحل لبنائها بشكل جيد.

الفرع الأول: وظائف المحفظة المالية

تقوم الحافظة المالية بوظائف عديدة لعل أهمها[1]:

- ✓ إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق السائدة.
- ✓ توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق.
- ✓ تحصين العمليات الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية خاصة بالنسبة للضرائب.
- ✓ تعزيز قيم موجودات الحافظة المالية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر.
- ✓ توفير الأمان بالنسبة للاستثمار من خلال ربط بين سلوكي التحوط والعقلانية مع القبول بهامش معين للمخاطرة،وذلك من خلال تنويع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية.
- ✓ اختيار الأصول المالية على أساس إسهاماها النسبية في الحافظة الكلية وذلك بناءا على مسوحات أولية للأسواق والفرص المتاحة.
- ✓ بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجرى فيها مواجهة السوق.

الفرع الثاني: مراحل بناء المحفظة المالية

إن اختيار المحفظة المالية يتم عبر ثلاث مراحل[2]:

1. اختيار الأفق الزمني:

يمكن القول بأن نماذج المحفظة تحدد مدة زمنية معينة لحمل الأسهم، ولا يتم خلال هذه المدة أية صفقة للأسهم، وقد تم تحديد الحد الأدنى للأفق الزمني مع المعلومات المتوفرة، وتكلفة تحليل تلك المعلومات ب06 أشهر إلى سنة وقد يمتد إلى سنتين، وتحت أغلب الظروف فإن أفق السنة الواحدة هوالحل الملائم، إذ يمكن التنبوء بالتغيرات الاقتصادية بشكل دقيق بحيث تكون تقديرات العائد وتكلفة .إذ أن **rich**

---

[1] سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية المالية لتسيير المحفظة –دراسة قياسية لأسهم المسعرة في بورصة تونس–**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير ، غير منشورة ،جامعة ورقلة ،الجزائر،سنة 2009، ص14.

[2] شهاب الدين حمد النعيمي، **إدارة المعرفة وتطور وسائل بناء المحفظة المالية**،المؤتمر السنوي العلمي الرابع، جامعة الزيتونة الأردنية، 26 – 28 أفريل 2004، ص ص 7-8.

و**kritzman** يؤكدان على التحليل القريب من الواقع، وضرورة وجود مدة زمنية مناسبة وتنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد.

2. **تهيئة المدخلات الحساسة:**

تعتبر هذه المرحلة أي مرحلة تهيئة المعلومات والمدخلات الحساسة من أهم المراحل، باعتبار أن مخرجات هذه المرحلة تكون مدخلات للمرحلة التالية في بناء وتشكيل المحفظة المالية التي تحقق رغبات المستثمر من حيث العائد والخطر، ولذلك يعد التحديد الدقيق للمتغيرات التي تقيس العائد المتوقع والمخاطرة للورقة المالية ذات أمر مهم جدا فيما يتعلق بإجراءات بناء المحفظة.

3. **نموذج تقدير المحفظة:**

هناك العديد من الدراسات التي قام بها الباحثون والكتاب والتي أسفرت عن نماذج ونظريات في مجال بناء وإدارة المحافظ المالية، هذه الأخيرة التي تساعد مدير المحفظة على بناء محافظ مالية وإدارتها، بناءا على رغبات المستثمرين ومراقبة التطورات التي تحدث على خصائص المحفظة نتيجة لتطورات خصائص مكوناتها.

المطلب الرابع: آليات تكوين محفظة مالية ناجحة.

هناك عدة مبادئ وقيود لابد للمستثمر – صاحب المحفظة أوالقائم على تشكيلها –أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليتحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة، سنذكر بعض منها:

الفرع الأول: مبادئ المحفظة المالية.

1. **مبدأ القياس الكمي:**

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

2. **مبدأ الشمول:**

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

3. **مبدأ الارتباط:**

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

4. **مبدأ الجودة:**

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

5. **مبدأ التنويع:**

إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة، ويمكن أن يأخذ التنويع عدة أشكالا أهمها[2]:

- تنويع قطاعي (تنويع قطاعات، النشاط الاقتصادي).
- تنويع سوقي (أسواق حاضرة/ مستقبلية، أسواق محلية/ أجنبية).
- التنويع في الأوراق المالية (أسهم /سندات).

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

[2] سعيد سيف النصر، **دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء**، مؤسسة شباب الجامعة،مصر، ص10 .

- التنويع في نوعية الورقة المالية:
  - أسهم ممتازة /أسهم عادية.
  - سندات الشركات /سندات حكومية .
  - سندات متغيرة الفائدة /سندات ثابتة الفائدة .
  - سندات المساهمة / شهادات الاستثمار.

الفرع الثاني: قيود تكوين محفظة أوراق مالية.

ويمكن التمييز بين القيود التالية[1]:

1. **قيود زمنية:**

ونعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له سواءا كان قصير أم متوسط المدى.

2. **قيود مالية أورأسمالية:**

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

3. **قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة:**

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

4. **قيود ضريبية وإلزامية:**

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

5. **قيود ومحددات المخاطر:**

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

[1] محسن أحمد الخضيري،مرجع سابق، ص 69.

المبحث الثاني: نظريات محفظة الأوراق المالية.

في نهاية الخمسينات وبداية الستينات بدأ المهتمون بشؤون الاستثمار، يركزون على المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية، وقد بدأ ذلك في أعمال هاري ماركويتز.

المطلب الأول : نظرية ماركويتز.

لقد قام " ماركويتز " بتطوير طريقة لحل مشكلة المحفظة المالية من خلال مقالة له سنة **1952** بعنوان **journal of finance** حيث قدم مقاربة تسمى بمقاربة (معدل – تباين) والذي نال عليها جائزة نوبل سنة 1990[1].

الفرع الأول : التعريف بالنظرية

وتعرف نظرية المحفظة :" بأنها نظرية معيارية تعني بالقرارات المالية الرشيدة التي تخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين عائد وخطر الاستثمار في موجودات معينة مادية أو مالية"[2].

وتصف هذه النظرية المستثمر بالرشد، إذ يسعى لاختيار الاستثمار الكفء من بين البدائل المتاحة له كما تستند على أسس النظرية الاقتصادية في تفسير سلوك المستهلك لتفسير سلوك المستثمر.

الفرع الثاني: افتراضات النظرية

تقوم نظرية المحفظة على عدة فروض أساسية، من أهمها ما يلي:

- أن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن.
- أن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، وأن منحنى المنفعة عكس له تناقص في المنفعة الحدية للثروة.
- النظر إلى المخاطر على أساس كونها التقلب في العائد.
- أن القرار الاستثماري يقوم على متغيرين أساسيين هما العائد والخاطرة.
- أن المستثمر يبغض المخاطرة.

إن جوهر هذه النظرية هو توضيح أثر المخطر والارتباط والتنويع على العائد المنتظر من المحفظة ويمثل عائد المحفظة مجموع عوائد الأصول المالية المشكلة للمحفظة مرجحة بأوزانها النسبية واستندت هذه النظرية على مبدأين:

[1] فلاح حسين الحسيني مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة البنوك:مدخل كمي و إستراتيجي معاصر**، دار وائل للنشر و التوزيع، رام الله ، فلسطين ،ص 155.

[2] فلاح حسين الحسيني ، مؤيد عبد الرحمن الدوري ، المرجع السابق ، ص104.

- تدنئة المخاطر عند مستوى معين من المردودية.
- تدنئة المخاطر وتعظيم المردودية[1].

كما سبق وأن أشرنا إلى أن هذه النظرية تبين أثر التنويع على العائد حيث يسمح التنويع بالوصول إلى مستوى أقل من المخاطر عند نفس المستوى من المردودية، وبما أن التنويع متاح ولجميع المستثمرين فإن السوق لن يدفع علاوة المخاطر التي يتحملها المستثمرون لعدم تنويع أوراقهم[2].

وأما معامل الارتباط فهو مقياس إحصائي يعبر عن العلاقة بين متغيرين والمتمثلة في العلاقة بين عوائد الأوراق المالية حيث أن قيمته محصورة بين 1 + و1 -، ويأخذ معامل الارتباط ثلاث حالات:

0فإذا كان الارتباط بين ورقتين x وy يساوي الواحد الموجب أي r = +1معنى ذلك وجود ارتباط تام موجب والتنويع بهذه الأصول يكون غير مجدي وهو ليس من مصلحة المستثمر.

وإذ ا كان r= -1 معنى ذلك وجود ارتباط تام سلبي بمعنى أن الخسارة المحققة في إحدى الورقتين معوضة تماما بالعوائد المحققة في الورقة الثانية وهو يقضي نهائيا عن المخاطر.

وأما إذا كان r = 0 يعني عدم وجود ارتباط أو أن عوائد الأوراق المالية مستقلة تماما عن بعضها البعض أي أنه لا يوجد تأثير بين العوائد إلا أنه لا يقضي نهائيا عن المخاطر.

[1] Harry M, Markowitz, **fondation of portfolio theory**, par site web : www.nobelprize.org/…/markowitz lecture.pdf. consulté le 10/01/2017. 10:57

[2] http://www.biddle.com/documents/bcg_comp_chapter2.pdf" consulté le 14/01/2017.à 16:19.

المطلب الثاني : نموذج تسعير الأصول المالية.

الفرع الأول:مدخل للنموذج.

قدم هذا النموذج شارب ولينتز عام 1964 والذي حاز على جائزة نوبل تقديرا على جهوده، ويعتبر هذا النموذج من النماذج الرائدة في سوق الأوراق المالية حيث يعتبر من أدوات التحليل التي تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة الملازمة لهذا السهم عندما يتم الاحتفاظ به كجزء من محفظة استثمارية متنوعة.

إن المخاطر التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطر السوقية والتي تقاس بمعامل بيتا، ويقصد بمخاطر السوق تلك المخاطر التي تترك أثارها على جميع الأوراق المالية نتيجة عوامل مشتركة اقتصادية وسياسية واجتماعية وغيرها حيث تصيب الاقتصاد الوطني ككل ولا يمكن تجنبها من خلال التنويع في محفظة الأوراق المالية، ويقوم هذا النموذج على تحديد معدل العائد المتوقع والمطلوب من قبل المستثمرين في الأوراق المالية[1].

الفرع الثاني: فرضيات النموذج

يقوم هذا النموذج على الفرضيات الأساسية التالية:

يتميز السوق بالكفاءة وقدرة المستثمرين على الإقراض والاقتراض دون الخضوع إلى كميات إجبارية، يتميز السوق المالي بالمنافسة التامة، يملك المستثمرين نفس التوقعات حول العوائد المنتظرة وذلك راجع لتجانس المعلومة [2].

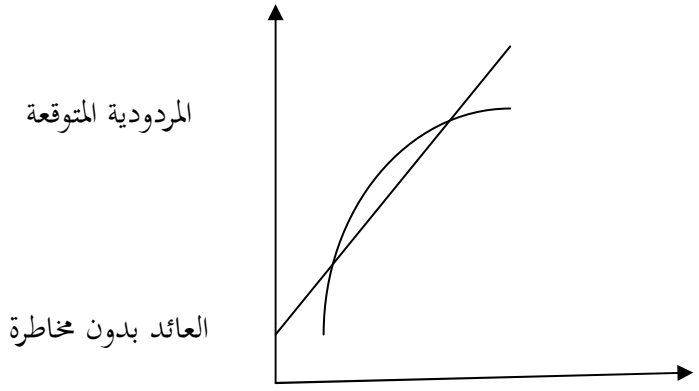
نظرا لأن التنويع بالاستثمار يخفض الخطر مع ذلك يبقى خطر لا يزول وعليه سيكون المستثمر مهتم بمعرفة العلاقة بين الخطر والعائد لكل سهم في المحفظة وهذا ما يوضحه خط سوق رأس المال إلا انه يوضح هذه العلاقة للمحافظ المالية والكفأة فقط إن المجموعة الكفأة في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لن يتغير عن المجموعة الكفأة التي تم التوصل إليها عندما تم إسقاط فرضيتي الإقراض والاقتراض على نموذج ماركويتز، إلا أن الجديد في الأمر هو أن المحفظة الخطرة المثلى التي يعبرها هذا الخط هي محفظة السوق، ويطلق على هذا الخط بالمجموعة الكفأة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يسمى بخط سوق رأس المال. وذلك حسب ما يوضحه الشكل التالي:

---

[1] http://www.biddle.com/documents/bcg_comp_chapter2.pdf consulté le 13.21:.à 20/01/2017

[2] محمد قاسم خصاونة، **أساسيات الادارة المالية**، الطبعة الأولى ،دار الفكر، الأردن،سنة2011 ، ص125 .

الشكل 1-1: خط سوق رأس المال.



Source: Pierre vernimmen, **finance d'entreprise**, dalloz, 6e edition, paris, 2005,p 430.

وقد تم تجسيد هذه العلاقة حسب نموذج تسعير الأصول المالية على مستوى الأوراق المالية على انفراد أو أي محفظة مالية، وذلك من خلال تحديد المردودية المطلوبة انطلاقا من المخاطر المرتبط بها وذلك يعني أن المردودية المطلوبة من مستثمر معين تساوي معدل العائد بدون مخاطرة زائد علاوة المخاطرة غير القابلة للتنويع– المخاطر النظامية–، وذلك حسب المعادلة التالية:

$$K= rf + B \times (KM-rf)$$ .....المعادلة رقم 1-1

حيث[1]:

K: المردودية الموقعة. .

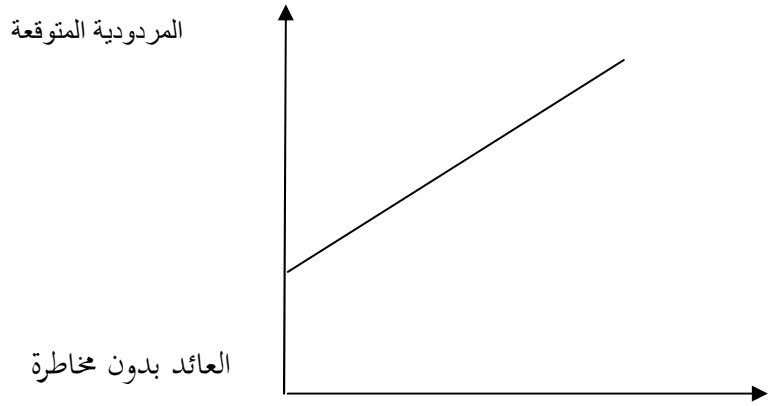
rf : العائد بدون خطر.

B: معامل بيتا والذي يعكس حساسية عائد الورقة لعائد السوق.

KM: عائد محفظة السوق.

[1] Pierre vernimmen, **finance d'entreprise**, dalloz ,6e edition, paris,2005, p 444-445.

الشكل1– 2: خط سوق الأسهم.



Source: Pierre vernimmen, opcit ,p 448.

الفرع الثالث :انتقادات النموذج.

هناك عدة إنتقادات وجهت لهذا النموذج نلخصها فيما يلي[1]:

- الاعتماد على فرضية السوق الكفء والتي تبقى كنظرية.
- الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المردودية.
- فرضية استقرار بيتا، فنموذج تسعير الأصول هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية ويسمح بتحديد المردودية المتوقعة كدالة في المخاطر النظامية، ومن ثم يستوجب حساب بيتا التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن.
- صعوبة تطبيق النموذج خاصة في تحديد معدل المردودية الخالي من المخاطرة والذي يبقى نظري فسندات الحكومة لا تتعرض لمخاطر الإفلاس، تحت فرضية الدولة لا تفلس، لكن قد تنطوي على مخاطر أخرى.
- يرفض النموذج المستثمرين ممن يقبلوا بعوائد قليلة في مقابل التعرض لمخاطرة شديدة.
- يفترض النموذج أن عوائد الأسهم تتأثر بنوع معين من المخاطر وهي المخاطر النظامية، في حين يتجاهل المخاطر غير النظامية :

[1] علي بن ظب،**دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة ببورصة الكويت خلال الفترة مابين 2006 – 2008** ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير،غير منشورة، جامعة قاصدي – مرباح ورقلة، الجزائر، ص ص91، 90 .

- يفترض النموذج أن لجميع المستثمرين قدرات متساوية في الحصول على المعلومات (فرضية تجانس توقعات المستثمرين)، لكن لا يمكن تحقق هذا الفرض في الواقع لأن السوق لا تتمتع بكفاءة تامة.

I. الدراسات التوسعية للنموذج:

يوجد نوعين من الدراسات التي عرفها الشكل المبسط للنموذج نوع يتعلق بالفرضيات، أما الثاني يتعلق في إدراج العديد من العوامل كمصادر للمخاطرة مثل الضرائب، الأرباح وعوامل أخرى، والتي نحاول تلخيص البعض فيها فيما يلي:

II. إدراج أثر الضرائب:

قام Breman بدراسة أثر الضريبة على تسعير الأصل المالي، إلى جانب المخاطرة النظامية وهو عائد الأرباح الموزعة[1].

ومن بين نتائج هذه الدراسات التوسعية النماذج التالية:

1. نموذج تسعير الأصل المالي ب B صفري:

حيث ارتكزت هذه الدراسة والتي قام بها black على عدم وجود أصول مالية بدون مخاطرة (مضمونة)، وبالتالي يعوض العائد المضمون في النموذج الأصلي بحافظة مكونة من أصول معرضة للمخاطرة والتي تكون غير مرتبطة بحافظة السوق، وتعرف هذه الحافظة بنموذج الأصل المالي B معدوم نظرا لكون التباين المشترك معدوم .

2. النموذج المستمر لتسعير الأصل المالي:

تدخل هذه الدراسة على النموذج الأصلي اهتمامات المستثمر بفرص الاستثمار المستقبلية.

ومن أهم التوسعات التي عرفتها هذه النماذج أيضا، يمكن ذكر استعمالها في الأسواق العالمية أو ما يعرف ب (INTERNATIONAL CAMP)أي نموذج التسعير الدولية، ويرمز له ب ICAMP حيث بدلا من استعمال لفظ السوق المحلية لدراسة المخاطرة نستعمل حافظة عالمية وهي عبارة عن سلة من الأوراق المالية من مختلف أسواق العالم، ومن التوسعات التي عرفها النموذج أيضا نموذج التسعير الشرطي أو ما يرمز له CCAMP حيث يسمح هذا النموذج للمخاطرة B بأن تكوين متغيرة عبر الزمن وليست ثابتة كما هو الحال في النسخة الأولية للنموذج[2].

---

[1] منصوري الحاج موسى،**اثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية حالة سوق دبي المالي** ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة ، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص 32 .

[2] عائشة بخالد ، **التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة** 2007- 2008 ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة، الجزائر،سنة 2010 ، ص 58 -59.

المطلب الثالث :نظرية المراجحة.

الفرع الأول: التعريف بالنظرية.

تعتبر هذه النظرية والمقترحة من قبل ROSS سنة 1976 تعميما لنموذج CAMP وتسمى أيضا بنموذج متعدد العوامل وهي العوامل الاقتصادية التي تؤثر سعر الورقة فنجد منها: عوامل عامة وهي عوامل السوق وعوامل خاصة متعلقة بالمؤسسة، وهي نظرية توازنية تحكم العلاقة بين عوائد الأوراق المالية والمتغيرات المؤثرة على العائد، حيث أن النموذج لا يزودنا بعوامل محددة وإنما تختلف العوامل باختلاف المحللين والمستثمرين، حيث انه يتم إعطاء وزن لكل عامل يعكس حساسية الورقة المالية لهذا العامل ويرجع ذلك لتقدير الشخص لحجم المخاطر[1].

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

الفرع الثاني: فرضيات النموذج.

تقوم نظرية المراجحة على عدة فرضيات نذكر منها:

1. توجد تكاليف سمسرة ولا ضرائب على الأرباح الرأسمالية حيث يتمتع السوق المالية بالمنافسة الكاملة.
2. أن المستثمر يتصف العقلانية ويحاول تعظيم ثروته.
3. أن عوائد الأوراق المالية هي عبارة عن محصلة لعدد من العوامل التي تؤثر على الأوراق المالية.
4. هناك توقعات متشابهة بشأن العوامل المؤثرة على الأوراق المالية.
5. تساوى معدل العائد على الإقراض والاقتراض.
6. لا توجد مخاطر محيطة بعملية الترجيح المربح[2].

[1] **Risque management and financial dérivatives**,par site web : http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855_chap1.pdf consulté le 29/01/2017.à 12:33

[2] Aswath Damodaran, **Finance D'Entreprise**, 2e edition revue et corrigée, de boéck, 2008, paris, pp 243-245.

- **معادلة نموذج تسعير المراجحة:**

تستخدم المعادلة التالية كنموذج تسعير المرجحة:

$$\mathbf{R = E + bf + e}$$ .....المعادلة رقم1-2

حيث

R : العائد الفعلي.

E : العائد المتوقع.

b : معامل بينا ويمثل 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.

توضح المعادلة أن العائد الحقيقي أو الفعلي يساوي العائد المتوقع إضافة إلى حساسية العوامل المتغيرة على الزمن بالإضافة إلى المتبقي من المخاطر، وأنه في حالة ما إذا كان هناك ثلاثة أو أربعة عوامل تؤثر على كفاية النموذج الملائم ويؤثر على العوامل في عائد سوق الأسهم ولذلك يمكن أن يكون النموذج وفق الشكل التالي حيث يتم إضافة العوامل الأخرى إليه.

$$\mathbf{R = E + (b1)(f1) + (b2)(f1) + (b3)(f3) + (b4)(f4) + e}$$ ...المعادلة رقم1-3

تمنح هذه النظرية للمستثمرين مجموعة من المتغيرات التي تسمح بتحديد مردودية الأسهم، يتمثل جوهر هذه النظرية في تأثير مجموعة من المتغيرات نظاميا في المردودية المتوسطة للأوراق المالية في الأجل الطويل، وتعتبر هذه النظرية بديل لنموذج تسعير الأصول المالية كونها أكثر عمومية منه، وتستند إلى قيود ومحددات أقل، لكنهما لا يمثلان النموذجين الوحيدين بل هناك العديد من النماذج تشبه نموذج المراجحة ونموذج تسعير الأصول المالية من حيث وجود علاقة خطية موجبة بين العائد والمخطر النظامي ومع هذا فهي تستند على مجموعة من الفروض والإجراءات المختلفة عن نموذج تسعير الأصول المالية، فهولا يعتمد على المحفظة السوقية ولكنها تتنبأ بالمخاطر السوقية المؤثرة على معدل العائد المتوقع حيث هذه النظرية وجود العديد من المخاطر النظامية المؤثرة على عائد الورقة المالية [1].

[1] علي بن ضب ، مرجع سابق ص 92

المطلب الرابع :نماذج قياس أداء حافظة الأوراق المالية.

تتعدد نماذج قياس أداء حافظة الأوراق المالية إلا أن أهمها تنقسم إلى ثلاث طرق قدمها ترينور Treynor سنة 1965 وشارب Sharpe سنة 1966 وجنسن Jensen سنة 1998، وتعد هذه الطرق من الطرق التقليدية الأولى في هذا المجال والتي رغم تعرضها إلى عدة انتقادات في الأبحاث الحديثة إلا أنها لا زالت تعتبر من أهم الطرق المشهورة[1].

الفرع الأول :نموذج انجاز شارب.

إن مؤشر شارب للأداء هو عبارة عن عرض للعلاقة بين العائد المتوقع للمحفظة جيدة التنويع وخطرها في صورة نسبة [2] ويطلق على المؤشر اسم العلاوة على التقلب في العائد[3]، ويرمز لها بالرمز Sp ويحسب بالعلاقة التالية:

$$SP = \frac{Rp - rf}{\delta p}$$

.....المعادلة رقم 1-3

حيث :

Sp :مؤشر شارب لقياس أداء المحفظة المالية .

Rp: متوسط معدل العائد خلال فترة القياس.

Rf:معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

(δp):مخاطر المحفظة مقاسه بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة .

إن المقدار $(Rp - RF)$ يمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يسمى علاوة الخطر، ولابد أن نشير إلى أن مؤشر شارب يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية التي تتكون من مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وبذلك يمكن القول أن مؤشر شارب يحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة المالية نظير كل وحدة واحدة من المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في هذه المحفظة[4].

إن مؤشر شارب يعتمد على خط سوق رأس المال كمرجع لقياس الأداء، حيث يسمح بمقارنة العلاوة المتوقعة على خطر المحفظة المدارة مع انحرافها المعياري أو مخاطرها الكلية، كذلك يسمح مؤشر شارب بمقارنة قيمته الخاصة بالمحفظة مع قيمته الخاصة بالسوق وهذا لمعرفة إذا ما كان العائد المتوقع للمدير يكفي لتعويض الخطر

---

[1] Mondher Bellalah, Yeves Simon : **Option** , **Contrat à terme et gestion des risques** , 2éme édition Econcmica, Paris, 2003, P 261 .

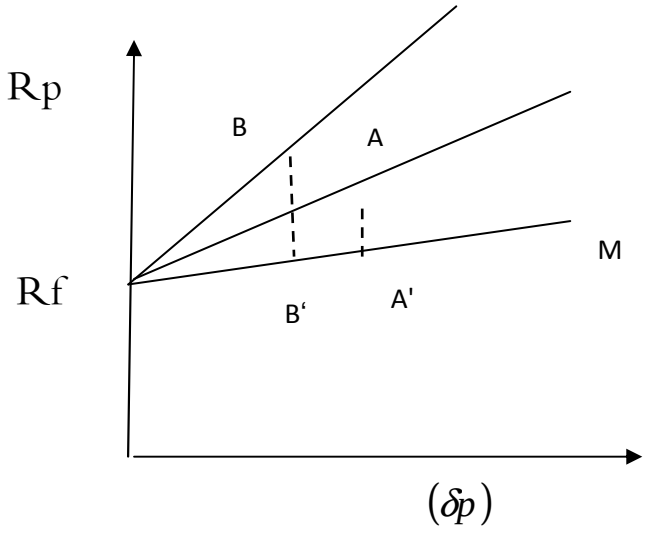
[2] Pascal Grandin : **Mesure de performance des fonds ;methode et résultat**, Economica, France, 1998, P 27.

[3] محمد صالح الحناوي ، **تحليل الأسهم والسندات** ، مرجع سابق ،ص 282 .

[4] pascal Grandin , opcit, P(28).

الواقع، ولتوضيح الفكرة أكثر نفترض أن هناك مدير محفظة مالية له هدف معين وتهدده مخاطر، وبالتالي فأمامه إستراتيجيتين لإدارة المحفظة، إما أن يستثمر جزء من المبلغ في محفظة السوق وجزء في أصول خالية من المخاطر، وإما أن يختار أصول خطرة، وبذلك يكون الفرق بين الإستراتيجيتين موضح في الشكل الموالي:

شكل رقم 1-3: التمثيل البياني لمؤشر شارب للأداء .



.**Source** : pascal Grandin , opcit, P(28)

من خلال الشكل يمكن القول أن :مؤشر شارب يساوي ميل كلا من الخطوط:"RF ،M ،A B" [1].

أداء المحفظة A أفضل من أداء المحفظة ' A التي هي عبارة عن توليفة بين محفظة السوق والأصول الخالية من المخاطر مع العلم أن درجة مخاطرتها متماثلة .

أداء المحفظة B أفضل من أداء المحفظة ' B التي هي عبارة عن توليفة بين محفظة السوق والأصول الخالية من المخاطر، أما درجة مخاطرتها فهي متماثلة.

إن المدير الكفء لا بد له أن يختار المحفظة ذات الأداء الجيد، لذا نجده يختار بين A وB إلا أنه وباستعمال مؤشر شارب يختار المحفظة B وهذا لأن الفارق (B-B') أكبر من الفارق (A-A')

أي أن مؤشر شارب للمحفظة B أكبر من مؤشر شارب للمحفظة A،

[1] Pascal Grandin, OP cit, PP 28-29.

ومنه فإن المسير إذا أراد قياس أداء محفظته، لابد عليه أن يقارن بين مؤشر شارب للمحفظة ومؤشر شارب للسوق، وعندما يكون المؤشر الخاص بالمحفظة أكبر من المؤشر الخاص بالسوق فهذا يعني أن أداء المحفظة أفضل من أداء المحفظة السوق[1].

وكنتيجة يمكن الوصول إليها هي أن كل محفظة تقع على خط سوق رأس المال فإن مؤشر شارب الخاص بها يساوي مؤشر شارب الخاص بالسوق، وكذلك كل محفظة تقع على خط يكون أعلى من خط سوق رأس المال فهذا يعني أن هذا الخط يتميز بميل أكبر من ميل خط سوق رأس المال.

وتجدر الإشارة إلى أن أسلوب شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين تلك الحوافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط، كذلك إن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة، ويرى البعض أن فكرة التنويع إذا ما توفرت داخل المحفظة فإن ذلك يعني القضاء على المخاطر غير المنتظمة وتبقى فقط المخاطر المنتظمة والتي تقاس بمعامل بيتا β [2].

الفرع الثاني :نموذج ترينور.

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

$$TR = \frac{Rp - rf}{\beta i}$$

..... المعادلة رقم 1-4

حيث:

T : مؤشر ترينور لقياس الأداء.

R p :عائد المحفظة.

r f: العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر .

βi : معامل بيتا للمحفظة.[3]

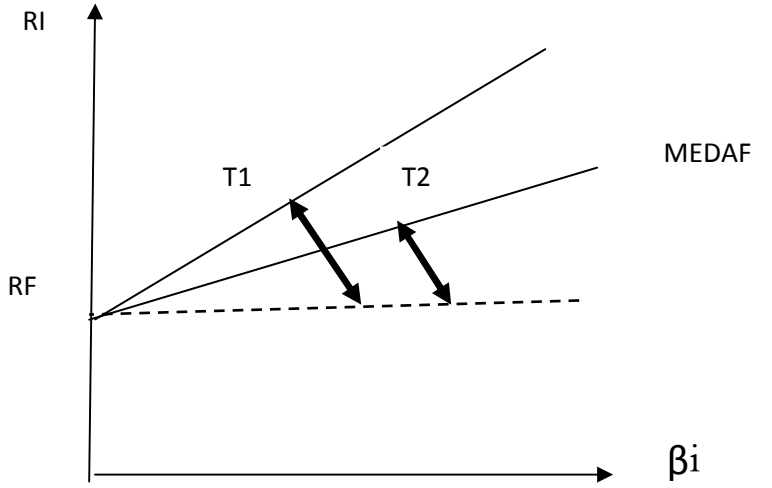
[1] Mondher Bellalah, OP cit , PP 262 -263 .

[2] محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، ص 285 - 282 .

[3] خالد وهيب الراوي، **إدارة المخاطر المالية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة ، عمان،سنة 2009 ، ص 395.

إن الحوافظ المالية ذات أكبر قيمة للمؤشر هي أحسنهم أداء وبالمقابل كل محفظة ذات قيمة أكبر من الفارق ($RM - RF$) تعتبر أحسن أداء من محفظة السوق على اعتبار أن معامل بيتا مساوي للواحد ويمثل المنحنى التالي طريقة ترينور لقياس الأداء.

شكل رقم1– 4:التمثيل البياني لمؤشر ترينور للأداء.



Source : Bruno jacquillatbruno, solnik,P(187)

إن المحفظة 1 تعتبر أحسن المحافظ أداء خلال فترة القياس مقارنة بالمحفظة "2 " وهذا لأن $T1$ أكبر من $T2$.[1]

إن مؤشر ترينور في هذا الرسم البياني هو بمثابة ميل للخط الذي يمر بالعائد الخالي من المخاطر ليصل إلى المحفظة p ولذلك نجد أن ميل المحفظة 1 أكبر من ميل المحفظة 2 على اعتبار أن هذه الأخيرة تقع على خط سوق رأس المال الخاص بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وبالتالي تكون المحفظة 1 ذات قيمة أكبر لمؤشر ترينور وهذا ما يعني أن أداء المحفظة 1 أحسن من أداء المحفظة 2.

[1] خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص397.

الفرع الثالث : نموذج جنسن.

هو عبارة عن مقياس مطلق لا يستعمل لقياس أداء المحفظة المعينة بالنسبة لمؤشر محفظة السوق، كما لا يعتبر كمقياس إجراء ترتيب لأداء عدة عوامل حوافظ مالية على عكس المؤشرين السابقين. وقد رمز جنسن لمؤشره بالمعامل ألفا α[1]. كما هومبين في المعادلة التالية :

$$\alpha=(Rp-rf)+\beta(R_M-rf)$$ .....المعادلة رقم 1-5

حيث:

α معامل جنسن لقياس أداء المحفظة المالية.

R_M معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطر.

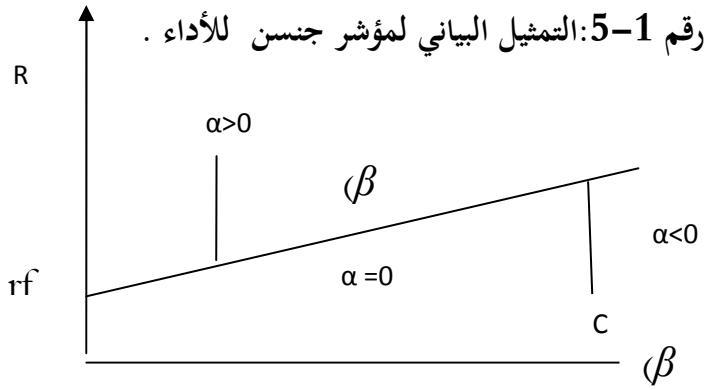
rf معدل عائد محفظة السوق.

β معامل بيتا للمحفظة المالية.

R_P معدل عائد المحفظة.

وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدار للعائد فالمقدار الأول فهو يمثل الفرق بين عائد المحفظة والعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ويطلق على هذا المقدار بالعائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين عائد محفظة السوق وعائد الاستثمار الخالي من المخاطر ويطلق على هذا المقدار بعلاوة خطر السوق أما الفرق بين المقدارين الأول والثاني فيمثل العائد غير المفسر من طرف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وتشير المعادلة السابقة إلى أن كون معامل ألفا موجب فهذا يعني الأداء الجيد للمحفظة، وعندما يكون معامل ألفا سالب فيشير هذا إلى الأداء السيئ للمحفظة وأما كون معامل ألفا معدوما فيدل ذلك على أن عائد المحفظة لا يختلف عن عائد السوق وبالتالي عائد التوازن[2].

شكل رقم 1-5:التمثيل البياني لمؤشر جنسن للأداء .



Source : Bruno jacquillat bruno solnik, op cit, P(30)

[1] Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik ,OP cit, P180 .

[2] محمد صالح الحناوي ، مرجع سابق، ص 298 .

معامل ألفا الخاص بالمحفظة A موجب وهذا لأن الفرق بين عائد المحفظة A وعائد السوق موجب وبالتالي فأداء الحفظة A جيد.

معامل ألفا الخاص بالمحفظة B معدوم وهذا لأن الفرق بين عائد المحفظة ل B وعائد السوق معدوم، وبالتالي فأداء المحفظة هو عائد توازن .

معامل ألفا الخاص بالمحفظة C سالب، وهذا لأن الفرق بين عائد المحفظة C وعائد السوق سالب، وبالتالي فأداء المحفظة C سيء.

المبحث الثالث: تقديم بورصة القيم المنقولة.

نتعرف في هذا المبحث على مفهوم بورصة القيم المنقولة ووظائفها والأدوات المتداولة فيها كفاءتها.

المطلب الأول: مفهوم بورصة القيم المنقولة ووظائفها.

تعد البورصة مثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما، وهذا بصفة مستمرة وهي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي، عن طريق الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات.

الفرع الأول :مفهوم بورصة القيم المنقولة.

قبل أن نتطرق لمفهوم بورصة القيم المنقولة علينا تعريف البورصة بمفهومها العام، والتي هي عبارة عن مكان التقاء الأفراد والمحدد بزمن معين تهدف إلى تبادل أو تحديد أسعار سلع أو بضائع أو أصول مالية ونصنف البورصة إلى أنواع متعددة منها: بورصة البضائع الحاضرة، بورصة العقود الآجلة، بورصة المعادن النفيسة، بورصة الخدمات، بورصة اليد العاملة، بورصة الأوراق المالية أو القيم المنقولة[1].

فهذه الأخيرة قد ورد لها عدة تعاريف لاختلاف وجهات النظر الباحثين أهمها :

حسب أسامة الفولي وزينب عوض الله فإن بورصة القيم المنقولة : هي سوق منظمة، تتداول فيها الأسهم، والسندات، والمشتقات المالية تتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب[2].

أما صلاح الدين حسن السيسي عرفها على أنها سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال وفي مواعيد محددة غالبا ما تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، ويتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب[3].

أما محمد براق فقد حاول إعطاء تعريفا شاملا للبورصة على أنها هي مكان أو سوق يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون معتمدون، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة من أسهم وسندات أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف بتسعيرة البورصة والتي إما تكون بالتقابض عمليات عاجلة "أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في البورصة وتحت مراقبة السلطات العمومية ضمانا لحرية التعامل والعلانية، والبورصة هي سوق تتم فيه عمليات البيع والشراء، فعندما يشتري عميل فهو يشتري من عميل أخر وعندما يبيع فهو يبيع لعميل آخر، أما البورصة نفسها لا تشتري ولا تبيع[4].

---

[1] DANIEL COYEAU; AMINE NTARAZI; **LA BOURSE**; LA DICOUVERTE; 1eédition; Paris ;p 10.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، **بورصات الأوراق المالية**، الطبعة الأولى ،عالم الكتب للنشر والتوزيع ، القاهرة، مصر،سنة 2003 ، ص14.

[3] أسامة االفولى، زينب عوض الله ، **اقتصاديات النقود والتمويل**، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، مصر ،سنة 2005 ، ص 265 .

[4] سويسي الهواري، **تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر2007-2008،ص115.

الفرع الثاني: وظائف بورصة القيم المنقولة.

تعتبر البورصة هي المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية ومدى نجاح السياسات المالية والاقتصادية ومظهر من مظاهر التقدم الحضاري والثقافي ويمكن تقسيم وظائف البورصة إلى قسمين رئيسيين هما:
وظائف الرئيسية،ا الوظائف التابعة[1].

أ. الوظائف الرئيسية:

تعتبر تلك الوظائف الركيزة الأساسية التي لو عجزت البورصة عن القيام بها فإنها بذلك تكون قد فقدت أهم وأبرز أسباب قيامها واستمرارها وتتمثل هذه الوظائف في ما يلي:

❖ **إتاحة الفرصة لسوق مستمرة للأوراق المالية كوسيلة لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته:**

وذلك لأن دوافع وأسباب الاستثمار والادخار هي المحرك الأساسي لعمليات التداول في البورصة وهي غير محددة بزمن معين ولكنها تخضع لظروف الحياة ذاتها ومتطلباتها واحتياجاتها.

❖ **تحديد الأسعار المناسبة للأسهم والسندات:**

وترتبط هذه الوظيفة ارتباطا وثيقا بالوظيفة السابقة، وتتمثل في الموائمة بين السيولة والسعر بحيث يتم تجميع الطلب والعرض في مكان واحد ووقت واحد ليتحدد السعر العادل بتلاقيهما ويتم ذلك عن طريق السماسرة والوسطاء والمتخصصين وذلك حسب ما تلزمه الجهات المسؤولة.

ب. الوظائف التابعة:

❖ **تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:**

قد يحدث أنها تهبط الأسعار نتيجة الدورات الاقتصادية ولكن قد يكون هناك بعض المسرفين في تشاؤمهم الذين يضغطون على السوق ويزيدون من حدة الهبوط والعكس صحيح في حالة التفاؤل، وتؤدي البورصة دور هام هنا سواء عن طريق المتخصصين في إحداث التوازن بالشراء في حالة هبوط الأسعار بدون مبرر أو البيع في حالة ارتفاع الأسعار.

❖ **سلامة تقييم المشروعات وحسن وتوجيه المدخرات:**

أن الأسعار التي يتم التعامل بها تعبر عن حقيقة قيمة المشروعات التي تتداول أوراقها، وهذا يؤدي إلى اتجاه المستثمرين بمدخراتهم إلى المشروعات الأكثر ربحية.

❖ **إتاحة المجال لاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل:**

قد يشتري المستثمر أسهم الشركات للاحتفاظ بها فيكون الاستثمار طويل الأجل أو لإعادة بيعها مرة أخرى في مدة قصيرة فتكون قصيرة الأجل.

---

[1] مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه ،**بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ،مصر،سنة 2009 ص ص14-21.

❖ **مؤشر للحالة الاقتصادية:**

أن البورصة هي مرآة التي تعكس مدى نجاح السياسات الاقتصادية والمالية، وتشير الأرقام القياسية للأسعار في البورصة إلى ما سوف تكون عليه الحالة الاقتصادية.

❖ **نشر الوعي المالي الاستثماري:**

وذلك لأن قوانين البورصة تلزم الشركات أن تنشر كافة البيانات المالية دوريا على الجمهور لزيادة المعلومات لديهم عن الشركات المتداولة.

المطلب الثاني :الأدوات المتداولة في بورصة القيم المنقولة.

ويتم التعامل في البورصة بقيم منقولة متعددة، ونوضحها كما يلي:

الفرع الأول: أدوات الملكية.

وتتمثل في الأسهم وهي جزء من رأس المال الشركة وبموجبه يصبح حامله شريكا في رأس المال وله الحق في استرجاع قيمة السهم نهاية المحددة، مع الاستفادة من توزيع الأرباح أو تحمل الخسائر[1].

ونميز بين أنواع عديدة من الأسهم لعل أهمها:

1. **الأسهم العادية:**

حق الاشتراك في مجلس إدارة الشركة، وأولوية الاكتتاب بأسهم جديدة، والحق في نقل الملكية، وتصنف في المرتبة الثالثة من حيث الحصول على التوزيعات [2].

2. **لأسهم الممتازة:**

ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، شأنه شأن السهم العادي، ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة السهم العادي وذلك سواء في الربح الموزع سنويا، أو عند قسمة ناتج التصفية[3].

الفرع الثاني : أدوات الدين.

تتمثل في السندات وتعرف على أنها التزام مالي تعاقدي بين المقرض والمقترض يتعهد بموجبه هذا الأخير تقديم مدفوعات إلى المقرض والمتمثلة في الفائدة، تدفع خلال فترة محدد، إضافة إلى أصل المبلغ[4].

---

[1] الياس بن ساسي، يوسف قريشي،**التسيير المالي– الادارة المالية**– ، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر،عمان،سنة 2006 ص437.

[2] هو شيار معروف، **الاستثمارات و الأسواق المالية**، دار صفاء للنشر و التوزيع، الاردن،سنة 2003 ص437.

[3] محمد البشير بن عمر، **دراسة أثر بعض المتغيرات المالية و الاقتصادية على أسعار الأسهم حالة بورصة الأردن**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة،2009 الجزائر ،سنة 2010 ص 116.

[4] الياس بن ساسي، مرجع سابق ص 437

تعد السندات وسيلة تستعملها الشركات للحصول على رؤوس أموال في شكل ديون طويلة الأجل، وتتميز بالخصائص التالية:

- ذات عائد ثابت.
- أولوية الحصول على كافة حقوقهم إذا ما تم تصفية الشركة.
- تتميز بمخاطر أهمها : تقلبات أسعار الفائدة، وإمكانية الاستدعاء عند انخفاض أسعارها[1].

ومن أشكال السندات نذكر:

1. السند مستحق الوفاء بعلاوة إصدار:

وهو سند صادر بسعر الإصدار، ويسترجع في أجل محدد بسعر أعلى يتضمن علاوة الإصدار.

2. السند العادي:

هو سند صادر بقيمة اسمية محددة تدفع عند الاكتتاب وعند أجل استحقاقه، حيث يتحصل المكتتب السند الاسمية إضافة إلى فائدة على قيمة ثابتة.

3. السند المضمون:

وهو سند صادر بقيمة اسمية يكتتب بفائدة ثابتة، تتميز غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامله من طرف حكومة، أوبنك أو مؤسسة.

4. السند القابل للتحويل:

وهو سند قابل للتحويل إلى أسهم أو إلى شكل آخر من السندات حيث يمكن أن يتحول المستثمر من دائن إلى مساهم[2].

[1] عاطف وليم أندوراس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر، سنة 2005، ص 19 .

[2] إلياس بن ساسي مرجع سبق ذكره، ص 43 .

الفرع الثالث: المشتقات المالية.

تعرف المشتقات المالية بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية التي تكون موضع العقد :أسهم، سندات، سلع، عملات أجنبية...الخ حيث يمكن للمستثمر الذي يتعامل بها إذ يحقق أرباح أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضع العقد[1]، ويهدف استعمالها إلى التحوط من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات الكثير من الأصول كما يستعمل لغرض المضاربة.

وتنقسم المشتقات المالية إلى:

I. **عقود الخيار:**

تعطي لحاملها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما بسعر محدد مسبقا مقابل دفع علاوة العقد ويبقى هذا الحق صالحا حتى تاريخ استحقاقه ومشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يمكنه من تحقيق أرباح ولا يخسر مشتري الخيار أمام محرر العقد إلا العلاوة بينما يترك أمامه مجال الربح مفتوحا[2].

1. أنواع عقود الخيار:

- **خيار الشراء** :إتفاق بين مشتري الاختيار ومحرره، يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأصول في أو قبل تاريخ معين وبسعر معين متفق عليه مسبقا، عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد ويكون ثمن العقد ثمنا رمزيا.
- إن هذا الاختيار لا يعطي لمشتريه الحق في أي شيء ملموس طالما لم يتم تنفيذه، فليس لحامله أي حق مباشر في أرباح الجهة المصدرة، ونضيف أنه يستحيل وجود اختيار الشراء على سهم شركة معينة، إلا إذا كانت توقعات المشتري وتوقعات المحرر بشأن السعر المستقبلي للأسهم مختلفة.
- **خيار البيع**:عقد بين طرفين مشتري الاختيار ومحرر الاختيار، موضوعه اختيار بيع عدد من الأوراق المالية لطرف ثاني بسعر متفق عليه مقدما وخلال فترة زمنية معينة، أو عند تاريخ معين، ويتيح اختيار البيع فرصة لحامله وذلك لحماية نفسه من خطر انخفاض القيمة السوقية للأصول التي يمتلكها[3].

---

[1] عاطف وليم أندوراس، المرجع السابق،ص 1.

[2] سحنون محمود، محسن سميرة، **مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات**، ملتقى الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس، سطيف ،الجزائر ، أكتوبر 2009 .

[3] Bernard Bellatanie : **La Bourse** (**mecanisme et financement d'entreprise**), université de lyon, 2éme édition , 1985, p120.

II. العقود الآجلة:

وهي التزام لشراء أوبيع كمية معينة لأصول في تاريخ معروف، وبسعر محدد ويسمى بسعر التسليم ويحدد هذا الأخير وحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين، ولا يمكن تسوية مدفوعات العقد قبل تاريخ الاستحقاق[1].

III. العقود المستقبلية:

تقوم هذه التقنية على مبدأ الموازنة بين الخسارة والفرص في السوق الفوري مقابل ربح معين، فإن العقود المستقبلية تتمثل في اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل معين في المستقبل بسعر محدد لكن على خلاف العقود الآجلة فالعقود المستقبلية يتم تداولها في البورصة، ويسمح شراء العقود المستقبلية بالحماية ضد ارتفاع الأسعار، أما بيعها فيسمح بالحماية من انخفاض الأسعار[2].

IV. عقود المبادلة:

وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات خلال فترة مستقبلية، تسمح هذه العقود بالحماية ضد مخاطر الفائدة ومخاطر الصرف وتستجيب لاعتبارات أخرى كتحسين المردودية، تخفيض الضرائب، القابلية للمقاصة...الخ.[3]

---

[1] Pascal François**;Les prduits dérivés financiers** ;Duanod; 1erédition , Paris; 2005, p5.

[2] Josette peyrard; **Gestion Financiére internationale**; vuibert; 5e edition ,Paris, 1999 pp:122-123 .

[3] Mondher Bellalah; **gestion des risques de taux d'intérêt et de change**; 1e edition; de boeck; Paris,2005,p 253 .

المطلب الثالث :كفاءة بورصة القيم المنقولة.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة بورصة القيم المنقولة.

يصطلح على الكفاءة بأنها القدرة على تحقيق المخرجات من مدخلات محددة أو القدرة على تحقيق الحجم نفسه باستخدام أدنى قدر من المدخلات[1]، أما كفاءة السوق فتعني مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة، ويقصد بالانعكاس الكامل أن المستثمر يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ويحللها ويستعين بها في توقعاته، وعلى أساس ذلك يتخذ قرار الشراء، حيث المستثمر الرشيد يستخدم معيار العائد والمخاطرة في تحديد قيمة الورقة المالية، فالمشتري ينظر إلى قيمة الورقة على أنها أعلى سعر للحصول عليها، في حين البائع يعتبر هذه القيمة أدنى سعر للبيع، وبذلك يتحدد السعر، وأية معلومة جديدة تستلم لتصبح معلومة متاحة يستجيب لها السوق بسرعة لخلق سعر توازن للورقة المالية والذي يجعل سعر الورقة المالية في السوق مساوية لقيمتها العادلة أو قريبة منها[2].

مما سبق يتضح أنه في ظل السوق الكفء فالمستثمر لا يحتاج إلى وقت طويل لمعرفة ما إذ ا كانت الورقة مسعرة تسعيرا خاطئا، وذلك لعدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة العادلة للورقة، لذا يتفاعل المستثمرين فيما بينهم لتحقيق سعر التوازن، دون أن يتاح لأي مستثمر ميزة الحصول على معلومات من شأنها أن تمنحه فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب المستثمرين الآخرين.

الفرع الثاني: مميزات سوق الكفء.

يتميز السوق الكفء ب:

- المنافسة الكاملة في السوق أي عدم وجود قوى احتكارية على الأسعار لوجود عدد كبير من المتعاملين في السوق بحيث يكون المشاركون متلقون للسعر فضلا عن تحديدهم له.
- كفاءة التشغيل فلابد أن تتوفر كافة الآليات التي يتمكن من إصلاح أي خلل في التسعير.
- كفاءة السعر أي أن يبنى سعر الورقة أساس معلوماتي وليس على أساس إشاعات عامة .
- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.

---

[1] قريشي محمد الجموعي ، **قياس الكفاءة الاقتصادية في المؤسسات المصرفية دراسة نظرية و ميدانية للبنوك الجزائرية خلال الفترة** 1994 – 2003 أطروحة لنيل شهادة الدكتورا في العلوم الاقتصادية ، غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، ما بين الفترة 2005 -2006 ، ص 8 .

[2] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام ، **الاستثمار بالأوراق المالية تحليلي و إدارة**، دار المسيرة ،الطبعة الأولى، الأردن، 2004 ص134 – 135.

– حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

المطلب الرابع :مؤشر بورصة القيم المنقولة واستخداماته.

الفرع الأول :مفهوم مؤشر بورصة القيم المنقولة.

يتم قياس متوسط أداء البورصات العالمية باستخدام عدد من المؤشرات، وهناك مؤشرات للعالم بأكمله سواء لأكبر البورصات أو أصغرها، أو أكبر الأسهم أو أصغرها أيضا[1].

ويمثل المؤشر البورصي أداة هامة لقياس أداء أسواق الأوراق المالية حيث يسمح بمتابعة تطور وتحركات الأسهم، والأسواق المحلية أو قطاعات معينة كما قد يستخدم كأداة تشتق منها عقود آجلة أو عقود خيارات[2] .

إذن هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات تهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننتقل إلى فترة مستقبلية.

الفرع الثاني : استخدامات المؤشر البورصي.

فضلا عن كون المؤشر أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي أو للتنبؤ بما سيكون عليه مستقبلا، فله استخدامات عديدة تهم المستثمرين ومختلف المتعاملين في البورصة وتتمثل هذه الاستخدامات في:[3]

1. يستعمل لتقيم معدل عائد المحفظة المالية:

إن المؤشر هو أفضل أداة تسمح بتقييم عائد المحفظة، ذلك أن ارتفاع أسعار الأوراق المالية هو انعكاس لارتفاع عوائد الشركات وهذا ينعكس على ارتفاع المؤشر فلذلك يكون المؤشر هو معيار جيد لقياس ومقارنة معدل عائد المحفظة عندما يرتفع مؤشر السوق نتوقع أن معدل عائد المحفظة يرتفع كذلك في حالة أن مؤشرا السوق ينخفض نتوقع أن معدل عائد المحفظة سينخفض إلا إذا تدركنا الأمر، وتم شراء أوراق مالية أرباحها ثابتة لا تتغير.

---

[1] جون وايت، **الاستثمار في السندات و الأسهم**، الطبعة الثانية، دار الفاروق، مصر، 2006 ، ص 50.

[2] Jacqueline Delahaye; Florence Delahaye ;**FINANCE D'ENTREPRISE**; 2eédition paris , 2009, p:62.

[3] عيسى محمد الغزالي، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرين، الكويت،سنة 2004 .

2. يستعمل المؤشر لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية:

إن المؤشر العام كمؤشر شركة فهي عينة كبيرة حيث تعكس التنويع الجيد والذي يعطي أمان جيد ويقلل من المخاطرة، ويمكن من تقييم أداء مدير المحفظة ما إذا كان قادر على تنويع محفظة من خلال مقارنة عائد ومخاطر السوق وعندها تعرف إذا كان هذا الأداء مع معدل السوق أو فوقه أو أقل منه.

3. تقييم مخاطر المحفظة:

ونقصد هنا مخاطر المحفظة وهي المخاطر المنتظمة أو المخاطر العامة التي من الصعب السيطرة عليها والتي تحسب بواسطة، معادلة خط الانحدار وهي ما يطلق عليها بمعامل بتا B، وهي تقاس بواسطة معدل العائد على المحفظة ومعدل عائد السوق ومعدل عائد السوق والذي يقاس بواسطة المؤشرات التي يقيس حالة السوق بشكل عام.

خلاصة:

تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى مفاهيم متعلقة المتعلقة بالمحفظة المالية من تعاريف وأبرز أنواعها وأهم الوظائف التي تقوم بها ولأهم النظريات والكتابات المهتمة بالمحفظة والتي تجلت في أعمال كل من هاري ماركويتز وشارب والتي وضحت العلاقة بين العائد والمخاطرة، وتعرضنا في نهاية الفصل على بورصة القيم المنقولة والتي تعتبر أسلوب لتمويل الاقتصاد وهي المكان التي يلتقي فيه أصحاب الفائض بأصحاب العجز وفيها أيضا يتم تداول الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات والمشتقات المالية ويمكن أن نلخص كلما سبق في النتائج التالية:

- تشكل مجمل هذه الأصول المحفظة المالية والتي تسعى إلى تحقيق أهداف المستثمر المتمثلة في تحقيق أقصى العوائد عند مستوى معين من المخاطر.
- تجلت نظريات المحفظة المالية في أعمال ماركويتز وشارب وحسب ما بينه نموذج تسعير الأصول المالية وغيرها من النظريات.
- الأسهم عبارة عن صكوك ملكية لشركات يتمتع حاملها بمجموعة الحقوق كحق الحصول على نصيب من الأرباح، وحق التصويت ويمكن التمييز بين عدة أنواع للأسهم.
- السندات فتعبر عن حق مديونية عل ى الشركة المصدرة، ويحصل حاملها على فوائد ثابتة مهما كانت نتيجة المؤسسة سواء كانت ربح أو خسارة.
- المشتقات المالية فهي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي محل التعاقد ولها أنواع عديدة كل وله في استخدامه.

الفصل الثالث:

دراسة حالة بورصة المغرب

"الدار البيضاء"

تمهيد:

بعد أن تم التطرق في الفصلين النظريين إلى الإطار النظري للاستثمار في حافظة الأوراق المالية بحيث تم التعريف بمحفظة الأوراق المالية ونظرياتها الحديثة، والتطرق كذلك إلى آلية تسيير حافظة الأوراق المالية من عائد ومخاطر وتنويع في الحافظة ودوره في تقليل المخاطر، أما هذا الفصل فسنخصصه للجانب التطبيقي لقياس أداء حافظة الأوراق المالية وأثر التنويع عليها في الواقع العملي وبتحديد في بورصة دار البيضاء التي تعد من أهم البورصات على الصعيد الإفريقي والعربي وذلك بفضل جهود الهيئات المعنية في هذا المجال.

وفي هذا الصدد سنتطرق من خلال هذا الفصل إلى العناصر التالية:

- **المبحث الأول**: عموميات حول بورصة المغرب.
- **المبحث الثاني**: الأحداث المالية والسياسية وانعكاساتها على أسواق بورصة المغرب.
- **المبحث الثالث**:دراسة حالة بورصة دار البيضاء.

المبحث الأول: عموميات حول البورصة.

سنتطرق في هذا المبحث إلى عموميات حول بورصة المغرب، حيث سوف نوضح نشأتها، الجهات المتعاملة فيها، وشروط الإدراج بها.

المطلب الأول:نشأة بورصة المغرب.

الفرع الأول: نبذة تاريخية عن بورصة المغرب.

تأسست بورصة دار البيضاء سنة 1929 وقد مرت بورصة بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية ، وفي المرحلة الثانية تغير إسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة ، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967 حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر عام 1992 وكذلك قانون السندات لسنة 1991 ولا يسمح بطرح أوراق المالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح إلا للمغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباعة إلى بنك المغرب وأيضا لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج[1].

مما يولي أهمية زائدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين سير هذه السوق عبر المحطات التالية في الفترة الممتدة من 1948 إلى غاية 2007[2]:

1. 1948: حل مكتب التداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة.
2. 1967: أصبح للسوق المالي المغربي خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني.

---

[1] بن أعمر ، بن حاسين ، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية** ، أطروحة دكتوراه علوم اقتصادية ، تخصص مالية وبنوك ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان ، 2012-2013 ، ص 156.

[2] بورصة المغرب ، نبذة تاريخية ، الموقع :

http://www.casablanca_bourse.com/bourse/ar/content.aspx?/dlink=110&at=1.24/04/2017 20:10

3. 1986: الشروع لتطبيق برنامج للتقويم الهيكلي (استغرق عشر سنوات)
4. 1993:شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة وذلك بإصدار والمصادقة على ثلاث نصوص مؤسسية، ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا.
5. ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداءا من سنة 1993.
6. 1997: تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 96-34 المتعلق ببورصة القيم وانطلاق نظام التسعير والتداول الالكتروني.
7. 1998: تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل.
8. 2000: تغير اسم شركة بورصة دار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء.
9. 2007: بادرت بورصة دار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبة للتحولات الهامة التي تشهدها.

الفرع الثاني: تعريف بورصة الدار البيضاء.

بورصة دار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة وهي خاضعة لوصاية وزارة الإقتصاد والمالية تزاول نشاطها بناء على دفتر التحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة [1].

بورصة الدار البيضاء هي السوق المالي الوحيد في المغرب وتعد الأولى مغاربيا والثالثة عربيا من حيث القيمة السوقية التي بلغت أكثر من 90 مليار دولار ، يرجع تأسيسها إلى سنة 1929 وكانت تحمل أنذاك إسم " مكتب مقاصة القيم المنقولة ".

[1] بورصة المغرب ،تعريف البورصة ، متوفر على الموقع:
http://www.casablanca_bourse.com/bourseweb/ar/content، 24/04/2017.

الفرع الثالث: أهداف بورصة دار البيضاء.

سطرت بورصة دار البيضاء أهداف واضحة وطموحة للوصول إلى ما تسموإليه من تطور في هذا المجال المهم ألا وهي كالتالي[1]:

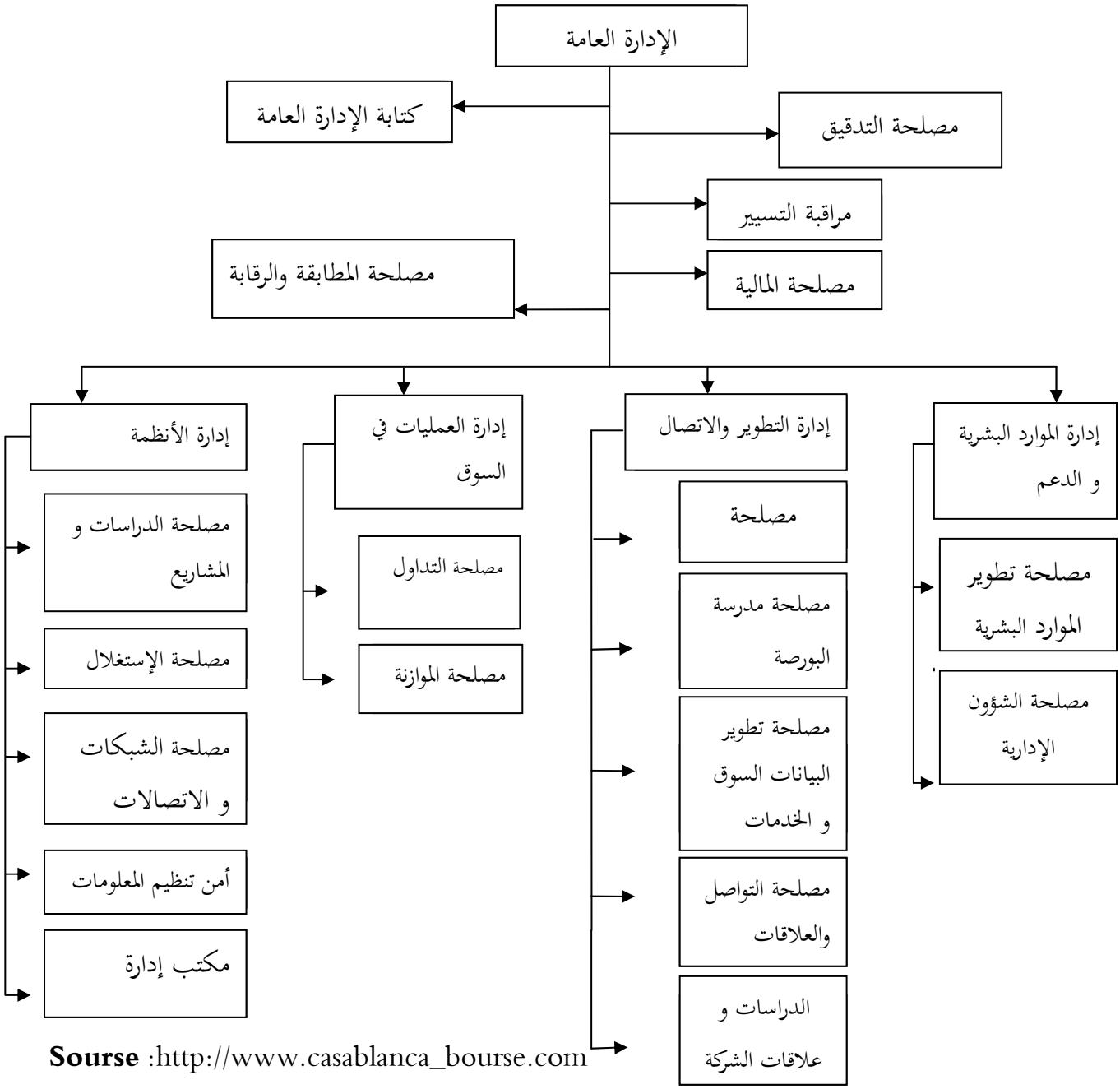
- ✓ مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل الاقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة.
- ✓ تلبية حاجيات الفاعلين في السوق.
- ✓ تطوير سوق البورصة.
- ✓ احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة.

[1] مرجع سابق ذكره ، مهام بورصة المغرب، متوفر على الموقع:
http://www.casablanca_bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?ldlink .24/04/2017.

الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب.

والشكل التالي يمثل الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب[1]:

الشكل رقم 3-1 يمثل الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب (الدار البيضاء)



Sourse :http://www.casablanca_bourse.com

[1] الموقع الرسمي لبورصة المغرب، متوفر على الموقع:

http://www.casablanca_boursse.com

المطلب الثاني: الجهات المتعاملة في بورصة المغرب.

توجد عدة جهات متواصلة في بورصة دار البيضاء متمثلة في شركات وهيئات فاعلة بها[1].

الفرع الأول: الجهات المتعاملة في بورصة المغرب.

1. شركات البورصة:

تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993، وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية ، وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، وتنشيطك سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول، وفضلا عن ذلك، عند إجراء عمليات الأدراج في البورصة، تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.

2. مجلس القيم المنقولة COVM :

هوعبارة عن مؤسسة مستقلة ماليا تتمتع بالشخصية المعنوية، وهي تكلف السلطة المكلفة بمراقبة السوق وتتلخص مهامها في:

- ✓ السهر على موافاة المستثمرين في القيم المنقولة بالمعلومات الضرورية وضمان وضع ونشر جميع المعلومات القانونية والتنظيمية اللازمة من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم الكلية للاكتتاب لدى عموم.
- ✓ ضمان حسن سير سوق القيم المنقولة بالسهر على شفافيته ونزاهته وسلامته.
- ✓ ضمان مراعاة واحترام مختلف المقتضيات القانونية والتنظيمية التي يخضع لها السوق المالي.

[1] بورصة الدار البيضاء،الفاعلون في السوق ، متوفر على الموقع:
http://www.casablancabourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=152&Cat=3
25/04/2017. 21:00

3. ماروكلير:

تم إنشاء ماروكلير بمقتضى القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 يوليو 1997 ، القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الالكتروني ، وتعد ماروكلير هيئة الايداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب، وتتلخص مهمتها في[1]:

- ✓ حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات .
- ✓ مركزة حفظ الأوراق المالية في حسابات الجارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي البنوك وشركات البورصة والجهات المصدرة .
- ✓ إدارة نظام التسوية وتسليم الأوراق المالية.
- ✓ تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

4. وزارة الاقتصاد والمالية

وزارة الاقتصاد والمالية هي هيئة الوصية على بورصة دار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة وهي تتدخل من خلال إصدار القوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة دار البيضاء[2].

الفرع الثاني: مهام بورصة دار البيضاء.

تعمل بورصة دار البيضاء على ضمان سير وتطوير سوق البورصة المغربي وذلك من خلال [3]:

- مراقبة ورصد حصة التداول .
- إصدار ونشر 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.

---

[1] بورصة الدار البيضاء،الفاعلون في السوق، نفس المرجع.

[2] نفس المرجع السابق.

[3] بدون مؤلف، متوفر على الموقع:

http://www.aitmelloul24.net/news15.html

المطلب الثالث: شروط الإدراج في بورصة المغرب.

هناك اختلاف في شروط الإدراج في بورصة المغرب، بين الأسهم والسندات وفيما يلي هذه الشروط[1]:

1. في سوق الأسهم:

شروط القبول: تقتضي بورصة المغرب وجود شروط لابد من توفرها من أجل قبول تداول أسهم الشركات فيها، هذه الشروط تنقسم إلى شروط أساسية وشروط إضافية:

- **شروط الأساسية:**

الجدول رقم 3-1 يوضح الشروط الأساسية التي يجب توفرها واستيفاؤها في الشركات من أجل قبول الإدراج والتداول:

	سوق الرئيسي	سوق التطوير	سوق النمو
حجم الشركات	الشركات الكبرى	الشركات المتوسطة الحجم	الشركات ذات النموالسريع
رؤوس الأموال الذاتية الدنيا (مليون درهم)	50 مليون درهم	لم يتم وضع أي حد أدنى له	لم يتم وضع أي حد أدنى له
رقم المعاملات الأدنى (مليون درهم)	لم يتم وضع أي حد أدنى له	أكثر من 50 مليون درهم	1
عدد السنوات المالية المصادق عليها	3	2	1
الحسابات الموطدة	نعم (إذا كانت للشركة شركات تابعة)	غير إلزامية	غير إلزامية

Source :http://www.casablanca_ bourse.Com

[1] بورصة دار البيضاء ، الإدراج في بورصة،
http://www.casablanca_boursse.com/bourseweb/ar/content.aspx?ldlink=160&=cat=5
24/04/2017. 12:00.

- **الشروط الإضافية:**

الجدول رقم3-2 يوضح الشروط الثانوية للإدراج في بورصة المغرب.

	سوق رئيسي	سوق التطوير	سوق النمو
عدد الأسهم الأدنى اللازم إصدارها	250000 سهم	10000 سهم	30000 سهم
المبلغ الأدنى للإصدار	75 مليون درهم	25 مليون درهم	10 ملايين درهم
اتفاقية التنشيط	غير إلزامية	سنة واحدة	ثلاث سنوات

Source :http://www.casablanca_bourse.com

المبلغ الأدنى اللازم إصداره هومجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة، ويمثل عدد الأوراق المالية المطروحة على العموم مضروب في سعر الإدراج المعتمد .

2. سوق السندات:

لقبول إدراج وتداول السندات في بورصة المغرب لابد من توفر شرطين هما :

أ. الجهة المصدرة:

- ✓ عدد سنوات المالية المصادق عليها سنتان (2).
- ✓ الحسابات الموطدة مقبولة (إذا كانت للشركة فروع).

ب. إصدار السنوات:

- ✓ المبلغ الأدنى اللازم إصداره بملايين الدرهم 20 مليون درهم.
- ✓ مدة الاستحقاق الدنيا سنتان[1].

[1] بورصة دار البيضاء، الإدراج في بورصة، المرجع السابق.

الفرع الثاني: مزايا الإدراج.

يمكن من التمويل المشاريع بأدنى تكلفة بإدراج شركة في البورصة يصبح بإمكان المستثمر جمع الرساميل على سوق البورصة دون أن يقوم بتقديم أي ضمان، كما يمكن أن يستمر في ذلك حسب حاجيات شركته أوحسب فرص التطوير المتاحة، فيحصل على مورد جديد تكميلي للتمويل من البورصة، يضاف إلى عروض المؤسسات المختصة (كالبنوك، والمؤسسات الإجارة المنتهية بالتملك، مؤسسات رأسمال المجازف).

- ✓ يساعد على الاستفادة من إعفاءات ضريبية مهمة.
- ✓ يعد الإدراج في البورصة عنوان المكانة المرموقة، حسن الحكامة والمواطنة، وفضلا عن ذلك تكتسب شركة المدرجة مصداقية عالية وتعزز مكانتها المالية.
- ✓ يسلط الإدراج في البورصة الضوء على الشركة ومنتجاتها وعلامتها وقدراتها الإنتاجية وإداراتها.
- ✓ يضمن لشركة نجاحا مستديما، لأن الإدراج في البورصة للمقاولات العائلية يضمن الاستمرارية لأنه يجعلها تتفادى الحل إثر رحيل أووفاة أي من المساهمين الذين يمتلكون أغلبية الأسهم.
- ✓ يساعد على تحفيز وتعبئة موظفين من خلال منحهم جزءا من الأسهم بشروط تفضيلية وجعلهم يستفيدون من الأرباح التي توزعها الشركة.
- ✓ يساعد على إرضاء حملة أسهم شركة ، إذ يضمن لهم أصولا سائلة ورؤية واضحة لما ستؤول له الشركة في المستقبل[1].

[1] موقع بورصة دار البيضاء ، متوفر على الموقع:
http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=283&Cat=21

المبحث الثاني: الأحداث المالية والسياسية التي شهدها سوق المغربي والتدابير التي عملت بها بورصة دار البيضاء.

نتعرف في هذا المبحث على بنية سوق المغربي،وأهم الأحداث المالية والسياسية التي شهدها ،وفي ظل هذه الأحداث اتخذت عدة تدابير والتوجهات الاستثمارية التي عملت بها.

المطلب الأول: أسواق بورصة المغرب.

تحتوي بورصة المغرب علي سوق يتم تقسيمه إلى ما يلي:

الفرع الأول: بنية سوق المغربي.

تعد بورصة سوق دار البيضاء سوقا مقننا، حيث يتم فيها تداول القيم المنقولة وهي تضم السوق المركزي حيث يتم مقابلة مجموعة من الأوامر من البيع والشراء المتعلقة بقيمة مسجلة في جدول تسعيرة بورصة دار البيضاء، وسوق الكتل[1].

أ. **السوق المركزي**: هي سوق مركزة توجهها أوامر البيع والشراء ويتم تسعير قيم منقولة وفق نظام التسعير المستمر أوالثابت.

ب. السوق الكتل: تتم صفقات الكتل بتراضي المباشر وتخضع لنوعين من الشروط:

- **شروط الحجم** (الحجم الأدنى للكتل): يتم تحديد الحد الأدنى للكتل بالنسبة لكل قيمة منقولة حسب تطور المعايير خلال فترة معينة تحددها البورصة.
- **شروط السعر**: والتي تضم كل من القيم المنقولة الخاضعة لنظام التسعير المستمر.
- **شروط السعر**: والتي تضم كل من القيم المنقولة الخاضعة لنظام التسعير الثابت.

[1] بنية دار البيضاء، أنظر الموقع:
http://www.casablancabourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=283&Cat=21
25/04/2017 21:21

الفرع الثاني: الأوامر في بورصة المغرب.

1. **مفهوم الأوامر:**

هي تعليمة بواسطتها تسمح للوسيط المالي " بنك أوشركة البورصة " بإجراء عمليات شراء، أوبيع متعلقة بقيمة منقولة مدرجة في البورصة قبل إصدار أي أمر بورصة ، يجب قد تكون قد فتحت حسابا لدى بنك أوشركة بورصة بصفتها الوسيط المالي المكلف بتنفيذ الّأمر وتدبير الحساب واستفتاء القسيمات وإرسال الإشعارت بانعقاد الصفقات أي تنفيذ أمر البورصة، لكي يتم تنفيذ أمر البورصة يجب أن يتضمن المعلومات التالية:

- الاسم الكامل بالنسبة للأشخاص الذاتيين / اسم الشركة بالنسبة للأشخاص المعنويين
- رقم الحساب الذي يتم تحريكه التاريخ.
- القيمة المنقولة المعنية بالأمر.
- نوع الأمر بيه أوالشراء.
- الكمية أوراق المالية التي يتم شراؤها وبيعها
  - سعر التنفيذ
  - مدة سريان الأمر

ويمكن إصدار أمر للكتابة عبر الفاكس أوحامل للتوقيع أوالهاتف يليه تأكيد كتابي.

2. **أنواع الأسعار في بورصة المغرب :**

يعتبر السعر أحد أهم العناصر في عملية إصدار أمر البورصة وهناك ثلاثة أنواع[1]:

[1] بورصة المغرب ،**أنواع الأسعار في البورصة** ، أنظر الموقع:
www.casablanca-bourse.com / bourseweb/ar/=167cat6

- **الأمر بسعر السوق:** يمكن اختيار هذه الصيغة إذا كان البيع أوالمشتري مصرا على تنفيذ وتحديد الأمر بالبيع أوشراء بأحسن سعر
- **بالنسبة للمشتري:** فالسعر الذي يتم شراء به يكون مساويا لأحسن عرض بيع متواجد في السوق
- **بالنسبة للمشتري:** فالسعر الذي يتم البيع به يكون مساويا لأحسن عرض شراء متواجد في السوق

ولكن إذا تم تنفيذ هذا الأمر جزئيا فيتم تلقائيا تحويل المتبقي منه إلى أمر بسعر ثابت مساوي لسعر التنفيذ الجزئي لهذا الأمر.

- **الأمر بسعر محدد** : تمكن هذه الصيغة بتحديد السعر بهدف الشراء اوالبيع .
- **بالنسبة للمشتري:** سيكون السعر المحدد أقصي سعر تقبل الشراء به.
- **بالنسبة للمشتري:** سيكون السعر المحدد أقصي سعر تقبل البيع به.

لا يمكن تنفيذ الأمر بسعر محدد كليا أوجزئيا إلا إذا سمح السوق بذالك

- **الأمر بالسوق:** تخول هذه الصيغة للأمر المصدر الأولوية على باقي أنواع الأوامر حيث انه لا يتضمن أي سعر، ويتم تنفيذ الأمر بالسوق حسب شروط السوق وذلك مهما كان السوق
- **بالنسبة للمشترك:** يتم تنفيذ الأمر بعد مقابلته مع أحسن عروض البيع وذلك حتى استنفاذ الكمية الواردة في الأمر.
- **بالنسبة للبائع:** يتم تنفيذ الأمر بعد مقابلته مع أحسن عروض الشراء وذلك حتي استنفاذ الكمية الواردة في الأمر

كما يجب على الأوامر في بورصة المغرب بمرور بمرحلتين التاليتين حتى يتم قبوله من طرف البورصة وهما[1]:

- لإرسال الأمر بشراء أو البيع إلى الوسيط المالي إذا كان الوسيط بنكا يحال الأمر تلقائيا إلى شركة البورصة.

[1] بورصة دار البيضاء ،**الاستثمار في البورصة**، أنظر الموقع :

www.casablanca-bourse.com / bourseweb/ar/=167cat6

21:15 .04/28/2014

- تحويل الأوامر البورصة إلى سوق البورصة بواسطة مفاوض شرطة البورصة، وعندما يتم تنفيذ أمر البورصة يتم إرسال إشعار بانعقاد الصفقة إلى الزبون أوالعميل.

الفرع الثالث : أوقات التداول والتسعير في بورصة المغرب.

تعتمد بورصة المغرب "دار البيضاء " على نظامين للتداول والتسعير، سنقوم بذكرهما[1]:

1. **أنظمة التداول** : يتم تداول القيم المنقولة المتداولة في بورصة المغرب انطلاقا من منصة NSC V 900 نظام التسعير الجديد صيغة 900 الذي يعتمد التسعير الآلي للحصص التداول، وهي منصة طورتها اتوس اوروتيكست ، والتي تستعمل عدة بورصات أخرى مثل اوروتيكست، دبي، ماليزيا، تونس ، لوكسمبرغ ويمكن نظام NSC V 900 من النقل التلقائي لأوامر البورصة ومن أبرام الصفقات حسب قواعد خاصة بالسوق يتم تحليلها مسبقا.
2. **أوقات التداول:** تخضع بورصة المغرب " دار البيضاء" إلى أوقات يتم تداول أسهم مدرجة فيها والجدول التالي يوضح أوقات الافتتاح والتداول والإغلاق.

[1] بورصة دار البيضاء ،**الإستثمار في البورصة** ،مرجع سابق.

الجدول رقم3-3: يوضح الافتتاح والتداول والإغلاق لبورصة المغرب.

	المجموعة 1	المجموعة 3	المجموعة 6و8	المجموعة 11	المجموعة 13
قبل الافتتاح	9و00د	9و00د	9و00د	9و00د	9و00د
الإفتتاح1	9و30د	11و30د	14و30د	14و30د	15و15د
الإفتتاح2		13و00د			
الإفتتاح3		15و00د			
[1]قبل الإغلاق	15و20د				
الإغلاق	15و13د				
التداول عند أخر حصة	15و14د				
نهاية الحصة	15و40د	15و30د	15و30د	15و30د	15و30د

Sourse :www.casablanca-bourse.com

[1] بورصة دار البيضاء ،**أنظمة التداول والتسعير**،مرجع سابق

3. **طريقة التسعير**: وتتكون المجموعات المتواجدة في الجدول السابق من أسهم متداولة في السوق المالي المغربي وهذه الأسهم مقسمة حسب نظام تسعير خاص بكل مجموعة والجدول التالي يبين ذلك[1]:

الجدول رقم3-4: نظام التسعير لكل مجموعة

بيان المجموعات	المجموعات
أسهم خاضعة لنظام التسعير المستمر	1
أسهم خاضعة لنظام التسعير الثابت	3
سندات الدين المسعرة بالنسبة المئوية	6
سندات الدين المسعرة بدرهم	8
أسطر ثانوية تابعة لأهم المجموعة 1 خاضعة لنظام التسعير الثابت	11
أسطر ثانوية تابعة لأهم المجموعة3 خاضعة لنظام التسعير الثابت	13

Sourse:www.casablanca-bourse.com

4. أنظمة تسعير الأسهم:

تتولى بورصة دار لبيضاء مهمة تحديد أنظمة تسعير القيم المنقولة حسب معايير التالية[2]:

- متوسط حجم الصفقات في حصة التداول.
- متوسط عدد الأوراق المالية قيد التسعير في حصة التداول.
- وتيرة تداول القيمة والرسملة.
- متوسط عدد العقود المسجلة في حصة السوق.

[1] بورصة دار البيضاء ،**أنظمة التداول والتسعير** ،أنظر الموقع .

www.casablanca.com / bourseweb/ar/=284cat6

01/05/ 2016

[2] بورصة دار البيضاء ،**أنظمة التداول والتسعير**، المرجع السابق.

المطلب الثاني: الأحداث المالية والسياسية التي شهدها السوق المغربي.

انعكست الأزمة المالية الأميركية على معظم إقتصاديات دول العالم حتى أنها أصبحت تلقب بالأزمة المالية العالمية، وبما أن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها سوف تتأثر سلبا بهذه الأزمة، بل في واقع الأمر قد تأثرت بالفعل، ومدى تأثر الدول العربية يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين الدول العربية والعالم الخارجي[1].

الفرع الأول: بورصة دار البيضاء في ظل الأزمة المالية2008 .

ردود فعل المسؤولين اتجاه الأزمة.

جاء في كتاب" روزا لوكسمبورغ" "الاقتصادي السياسي"، منذ مائة سنة أن قانون الرأسمالية هوقانون التنافس الحر الذي لم يتبدل، ولا يعني ذلك القانون سوى الاعتراف بأن الفوضى هي أساس النظام الرأسمالي لهذا فالأزمة المالية الحالية هي في واقع الأمر أزمة سياسية ولا محالة أن آثارها السلبية ستنعكس على الأقل في إطار تقليص المساعدات المقدمة والمزيد من التخلي عن القطاع العام وتأخير تفعيل آليات التنمية، لذا يستغرب المرء عندما يسمع تصريحات بعض المسؤولين تدافع عن ادعاءات من أن المغرب ستظل بعيدة عن تداعيات وانعكاسات الأزمة العالمية الحالية، فكيف تستطيع أن تكون بمعزل عن هذه الأزمة وطبيعة منظومتها الاقتصادية والاجتماعية تكذب تلك الأقوال المصرح بها جملة وتفصيلا، لأن نمط الإنتاج المعتمد بالمغرب رأسمالي تبعي وهو السائد، وتبعيته أكثر من كافية للبرهنة على عدم صحة ما تفوه به هؤلاء المسؤولين وعلاوة على ذلك، هل تناسى هؤلاء أن الإستراتيجية التنموية الرسمية، والتي هم مطالبون بالسهر على تطبيقها تراهن بالأساس على الاستثمارات الخاصة لاسيما الأجنبية منها، وكلها مستقاة من الرأسمال العالمي الذي يعيش أزمة خانقة[2].

فجاءت ردود فعل المسؤولين المغاربة كالتالي:

يرى جلول عياد مدير عام مصرف" البنك المغربي للتجارة الخارجية أن سبب انهيار الأسهم المغربية يرجع إلى عوامل سيكولوجية، وهذا ينفي وجود ارتباطات مباشرة بين الأزمة المالية العالمية والنظام المالي المغربي،

---

[1] سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية**،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص:مالية مؤسسة،جامعة قاصدي مرباح ورقلة،السنة2012/2011،ص94

[2] سارة عبدلي المرجع السابق. ص95

يرى أحمد العبودي، مدير المركز المغربي للظرفية الاقتصادية، أن المغرب سيتأثر بالأزمة العالمية عبر قنوات المبادلات التجارية وتدفقات الاستثمارات أكثر مما ستؤثر عبر القنوات المالية نظرا لضيق السوق المالية المغربية. المركز المغربي الاقتصادي قد أكد أن الأزمة المالية ستؤدي إلى خسارة بنقطة واحدة في مستوى النموعلى الأمد القصير وإلى ما بين5,1 و 2بالمئة على الأمد المتوسط، وأضاف المركز أيضا أن" هذه الخسارة سيواكبها تدهور ملموس في التوازنات المالية الداخلية والخارجية".

أكد وزير الاتصال الناطق الرسمي باسم الحكومة خالد الناصري خلال لقاء صحافي عقب انعقاد مجلس الحكومة أن المغرب يبقى في منأى عن مخاطر الأزمة المالية العالمية "مؤكدا أن المغرب غير منخرط بشكل كامل، كما هوالحال بالنسبة لبلدان نامية أخرى، في السوق المالية الدولية،" وهوالشيء الذي يجعلنا في منأى عن هذا النوع من المخاطر[1].

طبعا هناك بعض التصريحات المحتشمة من طرف بعض المسؤولين تناقض تلك الترهات، ومنها تصريحات وزير الاقتصاد والمالية" صلاح الدين مزوار"ووالي بنك المغرب "عبد اللطيف الجواهري"الذي قال إن المغرب مهدد بانكماش اقتصادي في ظل توقعات بتراجع الطلب الخارجي وتأثر قطاعات حيوية، وهذا ما أكده بعض القائمين على قطاع السياحة.

الفرع الثاني: تأثيرات الأزمة العالمية على بورصة دار البيضاء,

لقد انعكست تداعيات الأزمة بشكل مباشر وجزئي على المغرب، حيث اتضح أن بورصة الدار البيضاء قد أصيبت بعدوى منذ سبتمبر 2008 المتعلقة بانتكاسة البورصات الأجنبية وخاصة الأمريكية، على إثر الهبوط الحاد لمؤشرات بورصة (وول ستريت) بسبب إفلاس البنك الأمريكي (ليمان برادرز) والإعلان في وقت سابق عن شراء بنك (ميريل لنش) المتعثر من طرف (بنك أوف أمريكا)، بحيث قد ساهم خروج مستثمرين أجانب ضمنهم (ميريل لنش) التي تتوفر على توظيفات مالية ببورصة الدار البيضاء في تسريع وتيرة هبوط للقيم المدرجة التي تزامنت مع عمليات تصحيح أسعار الأسهم منذ شهر أفريل2008 ويعزى خروج المستثمرين الأجانب إلى ارتفاع درجة الخوف والهلع الذي أصاب البورصات الأوربية وبورصة (وول ستريت) من جراء الإعلان عن إفلاس بنك (ليمان برادرز) الأمريكية، مما ساهم في انعدام الثقة في السوق المالي المغربي وفي قدرة

---

[1] عمر العسري، **البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية)بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي**(، دكتوراه في العلوم المالية، جامعة محمد الخامس السويسي،الرباط – المملكة المغربية، ص196

وتضم هذه اللجنة الوزراء المكلفين بالقطاعات المعنية ووالي بنك المغرب والمقاولات الممثلة في الاتحاد العام لمقاولات المغرب والأبناك الممثلة من قبل المجموعة المهنية لبنوك المغرب والجمعيات والفدراليات المهنية، وتم موازاة مع ذلك تشكيل لجن متخصصة تهم على الخصوص قطاعات الصناعة والسياحة والفوسفاط والقطاع المتعلق بالجالية المغربية بالخارج.

البورصة على الاستمرار في الصعود دون حدوث موجة تصحيحية قبل أفريل2008 التي كانت يتوقعها المستثمرون والمهتمون منذ بداية 2007 بسبب تضخم في أسعار الأسهم المدرجة بالسوق. فعدم وقوع تصحيح في أسعار الأسهم منذ بداية 2007 إلى أفريل 2008 أدى بالمستثمرين الأجانب بتسريع عمليات البيع في السوق المغربي بشكل مبكر وممنهج، حيث ابتدأت هذه العملية في شهر أفريل 2008، مما جعل أهم المستثمرين المحليين في البورصة، يتوقعون اقتراب موعد الموجة التصحيحية ويقتصرون في تعاملاتهم على عمليات مضاربة تقوم على أساس شراء وبيع سريع للأسهم وتحصيل الأرباح. وبالفعل فقد وقعت عدة عمليات لتصحيح أسعار الأسهم في السوق المغربية منذ أفريل2008 [1].

تقديم عدد كبير من العروض العمومية للسحبrachat من طرف الشركات التي عرفت أسهمها ارتفاعات كبيرة جدا ما بين 2007 إلى أفريل 2008 بهدف إرجاع أسعار الأسهم إلى وضعها الحقيقي، وموازاة مع ذلك فإن وقع الأزمة العالمية كانت له تأثيرات مباشرة على القطاع العقاري وقد اتضح ذلك بجلاء من خلال انخفاض مبيعات الإسمنت في عدد من المدن الكبرى بالمغرب وتراجع أثمان مواد البناء والتجهيز فزاد من إمكانية حدوث أزمة التصحيح في البورصة المغربية تزامنا مع الأزمة العالمية وهكذا فقد ترجمة مسألة إقرار وقوع أثار وتداعيات سلبية للأزمة العالمية على الاقتصاد المغربي بصفة عامة من خلال إنشاء لجنة اليقظة الإستراتيجية في جانفي 2009 المتكونة من القطاع الحكومي والخاص لوضع الاستراتيجيات اللازمة لحماية قطاعات الصناعة والسياحة وتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج والفوسفاط والحفاظ على مناصب الشغل واتخاذ تدابير على مستوى الضمانات المالية والدعم التجاري في أفق الحفاظ على مؤهلات الاقتصاد الوطني، خصوصا بالنسبة للقطاعات المصدرة المستهدفة بشكل أكثر، وكذا القيام بالإجراءات التي يتعين اتخاذها لدعم هذه القطاعات المعرضة لتداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية، لقد ساهمت الأزمة العالمية الحالية في التأثير بشكل محدود على أداء الأسواق المالية المغربية نتيجة لانتشار الخوف والقلق الذي خيم على المستثمرين المحليين والأجانب، وانساب الاستثمارات الأجنبية رغم قلة حجمها، وهكذا يتبين بوضوح أنه رغم المجهودات التي قامت بها الدولة من أجل إصلاح بورصة القيم الدار البيضاء منذ سنة 1993 ، فإنها لم تستطع وضع الإطار المناسب لهذا المرفق الذي لا زال لم يتموقع بصفة مناسبة ضمن مكونات الاقتصاد المغربي رغم التجارب التي مربها منذ تأسيسه سنة 1929 ، وكذا التعديلات المتعددة والمتوالية في إطار الإصلاح الأخير لسنة1993

[1] عمر العسري، نفس المرجع السابق ،ص 196.

وتجدر الإشارة أنه كلما تعرضت بورصة الدار البيضاء إلى تراجع في نتائجها، إلا وتدخلت الدولة لإصلاحها، وكان ذلك خلال سنة1998 و 2002، ثم سنة 2004 وأخيرا في سنة2009 [1].

المطلب الثالث:تدابير والتوجهات الاستثمارية التي عملت بها دار البيضاء.

أهم تدابير التي اتخذها بنك المغرب سنة 2008والتوجهات الاستثمارية التي عملت بها دار البيضاء

الفرع الأول: تدابير التي اتخذها بنك المغرب 2008

لقد اتخذ بنك المغرب جملة من التدابير، غير أنها في نظر الكثيرين لن تغني عن تفادي انعكاسات الأزمة العالمية.

ويبدوأن بنك المغرب ظل حذرا منذ ظهور أولى شرارات الأزمة العالمية في صيف سنة 2007 ، وقد تجلت آنذاك كأزمة مرتبطة بالرهون العقارية، وزاد حذره مع ملاحظة ارتفاع نسبة التضخم من 1.8 إلى ما بين3.6و 3.9بالمئة، مما يدلّ أن الاقتصاد الوطني يسير نحوأداء يفوق قدراته الحقيقية، وهوما دفع والي بنك المغرب إلى الإقرار برفع سعر الفائدة الرئيسية، وأدى بالتالي إلى اتساع القروض البنكية بشكل خطير، إذ ارتفعت إلى 40 بالمئة منذ 2007 وبنسبة 26 بالمئة سنة 2008 ، وهي قروض لم تقتصر على العقار وإنما مست قطاعات أخرى، مما شجع البعض على التصريح بعدم الخوف من انعكاسات الأزمة العالمية على المغرب، وكان لزاما من أجل كبح جماح حركية القروض والتضخم أيضا، الذي يفضي إلى ارتفاع الأسعار والزيادة فيها، أن يطالب المواطنون برفع الأجور، وهذا ما أدخل المغرب في دوامة العلاقة بين الأسعار والمداخيل ولتجاوز احتداد هذه المطالبة تمّ رفع سعر الفائدة الرئيسية التي أضحت مفروضة للحفاظ على سعر صرف الدرهم بالخارج، لكي لا يشكل انخفاضه عائقا في وجه الصادرات وتنافسية الاقتصاد الوطني على الصعيد العالمي، سيما وأن احتياطي المغرب من العملة الصعبة قد تراجع بفعل ارتفاع أسعار النفط والغذاء، لكن دون أي اختلال ورغم اتخاذ مثل هذه الإجراءات فإنها لا تغني المغرب عن الاستعداد لمواجهة انعكاسات الأزمة العالمية الحالية على الاقتصاد الوطني[2].

[1] نفس الرجع السابق ص 197.

[2] سارة عبدلي مرجع سابق. ص98

الفرع الثاني:التوجهات الاستثمارية لدار البيضاء.

عدلت مدينة دار البيضاء عاصمة المغرب الاقتصادية خططها للترويج للاستثمار عبر إعادة التوجه نحوالخليج العربي وأميركا اللاتينية بدلا من التركيز على أوروبا التي باتت تجتاز أوضاعا مالية صعبة.

هذه المناطق أقل تأثرا بالأزمة المالية : « وقال" حميد بلفضيل "مدير المركز الجهوي للاستثمار في الدار البيضاء العالمية، ويمكنها أن تستفيد من الفرص التي تتيحها ديناميكية الاقتصاد المغربي، بالإضافة إلى الموقع الذي يحتله المغرب كبوابة نحوإفريقيا التي تعتبر من المناطق الأكثر جاذبية والأقوى نموا في العالم، وذلك من خلال العلاقات الجيدة للمغرب مع الدول الإفريقية، وبالاعتماد على شبكات المصارف وشركات التأمين المغربية في أفريقيا وخبرة رجال الأعمال المغاربة في أسواق هذه الدول».

إن الدار البيضاء تسعى إلى الاستفادة من الوضع الجديد ،" الشرق الأوسط " كما قال بلفضيل للمغرب كشريك استراتيجي ومرشح لعضوية مجلس التعاون الخليجي من أجل تعزيز الاندماج الاقتصادي بين المغرب وبلدان الخليج عبر الاستثمارات المشتركة.

وأضاف بلفضيل بالنسبة للاستثمارات الخليجية نسعى إلى استقطاب القطاعات الاقتصادية القوية والمتطورة في بلدان الخليج، وليس فقط المحافظ الاستثمارية المالية، خصوصا أن دول الخليج طورت قطاعات اقتصادية قوية في مجال الصناعات الغذائية، التقنيات الحديثة، القطاع المصرفي والمالي، الصناعات الصيدلية، صناعات الألمنيوم، البلاستيك والمنتجات النفطية التي نسعى إلى استقطابها لتتوسع في المغرب وتتخذه منصة للتصدير والتوسع في الأسواق الأفريقية

وأشار بلفضيل إلى أن المركز الجهوي للاستثمار في الدار البيضاء (هيئة ترويج الاستثمار) يسعى إلى جذب المستثمرين المهتمين بمنافذ الاستثمار في المغرب من خلال اتصالات فردية ولقاءات ثنائية سواء في المغرب أو في بلدان الخليج، وأنه وضع خطة ترويجية موجهة لاستقطاب هؤلاء المستثمرين ومساعدتهم على تحقيق مشاريعهم في المغرب[1].

[1] سارة عبدلي المرجع السابق، ص99.

المبحث الثالث: دراسة حالة بورصة دار البيضاء.

حاولنا في مبحثنا هذا محاولة التعرف على أداء بورصة البيضاء و الإطار العام لدراسة حالتها و كذلك تشكيل محفظة مالية مالية مختلفة من حيث عدد الأصول .

المطب الأول: أداء بورصة الدار البيضاء.

الفرع الأول: مؤشر السوق.

أنهى مؤشر مازي بورصة الدار البيضاء عام 2016 على ارتفاع بنسبة 31% ما يعادل 2.756 نقطة مغلقا عند 11.644 نقطة، مقارنة بإغلاقه نهاية عام 2015 عند مستوى 8.888 نقطة، وكان مؤشر مازي قد سجل أعلى مستوى له عند 11.927 نقطة في2016/12/23[1].

الشكل رقم (3–2): تطور مؤشر مازي خلال سنة 2016.



المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء، المؤشرات، نبذة تاريخية، متوفر على الموقع:

http://www.casablanca bourse.com/bourseweb/ar/indicehistorique.aspx?Cat=22&IdLink=141

1. القيمة السوقية.

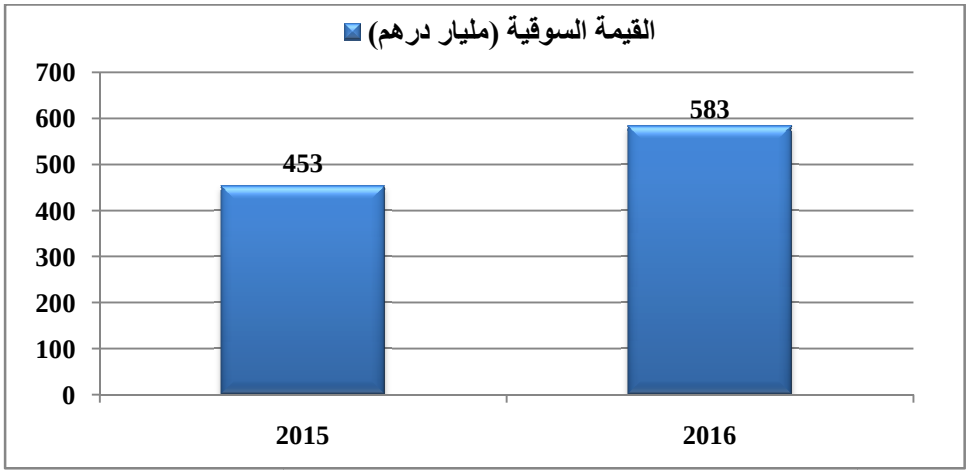
تجاوزت القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء 583 مليار درهم في نهاية عام 2016، أما بالنسبة لعام 2015 فقد بلغت القيمة السوقية حوالي 453 مليار درهم، والشكل الموالي يوضح الارتفاع في عام 2016

[1] موقع بورصة الدار البيضاء، المؤشرات، نبذة تاريخية، متوفر على الموقع:

http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/indicehistorique.aspx?Cat=22&IdLink=141

مقارنة بعام 2015، وقد بلغت أعلى قيمة سوقية للشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء في 2016/12/26، بحيث تجاوزت 590 مليار درهم.

الشكل رقم (3-3):يمثل القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة دار البيضاء.



كما تمثلت القيمة السوقية لبورصة المغرب حسب التواريخ التالية كما يلي:

في 2016/12/31 كانت 583,380,317,927.00

في 2016/01/01 كانت: 451,741,964,404.19

في 2016/12/26 وصلت إلى 590,099,136,095.84

نعبر عنه بالشكل البياني التالي[1]:

الشكل البياني رقم (3-4):يمثل القيمة السوقية لبورصة المغرب.



المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء، متوفر على:

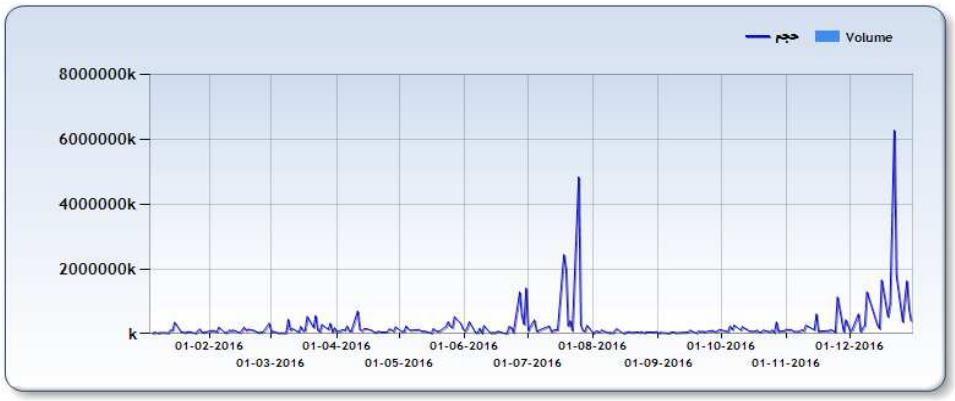
http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=151

[1] موقع بورصة الدار البيضاء، متوفر على: http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=151، 2017/05/01، 09:57

الفرع الثاني: أنشطة التداول خلال سنة 2016.

سجلت قيم التداولات في بورصة الدار البيضاء خلال سنة 2016 مبلغ 37.937 مليار درهم، فيما كان حجم التداول الإجمالي لأسهم الشركات المدرجة في البورصة 226.907 مليون سهم.[1]

الشكل رقم (3-5): تطور حجم الأسهم المتداولة خلال سنة 2016.



المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء، متوفر على الموقع:

http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=15

[1] موقع بورصة الدار البيضاء، أنظر الموقع: http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=15 13:14 2017/05/03 .

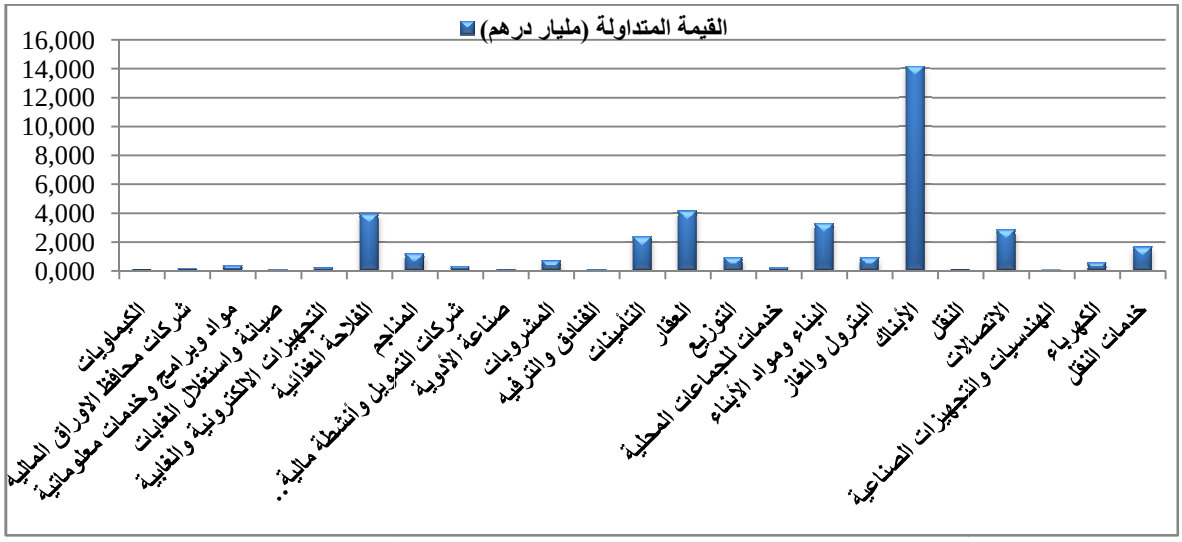
الفرع الثالث: أداء القطاعات.

تعمل الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء في 23 قطاع اقتصادي، وفي ما يلي سيتم ترتيب القطاعات بحسب القيم المتداولة، وعدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2016.

أ. أداء القطاعات حسب القيم المتداولة.

جاء قطاع الأبناك في المرتبة الأولى، حيث استحوذ على ما نسبته 37.29 % من إجمالي قيمة التداولات، وتجاوزت قيمة التداولات 14 مليار درهم، وتلاه قطاع العقار في المرتبة الثانية بنسبة 10.88 % من إجمالي قيم التداولات، وتجاوزت قيمة التداولات 4 مليار درهم، وجاء قطاع الفلاحة الغذائية في المرتبة الثالثة، حيث استحوذ على ما نسبته 10.34 % من إجمالي قيمة التداولات، وكانت قيمة التداولات 3.9 مليار درهم، وجاء قطاع البناء ومواد البناء في المرتبة الرابعة بنسبة 8.63 % من إجمالي قيمة التداولات، حيث تجاوزت قيمة التداولات 3 مليار درهم، ثم جاء قطاع الاتصالات في المرتبة الخامسة بنسبة 7.46 % من إجمالي قيمة التداولات، حيث بلغت قيمة التداولات 2.829 مليار درهم[1].

الشكل رقم (3-6): قيم التداول بالأسهم لمختلف القطاعات لعام 2016.



المصدر: من إعداد الطالبتن بالاعتماد على المعطيات المتوفرة على الموقع:

https://www.mubasher.info/analysis-tools/most-active-volume/CSE.

[1] بورصة دار البيضاء ،أنظر الموقع:

https://www.mubasher.info/analysis-tools/most-active-volume/CSE

2017/05/03 . 23:27

المطلب الثاني:الإطار العام لدراسة حالة.

الفرع الأول:عينة الدراسة.

تتكون عينة الدراسة من خمس شركات المدرجة بسوق دار البيضاء للأوراق المالية والمنتمية لمختلف قطاعات السوق، ولقد تم اختيار الشركات حسب رأسمالها المحقق خلال سنة 2016 فاخترنا أفضلها[1].

الفرع الثاني:حدود الدراسة.

تتمثل حدود الزمنية للدراسة لسنة 2016 بحكم أنها توفرت على المعلومات والبيانات اللازمة وكذا باعتبارها أقرب سنة، وأما عن الحدود المكانية تتمثل في سوق المغرب (دار البيضاء) للأوراق المالية.

الفرع الثالث: تصميم الحالة.

سنتناول فيما يلي تشكيل حافظة الأوراق المالية، والتعرض لخصائص مكوناتها في بورصة دار البيضاء في سنة 2016 ،ونهدف من خلال هذا العمل إلى الوصول ما يحتويه الواقع بعد التطرق إلى الجانب النظري، وللوصول إلى هذا الهدف نمر بالمراحل التالية:

- الاستناد على البيانات اليومية المنشورة بخصوص الشركات المدرجة في البورصة.
- تحليل مؤشر السوق.
- حساب عائد الحافظة.
- حساب المعامل بيتا.
- حساب الانحراف المعياري للحافظة.

[1] بورصة دار البيضاء ،أنظر الموقع.
http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&
10:22 2017/05/18

المطلب الثالث: تشكيل محفظة مالية مختلفة من حيث عدد الأصول.

الفرع الأول: ترتيب الشركات.

لقد سبق وأن ذكرنا أنه تم اختيار الشركات حسب الأفضلية من حيث الرأسمالات لسنة 2016 والتي تحسب بضرب قيمة السهم في عدد الأسهم المتداولة خلال السنة ومن خلال هذا تم ترتيب الشركات كما يلي[1]:

الجدول رقم(3-5):يمثل ترتيب الشركات حسب الرأسمالات.

الرأسمالات العشر الأولى	
القيمة المنقولة	الرأسمالآت القطاعية
إتصالات المغرب	121 666 795 056,00
التجاري وفا بنك	87 313 179 954,00
البنك الشعبي المركزي	49 873 986 614,40
لافارج هولسيم المغرب	48 619 823 000,00
البنك المغربي للتجارة الخارجية	35 892 678 000,00
إسمنت المغرب	20 210 405 600,00
طاقة المغرب	19 177 484 646,00
تأمين الوفاء	16 170 000 000,00
كوسومار	15 957 828 680,00
دجى الإنعاش الضحى	15 111 800 978,30
رسملة (بالدرهم المغربي)	588 718 487 726,80

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع التالي:

https ://www.mubasher.info/analysis-tools/most-active-volume/CSE

[1] بورصة دار البيضاء ،مرجع سابق.

الشكل رقم (3-7): يمثل الشكل التالي نسب الرأسمالات العشر الأولى حسب القطاعات.



المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع التالي:

https ://www.mubasher.info/analysis-tools/most-active-volume/CSE

الفرع الثاني: تشكيل المحفظة.

قمنا باختيار خمس شركات من بين العشر الشركات الأولى من حيث رأسمال بغرض تشكيل محفظة مالية.

الجدول رقم(3-6): يمثل عوائد الأوراق المالية لبورصة المغرب

الشركة	العائد
إتصالات المغرب	%12.390
التجاري وفا بنك	%21.429
البنك الشعبي المركزي	%21.681
لافراج هولسيم المغرب	%15.710
البنك المغربي للتجارة الخارجية	-6.103%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم1.

1. تشكيل محفظة مالية لورقة مالية واحدة:

من نادر أن نجد مستثمر يحمل ورقة مالية واحدة لأن ذلك يعتبر مجازفة،وتحمل المحفظة المالية نفس خصائص الورقة المالية وبما ووفق ترتيبنا تعد شركة اتصالات المغرب هي من أفضل الشركات سنختارها لنشكل بها المحفظة وبما أن متوسط العوائد السنوية يقدر ب:12.390% فإن عائد المحفظة المالية يكون كذلك.

2. محفظة مالية مكونة من ورقتين ماليتين:

نظيف إلى تشكيلة السابقة ورقة مالية أخرى وهي سهم الشركة تجاري وفا بنك والتي يقدر متوسط عوائدها ب:21.429% بحيث يكون عائد هذه المحفظة متوسط عوائد الورقتين مقسوم على إثنين مع العلم أن الأوزان النسبية متساوية .

بتطبيق المعادلة رقم (2-1) [1]:

$$R=1/2\sum (12.390\% + 21.429\%)$$

$$R=16.909\%$$

إذن يقدر عائد المحفظة المالية ب:16.909%.

3. محفظة مالية مكونة من ثلاث أوراق:

يتم متابعة إضافة الورقة الثالثة والمتمثلة في البنك الشعبي المركزي والتي يقدر عائدها ب:21.681% فيكون عائد المحفظة كما يلي:

$$R=1/3\sum(12.390\%+21.429\%+21.681\%)$$
$$R=18.500\%$$

[1] بورصة دار البيضاء ،المرجع سابق.

4. محفظة مكونة من أربع أوراق:

نظيف إلى المحفظة السابقة سهم شركة لافراج هولسيم المغرب والتي يقدر عائدها ب:15.710% وبهذا فإن عائد المحفظة يساوي:

$$R=1/4\sum(12.390\% + 21.429\% + 21.681\% + 15.710\%)$$

$$R=17.803\%$$

5. محفظة مكونة من خمسة أوراق:

نظيف إلى المحفظة السابقة سهم شركة البنك المغربي للتجارة الخارجية والتي يقدر عائدها ب:6.103-%

وبهذا فإن عائد المحفظة يساوي:

$$R=1/5\sum(12.390\% + 21.429\% + 21.681\% + 15.710\% + (-6.103\%))$$

$$R=13.021\%$$

بالتالي أصبحت قيمة العائد تساوي :13.021%،وسوف نقوم بتلخيص النتائج في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-7):يوضح أثر التنويع على العوائد.

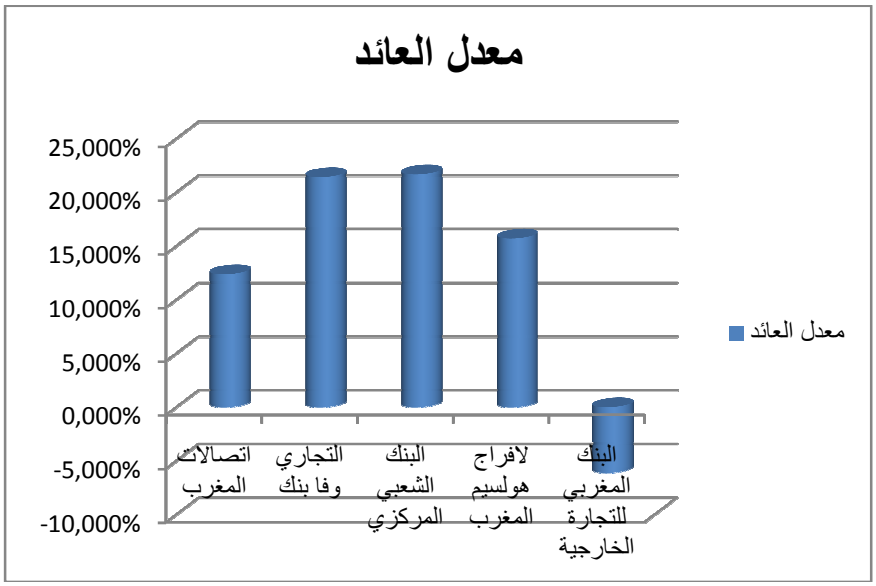
الأصول	معدل عائد المحافظ
أصل	%12.390
أصلين	%16.909
3 أصول	%18.500
4 أصول	%17.803
5 أصول	%13.021

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم1

نلاحظ أن عائد المحفظة يتأثر بزيادة الأصول المكونة لها بحيث يزداد عائد المحفظة كلما زاد عائد الورقة المالية الجديدة مقارنة بالأوراق السابقة ، وينخفض كلما انخفض عائد الورقة المالية المضافة إلى المحفظة نسبة إلى الأوراق المشكلة لها بحيث يسعى المستثمر إلى اقتناء الأوراق المالية ذات العائد المرتفع حتى يعظم أرباحه لكن

بالمقابل هناك مخاطر تقابلها فكل زيادة في العوائد تقابلها زيادة في المخاطر وذلك وفق العلاقة الطردية بينهما وبالتالي يعود الاختيار للمستثمر وتفضيله بين الأرباح والمخاطر[1].

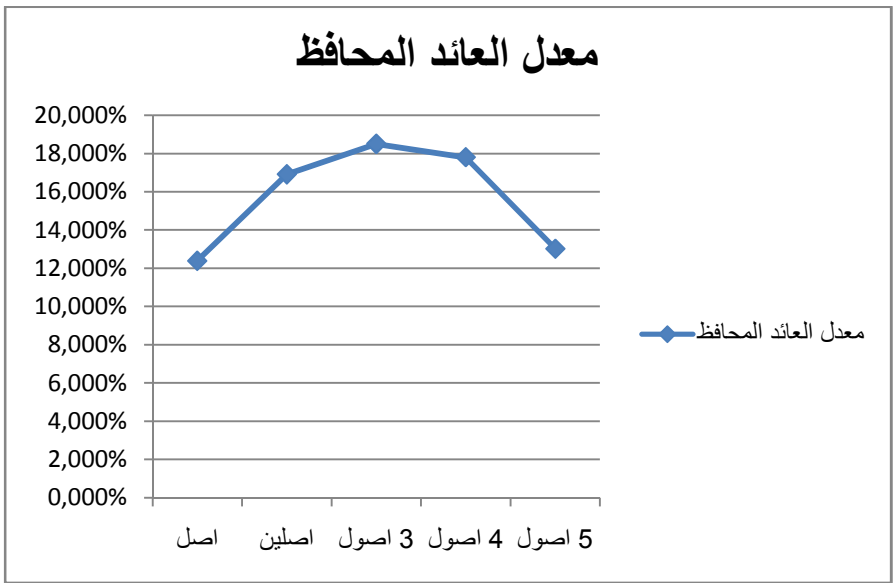
الشكل رقم (3-8): يوضح الشكل التالي معدل عائد الشركات.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم1

[1] بورصة دار البيضاء ،المرجع سابق.

الشكل رقم(3-9): يمثل معدل عائد المحافظ.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 1

من خلال المنحنى المشكل أعلاه يتبين ما ذكرناه سابقا بأن معدل عائد المحفظة المالية يتأثر بقيمة الورقة المضافة فنلاحظ أن المنحنى كان في ارتفاع من الأصل الأول الذي نسبته 12.390% إلى غاية الأصل الثالث الذي كان أكبر عائد بالنسبة للمحفظة وقدر ب21.681%، وباشر عائد المحفظة بالانخفاض بمجرد إضافة الأصل الرابع والذي قدر عائده ب15.710%، وانخفض أكثر بزيادة الأصل الخامس بحيث قدر عائده ب6.103-% ومن هنا نستنتج أن المحفظة الكفئ تكون عند الأصل الثالث.

الفرع الثالث: حساب المخاطر للمحافظ المشكلة.

سوف نقوم من خلال هذا الفرع بحساب مخاطر المحفظة من خلال معامل بيتا الذي يقيس حساسية عائد الورقة المالية اتجاه عائد السوق ولقد كانت معاملات الشركات المعتمدة في الدراسة كما يلي:

الجدول رقم(3-8): يمثل الجدول أدناه معاملات بيتا لشركات.

الشركات	بيتا
اتصالات المغرب	-2,694%
التجاري وفا بنك	-3,728%
البنك الشعبي المركزي	-5,536%
لافراج هولسيم المغرب	7,664%
البنك المغربي للتجارة الخارجية	-9,625%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 1

بنفس الطريقة المعتمدة في حساب العوائد وباستخدام المعادلة رقم (2-1)سوف نقوم بحساب مخاطر المحفظة.

1. محفظة مالية بورقة واحدة :

بالنسبة لورقة مالية واحدة والممثلة في اتصالات المغرب فمعاملها 2.694%-.

2. محفظة مالية بورقتين:

وتتكون هذه المحفظة على شركة اتصالات المغرب والتجاري وفا بنك فيكون بيتا المحفظة هومتوسط بيتا المحفظتين ويكون كما يلي[1]:

$$B=1/2\sum((-2.694\%)+(-3.728\%))$$

$$B=-3.211\%$$

وبنفس الطريقة نستمر في إضافة الأوراق المالية مع العلم أن الأوزان النسبية متساوية ونلخص النتائج في الجدول التالي :

[1] بورصة دار البيضاء ،المرجع سابق.

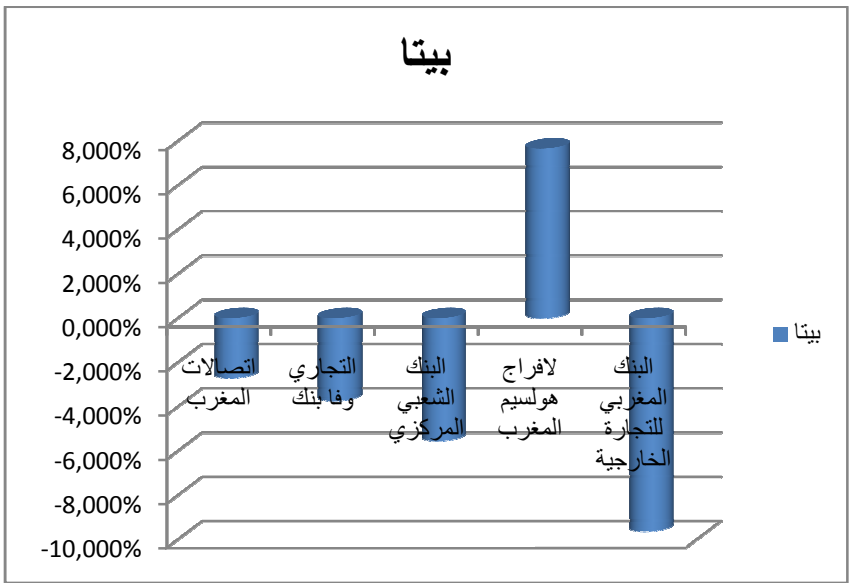
الجدول رقم (3–9): يمثل أثر التنويع على عائد ومخاطر المحفظة.

اثر التنويع على عائد ومخاطر المحفظة		
	معدل العائد المحافظ	**بيتا المحافظ**
أصل	12,390%	-2,694%
أصلين	16,909%	-3,211%
3 أصول	18,500%	-3,986%
4 أصول	17,803%	-1,074%
5 أصول	13,021%	-2,784%

المصدر:من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم1

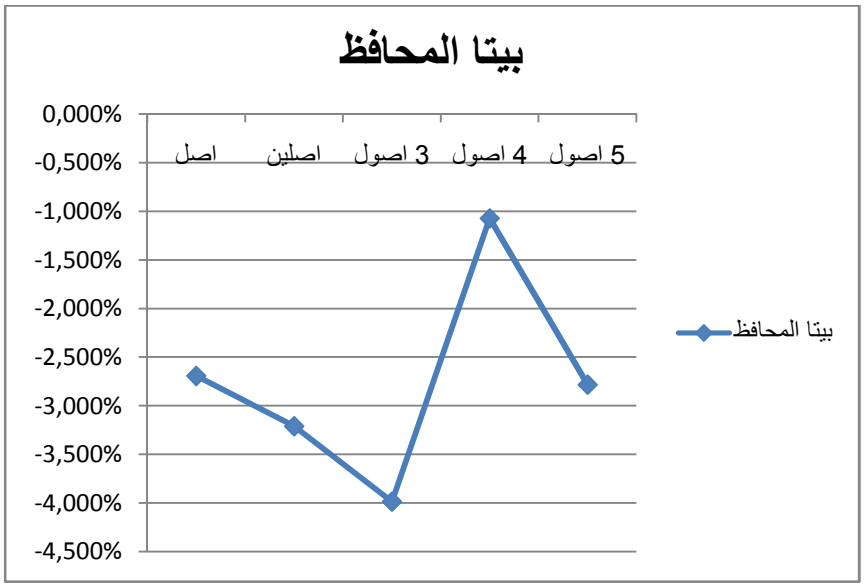
مما سبق يظهر أن حجم المحفظة له تأثير على مخاطرها ويظهر ذلك في مقارنة المحافظ المشكلة حيث لما كانت المحفظة المالية مكونة من ورقة مالية واحدة أخذت المحفظة خصائص هذه الورقة المشكلة لها، وعند إضافة ورقة مالية ثانية للتجاري وفا بنك انخفضت مخاطر المحفظة المالية إلى3.211-% وذلك لكون هذه الورقة منخفضة المخاطر مقارنة بسابقتها في حين أ عند إضافة الورقة الثالثة البنك الشعبي المركزي والذي بلغ بيتا له إلى 5.336-%حيث أدت هذه الورقة إلى انخفاض المخاطر عما كانت عليه المحفظة بورقتين وبالاستمرار بإضافة الأوراق المالية الأخرى تتغير مخاطر المحفظة بحسب مخاطر الورقة المضافة فيزداد مخطر المحفظة إذا تم إضافة الأوراق ذات معامل بيتا المرتفع مقارنة الأوراق المشكلة للمحفظة وينخفض في الحالة المعاكسة وهنا تظهر مهارة المستثمر في ترجيح الأوزان النسبية للأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة.

الشكل رقم(3-10):يمثل معامل بيتا للأصول.



المصدر:من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم

الشكل رقم(3-11): يمثل بيتا المحافظ.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم1 .

من خلال المنحنى التالي نلاحظ أنه أخذت المحفظة خصائص ورقة واحدة لما شكلت منها ،وكما نلاحظ أن معامل بيتا كلما قارب 1- انخفضت المخاطر كما هو موضح فعندما أضفنا للمحفظة الأصل الثاني والثالث كانت المخاطر في أدنى المستويات لأنهما تميزا بمعامل منخفض قدر ب:3.728-%،5.536-%،ومن ثم أضفنا الأصل رابع الذي تميز بمعامل مرتفع 7.644% الذي أوصل مستوى المخاطر إلى ذروتها وبمجرد إضافة الأصل الخامس عادت مستويات المخاطر إلى الانخفاض لأن معامله كان منخفض قدر ب9.625-%، وبالتالي على المستثمر عند اتخاذه قرار تشكيل محفظة عليه مراعاة عائد الأصول المكونة للمحفظة وكذا مخاطرها.[1]

[1] بورصة دار البيضاء.المرجع سابق.

خلاصة:

تم التطرق في هذا الفصل إلى التعرف على سوق المغرب للأوراق المالية سواء الجانب النظري كالإشارة إلى لمحة تاريخية لهذا السوق وكذلك لأهداف هذا السوق وأهم الوظائف التي يقوم بها والخدمات التي يوفرها ومن جانب آخر فانه تم التطرق إلى الواقع العملي لسوق كشروط إدراج الشركات في البورصة وكذلك شروط التداول في السوق بالإضافة إلى تناول فترات عمل هذا الأسواق.

كما تم في هذا الفصل تشكيل حافظة مالية من بورصة دار البيضاء بحيث قمنا بقياس كل من عائدها ومخاطرها.

ومن اجل إثبات أثر التنويع على تدنئة المخاطر قمنا بتشكيل حافظة مشكلة من خمس أصول تابعة لشركات مدرجة في بورصة دار البيضاء.

ومن خلال الدراسة التطبيقية توصلنا إلى النتائج التالية:

- يساهم عدد الأصول المالية المكونة للمحفظة المالية في كل من عائد المحفظة المالية وكذا مخاطرها وذلك حسب أثر الورقة المالية على تشكيلة المحفظة فيرتفع عائد المحفظة كلما ارتفع عائد الورقة المالية المضافة مقارنة بالأوراق المالية المشكلة للمحفظة ونفس الشيء بالنسبة للمخاطر.
- كلما اقترب معامل بيتا من 1- انخفض مستوى المخاطر يقابله تحسن في العائد وبالتالي يكون التنويع كفئ.

الفصل الثاني:

تسيير حافظة الأوراق المالية

تمهيد:

تعد المحافظ المالية من الاهتمامات الحديثة في مجال الاستثماري والمالي، والتي تمثل مزيج من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بعناية ودقة لتحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر أو تحقيق درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد، هذا وترتبط مكونات المحفظة ارتباطا وثيقا بأهدافها.

يستوجب على إدارة المحفظة المالية إتباع أسس وتطبيق سياسات التي تنقسم إلى السياسة الهجومية، السياسة الدفاعية، والسياسة الدفاعية الهجومية، كما يتم تقييم أداء المحفظة المالية وذلك عن طريق تحليل مكوناتها بطريقتين الأولى وهي التحليل الأساسي أما الثانية التحليل الفني وذلك من أجل تجنب المخاطر التي تتعرض لها المحفظة وتختلف مخاطرها عن تلك التي يتعرض لها السهم على إنفراد وذلك لتنوع تشكيلة المحفظة واختلاف وزن مساهمة كل سهم في مخاطر وعوائد المحفظة، ولهذا يقوم المستثمر بتنويع محفظته بهدف توزيع المخاطر التي تتعرض لها محفظته وجعلها عند أدنى المستويات وتنقسم المخاطر إلى نوعين مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة والتي تقاس بالتباين والانحراف المعياري، وفي هذا الصدد سنتطرق في هذا الفصل إلى العناصر التالية:

- **المبحث الأول**: عائد ومخاطر حافظة الأوراق المالية.
- **المبحث الثاني**: آلية تسيير حافظة الأوراق المالية.
- **المبحث الثالث**: إستراتيجية التنويع في حافظة الأوراق المالية.

المبحث الأول: عائد ومخاطر حافظة الأوراق المالية.

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

المطلب الأول: مفهوم عائد حافظة الأوراق المالية.

يسعى المستثمر من وراء استثماره في الأوراق المالية لتحقيق أكبر عائد، ولا يتحقق ذلك إلا إذا كان معدل العائد معتدلا من وجهة نظر المستثمر ويخلق لديه الرضا وفقا لدرجة تضحيته.

الفرع الأول: مفهوم عائد الحافظة المالية:

إن عائد حافظة الأوراق المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تذرها الأوراق المشكلة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق اكبر من سعر شرائها، أو عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة[1].

وعليه يمكن تعريفه على أنه :" مكافئة إضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه على إشباع حاجة محددة في الوقت الحاضر، لذا فهو أحد أهم متغيرات العملة الاستثمارية لأنه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو نقصانها".

- ويمكن التمييز بين ثلاث تقسيمات لمعدل عائد للاستثمار :

1. معدل العائد المتوقع : يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه.
2. معدل العائد المطلوب : يعرف بأنه أدنى عائد للاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم من تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل[2].
3. معدل العائد المحقق أو الفعلي: يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل عليه المستثمر فعليا جراء اقتنائه أو بيعه لأداة استثمار وبذلك فقد تكون عوائد إيراديه أو عوائد رأسمالية أو مزيج بينهما[3].

---

[1] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2005، ص 216.

[2] فلاح حسين الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، ص177.

[3] زياد رمضان ، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، سنة 2005، ص294.

الفرع الثاني: قياس عائد حافظة الأوراق المالية.

يتم قياس عائد أصل مالي خلال فترة زمنية من خلال الفرق بين التغير في السعرين مضافا إلى ذلك التوزيعات الخاصة بتلك الفترة ثم يقسم الناتج على السعر في بداية الفترة، وذلك حسب المعادلة التالية[1]:

$$\text{معدل العائد للأصل المالي} = \frac{\text{سعر في نهاية المدة} - \text{سعر في بداية المدة} + \text{توزيع الارباح لتلك المدة}}{\text{سعر في بداية المدة}}$$

وبما أن الحافظة المالية مكونة من عدة أصول مالية فالعائد الناتج عنها هو مجموع العوائد الناتجة عن الأصول المكونة لها مرجحة بأوزانها النسبية ويحسب بالطريقة التالية :

$$Rp = \sum x \cdot (Rx)$$

.....المعادلة رقم2-1

حيث:

Rp: عائد حافظة الأوراق المالية.

n: عدد الأصول المكونة للحافظة المالية.

X: الوزن النسبي للورقة المالية في حافظة الأوراق المالية.

Rx: عائد الأصل المالي.

[1] **www.lamicrofinance.org/filles/15331_1_016.pdf**.

المطلب الثاني: مخاطر حافظة الأوراق المالية وأنواعها.

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

الفرع الأول:تعريف مخاطر حافظة الأوراق المالية.

للمخاطر عدة تعريفات تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة، ولقد تم تعريف الخطر في قاموس (webster) ويبستر " بأنه إمكانية التعرض للخسارة أو الضرر أو المجازفة "[1].

وعادة ما يقترن مفهوم الخطر بحالة عدم التأكد، لذا لابد أن نميز بين مفهومي الخطر (risque) وعدم التأكد (incertitude)، فالخطر يمكن قياسه عن طريق توفر معلومات تاريخية أما عدم التأكد فتنشأ عند عدم توفر هذه المعلومات وبالتالي يتم اللجوء إلى وضع تقديرات وتمينات حول العائد.

وبالتالي يمكن إعطاء تعريف لخطر المحفظة المالية بأنه عبارة عن درجة الانحراف والبعد عن العائد، أي أنه عبارة عن دالة لتقلب العوائد المتوقعة من جراء توظيف موارد مالية في محفظة استثمارية معينة[2].

"وأيضا يمكن تعريف الخطر على" أنه حالة إمكانية حدوث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة"[3].

الفرع الثاني : أنواع المخاطر .

يمكن لعائد المحفظة المالية، أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية، هذه الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

1. **مخاطر منتظمة:**

هي ذلك الجزء من القابلية الكلية لتباين العائد الذي تسببه عوامل تؤثر بشكل متزامن على كافة أسعار الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها في السوق، وتعتبر التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وتؤثر على أسواق الأوراق المالية مصادر للمخاطر المنتظمة[4].

---

[1] حماد طارق عبد العال ، **دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية** ،كلية التجارة جامعة عين شمس ، مصر، ص260.

[2] صلاح حسن الحسيني ، مؤيد عبد الرحمن الدوري ، مرجع سابق ،ص124 .

[3] جابر نذير، **تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية و إمكانية تطبيقها في دولة نامية**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، غير منشورة ، 2008 -2007 جامعة عنابة ، الجزائر ،ص 51.

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

2. مخاطر غير منتظمة:

وهي تلك المخاطر التي تنفرد ورقة مالية معينة، أوهي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تنفرد بها شركة أو صناعة ما، وتسبب هذه المخاطر تباين في عوائد الشركة، ويكون مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات وأسواق الأوراق المالية الأخرى[1]، ويمكن للمستثمر حماية نفسه من هذه المخاطر عن طريق التنويع وذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، والتي لا يمكن أن تتأثر بالمخاطر المتفرقة في نفس الوقت، وهو ما يعرف بتنويع المخاطر[2].

المطلب الثالث: مصادر مخاطر حافظة الأوراق المالية.

وتنقسم مصادر الخطر حسب نوعها إلى مصادر المخاطر المنتظمة، ومصادر المخاطر غير المنتظمة.

الفرع الأول: مصادر المخاطر المنتظمة.

1. خطر سعر الفائدة :

ويتعلق خطر الفائدة بعمليات الإقراض والاقتراض، بحيث يتغير هذا المعدل أثناء هذه العمليات بشكل يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق خسائر نتيجة لارتفاع المصاريف المالية أو تفويت فرص لتخفيضها، أو انخفاض الإيرادات المالية نتيجة لانخفاض معدل الفائدة[3]، وتتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة.

2. خطر انخفاض القوة شرائية للنقود :

إن أول خطر يمكن أن يتعرض له المستثمر في الأوراق المالية وخاصة في الأوراق المالية ذات العائد الثابت، وهو الخطر الناتج عن انخفاض القيمة الشرائية للنقود أي تدهور قيمة النقود من حيث ما يمكن الحصول عليه من سلع وخدمات[4].

[1] طارق عبد العال حماد ،مرجع سابق ، ص 266.

[2] زياد رمضان ، مرجع سابق، ص333.

[3] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 459 .

[4] صلاح حسن حسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري ، مرجع سابق، ص 182.

3. خطر سعر الصرف :

تنشأ مخاطر أسعار الصرف عن وجود مركز مفتوح بالعملات الأجنبية سواء بالنسبة لكل عملية على حدة أو بالنسبة لإجمالي مركز العملات، ويشمل المركز العمليات الفورية spot transaction والعمليات المالية الأجلة بأشكالها المختلفة والتي تندرج تحت مسمى المشتقات المالية[1].

4. خطر السوق :

تتمثل في المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، وتتعدد الأسباب التي يمكن أن تؤثر في سلوك المتعاملين بالسوق وما يترتب عليها من تقلب في الأسعار . إذ تتضمن تلك الأسباب الاضطرابات السياسية والأنباء والإشاعات المرتبطة بالسياسة المالية للدولة، والتي عادة ما يكون لها انعكاساتها على أداء سوق الأوراق المالية[2].

الفرع الثاني: مصادر المخاطر غير منتظمة.

1. المخاطر الإدارية:

يترتب عن الأخطاء الإدارية في المؤسسات اختلال بين العائد المتوقع من الاستثمار والعائد الفعلي، بالرغم من قوة المركز المالي لهذه المؤسسات، فهذا النوع من الأخطاء قد يتسبب في انخفاض معدل العائد الفعلي[3].

2. المخاطر التشغيلية :

تعود إلى تراجع نظام المعلومات أو الرقابة الداخلية والتي تترجم في تذبذب عوائد العمليات التشغيلية للمؤسسة والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال بما يلي : التغير في حجم الطلب على المنتجات المنشأة، التغير في أسعار المدخلات، درجة الرفع التشغيلي[4].

---

[1] صالح رجب حماد، مداخلة بعنوان، **أثر ادارة المخاطر على البيئة الرقابية والتدفق الداخلي** ، المؤتمر العلمي الدولي السابع، إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة ، الأردن ،سنة 2007 .

[2] منية قزيز ، **المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية** ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر ، كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم تسيير جامعة قصدي مرباح ، ورقلة، الجزائر ،سنة 2011 ، ص 29 .

[3] عبد الغفور دادن ، **محاولة بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت**،رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، معهد علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة قصدي مرباح ورقلة ،الجزائر،سنة2009 ،ص 44 .

[4] Carlos pardo ، **quels outils pour une régulation efficace des risque opération de la géstion pour compte de tiers** .

3. **المخاطر القانونية** : ترتبط المخاطر القانونية لمؤسسة ما بالتغيرات التنظيمية وتغير النظام القانوني فيؤدي تغير التشريعات إلى عرقلة النشاط الجاري للمؤسسة وبالتالي التأثير على أدائها[1].

4. **مخاطر الرفع المالي:**

مخاطر الرفع المالي فتحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية[2].

المطلب الرابع : قياس مخاطر حافظة الأوراق المالية .

يعد التباين والانحراف المعياري من أهم الطرق لقياس مخاطر حافظة الأوراق المالية.

الفرع الأول : التباين والانحراف المعياري .

يهمنا معرفة الخطر المرتبط بالاستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات زادت المخاطر، لذلك يعتبر الانحراف المعياري مقياس لمعرفة درجة التشتت

في هذه العوائد حيث يعطى له بالرمز :، كما يوجد مقياس أخر له دلالة هو تباين وهو عبارة عن مربع الانحراف المعياري يساوي الجذر التربيعي للتباين، وهذا يعني أنه يمكن معرفة قيمة أي منها بدلالة أخر ، كما أنهما يعتبران كمقياسين للمخاطر غير نظامية ويمكن حسابهما بالطريقة التالية :[3]

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^{n} (Rx - E(Rx)^2 P(Rx)$$

المعادلة رقم 2-2.....

حيث :

δ^2 : يمثل التباين .

Rx : العائد المتوقع عند احتمال x.

$P(Rx)$: احتمال تحقق العائد .

---

[1] Hec montréal، **les déterminants de la gestion des risque chez les assreurs americains de dommages** ،mémoire présenté en vue de l'obtention de garde maitrise és science ، 2006 ،France ، page 19.

[2] صلاح الحسيني ، مؤيد عبد الرحمن الدوري ، مرجع سابق ، ص 190.

[3] Jonathan bert ، peter déparez ، gun therca pelle blancard ، nicolas couderc ، **finance dentreprise pearson education** ، 1 edition ، paris ، 2008 ، page 298 .

$E(Rx)$: القيمة المتوقعة للعائد .

تتوقف قيمة الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أكثر من أصل مالي على التباين المشترك للأصول المكونة لها والذي يقيس تغيرات أصل مالي بالنسبة لأصل أخر خلال فترة زمنية معينة وهو الأخير يحسب بضرب معامل الارتباط $Px.y$ في الانحراف المعياري للعوائد، فإذا كان معامل الارتباط موجب فيكون التباين المشترك موجب أيضا واذا لا يوجد اي ارتباط بين العنصرين فيكون كل من معامل الارتباط والتباين المشترك ويحسب بالطريقة التالية :[1]

المعادلة رقم 2-3.....

$$COV\,(x.y) = E((rx-rx)x(ry-ry))$$

أما التباين لمحفظة مالية مكونة من N فيحسب بالطريقة التالية :

المعادلة رقم 2-4.....

$$\delta^2 Rp = \sum_{i=1}^{n} xi^2\ \delta^2 Ri + \sum_{i=1}^{n} \sum_{i=1}^{n} xi.xj.cov(Ri.Rj)$$

ويتم الحصول على قيمة الانحراف عن طريق جذر التباين كما يلي :

المعادلة رقم 2-6.....

$$\delta Rp = \sqrt{a^2\delta^2 n_1 + (1-a)^2\delta^2 n_2 + 2a(1-a)cov(x_1x_2)}$$

الفرع الثاني : معامل الاختلاف.

يكون الانحراف المعياري مناسبا للمخاطرة عند مقارنة بين ورقتين تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية، ولكن عند ما تختلف القيم المتوقعة لهما يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد ويحسب بطريقة التالية[2]:

المعادلة رقم 2-7 .....

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

[1] Richard brealey ،stwart myers ، franklin allen ، **principes de gestion financiére** ، **pearson education** ، 8 édition ، paris ، page 177 .

[2] Denis mertisette ، **Decisions financiers a long terme** ، les edition S M G ، trios reviéres 3 éme edition ، anné 1994، p 235 .

الفرع الثالث: معامل بيتا.

وهو مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، ويقيس حساسية عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في سوق والتي تشكل محفظة السوق وهو حاصل ضرب معامل الارتباط r بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة δ_{Rx} والانحراف المعياري لعائد السوق δ_{RM} والذي يعطى بالعلاقة التالية :

$$COV\ (Rx.Rm) = r\ (Rx.Rm)\ x\ \delta_{Rx}\ x\ \delta_{RM}$$

..... العلاقة رقم 2-8

ومنه يمكن صياغة علاقة معامل بيتا من خلال ما يلي : [1]

$$Bx=\frac{cov(Rx.Rm)}{\delta^2 Rm}=\frac{r(Rx.Rm)(\delta Rm)}{\delta^2 Rm}=\frac{r(Rx.Rm)(\delta Rx)}{\delta Rm}$$

..... المعادلة رقم 2-9

وسيط المرجح لبيتا الأصول مشكلة للمحفظة ويعطى بالعلاقة التالية:

$$a_n \beta_n = \sum_{i=1}^{n} a_i \beta_i \ldots\ldots\ldots \beta_{Rp} = a_1 \beta_1 + a_2 \beta_2 +$$

..... المعادلة رقم 2-10

حيث:

نسب الأصول المشكلة للمحفظة a_n،a_3.....،a_2، a_1 هي x_n .....،x_3، x_2،x_1.

على التواليx_1، x_2،.....x_n معاملات بيتا للأصول b_1،b_2،.....،b_n

[1] سامي حطاب ، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار** ، ورقة عمل بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع ، أبوظبي ، سنة 2007.

المبحث الثاني:آلية تسيير حافظة الأوراق المالية.

أي مستثمر يمتلك محفظة أوراق مالية يسمو إلى تحقيق ربح ولتحقيق هذا توجب عليه إتباع أساليب وسياسات بالإضافة إلى اعتماد على أدوات معينة لتحليل الأوراق المالية.

المطلب الأول: أسس تسيير حافظة الأوراق المالية.

يقوم المستثمر باختيار محفظته بما يتلائم واحتياجاته مع التركيز على عائد الأفضل عند مستوى معين من مخاطر أو تجنب المخاطر وتخفيضها عند أدنى مستوى وللوصول إلى هذا الأخير فللمحفظة أسس لإداراتها.

1. **التخطيط:**

قبل عملية المحفظة لابد من تحديد الأهداف بوضوح الإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، حيث أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرضنا إلى صعوبات تترك أثارها على رأس المال المستثمر وعليه تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة قائمة الأوراق المالية كبدائل متاحة تنسجم وأهداف المستثمر[1].

2. **التوقيت:**

تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي لبلد المعني، فنتيجة لتقلب الأسعار باستمرار نجد أنه من الصعوبة علينا الشراء بأدنى الأسعار والبيع بالسعر الأعلى، لذا فان دراسة السوق واحتمالات نشاطه يساعدنا بتوقيت الدخول إلى السوق أو الخروج منه، وتجنب الوفرات غير مبررة في الأسعار.

3. **التحفظ والعقلانية:**

يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء المحفظة الأوراق المالية، طبقا لمبدأ المنفعة، فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر تجنبا للأحداث غير المتوقعة، التي تؤثر على رأس مال المحفظة[2].

[1] سامي حطاب ، المرجع السابق.

[2] سامي حطاب ،مرجع سابق.

4. **الإشراف والمتابعة:**

يقوم مدير المحفظة بمراجعة دورية بإشراف مباشر لموقف مكونات محفظته بسبب تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي لها، إذ أن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون المتابعة والإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر التي قد تطول رأس المال المستثمر[1].

المطلب الثاني: سياسات وطرق تسيير حافظة الأوراق المالية.

تختلف طرق تسيير المحافظ وفقا لأهداف وغايات إدارة كل محفظة مالية.

الفرع الأول: السياسة الهجومية (المخاطرة)

يعتمد على هذه السياسة إذا كان هدف المستثمر هو تحقيق الأرباح السريعة مع تحمل مخاطر عالية، وعلى هذا تكون مكونات المحفظة المالية عبارة عن الأسهم النامية التي تحقق أرباح عالية، لكن هذه الأسهم تنطوي على مخاطر كبيرة بسبب تأثرها بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية وغير الاقتصادية كالمضاربة، وعادة ما تطبق السياسة الهجومية في فترات الرواج أين تحقق الأسهم الخطرة أرباحا عالية .

الفرع الثاني: السياسة الدفاعية (المتحفظة)

وهي على عكس السياسة السابقة (الهجومية) حيث في هذه الحالة يهدف المستثمرين من وراء تكوين محفظته إلى تحقيق أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، لذلك تكون محتويات المحفظة عبارة عن أصول مالية ذات دخل ثابت مثل السندات والأسهم الممتازة وأسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة التي لا تتأثر كثيرا بالمتغيرات الاقتصادية، وتقلبات أسواق الأوراق المالية، ويستحسن إتباع هذه السياسة في فترات الكساد لأن الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار الشركات الكبيرة يكون أقل من ذلك الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار الأسهم الشركات النامية.

الفرع الثالث: السياسة الدفاعية الهجومية (المتوازنة)

وهي عبارة عن نمط مشترك لسلوك الإدارات ما بين الهجومية والمتحفظة، وتقوم إدارة المحافظ بتقسيم رأس المال إلى نوعين:

1. الأوراق المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية.
2. الأوراق ذات الدخل شبه الثابت والتي لا تتأثر بتقلبات السوق.

[1] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 194.

ويمكن تقسيم راس المال مابين المخاطرة والمتحفظة ففي حالة النشاط الهجومي، وفي حالة الكساد والركود في سوق الأوراق المالية يتوجب زيادة رأس المال الوجه إلى الأسهم والسندات المتحفظة، ويفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة[1].

المطلب الثالث: تحليل مكونات حافظة الأوراق المالية.

هناك طريقتين لتقييم مكونات حافظة الأوراق المالية، الأولى باستخدام التحليل الأساسي والذي يهتم بمراجعة المعلومات الخاصة بوضع الشركة واحتمالات نجاحها، أما الثانية باستخدام تحليل الفني والذي يهتم بمراجعة السلوك الخاص بأسعار الأسهم في ظل ظروف السوق الحالية والمتوقعة وحجم التداول[2].

الفرع الأول: التحليل الأساسي.

يقوم هذا المدخل على التحليل الاقتصادي، ويحدد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومن ثم توقع تطور اتجاه الأسعار وذلك انطلاقا من المؤشرات الاقتصادية: الناتج الداخلي الخام، الاستهلاك، التضخم، معدلات الفائدة، ميزان المدفوعات ..... الخ[3].

ويتم إتباع الخطوات التالية:

1. مرحلة التحليل:

ويتم التحليل في هذا الشأن وتشخيص العوامل الكلية للاقتصاد المرتبطة بالقطاع الذي تنشط فيه الشركة والمرتبطة مباشرة بالشركة، وعلى هذا الأساس يوجد أسلوبان متعارف عليهما لدى محللين وهما :

أ. التحليل من الأعلى إلى الأسفل يتم التحليل وفق هذا الأسلوب تحليل ظروف القطاع ثم تحليل عوامل الشركة ويطلق عليه أيضا تحليل من الكل إلى الجزء.

ب. التحليل من الأسفل إلى الأعلى ويسمى بالتحليل من الجزء إلى الكل، حيث يعمل هذا الأسلوب بعكس اتجاه الأسلوب السابق[4].

---

[1] قاسم نايف علوان ، **إدارة الاستثمار** ، الطبعة الأولى ،دار الثقافة ، عمان ،سنة 2009 ، ص 199-200.

[2] منير العبيدان ، ألف باء الأوراق المالية، www.bankofpalsestine.com/tc/digital.../403.**pdf** consulté le 25/03/2017.

[3] Monsieur posson ، **Economie financiére et gestion de portfeuille** ، anné 2005-2006 http://www.pesec.be/downloeds/course.pdf-consulté. Le 2017-04-27

[4] هواري سويسي، **أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي** ، مجلة الباحث ، العدد 05، جامعة ورقلة، الجزائر، سنة 2007، ص 109.

2. مرحلة التقييم:

تعد هذه المرحلة مكملة لسابقتها إذ تؤثر مخرجات عملية التقييم، فبعد جمع البيانات والمعلومات المستخلصة من خطوات التحليل والتشخيص في المرحلة السابقة، يقوم المحلل بدراستها وتصنيفها وتحليلها لترجمتها في شكل قيمة للورقة المالية المستهدفة بواسطة آلية التقييم فبعد جمع التحليلات يتم الخروج بسلسلة توقعات لتدفقات الأرباح، تحديد معدل الخصم[1].

الفرع الثاني: التحليل الفني.

يقوم هذا المدخل على تتبع حركة الأسعار وأحجام التداول، التي سبق تسجيلها في السوق لاكتشاف سلوك ونمط تتبعه حركة الأسعار، ليتم على أثرها اتخاذ القرار المناسب للمستثمر، وعلى هذا الأساس يمكن تعريف هذا المدخل بأنه : " التحليل الذي يدرس حركة السوق بالاستعانة بالمنحنيات بهدف معرفة تأثير الاتجاهات المستقبلية على الأسعار "[2].

✓ مؤشر أو خريطة القوة النسبية:

يحاول هذا الأسلوب الكشف عن الأسهم ذات القوة النسبية، ويقضي هذا المفهوم بأن درجة تقلب أسعار الأسهم متفاوتة، بحيث توجد بعض الأسهم التي ترتفع أسعارها بشكل حاد وسريع لارتفاع السوق ويحدث العكس في حالة السوق النزولي، فالأسهم التي تستجيب لهذه التغيرات يطلق على أسعارها بأنها تتسم بقوة نسبية .

✓ المتوسط الحسابي:

يعتبر هذا المؤشر من أقوى المؤشرات الموجودة وترجع قوته في ضخامة العدد من المستثمرين والمضاربين ولذلك فيعتبر من المؤشرات التي تؤثر في التداول ويمكن الاعتماد على نتائجها ويوجد أنواع كثيرة من المتوسط الحسابي ولكن أشهر نوعين هما :

- **المتوسط الحسابي العادي:**

ويتمم الحصول عليه من متوسط إغلاق سعر السهم لمدة معينة وذلك بجمع سعر الإغلاق لكل يوم ولمدة معينة من الأيام ثم قسمة هذه القيم على عدد الأيام.

---

[1] هواري سويسي ،مرجع سابق ،111.

[2] سمير العبيدان ، مرجع سابق.

- **المتوسط الأسي:**

ويختلف عن المتوسط الحسابي العادي بمعدلات رياضية معينة يتم جعل وزن لقيمة سعر أخر يوم من التداول لأنه يدل على أحدث إغلاق للسهم وبالتالي يبين أقرب حركات قام بها السهم ولذلك فالمتوسط الحسابي الأسي يعتبر أكثر حساسية لحركة السهم من المتوسط الحسابي والبسيط ولذلك يستخدم بكثرة في حساب المؤشرات .[1]

✓ **استخدام الخرائط:**

يغلب على الفنيين استخدام الخرائط، وهذا ما يفسر تسميتهم بها، وتفيد الخرائط كثيرا في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتبع سلوك الأسعار في الماضي، مما يتيح للمحل رؤية أدق لتلك المعلومات فيما لو كانت في شكل أرقام، وتفيده بذلك في استنتاج التحاليل المفضية إلى تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض ومدة ذلك .... الخ، ولذلك توجد عدة أنواع من الخرائط كخرائط الأعمدة والنقطة والشكل، إذ يستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول المحلل الوصول إليه[2].

[1] سمير العبيدان،مرجع سابق

[2] هواري سويسي، مرجع سابق ، ص 109.

المطلب الرابع: إستراتيجية إدارة حافظة الأوراق المالية.

يمكن تقسيم الطرق التي تدار بها المحافظ إلى طريقتين وهما كالتالي[1]:

الفرع الأول: الإدارة الساكنة (السالبة) للحافظة.

تمثل الإدارة الساكنة لحافظة الأسهم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ طويل المدى بالأصول عادة ما يتم محاولة مجارات مؤشر أسهم معين، حيث يتم شراء الأسهم المكونة لهذا المؤشر والاحتفاظ بهما لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر، ولأن الهدف يكون في هذه الحالة هو تحقيق نفس عائد المؤشر، ويجب الانتباه عند استخدام هذه الإستراتيجية لأن مجارات المؤشر تتطلب إعادة استثمار الأرباح الموزعة وكذلك إضافة أو إخراج الأسهم التي يتم إضافتها أو إخراجها من المؤشر.

1. أساليب إستراتيجية الإدارة الساكنة .

يمكن إتباع عدة أساليب في تنفيذ هذه الإستراتيجية وهي كما يلي:

أ. **أسلوب المحاكاة التامة:**

وفي إطار هذا الأسلوب فان المستثمر يشكل حافظة مشابهة تماما لمؤشر الأسعار، أي أنه يتم شراء نفس المكونات للمؤشر بنفس النسب التي يعتمدها.

ب. **أسلوب المعاينة:**

إن عيوب أسلوب المحاكاة التامة أدى إلى إتباع المستثمرين أسلوب العينة في محاكاة المؤشر، اعتمادا في ذلك على المبادئ الإحصائية التي تقرأ هذا الأسلوب وبإمكانية الاعتماد على نتائجه، وهنا فان المستثمر يقوم باختيار عينة من الأسهم الممثلة في المؤشر، وبالطبع فان المستثمر في هذه الحالة لا يتوقع أن تكون عوائد حافظته مطابقة تماما لعائد المؤشر.

ت. أسلوب الانتقاء:

يقوم المستثمرين تبعا لهذا الأسلوب باختيار مجموعة من الاستثمارات الإستراتيجية ليتم شراؤها والاحتفاظ بها لفترة طويلة معتمدا على ما توفره هذه الاستثمارات من الأرباح موزعة وارتفاعات في قيمتها السوقية، وفي هذه الحالة فان المستثمر يستهدف عائدا معقولا يتناسب مع حجم المخاطر الذي يتحمله نتيجة احتفاظه بهذه الاستثمارات .

---

[1] بن العايش حسان ، **تشكيل وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية** ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة عنابة، الجزائر ، 2009-2010 ، ص ص 85-89.

الفرع الثاني: الإدارة النشطة للحافظة.

إن هدف الإدارة النشطة هو التغلب على أداء السوق الممثل في مؤشر معين، لذا فان من يدير هذه الحافظة وفق هذه الإستراتيجية يلجأ باستمرار إلى تغيير مكونات الحافظة لتحقيق عوائد أعلى من العوائد التي تحققها حافظة السوق ككل[1].

إن اختيار أحد الإستراتجيتين يعتمد على طبيعة السوق وطبيعة المستثمر ومدى ثقته بكفاءة تسعير الأسهم في السوق، فإذا كانت الأسهم مسعرة بقيم عادلة (من وجهة نظر المستثمر)، فانه ليس هناك حاجة لإتباع إستراتيجية الإدارة النشطة وما يترتب عليها من كلف إضافية تتمثل بمعلومات البيع والشراء وبدل الإدارة والمتابعة.

أما إذا كان اعتقاد المستثمر بأن الأسعار في السوق ليست مقيمة بقيمتها العادلة وأن بإمكانه من خلال البحث المستمر والتحليل معلومات السوق، شراء الأسهم بأقل من قيمتها العادلة وبيعها عندما ترتفع أسعارها في السوق، فانه سيتبع إستراتيجية الإدارة النشطة، وهنا فان عليه أن يحقق عائدا أكبر من مجموع العائد الذي يحققه السوق والعمولات التي سيتكبدها نتيجة إتباعه هذه السياسة .

1. **أساليب إستراتيجية الإدارة النشطة :**

يتمثل الهدف من الإدارة النشطة للحافظة في كسب عائد أكبر من عائد السوق مضافا إليه أي عمولات إضافية، وهذا ما ينجر عنه تحمل مخاطر أكبر، ويمكن تنفيذ هذه الإستراتيجية بالاعتماد على التحليل الأساسي والفني وفقا للأساليب التالية[2]:

أ. **أسلوب توقيت السوق:** ووفقا لهذا الأسلوب فان المستثمر ينقل الأموال بين الأسهم والسندات والأذونات اعتمادا على تنبؤاته لاتجاهات السوق.

ب. **الأسلوب القطاعي:** تبعا للأسلوب القطاعي فان المستثمر يقوم بنقل الأموال بين قطاعات الأسهم المختلفة الصناعية، الخدمية والمالية كالاستثمار في أسهم العقارات ثم الانتقال إلى النقل وهكذا بحسب توقعات المستثمر لسوق .

ث. أسلوب البحث عن الأسهم:

يقوم المستثمر وفق هذا الأسلوب بالبحث عن أي أسهم مسعرة بأقل من قيمتها العادلة وذلك تحقيق أسلوب الشراء بالسعر القليل والبيع على السعر الأعلى.

[1] بن العايش حسان ،مرجع سابق، ص85-89

[2] بن العايش حسان ،مرجع سابق ،ص85-89 .

المبحث الثالث : إستراتيجية التنويع في حافظة الأوراق المالية.

يعتبر التنويع كإستراتيجية تستخدم في بناء الحافظة المالية ومن شأنه تخفيض المخاطر التي قد تتعرض لها الحافظة دون أن يحدث ذلك تأثير عكسي على العائد وقد اقترح ماركوتينز فكرة التنويع الكفء.

المطلب الأول : ماهية التنويع.

يعتبر التنويع من بين أهم العوامل المساعدة على تخفيض مخاطر المحفظة المالية.

الفرع الأول: مفهوم التنويع في محفظة الأوراق المالية.

يقصد بمبدأ التنويع أنه عن جمع عدد من الأوراق المالية المختلفة يمكن تحقيق درجة معينة من استقرار وثبات العائد دون إضعاف العائد المتوقع حتى لو كانت عوائد هذه الأوراق المالية عوائد مستقلة ومتساوية وذات خصائص مخاطرة واحدة[1].

والتنويع هو عملية دمج الأصول في محفظة واحدة بهدف تقليل المخاطر الكلية دون التضحية بالعائد، والحكمة التقليدية تقول" لا تضع كل البيض في سلة واحدة " وإذا ما ترجم ذلك إلى لغة الاستثمار فإنه يعني ألا تستثمر كل ثروتك في أصل واحد[2].

وعند التنويع يجب الأخذ بعين الاعتبار ما يلي:

1. التنويع يؤدي إلى تخفيض المخاطرة إلى أنه لا يؤدي إلى إزالة المخاطر أو القضاء عليها.
2. هناك جزء من المخاطر الكلية يصعب تجنبه بالتنويع نظرا لارتباطه بعوامل يصعب التحكم فيها وهي المخاطر المنتظمة، لكن يمكن التنبؤ بها.
3. هناك جزء من المخاطر الكلية يمكن تخفيضها إلى أدنى مستوى ممكن عن طريق التنويع وهي تلك المخاطر المتعلقة بمؤسسة ما أو بصناعة معينة وهي ما تعرف بالمخاطر المنتظمة.
4. المخاطر تتناقص كلما زاد عدد الاستثمارات إلى حد معين ثم تبدأ المخاطر بالثبات.

[1] عصام فهد العربيد، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية** ، دمشق دار الرضا للنشر ،سوريا ،سنة 2002 ، ص 79.

[2] واثق حمد أبو عمر، **النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى ،بدون سنة النشر ، دار الرضا ، دمشق ،سوريا، ، ص 48.

الفرع الثاني : عيوب المغالاة في تنويع مكونات المحفظة .

- **صعوبة إدارة المحفظة:**

ويقصد بها التحليل المستمر للمركز المالي للمنشأة المصدرة لها ومتابعة كل ورقة على حدى.

- **ارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات الجديدة:**

تزداد تكاليف البحث عن استثمارات جديدة كلما زاد التنوع في المحفظة .

- **احتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة:**

قد ينتج عن المغالاة في عدد الأوراق المالية أن يضطر المستثمر للاستثمار في أراق المالية يتولد عنها عائد لا يتلاءم مع المخاطر التي تنطوي عليها .

- **ارتفاع متوسط تكاليف الشراء:**

ينتج هذا الارتفاع عن التنويع الذي يؤدي إلى شراء كميات صغيرة من كل إصدار وهذا يؤدي بدوره إلى إرتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة .

المطلب الثاني: أساليب ومجالات التنويع.

يحاول المستثمر باستمرار الوصول إلى أدنى حد من مخاطر ولتحقيق ذلك يقوم المستثمر بتنويع استثماراته في أسهم وسندات بدلا من شرائه نوع واحد فقط بغرض الوصول إلى ما يعرف بمحفظة أو حقيبة كفؤ من الأوراق المالية.

الفرع الأول: أساليب التنويع.

يتميز التنويع بعدة أساليب أهمها:

1. **التنويع البسيط:**

يقوم التنويع البسيط على مبدأ الاختيار العشوائي للأوراق المالية لغرض تكوين المحفظة ويعتمد على فكرة أساسية أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها[1]، بمعنى آخر شراء عدد كبير من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم المنشأة، العوائد المتوقعة، أو

[1] عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية** ، دار الجامعية، الابراهمية، الإسكندرية ،مصر ،سنة 2005 ، ص546.

الانحرافات المعيارية للعوائد المحتملة، التنويع الساذج ملائم فقط عندما يكون المستثمر غير قادر على التمييز بين العوائد المتوقعة للورقة المالية[1].

2. التنويع الكفؤ– تنويع ماركوتينز– :

يعتمد التنويع الكفؤ على الطرق العلمية الصحيحة في اختيار أصول المحفظة وبعد دراسة جيدة مع مراعاة معامل الارتباط ويفضل ألا يكون بين الأوراق المالية درجة عالية من معامل الارتباط وذلك لتقليل المخاطر بالقدر الممكن[2]، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فان المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (عدم وجود علاقة بينهما) أو توجد بينهما علاقة عكسية.

فقد أوضح ماركوتينز على أن معاملات الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة الأسلوب الأفضل في اختيار مكونات المحفظة وتخفيض مخاطرها، حيث أكد أن معامل الارتباط بين سهمين يتحرك بين +1 ،0 ،–1، وأن أعلى عائد يتحقق للمحفظة عندما يكون معامل الارتباط سالبا بين سهمين، والارتباط السالب يعني أنه إذا ارتفع عائد السهم الأول ينخفض عائد السهم الثاني بذات النسبة لذلك يطلق على تنويع ماركوتينز التنويع الكفء.

الفرع الثاني: مجالات التنويع.

يمكن تمييز عدة مجالات من التنويع نذكر منها ما يلي :

1. التنويع بناء على جهة الإصدار:

ويقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة[3].

2. تواريخ الاستحقاق:

من المعلوم أن الاستثمارات تتفاوت في درجة سيولتها وبالتالي في حجم الأرباح والخسائر الرأسمالية التي يمكن أن تتحقق فيما لو اضطر المستثمر إلى تصفية استثماراته في الأحوال الاستثنائية إلى مجموعات حسب الآجال لسنة واحدة، لسنتين، أو لثلاث سنوات، أو أربع سنوات أو خمس سنوات ....، وهكذا بحيث يتمكن

[1] خالد وهيب الراوي ، **إدارة المخاطر المالية** ، دار المسيرة لنشر ، عمان،سنة 1999 ، ص 205.

[2] غازي فلاح المومني ، **إدارة المحافظ الاستثمارية** ، طبعة الأولى ، دار المناهج ، عمان الأردن ،سنة 2002 ، ص 130.

[3] محمد مطر ، فايز تيم ، مرجع سابق ،ص 175.

المستثمر من إعادة الاستثمار قيمة السندات المستحقة في سنوات جديدة لآجال طويلة، لأنه مجرد مرور الوقت يقرب موجودات المحفظة الاستثمارية نحو النقد[1].

3. **الجودة:** مستوى جودة الأوراق المالية حيث يرتبط مباشرة مع النسبة المقبولة من المخاطر فعند الرغبة في عدم قبول مخاطر عالية فانه يلزم شراء أوراق مالية جيدة المستوى[2].

المطلب الثالث: علاقة التنويع بالمخاطر وعوامل نجاح سياسة التنويع.

لقد سبق تقسيم المخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وعليه سيتم التعرف على العلاقة الموجودة بين التنويع وكلا من المخاطر.

الفرع الأول: علاقة التنويع بالمخاطر.

هنا نبين علاقة التنويع بالمخاطر المنتظمة والمخاطر غير منتظمة[3].

1. علاقته بالمخاطر المنتظمة:

بما أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تصيب كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن الجهة المصدرة لها، لذا فإن من الصعب التخلص منها أو تخفيضها بتنويع مكونات المحفظة تنويعا بسيطا إلا أنه من الممكن التخفيض منها وذلك عن طريق إتباع أسلوب ماركويتز، أي بتكوين محفظة أوراق مالية معامل الارتباط بينهما سالب.

2. علاقته بالمخاطر غير المنتظمة:

بما أنها تصيب شركة معينة أو قطاع معين أو نوع معين من الأوراق المالية، لذا فمن الممكن تجنبها عن طريق التنويع وعدم التركيز على إصدارات شركة واحدة أو نوع واحد من الأوراق المالية، هذا وتجدر الإشارة في الأخير إلى أن المحفظة المالية وتكوينها ما هي إلا مرحلة تمهيدية لمرحلة تابعة لها وهي إدارتها، هذه الأخيرة التي تنطلق من خلال عمليات البيع والشراء لمكونات المحفظة المالية.

---

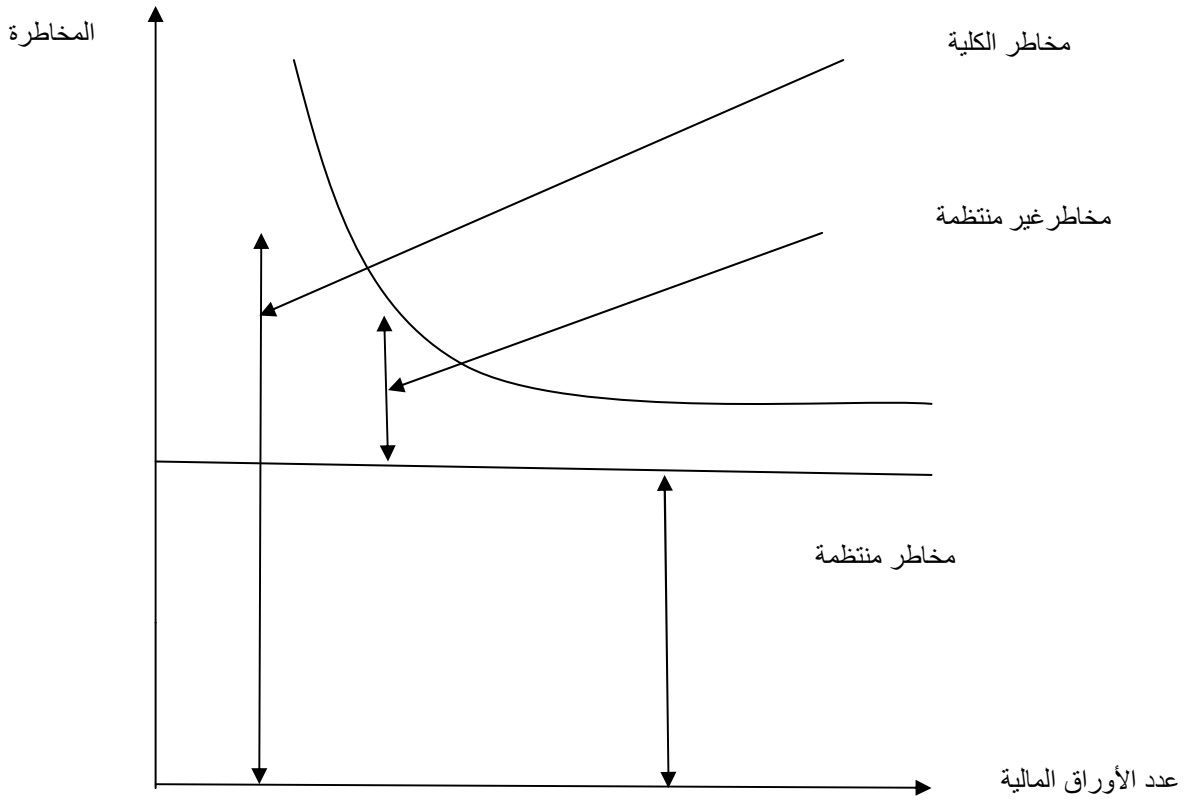
[1] حسين بن هاني ، **الأسواق المالية** ، طبعة الأولى، دار الكندي ، عمان ، سنة 2002 ، ص 20.

[2] محمد محمد عبد ربه محمد ، **مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات** ، الدار الجامعية، الإسكندرية ،مصر،سنة 2000 ، ص 13.

[3] بوزيد سارة ، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري** ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، الجزائر ،سنة 2006-2007 ، ص ص 44-45.

كما يوضح الشكل علاقة التنويع بالمخاطر[1].

الشكل رقم 2-1:أثر التنويع على المخاطر



المصدر : محمد مطر ،فايز تيم ،مرجع سابق ،ص172.

يظهر الشكل أثر التنويع على المخاطر الكلية والتي تشمل المخاطر منتظمة وغير منتظمة، فعند زيادة عدد الأوراق المالية المستثمرة في المحفظة تنخفض المخاطر ولكن بمعدل متناقص إلى حد معين من الأوراق المالية ثم تبدأ المخاطرة بالثبات، ويظهر هذا أن في المحفظة مستوى معين من المخاطر لا يمكن التخلص منها من خلال التنويع .

[1] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق ،ص172.

الفرع الثاني: عوامل نجاح سياسة التنويع .

1. تنوع المخاطر:

أ. **المخاطر منتظمة** : وتسمى أيضا بمخاطر السوق غير قابلة للتنويع والمخاطر التي لا يمكن تجنبها، وتعرف بأنها ذلك الجزء من المتغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية ،لذا فهي تتجاوز إطار المحفظة المالية لتصل إلى إطار السوق[1].

ب. **المخاطر غير منتظمة** : يطلق عليها تسميات عديدة منها المخاطر التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتنويع المخاطر الخاصة، أو مخاطر الاستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة أو قطاع معين.

ج. عدد أصول المحفظة:

فكلما زاد عدد أصول المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض المخاطر، وهذا طبقا لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى تناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة واحتمال تركز الخسارة في عنصر معين.

2. معامل الارتباط بين أصول المحفظة:

أ. من حيث نوع الارتباط:

فقد يكون موجبا كلما يحدث بين أسعار الأسهم وأسعار العقار، وقد يكون سالبا كما حدث في أزمة وول ستريت، عندما أدى الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى ارتفاع حاد في أسعار السندات.

ب. من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط:

تتراوح بين +1 و -1 فعلى مدير المحفظة في تنويع الأصول أن يراعي كلا من نوع الارتباط وقوة معامله .ففي حالة الارتباط السالب[2]، تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الارتباط بين عوائد الأصول، بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الارتباط، حساسية التنويع لا تنجح في تخفيض المخاطر الغير السوقية إذا كان الارتباط موجبا وقويا لأن عملية التنويع ما هي إلا تكرار لأصل من الأصول على العكس عندما يكون الارتباط سالبا أو معدوما، فالتنويع يكون موجبا ومفيدا في تخفيض المخاطر لأن الآثار ستعم وفي اتجاهات متعاكسة.

ذكرنا إن عوامل نجاح سياسة التنويع هو تنوع المخاطر الخاصة تلك المتعلقة بالسوق والتي يمكن التنبؤ بها، وذلك عن طريق معامل β.

[1] هندي إبراهيم ، **الفكر الحديث في مجال الإستثمار** ، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية ، مصر ، سنة 1996 ، ص 107.,

[2] هندي إبراهيم ، مرجع سابق ، ص 107.

خلاصة:

تختلف أصول المحفظة المالية فيما بينها من حيث العائد والمخاطرة ولقد تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى طريقة حساب كل من عائد ومخاطرة المحفظة بنوعيها المنتظمة والمعبر عنها بالانحراف المعياري والتباين أو غير المنتظمة والمعبر عنها بمعامل بيتا، كما تم التطرق إلى طرق تحليل مكونات المحفظة ضمانا للاستغلال الأمثل لمكونات المحفظة وتحقيق الاستثمار الأمثل، كما تم توصل إلى النتائج التالية:

- إن عائد حافظة الأوراق المالية يختلف عن عائد ورقة مالية واحدة لأنها مجموعة من منافع الإضافية.
- يمكن التمييز بين ثلاث تقسيمات لمعدل عائد الاستثمار (معدل العائد المتوقع، معدل العائد المطلوب، معدل العائد المحقق أو الفعلي).
- المخاطر المنتظمة والتي تخص جميع الأوراق المالية في سوق وتقاس بمعامل بيتا بحيث لا يمكن تفاديها بالتنويع.
- المخاطر غير المنتظمة وهي تلك المخاطر التي تخص ورقة مالية معينة ويمكن تفاديها بالتنويع .
- هناك طريقتين لتحليل مكونات حافظة الأوراق المالية.
- تتعدد أساليب التنويع وغرضها واحد ألا وهو التقليل من المخاطر.
- يجب مراعاة معامل الارتباط بين عوائد الأصول المالية المكونة للمحفظة ويأخذ معامل الارتباط ثلاث حالات:
  - معامل الارتباط يقترب من الواحد موجب فهذا ليس من مصلحة المستثمر وإن هذا لا يقلل من المخاطر.
  - معامل الارتباط مساويا للصفر فهو يعمل على تخفيض المخاطر ولكن ليس بشكل نهائي.
  - معامل الارتباط أقل من الصفر فهذا يعمل على تخفيض المخاطر إلى أدنى المستويات.

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

" قل اعملوا فسيرى الله عملكم والمؤمنون "

صدق الله العظيم

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك، ولا يطيب النهار إلا بطاعتك، ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك، ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك.

إلى حب الحنان والتفاني، إلى التي دعائها سر نجاحي، وحنانها بلسم جراحي، إلى أملي الدائم في الحياة أمي.

إلى من كلله الله الهيبة والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى من أحمل اسمه بكل افتخار أبي.

إلى الذي كلماته تشجعني، وضحكاته تؤنسني وتساندني أخي الحبيب: حسين وزوجته مريم.

إلى من تشد عضدي، وتعد سندي في السراء والضراء أختي: هاجر وزوجها جلال.

إلى زهور الفرح وحبيبات الروح:هديل،ملك الباتول.

إلى كل الأهل والأصدقاء القريب والبعيد.

إلى أختي الثانية والتي شاركتها عناء هذا البحث: زليخة بن عائشة .

إلى صديقاتي العزيزات :أسماء ،شريفة صبرينة ،حبيبة ،كنزة،أمينة.

أمال

الإهداء

إلى معلم البشرية ومنبع العلم

نبينا محمد (صلى الله عليه وسلم)

إلى اليد الطاهرة التي أزالت من أمامنا أشواك الطريق ورسمت المستقبل بخطوط من الأمل والثقة إلى الذي لا تفيه الكلمات والشكر والعرفان " أبي الحبيب "

إلى من ركع العطاء أمام قدميها وأعطتنا من دمها وروحها وعمرها حبا وتصميما ودفعا لغد أجمل إلى الغالية التي لا نرى الأمل إلا من عينيها " أمي الحبيبة "

إلى أزهار النرجس التي تفيض حبا وطفولة ونقاء وعطرا الغاليات اللاتي مازلن يحين على إدراج العمر أخواتي.

إلى إخواني الذين طالما كانوا سندا لي في حياتي.

إلى صديقاتي و رفيقاتي دربي : أمال وعمرة و كنزة و حبيبة وصبرينة وشريفة.

زوليخة بن عائشة

تشكر و عرفان

لك الحمد ربنا يا من مننت علينا بنعمة العلم،

ويسرت لنا سبله، ومن يعيننا على تحصيله،

وعلمتنا ما لم نعلم، ثم الصلاة والسلام على خير،

المعلمين محمد سيد الخلق وعلى آله وصحبه ،

أجمعين.

نتوجه بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف" زاهي محمد الأمين" على مساعدته وتوجيهاته القيمة لنا .

كما نتوجه بالشكر الجزيل إلى الأستاذ " محمد بن عيشوش" على مساعدته في هذا العمل

نتوجه بالشكر الجزيل إلى الزميل الذي ساعدنا ووجهنا في عملنا هذا"عمر بوكلتوم"

وختاما نتقدم بالشكر والامتنان إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة.

من خلال ما تم دراسته استنتجنا أن بورصة القيم المنقولة لها دور مهم في تسيير الأصول المالية،والمحافظ المالية لأنها تعتبر حلقة الوصل بين المستثمرين وأصحاب رؤوس المال وكذا تعمل على توفير المعلومات الدقيقة لكلا الطرفين، وتعد حافظة الأوراق المالية إحدى أهم أدوات الاستثمار والتي حضت بأهمية بالغة في الدراسات المالية لأنها تعمل على تحقيق أرباح وعوائد معتبرة لمالكيها، وكما عمل الاقتصادي هاري ماركوتينز 1952 على طرح نظرية الحافظة المالية والذي تطرق من خلالها إلى قياس المردودية وخطر من خلال الأمل الرياضي والانحراف المعياري وتناولت كذلك ولأول مرة أثر المخاطر والارتباط والتنويع على العائد المتوقع، واعتمدت هذه النظرية على مبدأ التنويع والذي يعمل على جعل المخاطر عند أدنى المستويات، بحيث هناك نوعين من المخاطر: مخاطر منتظمة والمعبر عنها بمعامل بيتا والمخاطر غير المنتظمة التي تقاس بالانحراف المعياري.

وبالتالي يمكن ذكر نتائج البحث واختبار الفرضيات والتوصيات وأخيرا أفاق البحث كما يلي:

أولا: نتائج البحث:

توصل هذا البحث إلى مجموعة من النتائج يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية:

1. النتائج النظرية:

- تعد حافظة الأوراق المالية توليفة من الأوراق المالية تم اختيارها بعناية لتحقيق الأهداف المرجوة.
- تشكيل حافظة مالية يتم عبر قيم منقولة متعددة تتمثل في الأسهم، والسندات، المشتقات المالية بحيث يتم التعامل بها في بورصة.
- بعدما يتم تكوين محفظة الأوراق المالية تبدأ مرحلة إدارتها، هذه التي يمكن أن تتم على عدة أشكال وتتغير سياستها فيتبع المسير السياسة الهجومية عندما يسعى المستثمر لكسب السريع للأرباح وإن كان ذلك مع تحمل مخاطر عالية، ويتبع السياسة الدفاعية عندما يهدف المستثمر إلى تحقيق الأرباح شبه ثابتة وقبول مستوى معين من المخاطر، أما السياسة المتوازنة فهي حل وسط بين السياستين.
- يعتبر موضوع إدارة المحفظة المالية محط اهتمام العديد من الباحثين، مما أسفر الأمر على ظهور العديد من النظريات والنماذج التي اهتمت بالعلاقة بين عائد المحفظة المالية وخطرها.

- يعمل التنويع على التخفيض من المخاطرة والحصول على محفظة مالية كفأة، ويمكن قياسه عن طريق معامل الارتباط.

2. النتائج التطبيقية:

- يعمل السوق المالي على توفير البيانات والمعلومات حول الأصول المالية.
- يتم اختيار أصول الحافظة المالية وفق الأصول ذات العائد الجيد مع استقرار في المخاطرة.
- كلما انخفض معامل بيتا نشهد انخفاض في نسبة المخاطر أما بالنسبة للانحراف المعياري فيجب أن يشهد استقرار.

ثانيا:اختبار الفرضيات:

- بعد إجرائنا للدراسة التطبيقية حول بورصة دار البيضاء استنتجنا أنه على المسير مراعاة العائد بحيث يجب تحقيق عائد مرتفع بالمقابل تكون المخاطرة عند مستوى مقبول وذلك من خلال إتباع التنويع ويمكن القول أن العائد والمخاطرة والتنويع من التقنيات المتبعة في إدارة المحفظة وبناءا على ذلك نقبل صحة الفرضية الأولى.
- بعد الإطلاع على بورصة المغرب توصلنا إلى أنه يوجد عدة أدوات تستخدمها الشركات للاستثمار في بورصة وهي الأسهم السندات والمشتقات المالية، ومن ثم قمنا بتشكيل محفظة الأوراق المالية المكونة من خمس أصول والتي استنتجنا من خلالها أنه يتم تشكيل المحفظة وفق التنويع الكفئ، وبناءا على ذلك نقبل صحة الفرضية الثانية.
- من خلال دراستنا التطبيقية واستخدامنا لمقاييس المخاطرة استنتاجنا أنه كلما اقترب معامل بيتا من 1- وكان هناك استقرار في الانحراف المعياري والتباين كان هناك انخفاض في المخاطر، وبالتالي نكون قد أثبتنا صحة الفرضية الثالثة.

ثالثا: التوصيات:

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

1. توصيات متعلقة بالبورصة:

- توفير المعلومات الكافية عن الشركات المدرجة بالسوق من أجل التحليل.

- تبسيط طريقة توفير المعلومات ورفع القيود التي من شأنها عرقلة الباحثين.

2. توصيات متعلقة بالمستثمر المالي:

- ضرورة المراجعة الدورية للحافظة المالية في ظل المعلومات المتاحة والأهداف المسطرة.
- على المستثمر تحديد درجة المخاطرة الممكن تحملها جراء اختيار مكونات الحافظة.
- مواكبة الأداء الاقتصادي وإجراء الدراسات التحليلية لمؤشرات الأسواق المالية من أجل بناء توقعات على أساس علمي دقيق.
- التواصل مع الأشخاص ذوي خبرة ومتخصصين في المجال من أجل الأجل الإرشاد إلى الفرص الأقل مخاطرة والأوفر عائد.

رابعا:افاق الدراسة:

- محاولة دراسة نفس الموضوع مع الإلمام بالتنويع المحلي والدولي بحيث يكون بحث شامل.
- مقارنة بين وسائل التنويع التقليدية والحديثة.
- تقييم تكلفة التنويع الدولي.

فهرس المحتويات

الملاحق

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
كلمة شكر	
إهداء	
مستخلص	
فهرس المحتويات	III – I
فهرس الجداول والأشكال	IV- III
المقدمة	أ –ز
الفصل الأول: الإطار النظري للاستثمار في حافظة الأوراق المالية	
تمهيد	2
المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية.	3
المطلب الأول: التعريف بالمحفظة المالية والهدف من تشكيلها.	3
المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية ومكوناتها.	5
المطلب الثالث: وظائف ومراحل بناء المحفظة المالية.	7
المطلب الرابع: مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة.	9
المبحث الثاني: نظريات محفظة الأوراق المالية.	11
المطلب الأول:نظرية ماركوتيز.	11
المطلب الثاني:نموذج تسعير الأصول المالية.	13
المطلب الثالث: نظرية المراجحة.	17
المطلب الرابع:نماذج تقييم الأداء	19
المبحث الثالث:تقديم بورصة القيم المنقولة.	25
المطلب الأول: مفهوم بورصة القيم المنقولة ووظائفها.	25
المطلب الثاني:أهم الأدوات المتداولة في بورصة القيم المنقولة.	27
المطلب الثالث: كفاءة بورصة القيم المنقولة.	31
المطلب الرابع: مؤشرات بورصة القيم المنقولة واستخداماته.	32
خلاصة	34
الفصل الثاني: تسيير حافظة الأوراق المالية.	

تمهيد	36
المبحث الأول :عائد ومخاطر حافظة الأوراق المالية.	37
المطلب الأول :عائد المحفظة المالية .	37
المطلب الثاني :مخاطر حافظة الأوراق المالية وأنواعها.	39
المطلب الثالث :مصادر مخاطر حافظة الأوراق المالية.	40
المطلب الرابع :قياس مخاطر حافظة الأوراق المالية .	42
المبحث الثاني:آلية تسيير حافظة الأوراق المالية الدولية.	45
المطلب الأول :متطلبات تسيير حافظة الأوراق المالية.	45
المطلب الثاني :سياسات و طرق تسيير حافظة الأوراق المالية.	46
المطلب الثالث :تحليل مكونات حافظة الأوراق المالية	47
المطلب الرابع :النظريات الحديثة لتوزيع أصول حافظة الأوراق المالية .	50
المبحث الثالث: إستراتيجية التنويع في حافظة الأوراق المالية.	52
المطلب الأول : ماهية التنويع .	52
المطلب الثاني: أساليب ومجالات التنويع.	53
المطلب الثالث: علاقة التنويع بالمخاطر وعوامل نجاح سياسة التنويع.	55
خلاصة	58
الفصل الثالث :دراسة حالة بورصة المغرب "دار البيضاء".	
تمهيد	60
المبحث الأول:عموميات حول بورصة المغرب.	61
المطلب الأول :نشأة بورصة المغرب.	61
المطلب الثاني: الجهات المتعاملة في بورصة المغرب.	65
المطلب الثالث: شروط الإدراج في بورصة المغرب.	67
المبحث الثاني: الأحداث المالية والسياسية وانعكاساتها على أسواق بورصة المغرب.	70
المطلب الأول: أسواق بورصة المغرب.	70
المطلب الثاني: الأحداث المالية والسياسية التي شهدها السوق المغربي.	76
المطلب الثالث: تدابير والتوجهات الاستثمارية التي عملت بها دار البيضاء.	79
المبحث الثالث:دراسة حالة بورصة دار البيضاء.	81

المطلب الأول :أداء بورصة الدار البيضاء.	81
المطلب الثاني: الإطار العام لدراسة حالة.	86
المطلب الثالث: تشكيل محفظة مالية مختلفة من حيث عدد الأصول	87
خلاصة.	97
الخاتمة العامة.	99
المراجع.	103
الملاحق.	

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
1-3	**الشروط التي يجب توفرها من أجل قبول الإدراج والتداول**	**67**
2-3	**شروط ثانوية للإدراج في بورصة المغرب**	**68**
3-3	**الإفتتاح و التداول و الإغلاق لبورصة المغرب**	**74**
4-3	**نظام التسعير لكل مجموعة**	**75**
5-3	**ترتيب الشركات حسب الرأسمالات**	**87**
6-3	**عوائد الأوراق المالية لبورصة المغرب**	**88**
7-3	**أثر التنويع على العوائد**	**90**
8-3	**معاملات بيتا للشركات**	**93**
9-3	**أثر التنويع على العوائد ومخاطر المحفظة**	**94**

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	خط سوق رأس المال	14
2-1	خط سوق الأوراق المالية	15
3-1	تمثيل البياني لمؤشر شارب للأداء	20
4-1	تمثيل البياني لمؤشر ترينور للأداء	22
5-1	تمثيل البياني لمؤشر جنسن للأداء	23
1-2	أثر التنويع على المخاطر	56
1-3	الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب	64
2-3	تطور مؤشر مازي خلال 2016	81
3-3	القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة دار البيضاء	82
4-3	القيمة السوقية لبورصة دار البيضاء	83
5-3	تطور حجم الأسهم المتداولة خلال 2016	84
6-3	قيمة تداول الأسهم لمختلف قطاعات عام 2016	85
7-3	نسب الرأسمالات العشر الأولى حسب القطاعات	88
8-3	معدل عائد الشركات	91
9-3	معدل عائد المحافظ	92
10-3	معامل بيتا للأصول	95
11-3	بيتا للمحافظ	95

قائمة المراجع:

قائمة المراجع باللغة العربية:

أولا: الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية تحليلي وإدارة**، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن،2004.
2. أسامة الفولى – زينب عوض الله، **اقتصاديات النقود والتمويل**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، سنة 2005 .
3. جون وايت، **الاستثمار في السندات والأسهم**، الطبعة الثانية، دار الفاروق، مصر، 2006 ،
4. حسين بن هاني، **الأسواق المالية**، طبعة الأولى، دار الكندي، عمان، سنة 2002.
5. حماد طارق عبد العال، **دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية**، كلية التجارة جامعة عين شمس، مصر.
6. خالد وهيب الراوي، **إدارة المخاطر المالية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان،سنة2009 .
7. خالد وهيب الراوي، **إدارة المخاطر المالية**، دار المسيرة لنشر، عمان،سنة 1999.
8. دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار المسير للنشر والتوزيع، الأردن،2010.
9. زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، سنة 2005.
10. سعيد سيف النصر، **دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء**، مؤسسة شباب الجامعة،مصر
11. صالح رجب حماد، مداخلة بعنوان، **أثر إدارة المخاطر على البيئة الرقابية والتدفق الداخلي**، المؤتمر العلمي الدولي السابع، إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة، الأردن.
12. صلاح الدين حسن السيسي، **بورصات الأوراق المالية**،الطبعة الأولى ،عالم الكتب للنشر والتوزيع ،القاهرة، مصر،سنة2003 .
13. طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر (أفراد – إدارات – شركات – بنوك)**، الدار الجامعية مصر ،سنة 2003.
14. عاطف وليم أندوراس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر، سنة 2005.

15. عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعية، الابراهمية، الإسكندرية، مصر ،سنة 2005.

16. عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، **إدارة البنوك وتطبيقاتها**، الطبعة الأولى، دار المعرفة الجامعية،الإسكندرية، مصر.

17. عصام فهد العربيد، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، دمشق دار الرضا للنشر ،سوريا ،سنة 2002.

18. غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، طبعة الأولى، دار المناهج، عمان الأردن.

19. فلاح حسين الحسيني مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة البنوك:مدخل كمي وإستراتيجي معاصر**، دار وائل للنشر والتوزيع، رام الله، فلسطين.

20. قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار**، الطبعة الأولى ،دار الثقافة، عمان ،سنة 2009.

21. محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة،سنة 1999.

22. محمد إسماعيل حميد، **أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات**، دار النهضة العربية.

23. محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، مؤسسة النشر الجامعية، مصر،سنة 2005.

24. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ،سنة 2005.

25. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، الأردن،سنة2006 .

26. محمد قاسم خصاونة، **أساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى ،دار الفكر، الأردن،سنة2011.

27. محمد محمد عبد ربه محمد، **مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية ، مصر،سنة 2000 سنة 2002.

28. محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005

29. مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه ،**بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر،سنة 2009.

30. هندي إبراهيم، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر.

31. هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن،سنة 2003.

32. واثق حمد أبو عمر، **النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى بدون سنة النشر، دار الرضا، دمشق ،سوريا

33. الياس بن ساسي، يوسف قريشي،**التسيير المالي– الإدارة المالية**–، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر،عمان،سنة 2006 .

ثانيا: المذكرات والأطروحات

I. الأطروحات:

1. بن أعمر، بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، أطروحة دكتوراه علوم اقتصادية، تخصص مالية وبنوك، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
2. بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري**، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر ،سنة 2006-2007.
3. جابر نذير، **تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، غير منشورة، 2008 -2007 جامعة عنابة، الجزائر.
4. سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية المالية لتسيير المحفظة –دراسة قياسية لأسهم المسعرة في بورصة تونس–**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير، غير منشورة ،جامعة ورقلة، الجزائر،سنة 2009.
5. سويسي الهواري، **تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر2007-2008.
6. عائشة بخالد، **التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة** 2007- 2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر،سنة 2010.

7. عبد الغفور دادن، **محاولة بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت**،رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، معهد علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قصدي مرباح ورقلة ،الجزائر،سنة2009.

8. علي بن ظب،**دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة ببورصة الكويت خلال الفترة مابين 2006– 2008**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير،غير منشورة، جامعة قاصدي – مرباح ورقلة، الجزائر.

9. عمر العسري، **البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية(بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)**، دكتوراه في العلوم المالية، جامعة محمد الخامس السويسي،الرباط – المملكة المغربية.

10. قريشي محمد الجموعي، **قياس الكفاءة الاقتصادية في المؤسسات المصرفية دراسة نظرية وميدانية للبنوك الجزائرية خلال الفترة** 1994– 2003 أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ما بين الفترة 2005 -2006.

11. محمد البشير بن عمر، **دراسة أثر بعض المتغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم حالة بورصة الأردن**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة،2009 الجزائر،سنة2010.

12. منصوري الحاج موسى،**اثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية حالة سوق دبي المالي**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009.

II. المذكرات:

1. بن العايش حسان، **تشكيل وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة عنابة، الجزائر ،2009-2010.

2. منية قزيز، **المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية** ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم تسيير جامعة قصدي مرباح، ورقلة، الجزائر ،سنة 2011.

ثالثا: المداخلات

1. سامي حطاب، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**، ورقة عمل بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي ،سنة 2007.
2. سامي حطاب، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**، ورقة عمل بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي ،سنة 2007.

رابعا: المواقع الالكترونية

1. Harry M, Markowitz, **fondation of portfolio theory,** par site web **:** www.nobelprize.org/.../markowitz lecture.pdf. consulté le 10/01/2017. http://www.biddle.com/documents/bcg_comp_chapter2.pdf" consulté le 14/01/2017.à 16:19
2. **Risque management and financial dérivatives**,par siteweb :http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855_chap1.pdf consulté le 29/01/2017.à 12:33
3. **www.lamicrofinance.org/filles/15331_1_016.pdf**

4. منير العبيدان، ألف باء الأوراق المالية، www.bankofpalsestine.com/tc/digital.../403.**pdf** consulté le 02/02/2017.
5. بورصة المغرب ، نبذة تاريخية ، الموقع : .com/bourse/ar/content.casablanca_bourse.//www:http 10:20 24/04/2017.aspx?/dlink=110&at=1
6. بورصة المغرب ،تعريف البورصة ، متوفر على الموقع:
7. casablanca_bourse.com/bourseweb/ar/content.//www:http .24/04/2017،
8. الموقع الرسمي لبورصة المغرب، متوفر على الموقع:
9. http://www.casablanca_boursse.com
10. بورصة الدار البيضاء،الفاعلون في السوق ، متوفر على الموقع:
11. http://www.casablancabourse.com/bourseweb/ar/content. aspx?IdLink=152&Cat=3 21:00 25/04/2017 .

12. بورصة دار البيضاء ، الإدراج في بورصة،
13. http://www.casablanca_boursse.com/bourseweb/ar/conten &=cat=5160t.aspx?ldlink= 24/04/2017 . 12:00.
14. بنية دار البيضاء، أنظر الموقع:
http://www.casablancabourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdL ink=283&Cat=21 25/04/2017 21:21
15. بورصة المغرب ،**أنواع الأسعار في البورصة** ، أنظر الموقع:
www.casablanca-bourse.com / bourseweb/ar/=167cat6 21:21 25/04/2017
16. بورصة دار البيضاء ،**الاستثمار في البورصة**، أنظر الموقع :
www.casablanca-bourse.com / bourseweb/ar/=167cat6 04/28/2014. 21:15
17. بورصة دار البيضاء ،**أنظمة التداول والتسعير** ،أنظر الموقع .
www.casablanca.com / bourseweb/ar/=284cat6 01/05/ 2016
18. موقع بورصة الدار البيضاء، متوفر على: http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=151 2017/05/01، 09:57
19. موقع بورصة الدار البيضاء، أنظر الموقع: http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=15 13:14 2017/05/03 .
16.بورصة دار البيضاء ،أنظر الموقع:
https://www.mubasher.info/analysis-tools/most-active-volume/CSE 2017/05/03 . 23:27

17. بورصة دار البيضاء ،أنظر الموقع.
http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24& 2017/05/18 10:22

المراجع باللغة الأجنبية:

1. acqueline Delahaye; Florence Delahaye ;**finance dentreprise**; 2eédition
2. Aswath Damodaran, **Finance D'Entreprise**, 2e edition revue et corrigée, de boéck, 2008, paris, pp 243-245.
3. Bernard Bellatanie **: La Bourse(mecanisme et financement d'entreprise)**, université de lyon, 2éme édition , 1985.
4. Carlos pardo ‹**quels outils pour une régulation efficace des risque opération de la géstion pour compte de tiers .**
5. Daniel coyeau; amine ntaraze; **la bourse**; la dicouverte; 1eédition; Paris.
6. Denis mertisette ‹ **Decisions financiers a longterme** ‹ les edition S M G ‹trios reviéres 3 éme edition ‹anné 1994
7. Hec montréal‹ **les déterminants de la gestion des risque chez les assreurs americains de dommages** ‹mémoire présenté en vue de l'obtention de garde maitrise és science ‹2006 ‹France ‹
8. Jonathan bert ‹peter déparez ‹gun therca pelle blancard ‹nicolas couderc ‹**finance dentreprise pearson education** ‹1 edition ‹paris ‹ 2008.
9. Josette Peyrard, **La Bourse**, Vuibert, France, 1998
10. Josette peyrard; **Gestion Financiére internationale**; vuibert; 5e edition,Paris,1999.
11. Mondher Bellalah, Yeves Simon **: Option , Contrat à terme et gestion des risques** , 2éme édition Econcmica, Paris, 2003.
12. Mondher Bellalah; **gestion des risques de taux d'intérêt et de change**; 1e edition; de boeck; Paris,2005,
13. Monsieur posson ‹**Economie financiére et gestion de portfeuille** ‹ anné 2005-2006
14. paris,2009
15. Pascal François**;Les prduits dérivés financiers** ;Duanod; 1erédition , Paris; 2005.
16. Pascal Grandin : **Mesure de performance des fonds ;methode et résultat**, Economica, France, 1998.
17. Pierre vernimmen, **finance d'entreprise**, dalloz ,6e edition, paris,2005
18. Richard brealey ‹stwart myers ‹franklin allen ‹**principes de gestion financiére ‹pearson education** ‹8 édition ‹paris.

الملحق رقم 1: الاسعار اليومية للشركات المدرجة محل الدراسة في بورصة الدار البيضاء												
التاريخ	اتصالات المغرب		التجاري وفا بنك		البنك الشعبي المركزي		لافراج هولسيم المغرب		البنك المغربي للتجارة		مؤشر السوق	
	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد
18/5/17	139		426		275		2130		200		16687,29	
17/5/17	139	0,00%	421	1,19%	272,25	1,01%	2050	3,90%	200	0,00%	16595,13	0,56%
16/5/17	138,75	0,18%	420	0,24%	275	-1,00%	2065	-0,73%	200	0,00%	16899,77	-1,80%
15/5/17	139,9	-0,82%	421	-0,24%	271,75	1,20%	2188	-5,62%	200	0,00%	16787,03	0,67%
12/5/17	140	-0,07%	420	0,24%	271,6	0,06%	2188	0,00%	200	0,00%	16774,9	0,07%
11/5/17	139	0,72%	420	0,00%	270,6	0,37%	2220	-1,44%	200	0,00%	16649,96	0,75%
10/5/17	138,7	0,22%	419	0,24%	273,55	-1,08%	2200	0,91%	200	0,00%	16325,47	1,99%
9/5/17	139	-0,22%	419,95	-0,23%	272,1	0,53%	2218	-0,81%	200	0,00%	16327,87	-0,01%
8/5/17	140	-0,71%	419	0,23%	277	-1,77%	2218	0,00%	200	0,00%	16552,95	-1,36%
5/5/17	139	0,72%	413	1,45%	283	-2,12%	2215	0,14%	200	0,00%	16564,27	-0,07%
4/5/17	139	0,00%	418	-1,20%	287	-1,39%	2212	0,14%	200	0,00%	16657,67	-0,56%
3/5/17	139	0,00%	419	-0,24%	289,9	-1,00%	2200	0,55%	200	0,00%	16576,19	0,49%
2/5/17	139	0,00%	419,3	-0,07%	285	1,72%	2305	-4,56%	200	0,00%	16731	-0,93%
28/4/17	138,65	0,25%	409	2,52%	275	3,64%	2170	6,22%	200	0,00%	16812,24	-0,48%
27/4/17	137,2	1,06%	410	-0,24%	262	4,96%	2131	1,83%	200	0,00%	16667,76	0,87%
26/4/17	136,4	0,59%	397	3,27%	260	0,77%	2120	0,52%	200	0,00%	16691,52	-0,14%
25/4/17	136,5	-0,07%	397	0,00%	257	1,17%	2120	0,00%	200	0,00%	16586,59	0,63%
24/4/17	137,75	-0,91%	398	-0,25%	257,1	-0,04%	2120	0,00%	201	-0,50%	16675,16	-0,53%
21/4/17	136,3	1,06%	399	-0,25%	256,5	0,23%	2120	0,00%	200	0,50%	16597,13	0,47%
20/4/17	136,45	-0,11%	398,9	0,03%	260	-1,35%	2120	0,00%	200	0,00%	16403,23	1,18%
19/4/17	136,45	0,00%	400	-0,28%	260	0,00%	2115	0,24%	200	0,00%	16363,71	0,24%
18/4/17	136,55	-0,07%	400	0,00%	260	0,00%	2112	0,14%	198	1,01%	16427,34	-0,39%
17/4/17	136,5	0,04%	400	0,00%	257,1	1,13%	2110	0,09%	197	0,51%	16428,92	-0,01%
14/4/17	134,3	1,64%	396,55	0,87%	260	-1,12%	2132	-1,03%	197	0,00%	16486,47	-0,35%
13/4/17	134	0,22%	396,1	0,11%	260	0,00%	2140	-0,37%	198	-0,51%	16264,03	1,37%
12/4/17	134,6	-0,45%	400	-0,97%	260	0,00%	2150	-0,47%	198	0,00%	16330,73	-0,41%
11/4/17	134,6	0,00%	400	0,00%	262	-0,76%	2130	0,94%	198	0,00%	16378,71	-0,29%
10/4/17	135	-0,30%	400	0,00%	260,9	0,42%	2130	0,00%	198	0,00%	16418,24	-0,24%
7/4/17	135,05	-0,04%	400	0,00%	260	0,35%	2154	-1,11%	198	0,00%	16418,24	0,00%
6/4/17	135	0,04%	400	0,00%	261,9	-0,73%	2156	-0,09%	198,2	-0,10%	16466,22	-0,29%
5/4/17	136	-0,74%	400	0,00%	268,7	-2,53%	2156	0,00%	199	-0,40%	16049,82	2,59%
4/4/17	136,3	-0,22%	400	0,00%	263,5	1,97%	2156	0,00%	202	-1,49%	16342,83	-1,79%

3/4/17	136,9	-0,44%	400,15	-0,04%	263,5	0,00%	2147	0,42%	200	1,00%	16302,25	0,25%
31/3/17	137,3	-0,29%	400	0,04%	263,25	0,09%	2160	-0,60%	200	0,00%	16109,72	1,20%
30/3/17	137,2	0,07%	411	-2,68%	264	-0,28%	2160	0,00%	200	0,00%	16181,68	-0,44%
29/3/17	137,3	-0,07%	412	-0,24%	269,9	-2,19%	2299	-6,05%	202,5	-1,23%	15956,11	1,41%
28/3/17	137,3	0,00%	412	0,00%	270	-0,04%	2200	4,50%	202,5	0,00%	15851,56	0,66%
27/3/17	137,5	-0,15%	411	0,24%	269	0,37%	2200	0,00%	200	1,25%	16075,77	-1,39%
24/3/17	136,9	0,44%	414,5	-0,84%	270	-0,37%	2201	-0,05%	200	0,00%	15836,59	1,51%
23/3/17	139,6	-1,93%	418,05	-0,85%	265	1,89%	2420	-9,05%	198	1,01%	15736,54	0,64%
22/3/17	140,75	-0,82%	422	-0,94%	274,8	-3,57%	2500	-3,20%	200,35	-1,17%	15746,84	-0,07%
21/3/17	141	-0,18%	422	0,00%	276,85	-0,74%	2431	2,84%	203	-1,31%	15686,9	0,38%
20/3/17	140,4	0,43%	425	-0,71%	277	-0,05%	2500	-2,76%	202,1	0,45%	15834,3	-0,93%
17/3/17	140,25	0,11%	425	0,00%	274	1,09%	2420	3,31%	205	-1,41%	15691,39	0,91%
16/3/17	140,3	-0,04%	425	0,00%	270	1,48%	2540	-4,72%	202	1,49%	15651,05	0,26%
15/3/17	142,6	-1,61%	424,9	0,02%	274	-1,46%	2530	0,40%	204,45	-1,20%	15688,76	-0,24%
14/3/17	145,2	-1,79%	425,5	-0,14%	272	0,74%	2508	0,88%	203,5	0,47%	15782,44	-0,59%
13/3/17	143,1	1,47%	425,5	0,00%	271	0,37%	2530	-0,87%	198	2,78%	15891,11	-0,68%
10/3/17	143,1	0,00%	425,5	0,00%	270	0,37%	2530	0,00%	198	0,00%	15810,73	0,51%
9/3/17	142,85	0,18%	428	-0,58%	267	1,12%	2566	-1,40%	198,95	-0,48%	15834,14	-0,15%
8/3/17	142,8	0,04%	426,5	0,35%	269,75	-1,02%	2550	0,63%	200	-0,53%	15858,24	-0,15%
7/3/17	143	-0,14%	427	-0,12%	271	-0,46%	2568	-0,70%	200	0,00%	15954,2	-0,60%
6/3/17	143,2	-0,14%	428	-0,23%	279	-2,87%	2575	-0,27%	200	0,00%	15996,88	-0,27%
3/3/17	143,5	-0,21%	423	1,18%	278,7	0,11%	2550	0,98%	200	0,00%	15887,76	0,69%
2/3/17	144,95	-1,00%	425	-0,47%	279	-0,11%	2550	0,00%	200	0,00%	15859,29	0,18%
1/3/17	143,15	1,26%	420,15	1,15%	276	1,09%	2520	1,19%	199,9	0,05%	15864,56	-0,03%
28/2/17	145,15	-1,38%	415	1,24%	280	-1,43%	2549	-1,14%	199,9	0,00%	16023,67	-0,99%
27/2/17	142	2,22%	412	0,73%	280	0,00%	2520	1,15%	200	-0,05%	15867,52	0,98%
24/2/17	140	1,43%	415	-0,72%	280	0,00%	2511	0,36%	200	0,00%	16260,91	-2,42%
23/2/17	139,5	0,36%	409	1,47%	270	3,70%	2549	-1,49%	200	0,00%	15949,07	1,96%
22/2/17	140	-0,36%	414	-1,21%	288	-6,25%	2560	-0,43%	204,5	-2,20%	15901,81	0,30%
21/2/17	146,1	-4,18%	428	-3,27%	300,25	-4,08%	2571	-0,43%	203	0,74%	16037,4	-0,85%
20/2/17	145,9	0,14%	425	0,71%	300,25	0,00%	2570	0,04%	204,5	-0,73%	16081,79	-0,28%
17/2/17	146,1	-0,14%	425,1	-0,02%	301,55	-0,43%	2550	0,78%	204	0,25%	16165,61	-0,52%
16/2/17	147	-0,61%	430	-1,14%	304,95	-1,11%	2560	-0,39%	205	-0,49%	16229,71	-0,39%
15/2/17	147	0,00%	430	0,00%	303	0,64%	2560	0,00%	205	0,00%	16317,24	-0,54%
14/2/17	147	0,00%	427	0,70%	304,8	-0,59%	2550	0,39%	205	0,00%	16002,49	1,97%
13/2/17	148,35	-0,91%	440	-2,95%	305	-0,07%	2550	0,00%	205,5	-0,24%	16085,18	-0,51%
10/2/17	147	0,92%	430	2,33%	300	1,67%	2530	0,79%	203	1,23%	16025,71	0,37%
9/2/17	148,5	-1,01%	430,05	-0,01%	307	-2,28%	2565	-1,36%	205,5	-1,22%	15960,15	0,41%
8/2/17	147,95	0,37%	430,05	0,00%	305	0,66%	2568	-0,12%	210	-2,14%	15982,5	-0,14%
7/2/17	146,5	0,99%	429	0,24%	302	0,99%	2578	-0,39%	206	1,94%	15985,85	-0,02%
6/2/17	147,8	-0,88%	428,95	0,01%	303,8	-0,59%	2580	-0,08%	210	-1,90%	16280,18	-1,81%

3/2/17	148	-0,14%	425	0,93%	305	-0,39%	2575	0,19%	205	2,44%	16113,73	1,03%
2/2/17	148,15	-0,10%	420	1,19%	300	1,67%	2515	2,39%	205	0,00%	16179,33	-0,41%
1/2/17	150,05	-1,27%	411,2	2,14%	288,9	3,84%	2600	-3,27%	210	-2,38%	16254,65	-0,46%
31/1/17	152,5	-1,61%	420	-2,10%	280,1	3,14%	2537	2,48%	215	-2,33%	16209,26	0,28%
30/1/17	152,35	0,10%	427	-1,64%	308,65	-9,25%	2543	-0,24%	212,8	1,03%	16232,17	-0,14%
27/1/17	154	-1,07%	429,4	-0,56%	310	-0,44%	2600	-2,19%	215	-1,02%	16076,89	0,97%
26/1/17	153	0,65%	428,1	0,30%	309,9	0,03%	2580	0,78%	213,75	0,58%	16149,16	-0,45%
25/1/17	154,8	-1,16%	435	-1,59%	313	-0,99%	2600	-0,77%	215	-0,58%	15999,67	0,93%
24/1/17	155	-0,13%	429,1	1,37%	309,4	1,16%	2588	0,46%	215	0,00%	15801,09	1,26%
23/1/17	154,1	0,58%	428	0,26%	310,15	-0,24%	2586	0,08%	220	-2,27%	15822,53	-0,14%
20/1/17	156,85	-1,75%	435	-1,61%	312	-0,59%	2590	-0,15%	225	-2,22%	15863,72	-0,26%
19/1/17	153,5	2,18%	433	0,46%	311,15	0,27%	2500	3,60%	214,9	4,70%	15892,95	-0,18%
18/1/17	153,4	0,07%	430	0,70%	309	0,70%	2510	-0,40%	215	-0,05%	16095,85	-1,26%
17/1/17	152,65	0,49%	418,5	2,75%	314	-1,59%	2500	0,40%	215	0,00%	16144,01	-0,30%
16/1/17	152,2	0,30%	440	-4,89%	326	-3,68%	2580	-3,10%	214	0,47%	16185,65	-0,26%
13/1/17	155	-1,81%	449	-2,00%	330	-1,21%	2580	0,00%	220	-2,73%	16115,52	0,44%
12/1/17	158	-1,90%	451,15	-0,48%	332	-0,60%	2645	-2,46%	224	-1,79%	16264,84	-0,92%
10/1/17	158	0,00%	457	-1,28%	330	0,61%	2695	-1,86%	222	0,90%	16459,83	-1,18%
9/1/17	155	1,94%	455	0,44%	320	3,13%	2600	3,65%	223,95	-0,87%	16370,41	0,55%
6/1/17	150	3,33%	441	3,17%	310	3,23%	2580	0,78%	225	-0,47%	16381,78	-0,07%
5/1/17	148,2	1,21%	436,1	1,12%	300	3,33%	2510	2,79%	211	6,64%	16444,43	-0,38%
4/1/17	145	2,21%	420,5	3,71%	289	3,81%	2470	1,62%	209	0,96%	16355,01	0,55%
3/1/17	142,25	1,93%	420	0,12%	280,05	3,20%	2450	0,82%	208,45	0,26%	16439,12	-0,51%
2/1/17	140,4	1,32%	410	2,44%	280	0,02%	2450	0,00%	218	-4,38%	16350,73	0,54%
30/12/16	142	-1,13%	413	-0,73%	284,9	-1,72%	2450	0,00%	223	-2,24%	16435,18	-0,51%
29/12/16	144	-1,39%	405	1,98%	280	1,75%	2430	0,82%	220	1,36%	16414,58	0,13%
28/12/16	146,05	-1,40%	409	-0,98%	280	0,00%	2470	-1,62%	220	0,00%	16414,58	0,00%
27/12/16	146	0,03%	410	-0,24%	280	0,00%	2456	0,57%	220	0,00%	16375,51	0,24%
26/12/16	146,5	-0,34%	418	-1,91%	282	-0,71%	2460	-0,16%	225	-2,22%	16771,87	-2,36%
23/12/16	149,5	-2,01%	420	-0,48%	288,5	-2,25%	2460	0,00%	227	-0,88%	16643,25	0,77%
22/12/16	145	3,10%	405	3,70%	270	6,85%	2378	3,45%	225	0,89%	16596,82	0,28%
21/12/16	141,5	2,47%	401	1,00%	262,5	2,86%	2317	2,63%	225	0,00%	16687,44	-0,54%
20/12/16	144,25	-1,91%	405,05	-1,00%	265	-0,94%	2340	-0,98%	225	0,00%	16641,01	0,28%
19/12/16	146	-1,20%	408	-0,72%	265	0,00%	2400	-2,50%	230	-2,17%	16522,32	0,72%
16/12/16	143,6	1,67%	401,5	1,62%	252	5,16%	2310	3,90%	225,5	2,00%	16520,81	0,01%
15/12/16	140,75	2,02%	399	0,63%	245	2,86%	2230	3,59%	220	2,50%	16842,71	-1,91%
14/12/16	138,7	1,48%	398,9	0,03%	243	0,82%	2204	1,18%	225	-2,22%	17069,7	-1,33%
9/12/16	139	-0,22%	396	0,73%	249	-2,41%	2224	-0,90%	222,05	1,33%	17239,46	-0,98%
8/12/16	136,45	1,87%	389,9	1,56%	238	4,62%	2190	1,55%	223,85	-0,80%	17264,43	-0,14%
7/12/16	136,05	0,29%	390	-0,03%	237	0,42%	2200	-0,45%	216,95	3,18%	17300,55	-0,21%
6/12/16	135,25	0,59%	390	0,00%	237	0,00%	2185	0,69%	209,15	3,73%	17328,63	-0,16%

5/12/16	135	0,19%	392	-0,51%	237,5	-0,21%	2170	0,69%	209	0,07%	17339,47	-0,06%
2/12/16	134	0,75%	390	0,51%	237	0,21%	2170	0,00%	208,5	0,24%	17423,23	-0,48%
1/12/16	134	0,00%	393,5	-0,89%	233,05	1,69%	2205	-1,59%	211,4	-1,37%	17804,07	-2,14%
30/11/16	133,4	0,45%	392,4	0,28%	236	-1,25%	2307	-4,42%	208,15	1,56%	18874,84	-5,67%
29/11/16	133,75	-0,26%	394	-0,41%	234	0,85%	2314	-0,30%	208,2	-0,02%	18239,39	3,48%
28/11/16	133,95	-0,15%	395	-0,25%	235	-0,43%	2359	-1,91%	208,15	0,02%	18507,5	-1,45%
25/11/16	133,4	0,41%	393,45	0,39%	235	0,00%	2300	2,57%	208,1	0,02%	18817,81	-1,65%
24/11/16	133,5	-0,07%	394,5	-0,27%	232,1	1,25%	2300	0,00%	208,05	0,02%	19409,61	-3,05%
23/11/16	133,1	0,30%	395	-0,13%	231	0,48%	2300	0,00%	208	0,02%	19385,71	0,12%
22/11/16	132,95	0,11%	392,85	0,55%	232,5	-0,65%	2305	-0,22%	208	0,00%	19544,63	-0,81%
21/11/16	132,4	0,42%	390	0,73%	233	-0,21%	2320	-0,65%	209	-0,48%	19213,19	1,73%
17/11/16	133,4	-0,75%	394	-1,02%	235,4	-1,02%	2335	-0,64%	209	0,00%	18940,42	1,44%
16/11/16	133,4	0,00%	394,5	-0,13%	236	-0,25%	2280	2,41%	213	-1,88%	18862	0,42%
15/11/16	133,05	0,26%	394,7	-0,05%	232	1,72%	2279	0,04%	209	1,91%	18859,36	0,01%
14/11/16	133,05	0,00%	394,7	0,00%	232	0,00%	2275	0,18%	209	0,00%	18896,96	-0,20%
11/11/16	133	0,04%	394,7	0,00%	230	0,87%	2275	0,00%	208	0,48%	19400,18	-2,59%
10/11/16	134	-0,75%	395	-0,08%	228,45	0,68%	2280	-0,22%	208	0,00%	19617,02	-1,11%
9/11/16	135,55	-1,14%	393,05	0,50%	228,65	-0,09%	2273	0,31%	208	0,00%	19692,83	-0,38%
8/11/16	136,05	-0,37%	390	0,78%	230	-0,59%	2277	-0,18%	208	0,00%	19262,94	2,23%
7/11/16	135,8	0,18%	390	0,00%	230,1	-0,04%	2262	0,66%	208,1	-0,05%	19470,66	-1,07%
4/11/16	134,2	1,19%	388,95	0,27%	231	-0,39%	2327	-2,79%	208	0,05%	19269,49	1,04%
3/11/16	134	0,15%	401	-3,00%	232,2	-0,52%	2340	-0,56%	207	0,48%	19444,19	-0,90%
2/11/16	134	0,00%	404,8	-0,94%	234,7	-1,07%	2340	0,00%	207,1	-0,05%	19438,5	0,03%
1/11/16	133,8	0,15%	404,8	0,00%	232	1,16%	2310	1,30%	207	0,05%	19457,57	-0,10%
31/10/16	133,5	0,22%	407,6	-0,69%	229,85	0,94%	2335	-1,07%	206,5	0,24%	20351	-4,39%
28/10/16	133,05	0,34%	391	4,25%	228	0,81%	2349	-0,60%	207	-0,24%	20705,02	-1,71%
27/10/16	133	0,04%	377	3,71%	228	0,00%	2273	3,34%	207,5	-0,24%	20674,07	0,15%
26/10/16	132,7	0,23%	378	-0,26%	227,6	0,18%	2243	1,34%	207,6	-0,05%	21063,25	-1,85%
25/10/16	132	0,53%	378	0,00%	227,55	0,02%	2278	-1,54%	208	-0,19%	21790,9	-3,34%
24/10/16	131,8	0,15%	378	0,00%	228	-0,20%	2241	1,65%	207,6	0,19%	21341,83	2,10%
21/10/16	131,5	0,23%	378	0,00%	229	-0,44%	2270	-1,28%	209	-0,67%	21112,69	1,09%
20/10/16	131,9	-0,30%	378,45	-0,12%	228,05	0,42%	2265	0,22%	210	-0,48%	22389,26	-5,70%
19/10/16	131,2	0,53%	378,45	0,00%	228,05	0,00%	2260	0,22%	207,05	1,42%	23291,79	-3,87%
18/10/16	131,5	-0,23%	378,9	-0,12%	228,5	-0,20%	2250	0,44%	212	-2,33%	23028,38	1,14%
17/10/16	131,5	0,00%	378,9	0,00%	227,95	0,24%	2230	0,90%	211,5	0,24%	22817,66	0,92%
14/10/16	131,2	0,23%	377,5	0,37%	227,6	0,15%	2229	0,04%	210	0,71%	23225,07	-1,75%
13/10/16	131,5	-0,23%	378	-0,13%	227,5	0,04%	2230	-0,04%	210	0,00%	23352,82	-0,55%
12/10/16	131	0,38%	380	-0,53%	227,5	0,00%	2275	-1,98%	210	0,00%	23453,68	-0,43%
11/10/16	131,1	-0,08%	379	0,26%	228	-0,22%	2296	-0,91%	210	0,00%	23584,29	-0,55%
10/10/16	130,65	0,34%	379	0,00%	228	0,00%	2180	5,32%	212	-0,94%	23728,74	-0,61%
7/10/16	129,15	1,16%	380	-0,26%	228,05	-0,02%	2180	0,00%	210	0,95%	24496,81	-3,14%

6/10/16	128,05	0,86%	373	1,88%	228	0,02%	2175	0,23%	205,5	2,19%	26178,75	-6,42%
5/10/16	128	0,04%	369	1,08%	229,5	-0,65%	2175	0,00%	205,5	0,00%	26669,35	-1,84%
4/10/16	127,5	0,39%	356	3,65%	228,9	0,26%	2170	0,23%	205,4	0,05%	27441,85	-2,82%
30/9/16	127,55	-0,04%	355,1	0,25%	227,45	0,64%	2190	-0,91%	207	-0,77%	27697,19	-0,92%
29/9/16	127,95	-0,31%	355,1	0,00%	227,9	-0,20%	2172	0,83%	207	0,00%	27571,62	0,46%
28/9/16	126,9	0,83%	355,1	0,00%	227,75	0,07%	2178	-0,28%	205,3	0,83%	27207,44	1,34%
27/9/16	127	-0,08%	356,5	-0,39%	228	-0,11%	2180	-0,09%	207	-0,82%	26630,59	2,17%
26/9/16	127	0,00%	357	-0,14%	228	0,00%	2180	0,00%	207	0,00%	26836,79	-0,77%
23/9/16	127,5	-0,39%	357,8	-0,22%	228	0,00%	2166	0,65%	206	0,49%	26527,19	1,17%
22/9/16	127,5	0,00%	358	-0,06%	229	-0,44%	2180	-0,64%	204,2	0,88%	26826,37	-1,12%
21/9/16	127	0,39%	357	0,28%	229	0,00%	2170	0,46%	204,45	-0,12%	26792,49	0,13%
20/9/16	127	0,00%	357,95	-0,27%	229	0,00%	2170	0,00%	204,45	0,00%	26925,4	-0,49%
19/9/16	127,2	-0,16%	357,8	0,04%	229	0,00%	2165	0,23%	204	0,22%	26671,82	0,95%
16/9/16	127,25	-0,04%	357,9	-0,03%	227	0,88%	2175	-0,46%	207,5	-1,69%	26973,12	-1,12%
15/9/16	127,8	-0,43%	355	0,82%	228,1	-0,48%	2175	0,00%	205,05	1,19%	27133,99	-0,59%
14/9/16	127,8	0,00%	358	-0,84%	227	0,48%	2150	1,16%	204,05	0,49%	27215,71	-0,30%
9/9/16	128,05	-0,20%	359	-0,28%	227	0,00%	2150	0,00%	206,5	-1,19%	27249,4	-0,12%
8/9/16	128	0,04%	358,8	0,06%	225,5	0,67%	2175	-1,15%	204,25	1,10%	26854,46	1,47%
7/9/16	127,8	0,16%	353,1	1,61%	226	-0,22%	2164	0,51%	205	-0,37%	26720,02	0,50%
6/9/16	127,45	0,27%	350,85	0,64%	227,5	-0,66%	2164	0,00%	204	0,49%	26402,74	1,20%
5/9/16	126,45	0,79%	349	0,53%	227,5	0,00%	2150	0,65%	209	-2,39%	26308,33	0,36%
2/9/16	126,75	-0,24%	352,5	-0,99%	227,5	0,00%	2150	0,00%	207	0,97%	26264,55	0,17%
1/9/16	126,75	0,00%	350	0,71%	226,8	0,31%	2125	1,18%	204	1,47%	26174,21	0,35%
31/8/16	126,5	0,20%	348,5	0,43%	226,6	0,09%	2123	0,09%	203,15	0,42%	26593,06	-1,58%
30/8/16	127	-0,39%	350,5	-0,57%	228	-0,61%	2106	0,81%	205	-0,90%	26229,48	1,39%
29/8/16	127	0,00%	350,5	0,00%	228	0,00%	2135	-1,36%	207,95	-1,42%	26524,77	-1,11%
26/8/16	127,3	-0,24%	350,5	0,00%	228,5	-0,22%	2170	-1,61%	208	-0,02%	26191,9	1,27%
25/8/16	127,3	0,00%	352	-0,43%	228	0,22%	2140	1,40%	204	1,96%	25990,13	0,78%
24/8/16	127,4	-0,08%	350	0,57%	228,5	-0,22%	2140	0,00%	202	0,99%	25911,78	0,30%
23/8/16	126,75	0,51%	350	0,00%	228,15	0,15%	2139	0,05%	202	0,00%	25886,91	0,10%
22/8/16	126,95	-0,16%	350	0,00%	228,5	-0,15%	2100	1,86%	206,1	-1,99%	25874,16	0,05%
19/8/16	127,5	-0,43%	355	-1,41%	229	-0,22%	2100	0,00%	206,1	0,00%	25806,77	0,26%
18/8/16	128,75	-0,97%	350	1,43%	228,05	0,42%	2089	0,53%	205,8	0,15%	26280,64	-1,80%
17/8/16	129,25	-0,39%	350	0,00%	228,05	0,00%	2087	0,10%	206	-0,10%	25409,28	3,43%
16/8/16	129	0,19%	349	0,29%	229	-0,41%	2086	0,05%	206	0,00%	24323,93	4,46%
15/8/16	129	0,00%	349	0,00%	228,05	0,42%	2146	-2,80%	206	0,00%	24730,7	-1,64%
12/8/16	129	0,00%	349	0,00%	228,5	-0,20%	2081	3,12%	210	-1,90%	24787,92	-0,23%
11/8/16	129,65	-0,50%	349	0,00%	228,05	0,20%	2182	-4,63%	206,4	1,74%	24783,17	0,02%
10/8/16	129,05	0,46%	350	-0,29%	226	0,91%	2067	5,56%	206,15	0,12%	24828,48	-0,18%
9/8/16	129	0,04%	349,9	0,03%	228	-0,88%	2067	0,00%	206,1	0,02%	24841,21	-0,05%
8/8/16	129,7	-0,54%	348,5	0,40%	228	0,00%	2149	-3,82%	213,7	-3,56%	25094,66	-1,01%

5/8/16	129,5	0,15%	346,1	0,69%	227,95	0,02%	2090	2,82%	205,5	3,99%	25254,41	-0,63%
4/8/16	128,6	0,70%	346	0,03%	227,05	0,40%	2090	0,00%	206,5	-0,48%	25340,17	-0,34%
3/8/16	128,5	0,08%	348,95	-0,85%	227,8	-0,33%	2101	-0,52%	206	0,24%	24968,53	1,49%
2/8/16	127,65	0,67%	349	-0,01%	227,95	-0,07%	2120	-0,90%	206	0,00%	25005,19	-0,15%
1/8/16	127,2	0,35%	345,05	1,14%	227,05	0,40%	2072	2,32%	205,5	0,24%	25242,61	-0,94%
29/7/16	127,25	-0,04%	346	-0,27%	227,05	0,00%	2100	-1,33%	206	-0,24%	25114,76	0,51%
28/7/16	127,1	0,12%	348	-0,57%	226,95	0,04%	2126	-1,22%	206	0,00%	25397,34	-1,11%
27/7/16	127,2	-0,08%	346,05	0,56%	226,5	0,20%	2197	-3,23%	205,5	0,24%	25620,58	-0,87%
26/7/16	127	0,16%	346,05	0,00%	225,1	0,62%	2198	-0,05%	214	-3,97%	25915,48	-1,14%
25/7/16	127	0,00%	346,05	0,00%	226	-0,40%	2095	4,92%	203,15	5,34%	25909	0,03%
22/7/16	126	0,79%	346	0,01%	225	0,44%	2088	0,34%	205	-0,90%	25693,15	0,84%
21/7/16	126	0,00%	346,6	-0,17%	225,05	-0,02%	2050	1,85%	207	-0,97%	25468,22	0,88%
20/7/16	125,65	0,28%	349,7	-0,89%	225,05	0,00%	2041	0,44%	202,5	2,22%	25480,52	-0,05%
19/7/16	126	-0,28%	357	-2,04%	228,9	-1,68%	2040	0,05%	204	-0,74%	25164,05	1,26%
18/7/16	125,75	0,20%	350	2,00%	225	1,73%	2025	0,74%	205,95	-0,95%	25077,27	0,35%
15/7/16	125,75	0,00%	356	-1,69%	225	0,00%	1984	2,07%	206	-0,02%	25286,52	-0,83%
14/7/16	127	-0,98%	353,1	0,82%	224,9	0,04%	1984	0,00%	204	0,98%	25320,86	-0,14%
13/7/16	124,65	1,89%	346,55	1,89%	220,55	1,97%	1936	2,48%	204	0,00%	25217,59	0,41%
12/7/16	124	0,52%	346	0,16%	220	0,25%	1880	2,98%	204	0,00%	25152,54	0,26%
11/7/16	121,85	1,76%	344	0,58%	219,5	0,23%	1840	2,17%	208	-1,92%	24922,81	0,92%
5/7/16	121,7	0,12%	344	0,00%	224	-2,01%	1840	0,00%	206,5	0,73%	24923	0,00%
4/7/16	121,4	0,25%	342	0,58%	223	0,45%	1752	5,02%	207	-0,24%	24896,63	0,11%
1/7/16	120	1,17%	344	-0,58%	216,2	3,15%	1752	0,00%	207	0,00%	25037,05	-0,56%
30/6/16	118,75	1,05%	344	0,00%	219,75	-1,62%	1740	0,69%	204	1,47%	24742,7	1,19%
29/6/16	119,95	-1,00%	344	0,00%	215,05	2,19%	1725	0,87%	204	0,00%	25247,81	-2,00%
28/6/16	120,35	-0,33%	344	0,00%	220	-2,25%	1760	-1,99%	210	-2,86%	25206,6	0,16%
27/6/16	120	0,29%	340	1,18%	219,75	0,11%	1760	0,00%	210	0,00%	25217,9	-0,04%
24/6/16	121,2	-0,99%	340	0,00%	226,95	-3,17%	1815	-3,03%	211	-0,47%	25262,6	-0,18%
23/6/16	121,15	0,04%	344	-1,16%	225	0,87%	1800	0,83%	208,5	1,20%	24788,02	1,91%
22/6/16	121,15	0,00%	342	0,58%	220,1	2,23%	1765	1,98%	205	1,71%	25019,12	-0,92%
21/6/16	121,25	-0,08%	355	-3,66%	223,1	-1,34%	1801	-2,00%	205	0,00%	25053,33	-0,14%
20/6/16	121,2	0,04%	351,3	1,05%	224	-0,40%	1802	-0,06%	204	0,49%	25154,83	-0,40%
17/6/16	121,55	-0,29%	351,1	0,06%	227,4	-1,50%	1802	0,00%	210	-2,86%	25158,91	-0,02%
16/6/16	121,5	0,04%	352	-0,26%	225	1,07%	1802	0,00%	206,25	1,82%	25349,99	-0,75%
15/6/16	122,8	-1,06%	351	0,28%	225	0,00%	1802	0,00%	209	-1,32%	25528,95	-0,70%
14/6/16	122	0,66%	351	0,00%	227,5	-1,10%	1801	0,06%	204	2,45%	25541,33	-0,05%
13/6/16	122,45	-0,37%	349,2	0,52%	225	1,11%	1811	-0,55%	206	-0,97%	26021,07	-1,84%
10/6/16	123	-0,45%	351	-0,51%	225	0,00%	1810	0,06%	211	-2,37%	25914,89	0,41%
9/6/16	122,6	0,33%	351	0,00%	226,05	-0,46%	1815	-0,28%	203	3,94%	26386,35	-1,79%
8/6/16	122,5	0,08%	355	-1,13%	226,05	0,00%	1815	0,00%	208,25	-2,52%	26359,59	0,10%
7/6/16	122,75	-0,20%	352,1	0,82%	227	-0,42%	1862	-2,52%	208	0,12%	26311,43	0,18%

6/6/16	122,7	0,04%	354	-0,54%	226	0,44%	1862	0,00%	208	0,00%	26405,96	-0,36%
3/6/16	122,75	-0,04%	351	0,85%	226	0,00%	1840	1,20%	213	-2,35%	26411,17	-0,02%
2/6/16	123	-0,20%	350	0,29%	225,5	0,22%	1840	0,00%	212,9	0,05%	26484,99	-0,28%
1/6/16	122,55	0,37%	350	0,00%	228	-1,10%	1840	0,00%	210	1,38%	26350,84	0,51%
31/5/16	122,9	-0,28%	350	0,00%	225,9	0,93%	1840	0,00%	210	0,00%	26250,98	0,38%
30/5/16	122,9	0,00%	351	-0,28%	225	0,40%	1806	1,88%	214	-1,87%	26067,37	0,70%
27/5/16	122,9	0,00%	351	0,00%	226	-0,44%	1859	-2,85%	209	2,39%	26006,73	0,23%
26/5/16	121,75	0,94%	350	0,29%	226	0,00%	1820	2,14%	209	0,00%	26355,48	-1,32%
25/5/16	121,9	-0,12%	345,7	1,24%	226,1	-0,04%	1800	1,11%	210	-0,48%	26298,5	0,22%
24/5/16	122,8	-0,73%	350	-1,23%	226,1	0,00%	1846	-2,49%	206	1,94%	25996	1,16%
23/5/16	130	-5,54%	349	0,29%	227,5	-0,62%	1846	0,00%	207	-0,48%	26164,21	-0,64%
20/5/16	131,15	-0,88%	350	-0,29%	226	0,66%	1846	0,00%	213	-2,82%	25892,64	1,05%
معدل العائد	**0,1239039**	**معدل العائد**	**0,2142857**	**معدل العائد**	**0,2168142**	**معدل العائد**	**0,1570964**	**معدل العائد**	**-0,0610329**			
بيتا	**-0,0269393**	**بيتا**	**-0,0372808**	**بيتا**	**-0,0553628**	**بيتا**	**0,0766391**	**بيتا**	**-0,0962492**			
cov	**-0,0000046**	**cov**	**-0,0000064**	**cov**	**-0,0000095**	**cov**	**0,0000131**	**cov**	**-0,0000165**			
varp	**0,0001709**	**varp**	**0,0001709**	**varp**	**0,0001709**	**varp**	**0,0001709**	**varp**	**0,0001709**			
beta	**-0,0269393**	**beta**	**-0,0372808**	**beta**	**-0,0553628**	**beta**	**0,0766391**	**beta**	**-0,0962492**			

المقدمة العامة:

المقدمة العامة:

يعد الاستثمار المالي عملية قائمة بذاتها، لها أهدفها ووسائلها كما أنها تتطلب استخدام استراتجيات وقدرة كبيرة على تنبؤ بالتوجهات المستقبلية، ونظرا لما شهده العام من تطورات وتغيرات جذرية أثرت على جوانب الاقتصادية والسياسية للدول، ومن أهم هذه التطورات الاهتمام بمصادر التمويل، وهذه الأخيرة منحت أهمية كبيرة لوجود الأسواق المالية بشكل عام والبورصات بشكل خاص، وقد ترتب على ذلك الاهتمام بموضوع الأسواق المالية سواء في الدول المتقدمة أو النامية على حد سواء إذ أصبحت الأسواق المالية هي المكان الذي يجمع بين وحدات العجز ووحدات الفائض بحيث أنها تمثل المصدر الرئيسي لتمويل المنشئات الاقتصادية الخاصة منها والعمومية مما أدي إلى تنوع الأدوات المالية بها، والأمر الذي دفع بالأطراف المتدخلة فيها إلى العمل على الاستفادة من فرصة تنويع استثماراتهم من هذه الأدوات المالية وبالتالي تكوين محفظة الأوراق المالية.

تعتبر محفظة الأوراق المالية كتوليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية التمويلية، حيث يسعى المستثمر إلى العمل للحصول على مزيج من الأوراق المالية المنوعة تنوعا يضمن له التخفيف من المخاطر، وبالتالي لتكوين محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة عدة عوامل أبرزها العائد والمخاطرة والتنويع وذلك بغرض الحصول على المحفظة الكفءة.

وتنتسب نظرية الحافظة المالية الاقتصادية إلى الأمريكي هاري ماركوتينز الذي وضعها سنة 1952 معتمدا فيها على معايير نظرية تكرس المقاييس الإحصائية، ومن أبرزها هذه المؤشرات: ترينور، جنسن، شارب.

تعتبر المغرب من الدول التي عملت على إنشاء بورصة بغية تفعيل عملية التحويل إلى اقتصاد السوق وسعيا إلى مواكبه التطورات وتحقيق الأهداف المسطرة من البورصة كأداة تمويلية، فالسوق المالي غرضه إشباع الحاجات المالية بين الأعوان، وتحقيق التوازن بين الطلب والعرض.

ومن هنا نطرح الإشكالية التالية,

- ✓ **الإشكالية العامة:**

إلى أي مدى يساهم التنويع في تدنئة المخاطر في محفظة الأوراق المالية(دراسة حالة بورصة دار البيضاء خلال عام 2016) ؟

الأسئلة الفرعية:

1. ما هي التقنيات والاستراتيجيات المتبعة في إدارة المحفظة المالية ؟
2. ما هي الأنواع الرئيسية لأدوات السوق الأوراق المالية ؟ وعلى أي أساس يتم إختيار تشكيلية حافظة الأوراق المالية ؟
3. ما هي أهم معاملات المستعملة في قياس المخاطر في بورصة المغرب؟

فرضيات البحث:

1. يعتبر العائد والمخاطرة وتنويع من التقنيات المتبعة في إدارة المحفظة.
2. يوجد ثلاث أدوات في سوق الأوراق المالية هي الأسهم والسندات والمشتقات المالية،كما يتم تشكيل حافظة الأوراق المالية بناءا على مبادئ التنويع الكفء.
3. من أهم المعاملات المستعملة لقياس المخاطر هي معامل بيتا .

حدود البحث:

تتمثل حدود البحث في :

دارت الدراسة في جانبها النظري حول بورصة القيم المنقولة باعتبارها المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الفائض بأصحاب العجز المالي ومن ثم يتم تداول الأصول المالية، بالإضافة إلي دراسة المحفظة المالية وتطرق الأهم نظرياتها، واعتبار التنويع كألية لتدنئة مخاطرتها .

أما الدراسة التطبيقية دارت حول بورصة المغرب دار البيضاء وبتحديد حول خمس شركات مدرجة فيها، حيث تم دراسة تشكيل حافظة مالية من حيث الأصول ليتم بعدها دراسة أثر التنويع عليها خلال عام 2016.

أسباب اختيار الموضوع :

إن الدوافع التي أدت إلى معالجة هذا الموضوع دون غيره تتمثل في ما يلي :

- الشعور بقيمة وأهمية الموضوع
- نظرا الأهمية التي يحظي بها الموضوع خاصة بالنسبة للمتعاملين في الأسواق المالية إذا يعتبر من أساسيات الاستثمار المالي التعرف على ماهية المحافظ وقياسها وتسييرها وكيفية الحد من مخاطرها.
- التعرف على كيفية تقييم حافظة الأوراق المالية بغية الوصول إلي قرار استثماري سليم .

أهداف الموضوع:

- توضح أهم المفاهيم المتعلقة بحافظة الأوراق لمالية.
- تسليط الضوء على مختلف الجوانب المرتبطة بعملية التنويع في الأصول لتشكيل حافظة الأوراق المالية.
- التعرف على الواقع المناخ الاستثماري في البورصة.
- معرفة المخاطر التي تتعرض لها المحافظة المالية.
- إبراز أهمية استخدام التنويع للحد من مخاطر حافظة الأوراق المالية.
- دراسة لحالة بورصة للمغرب بورصة دار البيضاء.

أهمية الموضوع.

تكمن أهمية الموضوع في أهمية سوق المالية في حد ذاتها حيث أصبحت ركيزة للاقتصاد في كل الدول مهما كان نظامها، وفي ظل تطور الأوراق المالية تعتبر بورصة المغرب من الأسواق الكفئة وهنا تتجلى أهمية البحث من خلال دراسة أثر التنويع على بورصة المغرب "دار البيضاء" .

المنهج:

لقد اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي، فاتبعنا أًسلوب التحليلي في دراسة الحالة لمعالجة الإشكالية المطروحة وإذ أنه يمكننا من تقييم وضعية حافظة الأوراق المالية، فاستعنا في هذا الصدد بأدوات تحليل الأصول للشركات المدرجة في بورصة المغرب وقبل ذلك اعتمدنا في الجانب النظري على الأسلوب الوصفي لفهم ماهية حافظة الأوراق المالية بالإضافة إلي أهم مؤشرات ونماذج تقييمها. مستعنيين في ذلك على عدة مراجع من الكتب ومذكرات وملتقيات وطنية منها باللغة العربية والأخرى باللغة الأجنبية.

دراسة السابقة:

دراسات لها علاقة مباشرة بالدراسة.

- **مذكرة عائشة بن خالد، التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير نظامية في حافظة الأوراق المالية، دراسة حالة سوق دبي المالي سنة 2007:**

تهدف هذه الدراسة للبحث على أهمية التنويع لحافظة الأوراق المالية والذي يؤدي إلى تخفيض المخاطر عند عوائد مطلوبة وتوصلت هذه الدراسة إلي أنه من خلال تنويع القطاعي والمتابعة الدقيقة لأوراق المالية وعند معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية يؤدي إلى تدنئة المخاطر غير نظامية وتحقق عوائد مرتفعة .

وقد أشرنا أن هذه الدراسة إهتمت بأثر التنويع القطاعي على المخاطر غير النظامية بينما نحن تطرقنا إلى التنويع دون تخصيص القطاعي.

- **مذكرة كروش راضية، التنويع الدولي كأداة لتدنئة المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010**

تهدف هذه الدراسة للبحث على أهمية التنويع الدولي لحافظة الأوراق المالية والذي يؤدي إلى تخفيض المخاطر النظامية وتحقيق العوائد المراد تحقيقها .

وقد أشرنا أن هذه الدراسة إهتمت بأثر التنويع الدولي على تدنئة المخاطر النظامية بينما نحن تطرقنا إلى التنويع المحلي وأثره على المخاطر غير النظامية .

دراسات لها علاقات غير مباشرة:

- **مذكرة حمداوي طاوس بعنوان الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر لسنة 2008**

تطرقت هذه الدراسة لتوضح كيفية الاستثمار في الأوراق المالية وإمكانية إدارة المخاطر المحيطة.

هيكل البحث:

تم تقسيم هذا الموضوع إلى ثلاث فصول رئيسية: فصلين نظريتين وفصل تطبيقي فكانت محاور البحث كما يلي:

الفصل الأول "الإطار النظري للاستثمار في حافظة الأوراق المالية "حيث تم تقسيمه إلي ثلاث مباحث، خصص المبحث الأول ماهية محفظة الأوراق المالية من حيث تعريفها وكذا التطرق لأنواعها ووظائفها ومبادئ تكوينها.

وأما المبحث الثاني فتناولنا خلاله نظريات محفظة الأوراق المالية، نظرية مركويتز، نظرية نموذج تسير الأصول المالية، وكذا نظرية المراجحة ونماذج تقيم الأداء .

أما المبحث الثالث تمثل في تقديم لبورصة قيم المنقولة، إذ يحتوي على مفهومها وأهم الأدوات المتداولة فيها،وكذلك كفاءة بورصة القيم المنقولة ومؤشراتها واستخداماتها.

الفصل الثاني تحت عنوان " تسيير حافظة الأوراق المالية " قسم هذا الأخير إلي ثلاث مباحث، فتمحور المبحث الأول حول العائد ومخاطر الأوراق المالية ويتم التطرق فيه إلى تسير حافظة الأوراق المالية وذلك من خلال تعريف العائد والمخاطر حافظة الأوراق المالية وكيفية قياسها

أما المبحث الثاني فكان حول آلية تسير حافظة الأوراق المالية من خلال تحدد متطلبات تسير الحافظة الأوراق وطرق تسير وكذلك الإشارة إلي تحليل مكونات حافظة الأوراق المالية

أما المبحث الثالث خصص للتنويع في حافظة الأوراق المالية من خلال التطرق إلى مفهومه وأسس ومبادئ التنويع لتخفيض مستوى المخاطر وكذا عوامله.

أما الفصل الثالث بعنوان "دراسة حالة بوصة المغرب"، فقد تطرقنا في المبحث الأول إلى عموميات حول بورصة المغرب منها النشأة والجهات المتعاملة في البورصة وشروط الإدراج فيها.

المبحث الثاني بعنوان: الأحداث المالية والسياسية التي شهدها سوق المغربي والتدابير التي عملت بها بورصة دار البيضاء.أهم ما جاء فيه أسواق بورصة المغرب وأهم الأحداث المالية والسياسية التي شهدها والتدابير التي عملت بها بورصة دار البيضاء.

أما المبحث الثالث دراسة حالة بورصة دار البيضاء التي تم فيها دراسة مؤشر سوق دار البيضاء والتعرف على خمس شركات مدرجة في هته البورصة وقياس أهم المعاملات.

صعوبات الدراسة:

- نقص المراجع في مكتبة الجامعة.
- صعوبة الحصول على بعض المعلومات من موقع البورصة دار البيضاء والبعض الأخر غير مدرج.