جامعة المدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير

مطبوعة مقدمة من طرف:

د. عامر كمال

محاضرات في مادة:

إدارة المحافظ الاستثمارية

مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الأولى ماستر علوم مالية ومحاسبة، تخصص: مالية المؤسسة

السنة الجامعية 2022 - 2023

فهرس المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
فهرس المحتويات	ا - ا
مقدمة	**أ – ب**
المحور الأول: كفاءة أسواق رأس المال	01
تمهيد	02
أولا: مفهوم كفاءة سوق رأس المال	02
ثانيا: متطلبات كفاءة سوق رأس المال	05
ثالثا: أنواع الكفاءة في سوق المال	07
رابعا: خصائص السوق الكفؤة	08
خامسا: الفرضيات الأساسية لنظرية كفاءة أسواق المال	09
سادسا: صيغ و مستويات كفاءة السوق	10
سابعا: علاقة سيولة سوق رأس المال بتطور السوق وكفاءته	16
ثامنا: علاقة كفاءة السوق المالي بالحركة العشوائية للأسعار	17
تاسعا: أساليب قياس فرضية السوق الكفء	19
المحور الثاني: المضاربة في أسواق المال	23
تمهيد	24
أولا: مفهوم المضاربة المشروعة	24
ثانيا: أهمية المضاربة في الأسواق المالية	28
ثالثا: الشروط الواجب توفرها في المضارب الجيد	29
رابعا: العوامل المؤثرة في قرار المضارب	31
المحور الثالث: المحفظة الاستثمارية	34
تمهيد	35
أولا: مفهوم المحفظة الاستثمارية	35

ثانيا: أهمية المحفظة الاستثمارية و أهدافها	37
ثالثا: أنواع المحافظ الاستثمارية	39
رابعا: نظرية المحفظة	40
المحور الرابع: عائد ومخاطرة المحفظة	45
تمهيد	46
أولا: عائد المحفظة	46
ثانيا:مخاطرة المحفظة	52
المحور الخامس: المحفظة الكفؤة، نظرية المنفعة، والمحفظة المثلى	66
تمهيد	67
أولا: تعريف مبدأ السيطرة	67
ثانيا: تعريف الحد الكفء	67
ثالثا: تحديد المحفظة المثلى	69
المحور السادس: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM	75
تمهيد	76
أولا:التعريف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية	76
ثانيا:فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	76
ثالثا: بناء النموذج	77
المحور السابع: نظرية تسعير المراجحة APT	84
تمهيد	85
أولا:فرضيات نظرية تسعير المراجحة	85
ثانيا: معادلة نموذج تسعير المراجحة	86
ثالثا: التوازن في نموذج التسعير بالمراجحة	87
المحور الثامن:إدارة المحفظة	88
تمهيد	89

أولا: قيود تكوين المحفظة الاستثمارية	89
ثانيا: سياسيات إدارة المحفظة الاستثمارية	90
ثالثا: استراتجيات إدارة المحفظة الاستثمارية	92
المحور التاسع:قياس أداء المحفظة	94
تمهيد	95
أولا: نموذج شارب	96
ثانيا: نموذج ترينور	100
ثالثا: مؤشر جنسن	101
قائمة المراجع	103

مقـــدمة

مقدمة:

يعد موضوع المحافظ الاستثمارية بشكل عام، و المالية بشكل خاص من المواضيع الجديدة في عالم الاستثمار، وهذا الموضوع يعتبر تطويرا لعلم الاستثمار، جاء لمواجهة الحاجات الجديدة التي ظهرت للمستثمرين، ولاسيما النوع المؤسسي منهم، فمع توسع الفرص الاستثمارية المتاحة و تنوعها، و مع ازدياد حجم الأموال التي تبحث عن مجالات التوظيف الأفضل، ظهرت الحاجة إلى أهمية حشد الأموال ضمن محافظ استثمارية للاستفادة من خبرات المتخصصين في شؤون الاستثمار، و لتفادي المخاطر العديدة التي يمكن أن تتعرض لها الأموال، و لاسيما الظروف المتقلبة التي باتت تتسم بها الأسواق المالية.

يعتبر ماركويتز (Markowitz) أول من وضع نظرية المحافظ عام 1952، حيث بحث في طبيعة العلاقة بين عائد المحفظة ومخاطرتها، ومنذ ذلك الحين والعالم يستخدم هذه النظرية بغرض استثمار الأموال بما يعود على أصحابها بأعلى مستويات العائد الممكنة و أدنى درجات المخاطرة، إضافة إلى المحافظة على درجة معينة من السيولة في المحفظة، ومن المتعارف علية أن نظرية المحافظ صممت أساسا للأصول المالية من أسهم وسندات، إلا أنه يمكن استخدام مفاهيم هذه النظرية في معالجة موضوع الإنفاق الرأسمالي أو الاستثماري.

تهدف هذه المطبوعة إلى تعريف الطالب بالمبادئ الأساسية المرتبطة بإدارة المحافظ الاستثمارية، وذلك من خلال التركيز على بيئة الاستثمار وعملية الاستثمار، من خلال الطرق و الآليات التي يستخدمها المستثمر لاتخاذ قراراته المرتبطة بما يلي:

— تحديد الأوراق التي يتم الاستثمار فيها.
- تخصيص حجم الأموال المستثمرة في كل ورقة.
- تحديد توقيت الاستثمار في ورقة معينة.

وللإلمام و الإحاطة بمختلف جوانب المحفظة الاستثمارية و إدارتها، فقد ارتأينا إلى تقسيم هذه المطبوعة إلى تسعة فصول رئيسية:

خصص الفصل الأول لدراسة الأسواق المالية، وتحديدا التطرق لكفاءة هذه الأسواق من الناحية النظرية والتطبيقية. بينما تطرق الفصل الثاني لأحد الممارسات المهمة في أسواق المال وهي عملية المضاربة وأثارها الايجابية والسلبية.

تناول الفصل الثالث الإطار العام للمحفظة المالية من خلال المفهوم و الأهداف والأنواع المتعلقة بالمحفظة، إضافة إلى التنويع ونظرية المحفظة. في حين اشتمل الفصل الرابع على عائد ومخاطرة المحفظة من خلال تعريفهما و التطرق لأهم أنواعهما، وصولا إلى كيفية حسابهما.

بينما تطرق الفصل الخامس إلى مفهوم وطبيعة المحفظة المالية المثلى وكيفية بناءها، انطلاقا من مفهوم المنفعة ومنحنيات السواء. وتناول الفصل السادس أهم النماذج السلوكية للربط بين العائد و المخاطرة، متمثلا في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ، أما الفصل السابع فقد تضمن النموذج الآخر من النماذج التي تجمع بين العائد والمخاطرة ونهو نموذج تسعير المراجحة (APT).

أما الفصل الثامن فقد ركز على السياسات و الاستراتيجيات المتبعة في تكوين و إدارة المحفظة ، أخذا بعين الاعتبار أهم القيود و الضوابط التي ترسم هذه السياسات.

وقد تم في الفصل التاسع عرض موضوع تقييم أداء المحافظ المالية، من حيث تصنيف الأداء و قياسه و أهم النماذج المستخدمة في ذلك، كنموذج شارب و نموذج ترينور و نموذج جنسن.

المحور الأول:كفاءة أسواق رأس المال

تمهيد:

من المتعارف عليه أن المعلومات ترد إلى السوق في أي وقت، فيتقرر على أساسها سعر الورقة المالية، وقد تم ملاحظة وجود علاقة قوية بين أسعار الأوراق المالية والبيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما اثأر اهتمام الكثير من الباحثين سواء على مستوى البحوث النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من مخرجات هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق رأس المال، سميت هذه العلاقة بنظرية كفاءة سوق رأس المال

أولا: مفهوم كفاءة سوق رأس المال

يعتمد تخصيص الموارد في أسواق رأس المال على كفاءة هذه الأسواق(حيث يتحدد معدل العائد على المشروع بناء على معدل الاقتراض في السوق)، وتعتبر المعلومات المدخل الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية والمحور المركزي لمفهوم الكفاءة.

1- تعريف كفاءة السوق: هناك عدة تعاريف نحاول إجمالها فيما يلي:

في السوق الكفؤة يعكس سعر السهم الذي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية، أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وعليه فإنه في ظل السوق الكفؤة، تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر[1].

- يقصد بكفاءة السوق أن سوق الأوراق المالية تتميز بالقدرة على استيعاب المعلومات المالية المتاحة من المصادر المختلفة و الاستفادة منها في تحديد أسعار الأسهم والسندات المتداولة[2].

- السوق الكفء هو سوق يحقق تخصصا كفء للموارد الإنتاجية، وبما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية[3].

---

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية،1997، ص ص 489-490.

[2] نضال الشعار،سوق الأوراق المالية و أدواتها (البورصة)،دار الجندي للطباعة و النشر، حلب، الطبعة الثالثة، 2006، ص 133.

[3] عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية أسهم سندات، وثائق الاستثمار، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2000، ص213.

– هي تلك الأسواق التي تنعكس من خلالها كافة المعلومات و كافة القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية إيجابا و سلبا أي صعودا و هبوطا، فيكون ارتفاعها ثوابا و انخفاضها جزء و وفاقا و ذلك فور تلقي السوق لهذه القرارات.[4]

– هي السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة و ذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية لهذه الأدوات، حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي العرض و الطلب بهذه الأسعار، و الأسواق المالية المتسمة بالكفاءة هي الأسواق التي تتقلب فيها أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية المقبولة و التي تعكس بدورها بشكل عقلاني كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة، وتتعادل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة[5].

– هي السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات[6].

الكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي إلىتحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية، و تكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق[7].

و قد عرف المفكر الانجليزي "فاما" السوق المالي الكفء هو السوق الذي تعكس جميع المعلومات المتاحة

حول أصل مالي و في لحظة معينة في السعر و في نفس اللحظة. و قدم نموذجا رياضيا ملخصا فيه هذه النظرية ويعرف باللعبة العادلةو تعطى بالمعادلة التالية[8]:

$$Z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E\left(\frac{\overline{R}_{i,t+1}}{\varphi_t}\right).$$

[4] سمير عبد الحميد رضوان،أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية،المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، دار النهار، مكتب القاهرة، 1996، ص 86.

[5] هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن ،2009. ص ص 73-74.

[6] جلال ابراهيم العبد، محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية،الإسكندرية،2005. ، ص 106.

[7] مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة البحث عدد 07/2009/2010، صادرة عن جامعة محمد خيضر –بسكرة- ص 02.

[8] شوقي بورقبة،دور نظرية الاشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس ، سطيف، العدد10،2010، ص139.

حيث:

$Z_{i,t+1}$: هو العائد غير العادي للأصل المالي i في الفترة $t+1$.

$R_{i,t+1}$: هو العائد الحقيقي للأصل المالي i في الفترة $t+1$.

$E(\overline{R}_{i,t+1})$: هو العائد المتوقع للفترة $t+1$.

φ_t: مجموع المعلومات المتاحة في الفترة t.

انطلاقا من هذا النموذج، فان العوائد غير العادية تساوي إلى الفرق بين العوائد الحقيقية في الفترة $t+1$ و العوائد المتوقعة لنفس الفترة، و هذا بالاعتماد على مجموع المعلومات، و تكون اللعبة عادلة اذا كانت العوائد غير العادية تساوي صفر، بمعنى ان المعلومات المتاحة سمحت بالتنبؤ الصائب للأسعار (السعر المتوقع يساوي إلى السعر الفعلي) و منه لا مجال لأي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية انطلاقا من تحليله لهذه المعلومات مما يعني أن السوق كفء عند هذا المستوى.

و يركز مفهوم الكفاءة على عنصرين هما[9]:

- المعلومات الواردة إلى السوق,
- استغلال هذه المعلومات في اتخاذ القرار الاستثماري.

انطلاقا من التعاريف فإننا سوف نستخلص مجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي[10]:

- يتمتع السوق بوجود عدد كبير من المستثمرين؛
- يتصف المتعاملون في السوق بالرشادة؛
- أن تكون المعلومات متاحة لدى الجميع ودون أية تكاليف؛
- عدم وجود أي قيود على المتعاملين أي وجود حرية تامة في التعامل؛
- عدم تحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية لأن العائد يكفي لتغطية المخاطر.

2- شروط كفاءة أسواق رأس المال

بناء على ما سبق فإن نظرية السوق المالية الكفوءة تعكس آثارها بوضوح على الآلية التي تحكم حركة الأسعار، وتؤكد في ذات الوقت أن تحققها مرهون بتوفر مجموعة من الشروط تتمثل فيما يلي:

[9] Allan Timmermann and Clive W.J.Granger, Efficient Market Hypothesis and Forcasting, International Journal Of Forcasting 20, 2004, p: 16.

[10] سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة،، مكتبة أم القرى، المنصورة، -الاسكندرية- 2001، ص:368.

*أن تتسم السوق بالمنافسة الكاملة، أي وجود عدد كبير جدا من البائعين والمشترين الذين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج من العمليات السوقية فيما يعرف بخاصيتي العمق والاتساع، وذلك بهدف تقليل فرص نشوء حالات احتكارية.

*توفر السيولة، والتي تمكن من إتاحة الفرص الكاملة أما المستثمرين لبيع وشراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة، بما يخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في الأسعار الأوراق المالية، وتقلل بالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة.

*توفر وسائل وقنوات اتصال فعالة تتيح للمتعاملين بالسوق معلومات دقيقة حول الأسعار وحجم عمليات التبادل ومؤشرات العرض و الطلب في الوقت الحاضر والمستقبل.

*توفر عنصري الشفافية والإفصاح، بالقدر الذي يتيح المعلومات لجميع المتعاملين بالسوق على قدم المساواة، وإلزام الشركات المدرجة بالبورصة بنشر تقارير مالية دورية مما يحد من عمليات احتكار المعلومات

*توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول، ووجود مجموعات متخصصة من السمسارة والخبراء القادرين على تقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

*وجود هيئة محايدة تضم مجموعات من ذوي الخبرة، ويساعدهم في أداء مهامهم مجموعة استشارية متخصصة، والتي تعرف كثير من الدول باسم هيئة السوق المالية، والتي تستمد سلطاتها من حزمة من النظم واللوائح والقوانين التي تهدف إلى توفير جو من الأمان والاستقرار للمستثمرين بما يزيد من فعالية وكفاءة السوق المالية.

ثانيا: متطلبات كفاءة سوق رأس المال

لكي يتحقق للسوق الكفاءة لابد من توفر دعامات (مقومات) أساسية تتمثل في:

1- كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية"، ويقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يجعل من أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك

المعلومات، فضلا عن ذلك ينبغي أن تكون المعلومات صادقة مع إمكانية الحصول عليها في اللحظة نفسها، بمعنى أن تسعير الورقة المالية قائم على أساس المعلومات وليس على أساس الإشاعات، وبالتالي فإن أسعار السوق المالية الكفوءة في الخارج هي الأسعار التي تمثل في أي وقت القيمة الحقيقية (العادلة) للسهم أو التقدير الأمثل لقيمتها الحقيقية، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا استثنائية أو غير عادية على حساب الآخرين، ولكن إذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في مثل هذا السوق فإنه ليس بالأمر المستحيل.[11]

2- كفاءة التشغيل: (الكفاءة الداخلية):

والتي تعني إمكانية تحقيق التوازن في السوق المالية (بين العرض والطلب) دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة مالية عالية للتوسط (السمسرة)، أو حتى مزايا استثنائية كتحقيق هامش ربح مغالا فيه للتجار والمتخصصين (صناع السوق)، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية[12].

إضافة إلى الدعامتين السابقتين هناك من يصنف دعامتين أخريين هما:

3- عدالة السوق:

والتي تعني إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أن في جميع الأسواق المالية "تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق المال على نشر المعلومات و إتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة

[11]) سيد إبراهيم عبد الفضيل، مرجع سابق، ص50

[12]) منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية ،1997، ص501-502.

مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرص متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.[13]

4- السيولة

يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، ذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة لأخرى.[14]

ثالثا: أنواع الكفاءة في سوق المال:

يوجد نوعان من الكفاءة لسوق رأس المال وهما[15]:

1- الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقاله اللجميع وبدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق،أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لايمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- المستثمر رشيد، ويسعى نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

2- الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني إن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب) المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديًا (نتيجة الفارق

---

[13] سيد إبراهيم عبد الفضيل، مرجع سابق، ص50

[14] منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص411

[15] محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2009، ص: 183.

في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين من هم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

رابعا: خصائص السوق الكفؤة. تتميز السوق المالية الكفؤة بالمميزات التالية:

1- سيولة السوق: تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين. وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة ودون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة[16].

وثمة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسات، لعل أهمها:[17]

- طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام بدلا من الطرح الخاص، إذ يتيح الطرح العام للأوراق إمكانية إعادة بيعها في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للورقة بالسوق ويسهم في رفع سيولتها؛

- تسجيل الأوراق المالية في السوق، فمن شأن ذلك أن يساعد المستثمرين باستمرار على الحصول على معلومات عن الشركة المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلا عن توفير معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل لهذه الأوراق مقارنة بغيرها؛

- إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة، ومن شأن ذلك أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال عليها، ومن ثم زيادة معدل دورانها*.

2- عمق السوق: تكون السوق المالية عميقة عندما تتصف بوجود تدفق مستمر لأوامر البيع والشراء بأسعار أقل وأكبر من السعر الحالي للسوق، بعبارة أخرى يكون هناك العديد من البائعين والمشترين على استعداد للبيع والشراء بأسعار أكبر وأقل من سعر آخر عملية لذلك، مما يمنع حدوث تقلبات حادة في الأسعار.

---

[16] ،سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية،دار الراية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص:191.

[17] عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص ص: 66-67.

* يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأسمال السوق.

3- اتساع السوق: تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها، ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع[18].

4- سرعة استجابة السوق: يقصد بخاصية استجابة السوق القدرة على معالجة أي اختلال في الكميات المطلوبة والمعروضة من الأوراق المالية بسرعة، من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة[19].

5- استمرارية السعر: تعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعاربحدة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

6- العقلانية: وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحللين ومكاتب استشارية في هذا المجال.

خامسا:الفرضيات الأساسية لنظرية كفاءة الأسواق المالية

لقد قامت فكرة كفاءة الأسواق المالية على جملة من الفرضيات المتعلقة بسلوك المستثمرين والسوق وسنحاول ايجازها فيما يلي:

- يتمتع جميع المستثمرين بالرشادة– العقلانية– هذا يعني أن كل المستثمرين يسعون إلى تعظيم منفعتهم، كما أن لهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة في السوق,
- يتصف السوق بمجانية المعلومات وسرعة انتشارها، فالمعلومات متاحة للجميع دون أي تكلفة وهذا ما يعمل على تماثل التوقعات بشأن الحركة المستقبلية للأسعار,
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية دون أي قيود ضريبية أو جمركية أو غيرها من الحدود الخاصة بالتداول

غير أن هذا الفرض مستحيل التحقيق في الواقع ولذا فالأصح القول بأن الفرد يقبل على الاستثمار حين يقدر بأن الربح المتوقع أكبر من تكاليف الصفقات المحتملة,

[18] عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سابق، ص: 66.

[19] عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2006 ص: 165.

- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرتهم على التأثير في الأسعار من خلال أوامر البيع والشراء فوحدها المعلومات تؤثر على الأسعار.[20]

أسباب عدم كفاءة السوق المالي: من بين أهم أسباب عدم كفاءة السوق المالي نجد[21]:

- التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين.
- عدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة و تفسح المجال لنشؤ ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المد راء ومسؤولي الشركات لاسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة اذ تم التنسيق بين اكثر من جهه لتحقيق ارباح غير مشروعة.
- قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة الى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدوث مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية كبيرة.
- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعا وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تنجم عنها تعاملات صوريّة مكثفة ونشطة بهدف التاثير على أسعار الأوراق المالية و تحقيق أرباح غير حقيقية.

سادسا: صيغ و مستويات كفاءة السوق

قسم الباحثون مفهوم الكفاءة إلى ثلاثة مستويات، و يتحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم المتداولة والمعلومات المتاحة، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي و ليس مطلق، فقد قام عالما التمويل المشهوران **هاري روبرت** و **يوجين فاما***بتقسيم كفاءة سوق الأوراق المالية الى ثلاثة مستويات،

---

[20] مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العددالسابع، 2010/2009، ص:182.

[21] دريد آل شبيب، عبد الرحمان الجبوري،أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر العلمي الرابع للريادة والابداع استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلاديلفيا،كلية العلوم الادارية و المالية، 15-2005/03/16، متاح على : www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/44.pdf ، ص: 8.

* يوجين فاما (ولد سنة 1939م)، هو عالم اقتصاد أمريكي مشهور بأبحاثه النظرية والتجريبية في نظرية المحفظة وتسعير الأصول، حاصل على شهادة ماجستير في إدارة الأعمال ودكتوراه في الاقتصاد والتمويل من جامعة شيكاغو حيث أصبح عضوا في هيئة التدريس، أكثر ما عرف عنه هو تطويره لفرضية كفاءة السوق، هو أول فائز بجائزة المالية والاقتصاد من دويتش بنك، والتي منحت له سنة (2005).

ويكمن الفرق الجوهري بين هذه المستويات الثلاثة في مدى تأثير المعلومة على أسعار الأسهم[22]،ولقياس كفاءة السوق المالية لابد من معرفة أنواع المعلومات المتوفرة، والتي تنعكس في أسعار الأوراق المالية، واعتمادا على ذلك، تتمثل صيغ السوق الكفؤة في فرضية الصيغة القوية، فرضية الصيغة المتوسطة، و فرضية الصيغة الضعيفة

1- فرضية الصيغة القوية لكفاءة الأسواق المالية:

وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة العامة و الخاصة، وفي ظل هذه الفرضية يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، ولكن في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق ذلك الفرض، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية. وهذه الصيغة اختبرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، و يقوم بها[23]:

- **المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار:**

تمتلك المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار إضافة إلى المتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق، إضافة إلى المدريين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم في أسهم الشركات العاملين فيها. وبالنسبة للشركات المتخصصة في الاستثمار كشفت دراسات عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد، يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع إستراتيجية اشترى واحتفظ، كما اكدت دراسات عن عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه الأسعار الأسهم في المستقبل، وهو ما يحمل في طياته عدم توفر ميزة خاصة لتلك المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، و بالنسبة للدراسات الخاصة بالعائد الذي يحققه كبار العاملين من وراء الاتجار في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات التي يعملون بها، فتكاد تجمع على أن هؤلاء العاملين يحققون بالفعل أرباحا غير عادية، ما يعني قدرة المؤسسات المحترفة على تبني إستراتيجية استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية، طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك.[24]

---

[22] عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية أسهم سندات، وثائق الاستثمار، مرجع سابق، ص:185.

[23] منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية و سوق راس المال، مرجع سابق، ص: 512.

[24] عاطف وليم أندرواس،" السياسة المالية أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مرجع سابق، ص: 64.

- **العاملين بالشركة:**

يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين، ولذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لتثبت مدى قدرتهم عن تحقيق أرباحا غير عادية ومن ثم مدى صحة فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق من عدمها، وقد أبدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية، فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرضية السوق الكفء في شكله القوي.

2- فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة الأسواق المالية:

وهذه الطريقة ترتكز على تحليل السوق وتعتمد في ذلك على جوانب العرض والطلب التي تؤثر في أسعار الأسهم، إذ يركز هذا التحليل بصفة أساسية على تحركات الماضي لأسعار أسهم الشركة أو مجموعة الشركات أكثر من التركيز على المحددات الأساسية للربحية المتوقعة، ويعتقد المختصون إن تحركات الأسعار الماضية وحجم التعاملات المالية مؤشرًا على تحركات الأسعار في المستقبل. أي أن الأسعار في السوق تعكس كل المعلومات المتاحة أو المعلنة للجمهور كعملية اشتقاق السهم، الأرباح الموزعة،...[25].

لقد تعرض الشكل المتوسط إلى عدة اختبارات نذكر منها:[26]

- **اشتقاق الاسهم:** إن أول من استعمل هذا النموذج في اختبار الشكل القوي هو الرباعي **"*Roll''Jensen''Fisher''Fama*"** أو كما يرمز له ،(***F.F.J.R***) حيث ركزوا أساسا على سلوك أسعار الأسهم المرافقة لعمليات الاشتقاق، من حيث أثر الاشتقاق على كفاءة السوق، و قد تمت الاشارة الى أن المعلومات الخاصة باشتقاق الأسهم لا يمكن أن تستعمل لتحقيق أرباح غير عادية نظرا لكفاءة السوق،فحتى ولو قام المستثمر بتحليل تلك المعلومات فلن يستطيع تحقيق أرباحا تفوق تلك الأرباح التي يحققها ذلك المستثمر الذي لا يقوم بالتحليل وإنما يشتري وينظر، مع العلم أن التحليل مكلف جدا من حيث الجهد والثمن.

- **الاعلان عن الارباح او التوزيعات:** لقد كشفت بعض الدراسات عن أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان،بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين، و هو ما يعد تأييدا لفرضية الكفاءة في شكلها المتوسط.

---

[25] Voir :R. COBBEAU : « Théorie Financière », 3e édition, Economica, Paris, 2001 ; p :319.

[26] منير إبراهيم هندي،" الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سابق، ص،507.

– **الاكتتاب في الاسهم: ان** سعر السهم الذي يطرح لأول مرة للجمهور يكون عادة اقل من قيمته الحقيقة، إلا أن القيمة السوقية للسهم لا تلبث أن ترتفع لتصل إلى القيمة الحقيقية وذلك بعد نفاذ الإصدار ربما بيوم واحد، كما كشفت بعض الدراسات من أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات الجديدة عن

الشؤون الاقتصادية التي تصل إلى المتعاملين في السوق، وهو ما يعد تأكيدا لفرضية الكفاءة في شكلها المتوسط.

– **اسعار الاسهم:** أكدت الدراسات على أن أسعار الأسهم لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة، بل وأنها لا تعكس كافة ما هو متاح للجمهور من المعلومات، بما يعني أن هناك فرصة متاحة لبعض المستثمرين لأن يحققوا أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، وهو ما يرفض تماما لفكرة الكفاءة في شكلها المتوسط.

3– فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية:

و تسمى أيضا "نظرية الحركة العشوائية للأسعار" ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية التي جرت في الماضي (سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر على سعر السهم الحالي، و لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، و لذلك فان التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض و لا يوجد بينها أي علاقة واضحة، و من هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لأخر لا يسير على نمط واحد[27].

لقد تعرضت هذه الصيغة إلى عدة اختبارات لمعرفة مدى عشوائية الأسعار أو ارتباطها بالمعلومات التاريخية، وذلك وفقا لمحاور ثلاثة:

– **سلسلة الارتباط:** تقيس سلسلة الارتباط معامل الارتباط بين التغير في سعر السهم ما خلال فترة زمنية معينة، وإذا ما كشفت نتائج تحليل تلك السلسلة عن وجود نمطا للتغير في الأسعار، فإن هذا يعد رفضا لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليه بالصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق[28]. يعني الارتباط مدى استجابة توافق معين لمتغير أخر، وذلك بتغير هذا الأخير على فترات متتالية. يقاس الارتباط بما يعرف ب – معامل الارتباط –يتعلق الأمر هنا بمدى ارتباط أو استقلالية أسعار الأسهم عن بعضها البعض خلال فترات متتالية.

[27] مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مرجع سابق، ص: 185.

[28] منير إبراهيم هندي،" الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، مصر، ص: 52.

و قد درس "فاما" التغيرات اليومية لأسعار 30 سهما التي تمثل مؤشر داو جونز الصناعي لمدة تقارب 05 *سنوات* انتهت 1962 ، ووجد أن معامل الارتباط منخفضا جدا . (0.03) ثم وسع الدراسة لتشمل التغير لكل يومين، ثلاثة أيام وحتى بفاصل زمني مقداره 10 *أيام*، ووجد أيضا أن معامل الارتباط قريب جدا من الصفر، إلا القلة القليلة جدا من المعاملات التي كانت بعيدة عن الصفر[29].

- **قواعد التصفية:** يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلا واقعيا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق[30]، وانطلاقا من فكرة أن الأسعار تتغير في نفس الاتجاه لمدة معينة هناك من الناحثين من راى أن هناك تقنيات أو قواعد للتصفية يمكن استعمالها لتحقيق أرباح غير عادية، أو لتحقيق أرباح أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها باستعمال الإستراتيجية المعروفة باسم 'اشتر 'و'احتفظ" بذلك فإنه ينكر على سوق الأوراق المالية صفة العشوائية وإمكانية رصد نموذج يتغير وفقه سعر الورقة المعنية،ويمكن من خلاله برمجة البيع والشراء بما يحقق ربحا أكبر.

- **اختبار الأنماط الطارئة:** على الرغم من أهمية الاختبار السابق الذي يستعمل معامل الارتباط، إلا أنه يؤخذ عليه إمكانية التأثر بالقيم المتطرفة في السلاسل الزمنية .ومن أهم الانتقادات الموجهة إليه أنه قد يفشل في اكتشاف الأنماط الطارئة[31]. لتجاوز هذا النقص أضاف إليه الأكاديميون المهتمون بهذه الدراسات اختبارا أخر عرف ب اختبار المجاري المتسلسلة أو كما يعرف لدى البعض باختبار الأنماط الطارئة، و الذي يعترف أنصار هذا المدخل بأن التغيرات السعرية قد تكون عشوائية معظم الوقت إلا أنها قد تأخذ من آن إلى آخر نمطًا معينا يمكن اقتفاء أثره و للتأكد من مدى إمكانية حدوث ذلك يمكن استخدام اختبارات التغير في اتجاه الأسعار التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها تغير في اتجاه الأسعار، و طول الفترة في كل مرة.

أخيرا يصور الشكل الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق، فالصيغة الضعيفة تعكس تماما مفهوما ضيقا للكفاءة، أما الصيغة القوية فتعكس المفهوم الواسع لها، هذا بينما تقع صيغة الفرض المتوسط القوة بين الاثنين.

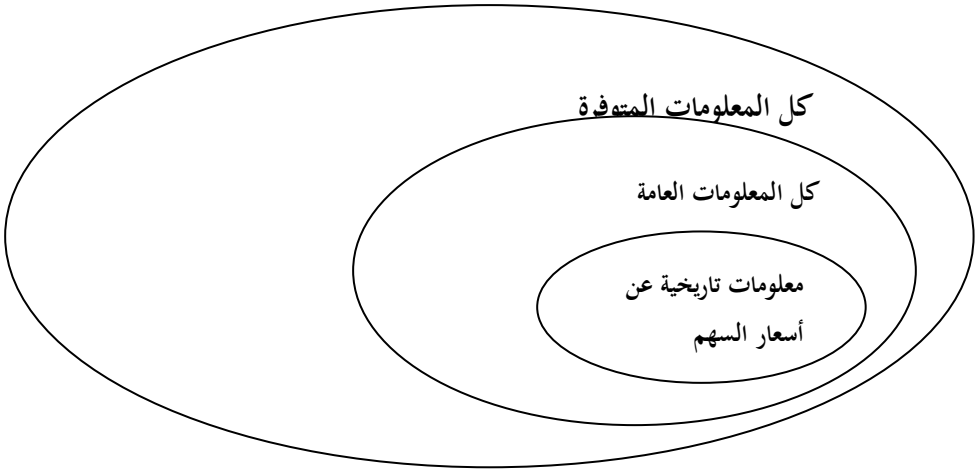
---

[29] جبار محفوظ،" البورصة التسيير، خوصصة، المؤسسات العمومية" ، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 1997/1996، ص: 376.

[30] منير إبراهيم هندي،" الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 55.

[31] المرجع السابق، ص:56.

الشكل رقم (1-1): مجموعة المعلومات المتوفرة حول سهم معين

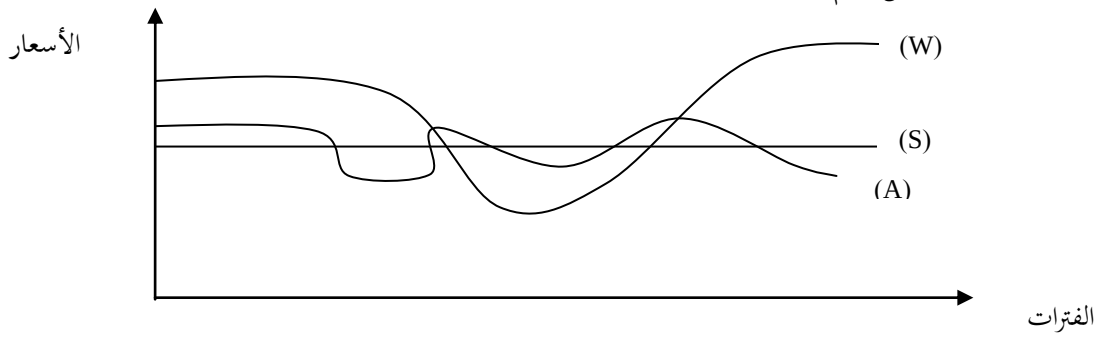


Source:Robert-A.Haugen, **Modern Investment Theory**, fifth edition, Prentice Hall, New Jorsey, 2001, p: 574.

من الشكل تمثل الحلقة الخارجية جميع المعلومات المعروفة حاليا والمرتبطة بتقييم سهم معين، وتتضمن المعلومات العامة المتاحة عن الشركة، صناعتها، والاقتصاد المحلي والعالمي، كما تتضمن أيضا المعلومات الخاصة المتوفرة لدى بعض المستثمرين. والحلقة الثانية تمثل سلسلة المعلومات العامة المتاحة والمعلنة في السوق. أما الحلقة الداخلية فتتشكل من أية معلومة متعلقة بتقييم السهم اعتمادا على أسعاره التاريخية (السابقة).

ويوضح الشكل رقم (02) العلاقة بين المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالية.

الشكل رقم (1-2): العلاقة بين المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالية



المصدر: عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سابق، ص: 65.

من الشكل يمثل الخط (S) السعر الحقيقي للسهم، ويعكس الكفاءة التامة للسوق، والتي تمثلها الصيغة القوية للكفاءة، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة. ويمثل المنحني (A) الشكل المتوسط لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة. ويمثل المنحني (W) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعة.

ومن خلال الدراسات التي أجريت لفحص الصيغ الثلاث لكفاءة السوق تبين أن معظم هذه الدراسات تشير في الحقيقة إلى أن سوق الأسهم ذات كفاءة عالية في الصيغة الضعيفة، و ذات كفاءة معقولة في حالة الصيغة شبه القوية، أما بالنسبة لفرضية الصيغة القوية فإنها غير صحيحة كون الأرباح غير العادية لا يمكن الحصول عليها إلا من قبل الأشخاص المطلعين.

سابعا: علاقة سيولة سوق رأس المال بتطور السوق وكفاءته

تمثل السيولة سمة أساسية لتطوير سوق رأس المال، وعامل مهم يؤثر على كفاءة السوق ولأن توافر كل من الكفاءة والسيولة يعتبر من السمات الضرورية التي يتعين توافرها في السوق الجيد فثمة ضرورة لتوضيح العلاقة بين كل من الكفاءة والسيولة.

يجب أن نميز في سوق رأس المال بين نوعين من المتعاملين: متعاملين على أساس معلومات موضوعية عن منشأة معينة يحصلون عليها من مصادر موثوقة كالشركات والتقارير المالية وغيرها، ومتعاملون يتعاملون على أساس الإشاعات والتقديرات أو التخمينات الشخصية، وهم من يطلق عليهم اسم فريق الضوضاء.[32]

و على هذا الأساس نجد أن ثمة نوعان من التغيرات في أسعار الأوراق المالية: تغيرات عارضة وتغيرات غير عارضة، و تعزى التغيرات العارضة إلى تصرفات فريق الضوضاء.

وفي ظل هذا النوع من التغيرات السعرية تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها، ولا يتغير هذا الهامش، وحتى لو فرض تغيره فإنه سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات، بينما تعزى التغيرات غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة، وهي تدوم وتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحدث. ويتوقف مدى واتجاه التغيرات

[32]– سميرة لطرش، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد أ ، العدد32، جامعة قسنطينة، ديسمبر 2009، ص217–218.

غير العارضة على طبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق، فإذا كانت المعلومات ايجابية وسارة تتجه الأسعار إلى أعلى، وبخلاف الحالة ففي حالة ورود معلومات غير سارة تتجه الأسعار إلى أسفل.[33]

يظهر التوافق بين السيولة والكفاءة في حالة التغيرات السعرية التي يحدثها فرق الضوضاء، حيث أن التغير في السعر يكون سريعا وهو ما يعكس كفاءة السوق هذا من جهة، ومن جهة ثابتة فإن التغير في السعر يحدث فارقا ولو طفيفا بين سعر البيع وسعر الشراء، وهو ما يشجع أصحاب المعلومات على التعامل على الورقة المالية، مما يسهل عملية تسويقها وبذلك تحقق السيولة، كما أن السعر هنا وتبعا لتصرفات فريق الضوضاء، يعكس الانتظام من جهة، كما قد يؤدي إلى إيقاف التعامل لفترة محددة- في حالة وصول طلبيات كبيرة على ورقة مالية- حتى يتحقق التوازن بين العرض والطلب، وهاتين الصفقتين ضرورتين لتحقيق الكفاءة وكذلك ضرورية لتحقيق السيولة.[34]

وعلى خلاف ما سبق، فإن التعارض يبدوا واضحا بين السيولة والكفاءة وفي ظل التغيرات السعرية غير العارضة، إذ أن أحد المتطلبات الضرورية للسيولة هو توافر سمة انتظام الأسعار أو استقرار الأسعار (عدم حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار من صفقة إلى صفقة)، وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، بل ستتحرك تدريجيا في هذا الطريق الأمر الذي يتعارض

مع سمة الكفاءة، حيث لن تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة، الأمر الذي يتيح لبعض المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر.[35]

تاسعا: علاقة كفاءة السوق المالي بالحركة العشوائية الأسعار

إن الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، و من ثم فان كل واحد منهم يسعى جاهدا إلى تحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن وبما يؤدي في نهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات، غير أنه لما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي و غير منتظم، و أن الأخبار التي تنطوي عليها، قد تكون سارة و غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق، فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ تكون عشوائية.

---

[33]- عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص67

[34]- سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 219

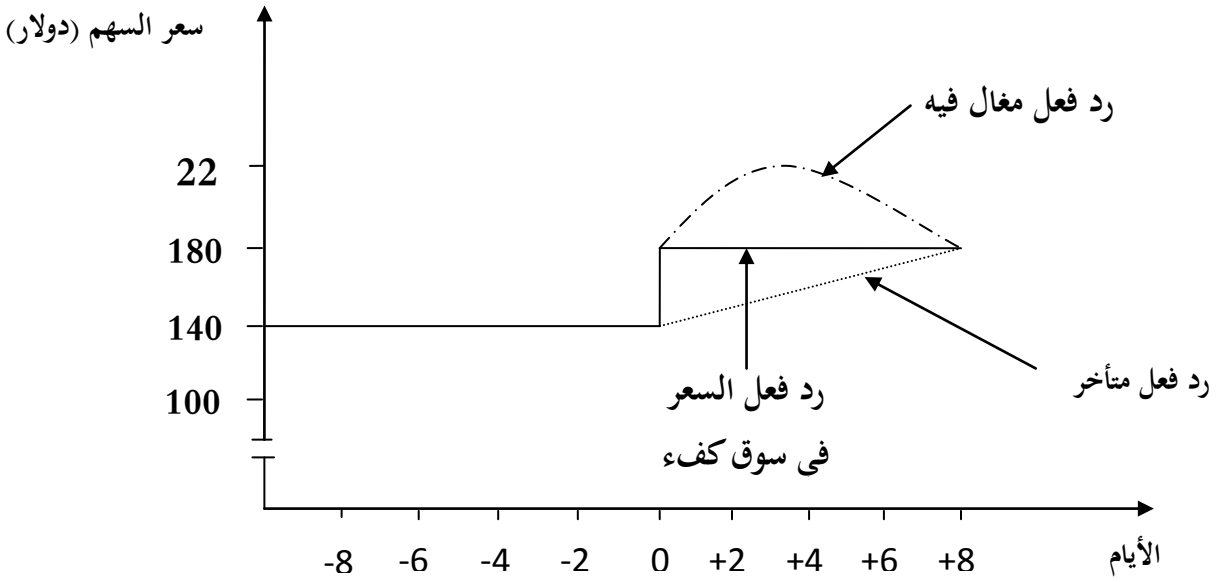
[35]- عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص68

سلوك أسعار الورقة المالية في السوق الكفؤة:

لطالما كان سلوك الأسعار بالأسواق محل اهتمام كثير من المفكرين و في العديد من الميادين، حيث كانت فكرة الحركة العشوائية للأسعار أحد أبرز الاتجاهات، لكن هذه الفكرة ليست الوحيدة اذ تعارض أفكارا أخرى خاصة تلك التي تلقى رواجا كبيرا مثل تلك الأفكار التي ترى امكانية التنبؤ بالاسعار بل و تقترح أساليب للتنبؤ باتجاه السعر، عكس تلك التي ترى استحالة التنبؤ بها، فالاتجاه الأول الذي يرى امكانية التنبؤ بالاسعار وتقترح أساليب لذلك هم أصحاب التحليل التنبؤي–التحليل الأساسي و التحليل الفني، أما أصحاب الاتجاه الثاني فيعتقدون عكس ذلك، مستندين في ذلك على الأسباب التي تعيق التنبؤ، فتعليق أهمية كبيرة على الأشياء غير الموثوقة حين اجراء عملية التنبؤ أمر مناف للصواب، بالاضافة الى اجتماع عوامل عديدة التي تحدد حركات الأسعار بالسوق، فهي تجمع الأحداث

السابقة والحالية...الخ، يمكن توضيح استجابة سعر الورقة المالية لمعلومة جديدة من خلال الشكل رقم (03)

الشكل رقم (1–3): رد فعل سعر السهم اتجاه معلومة جديدة في سوق كفؤة وفي سوق غير كفؤ.



Source: Stephen A.Ross and Randolph W.Westerfield and Bradford D.Jordan, **Essentials Of Corporate Finance**, fourth edition, McGraw Hill, 2004, p: 312.

يبين الشكل ثلاث حالات ممكنة من رد فعل السعر لاستقبال معلومة واحدة في اليوم (0)، حيث أن هذه المعلومة إيجابية أدت إلى رفع سعر السهم من (140) دولار إلى (180) دولار.

الخط المستمر: يبين اتجاه سعر السهم في السوق الكفأة، في هذه الحالة هناك ارتفاع مباشر في قيمة السهم إلى (180) دولار في اليوم الذي وصلت فيه المعلومة الجديدة الإيجابية، أي أن الاستجابة فورية ودقيقة.

الخط المنقط: يصف سلوك سعر السهم في السوق غير الكفأة، حيث يقوم الوسطاء بتحليل محتويات المعلومة الجديدة، ويعلمون متعامليهم المهمين، فيتم تداول الأسهم بسرعة بين عدد قليل من المتعاملين، فيقودون السعر إلى الارتفاع ببطء، وبعد مدة تنتشر التقارير حول هذه المعلومة، ويتبين للمستثمرين أن قيمة السهم أعلى من ذلك، فيقررون الشراء، أي زيادة أوامر الطلب، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر إلى القيمة الحقيقية (180) دولار.

الخط المتقطع: يبين سلوك السعر في السوق غير الكفأة، في هذه الحالة يكون المستثمرون أكثر تفاؤلا بمضمون المعلومة، ويرتفع السعر إلى أكثر من قيمة السهم الحقيقية، ثم يكتشفون أن السعر أكبر من القيمة الحقيقية، مما يدفعهم إلى بيع الأسهم مسببين بذلك تصحيح السعر ليعود وينخفض إلى (180) دولار.

عاشرا: أساليب قياس فرضية السوق الكفء

إذا تحققت فرضية الكفاءة فان أسعار الأسهم يجب أن تكون عشوائية و هذا يعني أن تغيرات و تقلبات الأسعار لا يمكن التنبؤ بها بأي حال من الأحوال، و تعتمد كفاءة السوق على مجموعة من المبادئ أبرزها: أن المعلومات الواصلة الى البورصة تكون متاحة للجميع في نفس الوقت و دون تكلفة، و قد أثبتت الدراسات التي قام بها مجموعة من الباحثين صعوبة تحقق فرض الكفاءة بشكلها القوي في الأسواق المالية لأن المعلومات الواردة ليست دون تكلفة و رغم هذا فالسوق يبقى كفء عند مستوى أدنى، و هذه الحالة يعني أن هناك ارتباط بين مستويات الأسعار في فترات زمنية سابقة، و يصبح البناء على المعطيات التاريخية للتنبؤ بالمتغيرات المستقبلية ممكن.

1- قياس كفاءة السوق المالي:

يقوم فرض كفاءة السوق على أساس توافر و تماثل المعلومات و استيعاب السوق للرسالة التي تتضمنها تلك المعلومات و بالتالي إذا ما تحقق ذلك فالسوق، (مجموع المستثمرين) يتمكن من تقدير القيمة الحقيقية والعادلة للأوراق المالية و من ثم لا يتمكن أي مستثمر من المستثمرين من ضرب السوق بتحقيق أرباح غير عادية عن طريق استغلال الآخرين. وهذا لا يعني عدم وجود عناصر أخرى تؤثر على قرارات المستثمرين والأسعار، فبالإضافة إلى شرط السوق الكفء بمختلف مستوياته تلعب الكفاءة والخبرة والمهنية والتخصص دورا فاعلا من خلال قيام المستثمر بدراسة تأثير الظواهر الاقتصادية على أسعار وعوائد الأسهم، و يقصد

بذلك قدرة المستثمر على دراسة وتحليل تأثير درجة الخطر وأسعار الفائدة وأسعار صرف العملات ومقدار عرض النقد والأرقام القياسية والنمو في القطاعات المختلفة الصناعية والزراعية والخدمية ومقدار التضخم ونمو الناتج والدخل الوطني والفردي وغيرها من العناصر الأساسية في الاقتصاد الكلي، التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية[36].

لقد اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة سوق الأوراق المالية على التحليل التطبيقي دون الاستناد إلى جانب نظري وهو ما جعل "فاما" يقوم بصياغة فرضية السوق الكفء في إطار نموذج المباراة أو اللعبة العادلة والذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية التي تتماشى مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها.

وتعتمد سعر الورقة المالية وفقا لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن النقطة الزمنية (+) ويتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين(+)، (++1) ليصل السعر إلى (P_{T+1})الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة ويتصف وصول المعلومات بالحركة العشوائية مما يجعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية(T+1) لا يكون مساويا في بعض الأحيان السعر الذي يتم عنده التداول في الفترة (T+1) و يؤدي ذلك إلى صياغة خطأ التنبؤ على أنها لفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في الفترة الزمنية(T+1) والسعر

الذي توقع المستثمر أن يسود في تلك الفترة كما توضحه المعادلة التالية[37]:

$$\boldsymbol{\varepsilon_{T+1}} = P_{T+1} - E_T(P_{T+1})$$

حيث: $\boldsymbol{\varepsilon_{T+1}}$: حد الخطأ العشوائي.

P_{T+1} : سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند النقطة الزمنية $T + 1$

$E_T(P_{T+1})$: السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند النقطة الزمنية $(T + 1)$ والذي صاغه المستثمر عند النقطة T.

و لكي تكون السوق كفؤة وفقا لنموذج اللعبة العادلة، فانه يتعين أن تكون القيمة المتوقعة لخطأ التنبؤ معدومة، أي:

$$E(\boldsymbol{\varepsilon_{T+1}}) = 0 \Longrightarrow P_{T+1} = E_T(P_{T+1})$$

[36] دريد آل شبيب، عبد الرحمان الجبوري، مرجع سابق، ص:06.

[37] بن أعمر بن حسين و آخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس و المغرب،مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2012/02، متاح على الخط: www.algomhoriah.net/atach.php?id=13773 ، تاريخ التحميل: 2022/10/28، ص: 237.

و تشير هذه المعادلة إلى أن السعر الفعلي $P_{\mathrm{T+1}}$ يعكس فعلا كل المعلومات المتاحة عن الورقة المالية و الذي توقعه المستثمر عند النقطة T.

ويعتمد المستثمر على نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية بناء على كل المعلومات، كما يتمتع المستثمرون باتخاذ قرارات جيدة الخاصة بالتوقعات عن العوائد المستقبلية، وترجع المعلومات وفقا لنظرية الحركة العشوائية إلى السوق بصورة عشوائية مما يجعل هناك تباينا في التنبؤ لتوقعات المستثمرين بين العائد المتوقع والعائد الفعلي وبالتالي يحقق المستثمرون خسائر أو أرباحا غير عادية يطلق عليها خطأ التنبؤ وتأخذ الصيغة الآتية[38]:

$$\boldsymbol{M_{T+1}} = R_{\mathrm{T+1}} - \mathrm{E^p}\left(R_{\mathrm{T+1}}\Omega_{\mathrm{Tp}}\right)$$

حيث: $\boldsymbol{M_{T+1}}$: خطأ التنبؤ عند النقطة الزمنية $\mathrm{T}+1$ ويمثل الخسائر أو الأرباح غير العادية

$R_{\mathrm{T+1}}$: معدل العائد الفعلي على الاستثمار عند النقطة الزمنية $\mathrm{T}+1$

$\mathrm{E^p}\left(R_{\mathrm{T+1}}\Omega_{\mathrm{Tp}}\right)$: معدل العائد المتوقع تحقيقه عند النقطة الزمنية $\mathrm{T}+1$

و النموذج العامل قياس الكفاءة الصيغة الآتية:

$$\boldsymbol{P_T} = \boldsymbol{a} + \boldsymbol{b}\varphi + \mathrm{et}$$

حيث: $\boldsymbol{P_T}$ **:**سعر الأوراق المالية في النقطة الزمنية.

$\boldsymbol{a}$ **:**معدل العائد الفعلي على الاستثمار في الزمن T

$\boldsymbol{b}$: معدل العائد المتوقع تحقيقه في الزمن T

Φ: المعلومات

et:الخطأ العشوائي

2- التفسير الرياضي للكفاءة:

اذا كانت مجموعة المعلومات التي يستخدمها السوق (المستثمرون) لتحديد أسعار الأوراق المالية هي كل المعلومات الواجب توافرها و واستخدامها فإنه لا توجد مشكلة و سوف يتم تقييم و تسعير الأوراق المالية

[38] المرجع السابق، ص: 238.

باستخدام كل ما هو مناسب من معلومات، و لكن تنشأ المشكلة لما لا يتمكن السوق من استخدام كل المعلومات الملائمة و المتاحة، و بافتراض الرموز التالية[39]:

φ_1: مجموع المعلومات المتاحة و الملائمة لتحديد أسعار الأوراق المالية.

φ_2: مجموع المعلومات المتاحة التي يستخدمها السوق لتحديد أسعار الأوراق المالية.

فإذا كانت: $\varphi_1 \geq \varphi_2$

فهذا يعني: أن المعلومات المتوفرة للسوق قد تكون:

أ- مساوية للمعلومات الملائمة لتحديد أسعار الأوراق المالية.

ب- أقل من الملائمة لتحديد أسعار الأوراق المالية.

و في حالة ما إذا كانت المعلومات الملائمة هي نفسها المعلومات المستخدمة في السوق، فان السوق في هذه الحالة يتميز بالكفاءة، أما إذا لم تكن المعلومات متساوية فان حالة خلل تسود السوق لعدم وفرة كافة المعلومات التي تمكنه من تحديد الأسعار و بالتالي فالسوق غير كفء.

و تزيد كفاءة السوق كلما كانت تكلفة البيع أو الشراء في السوق أقل و كلما ضاق الفرق بين أسعار طلبات البيع و طلبات الشراء للأسهم و كذلك كلما زاد عدد المستثمرين في السوق و ارتفعت أحجام التداول، حيث أن كافة المعلومات في السوق الكفؤة متوفرة لجميع المستثمرين في نفس الوقت فان أي مستثمر لا يستطيع أن يحقق أي أرباح غير عادية إلا بقدر سرعته قبل غيره في اتخاذ قراراته الاستثمارية.

[39] محمد موسى عثمان، أسواق المال، مرجع سابق، ص ص:85-86.

المحور الثاني:المضاربة في أسواق المال

تمهيد:

تعتبر المضاربة في الأسواق المالية احد أهم العمليات التي يقوم بها المتعاملون فيها، كونها تعتبر أساسا لخلق الثروات والراساميل للمضاربين، وتزداد أهميتها من حيث قدرتها على تحقيق وخلق التوازن في الأسواق، هذا إذا ما قامت على مبادئ السوق الصحيحة والدقيقة، حيث يؤدي استخدامها القائم على أساس التلاعب بالسوق إلى حالات الاضطراب والفوضى عوض التوازن والاستقرار.

أولا: مفهوم المضاربة المشروعة

لدراسة المضاربة يجب التفرقة بينها وبين المفاهيم الأخرى ذات الصلة، خاصة ما يتعلق بالمقامرة والتلاعب بالأسعار وهو ما يصطلح علية بالمضاربة غير المشروعة.

1- تعريف المضاربة

تعرف المضاربة في أساسها على أنها عملية التنبؤ، والتنبؤ هو العامل الأساسي لأي متعامل في البورصات بشكل عام، وفي بورصات المشتقات بصفة خاصة، والمضارب هو الذي يتنبأ بارتفاع أو انخفاض الأسعار، وبناء على ذلك يتعامل في السوق بغرض الاستفادة من التذبذب الطبيعي للأسعار، ويجب أن يستند في تنبؤاته إلى معلومات صحيحة وحسابات وتحاليل دقيقة، لكي يستفيد شخصيا وفي نفس الوقت يؤدي خدمة نافعة للسوق.[1]

فالمضاربة هي محاولة التنبؤ بسعر المستقبل القريب للاستفادة من السعر الحالي[2]. والمضاربة المشروعة لا تنحصر في العمل الذهني فقط بمعنى الاقتصار على ملاحظة ظروف السوق والتنبؤ بالأسعار، بل لا بد أن تتحول إلى فعل وهو التدخل بالشراء عند انخفاض الأسعار ثم البيع عند الارتفاع.

2- المضاربة والمفاهيم الأخرى:

[1]- باسل صقر، محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سوريا، رسالة ماجستير كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2006، ص72

[2]- صالح البربري، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية، كلية الشريعة والقانون، أيام 16،17، ،18 ، صفر1428، دبي، ص3 .

لدراسة المضاربة يجب التفرقة بينها وبين المفاهيم الأخرى ذات الصلة، خاصة ما يتعلق بالمقامرة والتلاعب بالأسعار وهو ما يصطلح علية بالمضاربة غير المشروعة.

2- 1- المقامرة:

إذا تمت عمليات المضاربة دون أن تستند إلى حسابات و دراسات صحيحة وإنما اعتمادا على الصدفة و الحظ، تنقلب إلى مقامرة، فالمقامر هو الذي يرغب في الثراء السريع عن طريق التعامل في البورصة دون علم أو خبرة خاصة، معتمدا على الحظ أو الصدفة وحدهما.

ويغلب على المقامرة الطابع الاحتمالي المطلق، وليس لها أي هدف أو دور اقتصادي، بل تعد ضارة بالسوق لما تحدثه من إرباك للسير العادي لتكوين الأسعار.

إن التفريق ما بين المضاربة و المقامرة في البورصة على سهولته من الوجهة النظرية ليس بالأمر الهين عمليا، لان المضاربة مهما كانت براعة ممارسيها ومهما تكن خبرتهم و حذرهم ودقة حساباتهم، ليست بمعادلات جبرية محبوكة الطرفين بل هي لا تخلو من بعض عناصر الحظ، قد تكون قليلة الشأن وقت عقد الصفقة ثم لا تلبث أن يتفاقم أمرها من جراء تطورات غير منتظرة أو حالات نفسية لم يكن من الممكن التنبؤ بها، أو غير ذلك من العديد من العوامل التي تؤثر في جو البورصة.

لذلك فان الحدود الفاصلة بين المضاربة والمقامرة من الناحية العلمية في غاية الصعوبة، رغم وضوح الفوارق النظرية بينهما، وهذا ما حمل المضاربة وزر المقامرة، فالكثير من المتعاملين في البورصة-وخاصة الصغار والمتوسطون منهم- يلقون باللوم على المضاربة ويعزون إليها كل المساوئ التي تحدث في البورصة، لان أولئك يبنون أحكامهم على النتائج التي يلمسونها دون بحث عن أسبابها

2-2- المضاربة غير المشروعة أو التلاعب بالأسعار:

إذا كانت المضاربة تشمل التداول بهدف تحقيق الربح من خلال توقع تغيير الأسعار في المستقبل اعتمادا على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها. وكما سبق ذكره فإن هذا النوع من المعاملات له مزاياه الإيجابية على أسواق المال، إلا أن هناك نوع آخر من الممارسات لها أبعادها الاقتصادية الخطيرة على نزاهة السوق المالية وكفاءتها، وهي ما يعرف بالتلاعب في أسواق المال أو المضاربة غير المشروعة.

2-2-1- مفهوم التلاعب بالأسعار

التلاعب بالأسعار هو قيام المضارب بأفعال من شأنها إحداث ارتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار، بغرض الاستفادة من فروق الأسعار، بالاعتماد على طرق احتيالية من تدليس وغش و نصب، تحدث بموجات شديدة وفوارق سعرية مصطنعة، تؤثر على التوازن الاقتصادي.[1]

كما تعرف هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) التلاعب بأنه "سلوك متعمد بهدف خداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية، والتلاعب يمكن أن ينطوي على عدد من التقنيات للتأثير على العرض أو الطلب على الأسهم، وهو يشمل نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن شركة للحد بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجمهور، أو تزوير العروض، ويخضع المتورطون في التلاعب لعقوبات مدنية وجنائية".[2]

ومما تقدم تبيين أن التلاعب بالأسعار في سوق المال يقوم على ركنين:

الأول: الأعمال التي من شأنها التأثير بالأسعار، وإعاقة الوظيفة العادية للسوق.

الثاني: تضليل الغير بهذه الأعمال.

وبالتالي فإن جوهر هذه العملية يقوم على رفع أو تخفيض السعر بشكل غير طبيعي من أجل تحقيق أرباح غير طبيعية ، كما أن البعض من المختصين يرى أن جوهر المضاربات غير المشروعة يرتكز على استراتيجية السيطرة الاحتكارية في الأسواق.

---

[1] أحمد بن محمد خليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، على الموقع:

http://www.almeshkat.net/books/open.php?cat=61&book=6779#.VVtTTmcggRs تاريخ الاطلاع 2022/11/12،

[2] سعيد بوهراوة، التلاعب في الأسواق المالية، عرض تحليلي نقدي،- رابطة العالم الإسلامي الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010، ص8.

2-2-2- أساليب التلاعب

وتعتمد أساليب التلاعب المعروفة في أسواق المال على استخدام حيل من شأنها التأثير على الأسعار بغرض تحقيق الربح من هذه الأساليب وهي:[1]

أ- العمليات التي تهدف إلى خفض كبير في أسعار أسهم شركة معينة عن طريق بيع كميات كبيرة منها وقد يكون البيع على المكشوف، دون أن يكون هناك سبب يتصل بالأداء الاقتصادي للشركة يبرر هذا الانخفاض، يتبعه عمليات شراء لكميات كبيرة من هذه الأسهم بأسعار منخفضة جدا، مما ينتج عنه تحقيق أرباح كبيرة عندما تعود الأسعار إلى مستواها الطبيعي بعد ذلك.

ب- العمليات التي تهدف إلى رفع السعر وذلك عن طريق الشراء، بنفس الطريقة والآلية السابقة ولكن بالعكس، وتهدف هذه العمليات إلى رفع السعر عن طريق الشراء بأسعار مرتفعة لسهم معين حتى يتضاعف سعر البيع عن السعر الطبيعي للسهم في السوق، وذلك يؤدي إلى تأجيج سعر السهم دون أي سبب يتعلق بالأداء الاقتصادي الجيدة للشركة مصدرة السهم.

ج- العمليات التي تتم عن طريق نشر معلومات عبر وسائل الإعلام بما في ذلك الانترنت أو بأي وسيلة أخرى تعطى أو يرجح أن تعطي إشارات كاذبة أو مضللة عند الأدوات المالية، بما في ذلك نشر الشائعات والأخبار الخاطئة والمضللة التي يكون فيها الشخص الذي قام بنشرها على علم بأن المعلومات مزيفة أو مضللة.[2]

د- ومن أحدث الوسائل للتلاعب بالأسعار تقسيم السهم، بمعنى تجزئة القيمة الاسمية للسهم إلى عدة أجزاء، فإذا كانت القيمة الاسمية تعادل واحد دولار ويجري التعامل عليه بخمسة دولارات، فإذا تم تقسيم قيمة السهم إلى أربعة أجزاء، بحيث يصبح القيمة الاسمية له تساوي ربع دولار، ثم بعد فترة قصيرة من التعامل تصبح القيمة السوقية للسهم أعلى من خمس دولارات. أي أن السهم الأصلي ارتفعت قيمته إلى 20 عشرون دولارا، بعد أن كانت قيمته السوقية قبل التقسيم خمسة دولارات فقط.[3]

---

[1]- باسل صقر، مرجع سبق ذكره، ص114

[2]- سعيد بوهراوة، مرجع سبق ذكره، ص09

[3]- صالح أحمد البربري، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية،مرجع سبق ذكره، ص15.

2-2-3- الآثار السلبية للمضاربة غير المشروعة على أسواق المال

تتمحور الآثار السلبية للمضاربات غير المشروعة في أسواق المال في جملة من النقاط نوجزها فيما يلي:[1]

أ- تتسبب المضاربة غير المشروعة في البورصة بخروج شريحة كبيرة من المتعاملين في السوق من صغار ومتوسطي المستثمرين، وهذا ما يفقد السوق جزءا مهما من الاستثمارات والسيولة أيضا، مما ينعكس سلبا على اتساع السوق وعمقه، وحركت التداول فيه.

ب- زيادة عدد المجازفين والمقامرين على حساب المستثمرين الحقيقيين، وهو ما يفقد عمليات السوق مبادئها العلمية القائمة على الأخذ بالمعلومات والبيانات وتحليلها، وإجراء الحسابات عليها وبناء القرار على أساسها، محولة هذه الآليات الصحيحة إلى آلية تعتمد الحظ والصدف، تقوم على التصرف الارتجالي العشوائي.

ج- زيادة عدد المتلاعبين في الأسعار على حساب المضاربين الحقيقيين: وبذلك تفقد البورصة ما تؤديه المضاربة المشروعة من وظائف توازنية أساسية، فتحتل الأسعار وتضطرب السوق.

د- ظهور وتعاظم حالات الاحتكار في السوق: إن زيادة عمليات التلاعب في الأسعار، وارتفاع أعداد المضاربين غير الشرعيين وعملياتهم في البورصة سيؤدي إلى ظهور واتساع حالات الاحتكار فيها، حيث يسيطر قلة من هؤلاء المتلاعبين على عمليات السوق، يستنزفون بها طاقاته وأمواله، محدثين الخلل بمبادئ السوق في المساواة والعدالة وتحقيق المنافسة الحرة والشريفة، فيفقد بذلك السوق ومصداقيته وثقة المتعاملين فيه.

ثانيا: أهمية المضاربة في الأسواق المالية

تؤدي المضاربة في أسواق المال العديد من الوظائف الحيوية، تتجلى فيما يلي:[2]

1- تحقيق التوازن في الأسعار:

وذلك من خلال التقريب بين العرض والطلب، حيث تتجلى الوظيفة التوازنية للمضاربة، والتي تنبع من قدرتها على إعادة التوازن في الأسعار، فعندما تنخفض الأسعار في البورصة، يتدخل المضاربون بالشراء، وينتج

---

[1]- باسل صقر، مرجع سبق ذكره، ص121-122.

*المقامر هو من يقوم بعملة الشراء والبيع في البورصة، دون علم أو خبرة خاصة، ولا يبني هذه العملية اعتمادا على الحساب والدراسة، وإنما على الخط والصدفة، راغبا في الشراء السريع متحملا بذلك مخاطر عالية نتيجة عمله الارتجالي والعشوائي غير المخطط

[2]- باسل صقر، مرجع سبق ذكره، ص73

عن ذلك الحد من استمرار الانخفاض نظرا لازدياد الطلب، وكذلك عند ارتفاع الأسعار يتدخل المضاربون ليبعوا ما بحوزتهم من أوراق، وينتج عن ذلك الحد من استمرار الارتفاع بسبب ازدياد العرض، فالمضاربة تعمل على تقليل الفارق بين الأسعار.

2- تنشيط وتفعيل حركة السوق:

تعمل المضاربة على تفعيل حركة الطلب على كميات كبيرة من الأوراق المالية دون أن تؤثر هذه الحالة على زيادة السعر، لأن هذه الحركة نشيطة طبيعيا، وبالتالي فإن الطلب الكبير يحدث دون إرباك للأسعار، إذ توجد أطراف عديدة على الجانب الآخر طمعا في الحصول على الفائدة، فهو بهذا يقوم بدور المنظم في السوق، ومن خلالها تتم العمليات الكبيرة، دون إصابة السوق بآثار مفاجئة بالزيادة أو الانخفاض في السعر.

حيث أن المضاربين يهدفون إلى الحصول على الربح الناتج عن فروق الأسعار، فإن ذلك يدفعهم إلى البيع والشراء عند أقل تغيير في السوق لكي يستغلوا كل عامل جديد من شأنه أن يؤدي إلى إعادة التوازن للأسعار، فيتسع نطاق المعاملات ويعظم نشاط السوق، وتزداد مرونتها، وتتحقق لها صفة الاستمرار، الأمر الذي يؤدي إلى سهولة استبدال النقد بالصكوك، والصكوك بالنقد، بمعنى آخر توفير السيولة دون حدوث هزات عنيفة في الأسعار، كما أن سهولة وسرعة تحويل الصكوك إلى نقد يعتبر ميزة جوهرية لا يصلح سوق المال بدونها كأداة لجذب الادخار.

3- تغطية الاكتتاب العام:

قد يقبل الجمهور على شراء بعض الأسهم الجديدة للشركات، مدفوعين بعوامل عدة أهمها الثقة فيها، الناجعة أصلا من سمعتها في السوق وقوة مركزها المالي، إضافة إلى جودة الدعاية والإعلان فلا يكاد يفتح باب الاكتتاب العام حتى يغطى عدة مرات ، إلا أن العديد من الأسهم التي لم تثبت مزاياها للمستثمرين، لا تجد منهم الإقبال الكافي لاستيعاب كل ما يصدر منها عند عرضه للاكتتاب العام، بالرغم من جودتها أحيانا، وبالتالي لا يتم تغطية الاكتتاب ويحتفظون بها إلى أن يبيعوها في نهاية الأمر بيعا رابحا إلى المستثمرين عندما تتوافر ثقتهم فيها.

ثالثا: الشروط الواجب توفرها في المضارب الجيد:

يمكن تقسيم جمهور المتعاملين أسواق رأس المال إلى:

–ا لمدخرون الذين يستثمرون أموالهم في شراء الأسهم والسندات للاحتفاظ بها والحصول على العائد السنوي من الأرباح.

– المضاربون الذين يشترون الأوراق المالية بغرض البيع عندما يحدث ارتفاع في أسعارها.

وقد يحدث أن يجمع البعض بين الاستثمار و المضاربة أحيانا.

ويشترط في المضار الجيد ثلاثة شروط:

أ– الكفاءة والخبرة، بمعنى القدرة على التحليل السليم المبني على الملاحظة لأوضاع السوق حتى يستطيع التدخل في الوقت المناسب بيعا و شراء.

ب– أن يكون لديه رأس المال الكافي،حيث أن الملاءة شرط أساسي للمضارب، لذا لا ينصح صغار المدخرين من المستثمرين في الأوراق المالية أن يتحولوا إلى مضاربين للأسباب التالية:

– نقص الخبرة والكفاءة، وبالتالي لن تكون مضاربتهم على أساس صحيح بالنسبة للأسعار المستقبلية وسيتحولون إلى مقامرين، مما يتسبب عنه ضرر لأنفسهم وكذلك للسوق.

– ضعف الإمكانيات، إذ انه سيجد من المحتم عليه أن يصفي موقفه لمجرد التذبذب العابر في الأسعار لأنه لا يستطيع الصمود، فهو بتصرفه هذا يساهم في تضخيم وتكثيف الحركة العابرة بسبب الفزع فينسحب من السوق، أو يندفع إلى الشراء نتيجة التفاؤل غير المبرر مما يكون طلبا غير عادي يؤدي إلى زيادة السعر. لذلك فان اعتبارات الثروة و المركز المالي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار، فالغني يستطيع تحمل الخسارة من ثروته، وان أي خسارة تعد درسا له، بينما الخسارة بالنسبة للمستثمر الصغير ستكون بمثابة كارثة.

ت– الالتزام بآداب التعامل وميثاق الشرف، فيجب على المضارب أن لا يتدخل بفعله للتأثير على الأسعار ارتفاعا أو هبوطا، بحيث يفسد الأداء الطبيعي لمبدأ العرض والطلب، فدور المضارب ينحصر في التنبؤ والتوقع بالأسعار المستقبلية ليستفيد من سيرها الطبيعي لا أن يتدخل لافتعال أسعار مصطنعة، مما يحول التعامل إلى مضاربة غير مشروعة. فالالتزام بآداب التعامل و ميثاق الشرف شرط رئيسي، وهو الفرق الجوهري بين المضاربة و التلاعب بالأسعار.

لذلك فان على المضارب أن يعمل كل جهده ليقوم بدور المنظم و ليس خلق الاضطراب في الأسعار، ويقلل من التموجات و التقلبات العنيفة والمفاجئة التي تسببها التغيرات المفاجئة للعرض والطلب، وهكذا فان المضارب في بحثه عن الاستفادة من الفواق الطبيعية للأسعار يؤدي خدمة واضحة لاستقرار السوق.

رابعا: العوامل المؤثرة في قرار المضارب:

ينشأ قرار المضارب بإتمام عملية المضاربة بناء على تفاعل عاملين اثنين هما: العامل الموضوعي والعامل الشخصي، حيث يندرج تحتهما كل المفردات الأخرى التي يأخذ بها المضارب لجهة القيام بالمضاربة أو عدم القيام بها.

1- العامل الموضوعي:

يعتمد المضارب في اتخاذ قراره – في هذا العامل- بالاستناد على الحسابات والتحليل المبني على المعطيات الواقعية والحقيقية، فقرار المضاربة على إحدى الأوراق المالية مثلا، يجب أن ينبع من إجراء تقاطعات عديدة وحسابات دقيقة، لجميع ما يلحظ من الثوابت والمتغيرات التي قد تطرأ في المستقبل، كدراسة كافة العوامل و العناصر المؤثرة على قوة مصدر الورقة المالية المضارب عليها، وعلى متانة مركزه المالي، وقدرته على الوفاء بالتزاماته، وتمويل استثماراته وتحقيق ربحية مناسبة في المستقبل، وبعد ذلك يقوم المضارب بمتابعة المتغيرات التي قد تطرأ، ويحدد الثوابت التي لا تتغير مقاطعا بينهما متحسبا لدرجة تأثير كل منهما على قراره.

عندما يرغب المضارب المضاربة على إحدى الأوراق المالية الخاصة بشركة ما، فانه وقبل أن يتخذ قراره بالمضاربة يتحتم عليه التعرف على عدة أمور و عوامل يبني عليها قراره بالمضاربة من عدمه، تتمثل هذه العوامل فيما يلي:[1]

- الخطة الاستثمارية للمصدر.
- الميزانية العامة للمصدر.
- الموقف التسويقي لمنتجاته.
- رصيد النقدية والسيولة.
- حجم المخزون واتجاهه.

[1] باسل صقر، مرجع سابق، ص58.

- الأصول المعنوية.
- المدينون.
- الأصول الثابتة.
- الدائنون والخصوم.

واعتمادا على هذه العوامل ينشأ قرار المضارب بالمضاربة من عدمها.

2- العامل الشخصي(النفسي):

يتعلق هذا العامل بشخصية المضارب، وقدرته، ومدى خبرته ودرايته بأحوال السوق، والمؤثرات الحقيقية وغير الحقيقية فيه، كما يتعلق أيضا بالسوق وحساسيته للمعلومات و المؤثرات على الأسعار في السوق الكفء، أي المعلومات الجديدة التي ستنعكس بسرعة و بصورة كاملة على الأسعار، ونعني بالمعلومات الجديدة المعلومات المفاجئة، وبما أن المفاجآت قد تكون سارة أو غير سارة، فان التغيرات في السوق الكفء قد تكون موجبة أو سالبة، وحيث يتوقع عادة الارتفاع في الأسعار بقدر يحقق عائدا مناسبا على رأس المال، فان أي شيء أكبر أو أقل من هذا القدر يعتبر أمرا غير متوقع في هذه السوق، وفي السوق الكفء بالكامل فان تغيرات الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا.

كما أن الطابع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الانفعالات لسماع أي خبر، وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول، والتي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل.وضمن ما ذكر لجهة درجة حساسية السوق للمعلومات وسرعة تلقي المعلومة و التعامل معها من قبل المتعاملين في البورصة، يتجلى بوضوح العامل الشخصي، فشخصية المضارب و اثر المعلومة النفسي عليه المتعلق أصلا بخبرته وقدرته على التمييز بين المعلومة الصحيحة أو الإشاعة، تتحكم بتقليل أو زيادة اثر العامل الشخصي على قراره في البورصة.

إن الدور الحقيقي للمضاربين في البورصة يأتي لتفادي التقلبات العنيفة التي قد تثيرها المعلومات و الأخبار، والتي قد تكون صحيحة أو خاطئة، حيث يقوم المحترفون منهم ومن أعضاء البورصة المتخصصين بتلقي اثر هذه الانفعالات، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم انه عرض زائد نتيجة التشاؤم، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل الذي لا مبرر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في

الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور و تهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

وهم من وراء ذلك يؤدون وظائف عامة تتجلى بإعادة التوازن ألسعري إلى السوق عن طريق ما قاموا به من عمليات شراء وبيع، و وظائف خاصة تتمثل في تحقيق أرباح طبيعية ناتجة عن هذه العمليات.

قد يبدو من الواضح مدى الأثر المتولد عن قرار المضارب والناتج عن وقوع المضاربين والمتعاملين في السوق تحت تأثير العامل الشخصي، ويعود ذلك الأثر إلى طبيعة و نوعية المكونات التي تندرج تحت العامل الشخصي، وهي كالتالي:

- الشائعات التي تطلق من حين لآخر.
- الاتجاهات العامة والخاصة لبعض المتعاملين في الأوراق المالية.
- الآراء التي يطلقها المتخصصون و غير المتخصصين.
- قدرة المضارب على الارتباط مع كبار المتعاملين في البورصة.
- قدرة المضارب على الاستنتاج والاستشراف ومعرفة اتجاهات المستقبل.

المحور الثالث: المحفظة الاستثمارية

تمهيد

لقد كان الاهتمام منصبا – وفق المدخل التقليدي في الدراسات المالية– على دراسة ملكية أصول مالية منفردة، ومدى أهيمتها، وكيفية تقييمها، إلا أنه و في ظل التوجه نحو حيازة عدد أكبر من هذه الأصول، فقد بات من الضروري الاهتمام بدراسة المحافظ الاستثمارية التي ركز عليها الفكر المالي الحديث، والقائمة على ما يعرف بقرار المزج الرئيسي الذي يتم من خلاله تحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة وفقا لرؤية المستثمر وميولاته.

أولا: مفهوم المحفظة الاستثمارية

قبل إعطاء تعريف المحفظة الاستثمارية لابد من الإشارة أولا إلى أهمية التمييز بين المفهوم العام والمفهوم الخاص للمحفظة الاستثمارية.

1–المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية:

يطلق المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية على المحفظة التي تتكون من مجموعة مختلفة من الأدوات الاستثمارية سواء كانت هذه الأدوات ذات طبيعة حقيقية أو مالية، و بالتالي يمكن القول أن المحفظة الاستثمارية وفق المفهوم العام تتكون من توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم و السندات و المشتقات و الودائع و الأذونات و حسابات الصرف الأجنبي، و أدوات حقيقية: كالعقارات و المعادن النفيسة.....الخ و كل ما يكرس للأغراض الاستثمارية و تحقيق الأرباح،حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة[1].

و تمتاز الأصول الحقيقية بمجموعة من الخصائص يمكن تلخيصها كما يلي:[2]

– تتمتع الاستثمارات الحقيقية بدرجة أمان عالية، و ذلك لكون هذه الاستثمارات لها أصل حقيقي.
– تعتبر الاستثمارات الحقيقية استثمارات غير متجانسة، و بذلك فإنها تحتاج إلى نوع من الخبرة و التخصص في كل مجال من مجالاتها.

– تعتبر الاستثمارات الحقيقية ذات سيولة منخفضة، و ذلك لصعوبة تحويلها إلى نقد خلال فترة قصيرة و دون خسارة

[1] هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الأردن، 2003، ص222.
[2] حسني علي خريوش و آخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران للنشر و التوزيع، الأردن، 2012، ص15.

– يترتب على الاستثمارات الحقيقية نفقات عالية مثل النقل و التخزين.....الخ.

أما بالنسبة للاستثمارات المالية فهي الأخرى تتميز بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:[3]

– تتمتع الاستثمارات المالية بنوع من التجانس فهي متجانسة إلى حد كبير، و لذلك فإنها لا تحتاج إلى الخبرة و التخصص، إضافة إلى وجود أسواق متطورة للأوراق المالية، و باستطاعة المستثمر شراء أو بيع الأوراق المالية بواسطة وسطاء أو سماسرة التي غالبا ما تكون مصارف متخصصة أو بيوت سمسرة، و تتولى عملية القيام بيع و شراء الأوراق المالية تبعا لأوامر الوكيل.

– تتمتع الاستثمارات المالية بأن لها أسواق منظمة و درجة عالية من الخبرة و التطور، و يطلق على هذه الأسواق بالأسواق الثانوية و هي البورصات التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المكتملة الشروط، كذلك يوجد لها أسواق أولية و يطلق عليها أسواق الإصدارات و هي التي يتم فيها القيام بعمليات الإصدار للأوراق المالية.

– لا تحتاج الاستمارات المالية إلى نفقات كبيرة مثل نفقات النقل و التخزين كما هو الحال في الاستثمارات الحقيقية.

2– المفهوم المتخصص للمحفظة الاستثمارية (محفظة الأوراق المالية)

ينصرف المفهوم المتخصص للمحفظة إلى تضمينها أصولا مالية فقط، و عليه فقد وردت تعريفات عدة لمحفظة الأوراق المالية نذكر منها:

– **التعريف الأول**: "مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة و الاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية و تحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال[4].

– **التعريف الثاني**: أداة مركبة من أصلين ماليين فأكثر يتم استثمار الأموال فيها، أو هي مجموع ما يملكه المستثمر من أصول مالية بغرض تحقيق عائد دوري أو رأسمالي أو كلاهما سواء كانت تلك الأصول من نوع واحد أو أنواع متعددة، و سواء كانت داخل قطاع واحد أو قطاعات متعددة، بحيث يتحقق منها أكبر عائد ممكن أو أقل خطر محتمل.[5]

– **التعريف الثالث**: "مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية و بدقة فائقة، لتحقق مجموعة من الأهداف و الغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب

[3] المرجع السابق، ص17.

[4] محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، مؤسسة النشر الجامعية ،مصر، 2005، ص267.

[5] مصطفى كمال طه، شريف مصطفى طه، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص113.

من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك.....) تتباين و تختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها و مدة استحقاقها"[6].

بناءا على ما سبق يمكن تعريف محفظة الأوراق المالية على أنها: "مجموعة أو تشكيلة من الأوراق المالية تختلف من حيث طبعتها (أدوات ملكية أو مديونية أو معا) تعود ملكيتها لشخص طبيعي أو معنوي ،يستهدف هذا الامتلاك تنمية القيمة السوقية لها أو تحقيق التوظيف المثل لما تمثله هذه الأصول من أموال "

يمكن الإشارة إلى أن هناك شبه اتفاق لدى المهتمين بالعلوم المالية و المصرفية بأن المحافظ الاستثمارية باتت مقتصرة على المفهوم المتخصص و هي الأوراق المالية، و مرجع ذلك إلى عدة اعتبارات نوجزها فيما يلي :[7]

أ- أن الأوراق المالية تعتبر من أبرز أدوات الاستثمار في عصرنا الحاضر، و ذلك لما توفره للمستثمر من مزايا و تسهيلات قد لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى.

ب-للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة و الخبرة و التطور و التنظيم نادرا ما نجدها في أسواق أخرى.

ج-تتمتع الأوراق المالية- كما سبق و أن ذكرنا- بخاصية التجانس، حيث تتمتع الأسهم العادية و الأسهم الممتازة و السندات التي تصدر عن بعض الشركات بخاصية التجانس في قيمتها وشروطها، و هذا ما يسهل عملية المتاجرة فيها ، حيث لا تحتاج إلى الخبرة و التخصص في هذا المجال لوجود الوسطاء الذين يقومون مقام صاحب الورقة المالية.

د- انعدام التكاليف في المتاجرة بالأوراق المالية، حيث أن تكاليف المتاجرة مقتصرة فقط على العمولة التي يتقاضاها الوسيط أو السمسار عند قيامه بعملية البيع أو الشراء فقط، أما ما دون ذلك فالتكاليف تعتبر منعدمة.

ثانيا: أهمية المحفظة الاستثمارية و أهدافها :

يلعب مفهوم المحفظة المالية و أهمية و آلية إدارتها دورا فاعلا في الاستثمار، من خلال العمل على تعظيم العائد على الأصول المالية للمستثمر و تخفيض و تدنية المخاطر التي يتعرض لها انطلاقا من نظرية التنويع الذي تقوم على أساسه المحفظة.

[6] - محسن أحمد الخضيري ،كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، إيتراك للنشر و التوزيع، مصر، 1999، ص65.

[7] – حسني علي خريوش و آخرون ، مرجع سبق ذكره، ص ص: 18-19

1- أهمية المحفظة الاستثمارية:

تتجلى أهمية المحفظة الاستثمارية من خلال النقاط التالية:[8]

1-1- تحديد أنواع الأصول المالية و بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة، و ذلك بناء على مسحات أولوية للأسواق المالية و الفرص المتاحة.

1-2- تحديد قيم موجودات محفظة الأوراق المالية، و ذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات، و العمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر

1-3- توفير الأمان من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط و العقلانية، مع القبول بهامش ضروري للمخاطرة، و ذلك بالاستناد إلى تنويع الأصول المالية المتسمة بالكفاءة العالية و العمل في ظروف تتميز بالشفافية.

1-4- إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة و ظروف السوق و البيئة السائدة.

1-5- توفير التغذية العكسية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية و الايجابية لهذه القرارات.

1-6- توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق، و انجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الإدارة.

2- الأهداف الرئيسة للمحفظة الاستثمارية:

تختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمر و الأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة و ذلك للحصول على أكبر قدر من العوائد، في حين يفضل البعض الأخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى و إن حصل على عائد أقل، و من أهم الأهداف التي يطمح المستثمرون الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي :[9]

2-1 الحفاظ على رأس المال الأصلي: مهما كانت المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها إدارة المحافظ فيجب على مدير المحفظة المالية أخذ الحذر التام بأن لا تصل الخسارة إلى رأس المال، و ذلك باستعمال الأسس السليمة في اختيار الأوراق المالية.

[8] - طاهر حيدر حردان ، مبادئ الاستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان، 1997، ص ص 75- 76

[9] - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع ، عمان، 2015، ص ص 21.20.

2-2- استقرار تدفق النقد: على مدير المحفظة اختيار الأوراق المالية ضمن المحفظة التي تحقق دخل شبه ثابت، و ذلك لضمان معدل معين من استقرار تدفق النقد من المحفظة، من خلال تشكيل محفظة مكونة من أوراق مالية تعطي دخلا ثابتا مثل السندات و الأسهم الممتازة.

2-3- تحقيق النمو: أي الزيادة التراكمية الرأسمالية، و في مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث في المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع و زيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.

2-4- مواجهة الالتزامات المستقبلية: أي تحقيق هدف السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية.

2-5- تقليل المخاطر: و ذلك بتنويع المستثمر لاستثماراته، مما يقلل من التعرض للمخاطر، فكلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة انخفض الانحراف المعياري للمحفظة بأجمعها، ومع ذلك فان زيادة عدد الأوراق المالية بالمحفظة يتطلب جهودا إضافية للمتابعة، و الحصول على عدد أكبر من أوراق الشركات، و هذا ما يسبب بعض النفقات الإضافية ، لذلك يجب على المستثمر أن يوازن بين جميع هذه العوامل و يختار حلا وسطا.

ثالثا: أنواع المحافظ الاستثمارية :

تختلف أهداف الاستثمار في المحافظ باختلاف أولويات المستثمر و أهدافه، و لذلك فإن هناك أنواعا مختلفة من المحافظ الاستثمارية أهمها:[10]

1- محفظة الدخل:

تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، و تتكون محفظ الدخل عادة من السندات الحكومية أو أسهم الشركات المعروفة بعدم تقلب أسعارها في السوق، و كذلك بعدم تذبذب توزيعاتها النقدية للأرباح، و بالتالي فإن غالبية الأفراد الذين يفضلون محفظة الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل المتولد من هذه الأوراق، أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة و لو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر.

[10] عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية – من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة، القاهرة، 2004، ص76.

2- محفظة النمو:

و هي المحفظة التي تسعى للحفاظ على وتائر نمو العوائد أي أنها تهتم بأسهم الشركات النامية التي تنمو و تزداد أرباحها من سنة لأخرى.

ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة، إذ تلجأ إدارة الشركات في العادة إلى رسملة احتياطاتها من اجل استخدام هذه الأموال في توسيع عملياتها الإنتاجية، و بالتالي فإن المستثمرين في مثل تلك المحافظ يفهمون أن هدف إدارة الشركات هو زيادة معدل نمو الشركة و ليس التوزيعات النقدية للأرباح ، الأمر الذي سينعكس في النهاية على نمو أموال المحفظة.

و يمكن أن نحصر مميزات الأسهم التي تمتاز بها محافظ النمو على النحو التالي:

- تحقيق نمو جيد في العوائد.
- استقرار في معدل النمو، أي الزيادة المستثمرة في المبيعات أو الأرباح سنة بعد أخرى.
- ارتفاع عوائد السهم الواحد.
- تحمل مخاطر قليلة نسبة للأسهم الأخرى.

3- المحفظة المختلطة:

تركز هذه المحفظة على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها، فالمحافظ المختلطة تعتمد توزيع استثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالمية و الأسهم التي تؤدي إلى نمو و زيادة أموال المحفظة.

4- المحفظة المتوازنة:

و هي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية و ممتازة و سندات، و يأمل المستثمر من هذا النوع من المحافظ الحصول على الأرباح الرأسمالية، بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم و فوائد السندات، و في الوقت ذاته المحافظة على رأس المال المستثمر.

رابعا:- نظرية المحفظة

تقوم المفاهيم الأساسية للنظرية على تنويع هري ماركويتز MARKOWITZ الذي أشار إلى أهمية كفاءة التنويع، حيث تبنى النظرية على أساس التنويع والعلاقة بين العائد والمخاطرة إضافة إلى الاهتمام بالسيولة.

ويمكن تعريف نظرية المحفظة بأنها تلك النظرية التي تقوم على مزج ورقتين ماليتين أو أكثر مع بعضهما في محفظة استثمارية واحدة من خلال توزيع المبالغ المستثمرة في رأسمال على هذه الأوراق بأهمية نسبية تتلاءم مع أهداف المحفظة، أي تنويع الأدوات الاستثمارية في المحفظة بصورة تتلاءم مع أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة.

يمكن التمييز بين أسلوبين معروفين للتنويع هما:

1-التنويع البسيط (الساذج):

يعتمد هذا الأسلوب على توزيع المخاطر بالاعتماد على التنويع، و ذلك من خلال شراء محفظة تحتوي على عدد كبير من الأسهم يتم اختيارها من قطاعات اقتصادية مختلفة، و يستند مفهوم التنويع البسيط على فكرة أن المحفظة التي تشتمل على ثلاث أوراق مالية تصدرها ثلاث مؤسسات هي أكثر تنويعا من محفظة مالية تشتمل على ورقتين ماليتين لمؤسستين مختلفتين، و المحفظة التي تشتمل على أربعة أوراق مالية تصدرها أربع مؤسسات مختلفة هي أكثر تنويعا من محفظة تشتمل على ثلاث أوراق مالية تصدرها ثلاث مؤسسات مختلفة.....الخ.

و بالتالي فان اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة من المؤسسات المختلفة يجعلها تتعرض لمؤشرات اقتصادية مختلفة، فإذا كان أداء عدد منها (الأوراق المحتفظ بها) ضعيفا فيوازنه أو يعوض عنه الأداء الجيد للأوراق المالية الأخرى المحتفظ بها ضمن المحفظة نفسها، مما يجعل عائد المحفظة ككل يظهر تقلبا أقل لبعض الوقت.[11]

و هكذا قد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، و ذلك كوسيلة لعدم تركيز الموارد المالية في أسهم عدد محدد من المنشآت، و تبدو أهمية التنويع في ظل نتائج الدراسات التي تشير إلى أن المخاطر غير المنتظمة أي التي يمكن تجنبها بالتنويع تمثل ما يزيد عن 50% من المخاطر الكلية، بل و ربما تصل نسبتها إلى 70 أو 75%، كما تشير الدراسات كذلك إلى أن الجانب الأكبر من المخاطر غير المنتظمة يمكن التخلص منها من خلال تشكيل المحفظة من عشرة استثمارات مختارة عشوائية أو أكثر من ذلك قليلا ، و ذلك حتى و لو كانت مخصصات المحفظة موزعة بينها بالتساوي.[12]

و يفضل أن تكون مكونات المحفظة من الأوراق المالية لمؤسسات تعمل في صناعات مختلفة و ذات ارتباطات ضعيفة ، إذ يتم تجمع الأسهم من هذه الصناعات بناءا على معايير معينة منها: العوائد و توزيعات

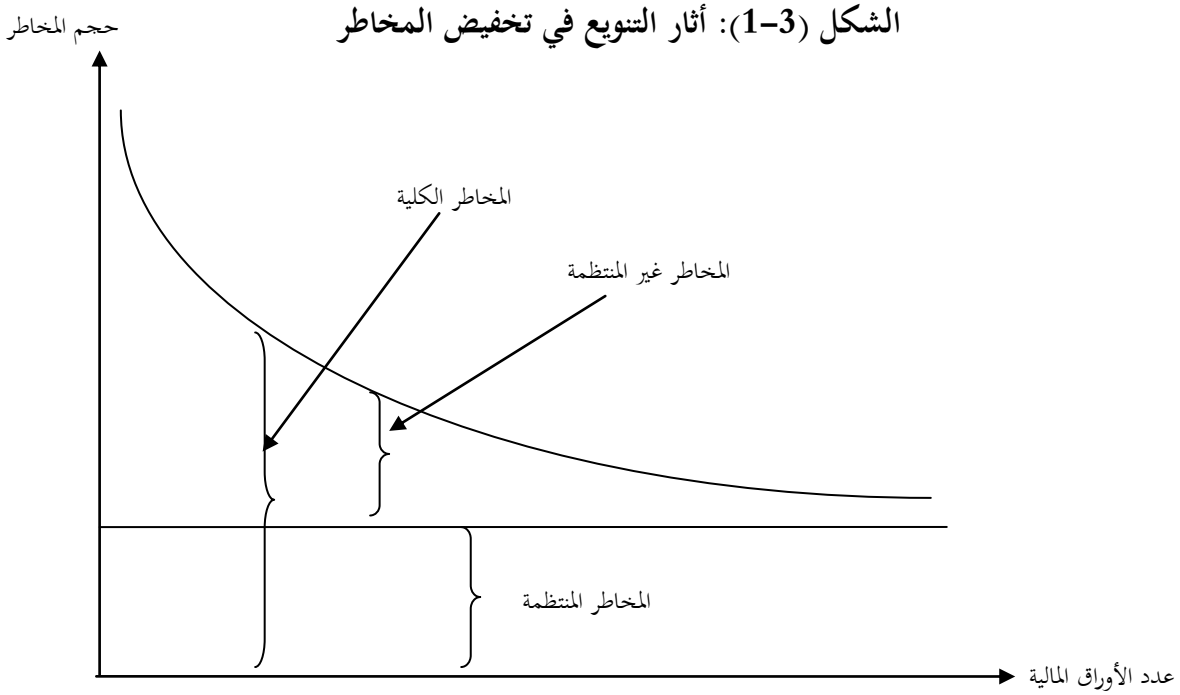
[11] - عباس كاظم جاسم الدعمي، أثر السياسات النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية- دراية تطبيقية في مصر و الولايات المتحدة الأمريكية للفترة 1990-2006 ، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة و الاقتصاد ،جامعة الكوفة ،2008، ص153.

[12] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار ، المعارف للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2004، ص ص 77-78.

الأرباح و المضاعف (السعر/العائد) و بعض النسب المالية الأخرى ، رغم أن هذا لن تكون له مزايا كبيرة بالمقارنة بالاختيار العشوائي لمكونات المحفظة خاصة اذا تكونت المحفظة من عشر أوراق مالية متنوعة فأكثر.

و الشكل التالي يوضح أثار التنويع في تخفيض المخاطر وفقا لدراسات قام بها كل من (EVANS & ARSHER)

الشكل (3-1): أثار التنويع في تخفيض المخاطر



المصدر : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص78.

يتضح من الشكل أعلاه أن منحنى المخاطرة ذو ميل سالب (ينحدر من الأعلى إلى الأسفل) دلالة على العلاقة العكسية بين عدد الأوراق التي تحتوي المحفظة و درجة مخاطرتها. و يلاحظ أن المخاطرة تستمر في الانخفاض كلما زاد تنويع المحفظة، و هكذا فإن الجانب الأكبر من المخاطرة غير المنتظمة يمكن التخلص منه من خلال محفظة تشتمل على عشرة إلى خمس عشرة ورقة مالية، على أن يكون عدد الأوراق المالية لشركات مختلفة و ليس لشركة واحدة مختارة اختيارا عشوائيا.

إن الايجابيات المترتبة عن إضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها أيضا عدد من السلبيات المترتبة عن المبالغة في عدد الأوراق التي تحتوي عليها المحفظة، و أهم هذه السلبيات مايلي[13]:

– **صعوبة إدارة المحفظة:** إن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث و التحليل المستمر لأوضاع الورقة المالية بهدف شراء أوراق مالية و إضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى، و تزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما زاد عدد الأوراق المكونة لها.

– **ارتفاع تكاليف المعاملات:** إن شراء و بيع الأوراق المالية يتطلب دفع عمولة للوسيط الذي يقوم بعمليات البيع و الشراء ، خاصة إذا قام بشراء كميات صغيرة من أوراق مالية متعددة.

– **اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة:** حيث أن احتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة تزداد مع ازدياد عدد الأوراق في المحفظة.

– **ارتفاع تكاليف البحث عن استثمارات جديدة:** كلما مالت سياسة المحفظة إلى المغالاة في تنويع مكوناتها كلما زادت تكاليف البحث عن استثمارات جديدة لضمها إلى المحفظة.

2– تنويع ماكويتز (MARKOWITZ):

يطلق على هذا الأسلوب نظرية المحفظة الحديثة، و هي نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة من حيث الموازنة بين المخاطرة و العائد.

يقوم تنويع ماركويتز على فكرة أساسية مؤداها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف أيضا على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات، و هذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تكون المحفظة، و ذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (لا يوجد بينها علاقة) أو توجد بينهما علاقة عكسية ، و بما أن معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية يتراوح بين (+1) و (–1) فقد توصل MARKOWITZ إلى أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

لقد اعتمد ماركويتز MARKOWITZ في بناء نموذج على الفروض التالية:[14]

[13] – محمد مطر، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، عمان، 2005، ص ص 182–183.

[14] – هوشيار معروف، الاستثمار و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان ، 2003، ص 240.

– يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية.

– يقدر المستثمر المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغير العوائد المتوقعة.

– يحاول المستثمر تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة، علما بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسير بالمنفعة الحديثة المتناقصة للثروة.

– يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني، و بالتالي فهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر، أو أنهم يفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد، و في ظل هذه الفروض يوصف الاستثمار بأنه كفؤ إذا لم توجد ورقة مالية أو محفظة يتعرض عائدها إلى مخاطر أقل بفرض تساوي العائد المتولد، فان العائد و المخاطر هما المتغيران الأساسيان لتقييم الفرص الاستثمارية طالما أنهما يلعبان دورا مهما في عملية اتخاذ القرار الاستثماري سواء على مستوى الأفراد أو على مستوى المؤسسات.[15]

[15] - عباس كاظم جاسم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص 155.

المحور الرابع: عائد ومخاطرة المحفظة

تمهيد

يتيح الاستثمار في المحفظة المالية أمام المستثمر الفرص التي تمكنه من زيادة ثروته، إلا أنه بالمقابل تحيط بهذه الفرص العديد من المخاطر إذا لم يحسن تفسير الأحداث و التنبؤ بالاتجاهات الاقتصادية و السياسية، ومن ثم يمكن القول أن الاستثمار في المحفظة المالية أي تملك أدوات الملكية (الأسهم) و أدوات المديونية، يلزم المستثمر اعتماد الأسس العلمية في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية وعلى رأسها عنصري العائد و المخاطرة.

أولا: العائد

إن عملية اختيار المستثمر لبديل استثماري ما يتطلب منه تقدير وتقييم العائد المتوقع الحصول عليه من هذا البديل، والحال ذاته بالنسبة لمحفظة الأوراق المالية.

1- تعريف العائد:

وردت عدة تعريفات لمصطلح العائد نذكر منها:

-يعرف العائد على انه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة،حيث يتم التعبير عنه بشكل نسبة من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة و يسمى بالعائد لفترة الإقتناء[1].

-كما يعرف بأن قدرة الدينار الواحد المستثمر في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمر[2].

- العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلا نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يتطلع دائما إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته و تعظيم أملاكه.[3]

و بالتالي يمكن القول أن العائد بالنسبة لاستثمار ما يعني ما يدره رأس المال من إيراد خلال فترات زمنية محددة.

يمكن أن يأخذ العائد المالي عدة أشكال[4]:

أ- توزيعات الأرباح: إذا كانت الورقة المالية تمثل حق ملكية في الشركة كالأسهم.

[1] فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 128

[2] محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر ، عمان ، 2005، ص 86.

[3] حسني علي خريوش و آخرون، مرجع سبق ذكره ، ص 115.

[4] بوزيد سارة ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري – دراسة حالة بنك BNB PARIBAS، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، - جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007، ص 31.

ب– الفوائد: إذا كانت الورقة المالية تمثل دينا بالنسبة للشركة، كالسندات التي يتحصل حاملها على الفائدة المتفق عليها.

ج– الأرباح الرأسمالية: و تنتج عن المتاجرة بالأوراق المالية في السوق الثانوي، حيث يتمثل هذا العائد في الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع للورقة المالية.

2– أنواع العائد :

يمكن التميز بين أنواع عدة للعائد تظهر فيما يلي :

أ– العائد الفعلي:

هو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار و المخاطر المحتملة لرأس المال[5]، و هو ماتم تحقيقه فعلا خلال فترة زمنية معينة، و يحسب من خلال العلاقة بين تغيرات سعر السهم و توزيعات الأرباح و بين سعر السهم عند تاريخ شرائه، بالعلاقة التالية[6]:

$$\mathrm{R_{i,t}} = \frac{P_{i,t} + D_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

حيث:

R_{it} عائد الورقة المالية i في اللحظة الزمنية t.

$P_{\mathrm{i,t}}$ سعر الورقة المالية i في اللحظة الزمنية t.

$P_{\mathrm{i,t-1}}$ سعر الورقة المالية i في اللحظة الزمنية $(\mathrm{t-1})$.

$D_{i,t}$ توزيعات الأرباح في اللحظة الزمنية t.

مثال01:

نفرض أن مستثمرا ما قام بشراء ورقة مالية بمبلغ 200 دينار، وبعد سنة ارتفع سعر الورقة المالية ليعادل مبلغ 210 دينار، كما حصل على توزيعات للأرباح على الورقة مقداره 10 دينار خلال تلك الفترة.

[5] إسماعيل جميل الصعيدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي – دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011، ص 24.

[6] Pierre Ramage , Finance de Marché, Edition d'organisation , Paris, 2002, P 62.

وعليه يكون العائد على الاستثمار في هذه الحالة كما يلي:

$$R_{i,t} = \frac{210+10-200}{200}$$

$$R_{i,t} = 0.1 = 10\%$$

ب- العائد المتوقع:

يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها، وفقا لاعتقادات متخذ القرار لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة[7].

يمكن حساب وفق العلاقة التالية[8]:

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^{n} R_i . P_{Ri}$$

حيث:

R_i العائد المتوقع لهذه الاحتمالات

P_{Ri} احتمال الحصول على العائد R للورقة i

$E_{(Ri)}$ العائد المتوقع للورقة i

مثال02:

لتكن لديك المعطيات التالية حول مستويات الطلب على منتجات شركة ما، واحتمالات تحقق العوائد حسب الحالة الاقتصادية كما هو مبين في الجدول أدناه:

مستوى الطلب على منتجات الشركة	احتمال تحقق مستوى الطلب	معدل العائد
قوي	%40	0.1
عادي	%40	0.05
ضعيف	%20	-0.06

[7] إسماعيل جميل الصعيدي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

[8] Pierre Ramage , op cit , P64.

وعليه يكون العائد المتوقع هو:

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^{n} R_i . P_{Ri}$$

$$E(R_i) = 0.4(0.1) + 0.4(0.05) + 0.2(-0.06)$$

$$E(R_i) = 0.048 = 4.8\%$$

ج- معدل العائد المطلوب

معدل العائد المطلوب هو المعدل الذي يطلبه المستثمر على استثماره تعويضا عن المخاطر المحتملة، و هو يعوض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود و التضخم و مخاطر الاستثمار[9]، و يقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، و بذلك فإن العائد المطلوب هو عبارة عن المعدل الخالي من المخاطرة مضافا إليه علاوة المخاطرة[10].

يمكن حساب من خلال معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

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

حيث :

R_i العائد المطلوب للأصل i.

R_f العائد الخالي من المخاطرة (أذونات الخزينة مثلا).

R_m عائد السوق.

β_i المخاطر المنتظمة للأصل i.

[9] حطاب سامي، المحافظ الاستثمارية و مؤشرات أسعار الأسهم و صناديق الإثمار، هيئة الأوراق المالية و السلع، أبو ظبي، 2007، ص16.

[10] محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2003، ص185

3 – عائد المحفظة:

يختلف عائد المحفظة عن عائد الورقة المالية الفردية فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها.

إن معدل العائد على المحفظة يظهر عادة في صورة دالة خطية، و هو عبارة عن المتوسط المرجح بالأوزان للاستثمارات الفردية في المحفظة[11]. حيث تمثل الأوزان النسب المئوية الموظفة في كل استثمار.

و يمكن صياغة عبارة العائد على النحو التالي و يمكن صياغة عبارة العائد على النحو التالي[12] .

$$R_p = \sum_{I=1}^{n} W_i . R_i$$

حيث :

R_{p} عائد المحفظة

R_{i} عائد الورقة المالية i

W_{i} نسبة الأموال المستثمرة في الورقة i

و بذلك يمكن استنتاج العائد المتوقع للمحفظة، و الذي هو عبارة عن المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأصول المالية المشكلة للمحفظة، و يعطى العائد المتوقع للمحفظة بالصيغة التالية:

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

حيث:

$E(R_p)$ العائد المتوقع للمحفظة

$E(R_i)$ العائد المتوقع للورقة المالية i

W_i نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية i

[11] محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص267.

[12] Bertrand Jaquillat et Bruno slonik, "Marches Financiers : gestion de portefeuille et des risques", Gauthier Villars, Patis,1994, P87.

n عدد الأوراق المالية.

مثال:

محفظة استثمارية رأسمالها 50000 دينار موزعة على 5 أوراق مالية كما يلي :

الورقة المالية	A	B	C	D	E
القيمة في رأسمال المحفظة	5000	20000	7500	7500	10000
معدل العائد R_i للورقة المالية	0,02	0,01	0,15	0,15	0,3

المطلوب : إيجاد معدل العائد على المحفظة أعلاه.

الحل:

1- حساب الوزن النسبي لكل ورقة مالية ضمن المحفظة:

$$W_A = \frac{5000}{50\,000} = 10\%$$

$$W_B = \frac{20000}{50000} = 40\%$$

$$W_C = \frac{7500}{50000} = 15\%$$

$$W_D = \frac{7500}{50000} = 15\%$$

$$W_E = \frac{10000}{50000} = 20\%$$

2- حساب العائد:

$$R_p = \sum_{i=1}^{s} W_i R_i$$

$$= (0,1 \times 0,02) + (0,4 \times 0,01) + (0,15 \times 0,15) + (0,15 \times 0,15) + (0,2 \times 0,3)$$

$$R_p = 0,111 = 11,1\%$$

ثانيا:مخاطرة المحفظة

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموما إلى أنواع من المخاطر، تتباين درجتها و قوتها وفقا لنوع الاستثمار و زمنه، و شكل الأداة الاستثمارية، و قناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر الناتجة عن رغبته في تحقيق عائد نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

1- تعريف المخاطرة:

تعددت التعريفات التي أعطيت للمخاطرة تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة حول هذا المفهوم، و من بين هذه التعريفات نذكر ما يلي:

* يمكن تعريف مخاطرة الاستثمار بأنها حالة عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية المتأتية من الاستثمار، أو أنها عبارة عن درجة التذبذب في العائد المتوقع أو درجة اختلاف العائد الفعلي قياسا بالعائد المتوقع.[13]

* كما تعرف بأنها تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا [14].

* احتمالية التعرض إلى خسائر غير متوقعة و غير مخطط لها نتيجة تذبذب العائد المتوقع، أي أن المخاطرة تتمثل في انحراف الأرقام الفعلية عن الأرقام المتوقعة أو المتنبأ بها [15].

بناءا على التعاريف السابقة للمخاطرة يمكن القول أن مفهوم المخاطرة ينصرف إلى عدم انتظام العوائد سواء كان ذلك في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال، بما يتفق مع حالة عدم التأكد و عدم اليقين (عنصر الشك) المرتبط بالمستقبل.

2- تصنيف المخاطرة

يمكن تقسيم و تصنيف المخاطرة إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، إضافة إلى المخاطر المختلطة

2-1- المخاطر المنتظمة:

تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، و من ثم فإن تأثيرها يشمل عوائد و أرباح جميع الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصة، و تحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع أحداث كبيرة تتأثر معها السوق بأكملها،

[13] حطاب سامي، مرجع سبق ذكره، ص17

[14] غازي فلاح المومن، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، الأردن، 2008، ص 73.

[15] Mark Dorfmen, Introduction To risk Management and insurance, Hall, 1998, P15

كحدوث حروب، أو بعض الاضطرابات الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي، و لا توجد سياسة للحماية من المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأسهم بتلك المخاطرة.[16]

من التعريف السابقة يمكن استخلاص خصائص المخاطر المنتظمة كما يلي:
- تنتج عن ذلك عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس بشكل خاص.
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية و الاقتصادية و الاجتماعية كالاضطرابات العامة أو حالات الفساد أو الحروب أو تغيرات معدلات الفائدة.
- لا يمكن تجنبها بالتنويع

2-1-1- مصادر و مكونات المخاطر المنتظمة:

تشمل مصادر المخاطر المنتظمة ما يلي :

أ- مخاطر سعر الفائدة:

إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية و الاستثمارات الأخرى، فإرتفاع سعر الفائدة يؤدي دائما إلى انخفاض أسعار الأسهم و السندات، لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفصل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلا، مما سيدر عليه عائدا أعلى[17] ، و تكون أسباب هذه العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة و أسعار الأوراق المالية ناتجة عن كون سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيم الحالية للأوراق المالية، و هكذا تميل كافة الأوراق المالية إلى التحرك في اتجاه معاكس أو مضاد للتغيرات الحاصلة في مستوى أسعار الفائدة.[18]

نشر إلى أن تأثير مخاطر سعر الفائدة يكون بدرجة أكبر على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مقارنة بالأوراق المالية ذات الدخل المتغير.

ب- مخاطر القوة الشرائية:

أي تعرض الأموال المستثمرة إلى انخفاض في قيمتها الحقيقية أي في قوتها الشرائية. و يحد ذلك بسبب التضخم، و يصل هذا النوع من المخاطر إلى أقصاه إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت

[16] أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص17

[17] زياد رمضان محفوظ أحمد جودة ، إدارة البنوك، دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع ، عمان، 1995، ص 284 .

[18] حماد طارق عبد العال، التحليل الفني و التحليل الأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006، ص16.

كالسندات، و قد يرى البعض أن الأسهم العادية محمية من التضخم، أي أنها تحمي من يقتنيها من مخاطرة القوة الشرائية، إلا أن هذا غير صحيح، ذلك أن الأسهم العادية قد تتأثر بدرجة أقل مقارنة بالسندات إلا أنها لا تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوة الشرائية أثناء التضخم، و من ثم فإنها توفر تحوطا جزئيا فقد من التضخم[19].

ج- مخاطر السوق

تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية و الاقتصادية العامة في المنطقة، كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية في السوق، مثل الولاء لأسهم معينة أو الجري خلف حالات الذعر في السوق و الاستماع إلى الإشاعات و المعلومات غير المؤكدة، أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة و اتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب و ارتفاع الأسعار[20]. و نتيجة لهذه الظروف تتجه أسعار الأوراق المالية للتحرك صعودا و هبوطا و لا تستقر عند مستوى محدد.

و نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، و طالما أنه يصعب التنبؤ بالأحداث الخارجية فإن المستثمر لا يستطيع فعل أي شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، و تكون الأسهم العادية أكثر عرضة للتأثر بهذه التقلبات على عكس الأوراق المالية الأخرى كالأسهم الممتازة و السندات، حيث تكون قيمتها الحقيقية المقدرة أكثر دقة من القيمة الحقيقية للأسهم العادية.

2-2- المخاطر غير المنتظمة :

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، و تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، و يمكن إن يحمي المستثمر نفسه من تلك المخاطر عن طريق تنويع استثماراته و ذالك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، و التي لا يمكن أن تتأثر بتلك المخاطر المتفرقة في نفس الوقت، و هو ما يعرف بتنويع المخاطر الاستثمارية [21].

2-2-1- مصادر المخاطر غير المنتظمة :

تتضمن ما يلي :

---

[19] سارة بوزيد، مرجع سبق ذكره، ص 36.

[20] حسني علي خريوش و آخرون، مرجع سبق ذكره ، ص 120.

[21] زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دائرة وائل للنشر، الأردن، 2002، ص 333.

أ- مخاطر الصناعة:

يقصد بها تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة، و الناتجة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة مثل عدم توفر المواد لصناعة معينة، أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلى توقف أو الحد من الطلب على المنتجات القديمة، كما حصل بالنسبة للطلب على الأجيال القديمة من أجهزة الكومبيوتر و الذي تأثر مع ظهور الأجيال الحديثة المتطورة، كذلك فإن إلغاء إعفاءات ضريبية كانت ممنوحة لسلع صناعة معينة أو زيادة الضريبة على صناعة أخرى تؤثر على أرباح كافة الشركات التي تعمل في ظل تلك الصناعة[22].

ب- مخاطر الإدارة:

و يقصد بها أخطاء الإدارة المحتمل أن يرتكبها أفراد فريق الإدارة و التي تؤدي إلى إحداث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين، و من أخطاء الإدارة الشائعة عدم الإستعداد لمواجهة الأزمات، أو اتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة قد تؤثر على أرباح الشركة.

2-3- المخاطر المختلطة:

و يقصد بها المخاطر التي تجمع بين مظاهر و أسس المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة، حيث تشمل المكونات التالية:

أ- مخاطر الرفع المالي :

تزيد الرافعة المالية لأي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون (السندات أو القروض المصرفية) مقارنة بحقوق الملكية، وبالتالي فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع زيادة استخدام الشركة للرفع المالي عن الحدود المعقولة، حيث يؤدي ذلك الى ارتفاع معدل الفائدة الثابت الذي تدفعه الشركة للمقرضين، والذي يدخل ضمن التكاليف الثابتة مما يرفع نقطة تعادلها، ويقاس الرفع المالي للشركة بالعلاقة التالية:[23]

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{إجمالي الأصول الثابتة و المتداولة}}$$

ب- مخاطر الرفع التشغيلي:

يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية إلى إجمالي التكاليف الكلية، و على هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة

[22] حسني علي خروش و آخرون، مرجع سبق ذكره ، ص 121.

[23] كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 1997، ص 265.

في هيكل التكاليف[24]، فإذا قامت الشركة بمكننة و سائل الإنتاج لديها فان ذلك يؤدي إلى خفض التكاليف المتغييرة كأجور العمال و إلى زيادة التكاليف الثابتة كإهتلاك الآلات و مصاريف الصيانة، و بناء على هذا الوضع فإن أي تغير صغير في حجم المبيعات سوف يؤدي إلى تغير كبير في صافي الأرباح.

و كلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت اختلافات أو تباين العائد على السهم

3- قياس المخاطر المنتظمة للأصل المالي:

تقاس المخاطر المنتظمة بعامل beta، هذا الأخير يقيس حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد محفظة السوق، أي أنه مقياس لتوافق حركة عائد ورقة مالية معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق و التي تشكل محفظة السوق .

تعتمد قيمة بيتا (beta) على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية و معدل عائد محفظة السوق.

و يعطى معامل beta بالعلاقة التالية:[25]

$$\beta_x = \frac{\mathrm{cov}(R_x, R_m)}{\delta^2_{R_m}} = \frac{r(R_x, R_m)(\delta_x)(\delta_m)}{\delta^2_m}$$

$$= \frac{r(R_x, R_m)(\delta_x)}{\delta_m}$$

حيث:

β_x معامل بيتا (beta) للأصل x.

$cov(R_x, R_m)$ التباين المشترك لمتوسط عائد الأصل (x)و متوسط عائد محفظة السوق.

$r(R_x, R_m)$ معامل الارتباط بين عائد الأصل x و عائد السوق.

δ_m الانحراف المعياري لعائد السوق.

δ_x الانحراف المعياري لعائد الأصل x.

و يفسر معامل beta بالمقارنة مع قيمة الواحد كالأتي :

[24] محمد مطر، إدارة الاستثمارات- الإطار النظري و التطبيقات العلمية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 1999، ص 66.

[25] دريد كامل أل شيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسير للنشر و التوزيع ، عمان، 2010، ص 94.

$beta = 1$ ← مخاطر الأصل المالي مساوية لمخاطر السوق

$beta < 1$ ← مخاطر الأصل أقل من مخاطر السوق

$beta > 1$ ← مخاطر الأصل أكبر من مخاطر السوق

$beta = 0$ ← مخاطر الأصل مرتبطة بمخاطر السوق

$beta = -1$ ← مخاطر الأصل مساوية لمخاطر السوق و لكن باتجاه عكسي.

4- قياس المخاطر غير المنتظمة:

يمكن قياس المخاطر غير المنتظمة بطرق متعددة لعل أهمها : التباين، الانحراف المعياري و معامل الاختلاف.

4-1- التباين و الانحراف المعياري:

يعتبر كل من التباين و الانحراف المعياري كمقياسين للمخاطر غير المنتظمة، حيث يعبر عن التباين بتشتت القيم عن وسطها الحسابي، و يحسب التباين لأصل مالي واحد بالعلاقة التالية:[26]

$$\delta_x^2 = \sum_{i=1}^{n} (R_x - E(R_x))^2 . P(R_x)$$

حيث :

δ_x^2 تمثل تباين الأصل.

R_x العائد المتوقع .

$P(R_x)$ احتمال تحقق العائد.

$E(R_x)$ القيمة المتوسطة للعائد

أما الانحراف المعياري فيعرف على أنه الجذر التربيعي للتباين أي :

$$\delta = \sqrt{\delta^2}$$

[26] Jonathan Bert, Peter Demarzo , Gunther Capelle Blancard, Nicolas Couderc , Finance d'entreprise, Pearson education,1^{er} ed ,Paris , 2008,P 298.

و يتم التعرف على الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة تغير معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطر و العكس صحيح.

مثال03:

من معطيات المثال رقم 02 نحسب التباين على النحو التالي:

$$\delta_x^2 = \sum_{i=1}^{n} (R_x - E(R_x))^2 . P(R_x)$$

$$\delta_x^2 = (0.1 - 0.048)^2\ 0.4 + (0.05 - 0.048)^2 0.4 + (-0.06 - 0.048)^2\ 0.2$$

$$\delta_x^2 = 0.003416$$

ومنه فان الانحراف المعياري يساوي:

$$\delta = \sqrt{\delta^2}$$

$$\delta = \sqrt{0.003416}$$

$$\delta = 0.0584 = 5.84\%$$

ملاحظة: عند استخدام البيانات التاريخية لقياس المخاطر، أي عندما يكون لدينا عينة من العوائد الفعلية في فترات سابقة فانه يتم حساب الانحراف المعياري وفق العلاقة لتالية:

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

مثال04:

لنفرض انه لديك المعطيات التالية حول العائد المحقق لسهم ما خلال ثلاث سنوات كما يلي:

السنة	العائد المحقق
1	%15
2	%5-
3	%20

ويطلب حساب المخاطر التي يتعرض لها هذا السهم

الحل:

نحسب أولا الوسط الحسابي لهذه العوائد

$$\overline{R_i} = \frac{0.15 + (-0.05) + 0.2}{3} = 0.1 = 10\%$$

ثم نحسب الانحراف المعياري S من خلا العلاقة التالية:

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

$$\delta = \sqrt{\frac{(0.15 - 0.1)^2 + (-0.05 - 0.1)^2 + (0.2 - 0.1)^2}{3-1}}$$

δ =0.1322= 13.22%

4-2- معامل الاختلاف :

يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر (حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين، و بالتالي تتساوى المخاطرة مع أن النسبة المؤوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر), و يمكن تجنب هذه المشكلة من خلال استخدام معامل الاختلاف كمقياس للمخاطرة بدلا من الانحراف المعياري، و يتم حساب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي للقيم المتوقعة على النحو التالي:[27]

$$CV = \frac{\delta \times}{\overline{R_i}}$$

مثال05:

ليكن لديك البيانات الخاصة بأصلين استثماريين A و B كما في الجدول التالي:

[27] دريد كامل ال شيب – مرجع سب ذكره ص 93.

البيان	الأصلA	الأصلB
العائد المتوقع	%12	%20
الانحراف المعياري	%9	%14

والمطلوب: تحديد أي الاستثمارين أفضل

حساب معامل الاختلاف للأصل A

$$CV = \frac{\delta_A}{\overline{R_i}} = \frac{9}{12} = 0.75 = 75\%$$

حساب معامل الاختلاف للأصل B

$$CV = \frac{\delta_B}{\overline{R_i}} = \frac{14}{20} = 0.7 = 70\%$$

نلاحظ أن معامل الاختلاف للأصل A أكبر من معامل الاختلاف للأصل B ، ومنه الأصل A ينطوي على مخاطر اكبر من الأصل B، وعلية الاستثمار في الأصل B أفضل من الاستثمار في الأصلA .

5- قياس مخاطر المحفظة المالية:

إن خطر المحفظة المالية أو درجة التقلب في عائدها لا يتوقف على مخاطر الأوراق المالية المشكلة لها فقط، بل يتوقف أيضا على طبيعة الارتباط بين عوائد تلك الأوراق، و تقاس مخاطرة المحفظة بتباين العوائد المتوقعة لأصولها مرجحة بأوزانها و معاملات ارتباطها، و كلما كان التباين منخفضا كان ذلك مؤشرا على انخفاض مخاطرة المحفظة.

5-1- قياس التباين و الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين ماليين :

يقاس التباين لمحفظة مالية مكونة من أصلين ماليين بالمعادلة التالية[28]:

$$\delta_p^2 = W_1^2\delta_1^2 + W_2^2\delta_2^2 + 2w_1w_2\delta_1\delta_2\, r_{1,2} \dots\dots\dots\dots (*)$$

حيث :

δ_1^2 تباين معدلات العائد لأصول المحفظة ككل (درجة المخاطرة)

[28] Graeme West- 'An mtroduction to moderne Portofolio theory- Markowitz – CAPM- APT and Black – Litterman ', working paper – Finonciol Modelling Ageucy – june 26-2006-P7

δ_1^2 , δ_2^2 :تباين معدلات عائد الأصل الأول و الثاني على الترتيب .

W_1 , W_2 : الوزن النسبي (نسبة الأموال المستثمرة) للأصل الأول و الثاني حيث: $(w_1 + w_2 = 1)$

$r_{1,2}$: معامل الارتباط بين معدلات عائد الأصل الأول و الثاني.

علما أن: $r_{1,2} = \frac{cov(1,2)}{\delta_1 . \delta_2}$ حيث : $cov(1,2)$ التغير المشترك بين الأصلين(1و2)

و بالتالي يمكن كتابة المعادلة (*) بدلالة التغاير كما يلي :

$$\delta_p^2 = w_1^2\delta_1^2 + w_2^2\delta_2^2 + 2w_1w_2cov(1,2)$$

و يتم الحصول على درجة المخاطرة من خلال الانحراف المعياري الذي يمثل $\sqrt{\delta_p^2}$ أي :

$$\delta_p = \sqrt{w_1^2\delta_1^2 + w_2^2\,\delta_2^2 + 2w_1w_2\delta_1\delta_2r_{1,2}}$$

و طالما أن معامل الارتباط بين عائدي الأصلين الماليين $(r_{1,2})$يكون محصورا دوما بين ± 1، فيمكن التميز بين ثلاث حالات لحساب مخاطرة المحفظة المكونة من أصلين، (حيث تتناسب مخاطرة المحفظة صعودا مع تزايد درجة الارتباط بين عوائد أصولها). و هذه الحالات هي:

$$* r_{1,2} = 1 \rightarrow \delta_p^2 = (w_1\delta_1 + w_2\delta_2)^2 \rightarrow \delta_p = w_1\delta_1 + w_2\delta_2$$
$$* r_{1,2} = 0 \rightarrow \delta_p^2 = w_1^2\delta_1^2 + w_2^2\delta_2^2$$
$$* r_{1,2} = -1 \rightarrow \delta_p^2 = (w_1\delta_1 - w_2\delta_2)^2 \rightarrow \delta_p = |w_1\delta_1 - w_2\delta_2|$$

ففي الحالة الأولى تكون مخاطرة المحفظة عند أعلى مستوياتها بينما تكون أقل في الحالة الثانية، أما في الحالة الثالثة فتكون عند أدنى مستوياتها.

و يعني مما سبق أن درجة المخاطرة للمحفظة بوجه عام لا تعتمد فقط على درجة المخاطرة لكل أصل مالي على حدى، و إنما أيضا على درجة الارتباط بين العوائد الخاصة بالأصول المختلفة داخل المحفظة.

5-2- التباين و الانحراف المعياري لمحفظة مالية مكونة من n أصل مالي :

في حالة محفظة مالية تتكون من n أصل مالي حيث ($n > 2$)، فإن مخاطرة المحفظة المالية تقاس عن طريق العلاقة التالية للتباين:[29]

$$\delta_p^2 = \underbrace{\sum_{i=1}^{n} w_i^2 \delta_i^2}_{} + \underbrace{\sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} w_i w_j r_{ij} \delta_i \delta_j}_{}$$

و يكتب شكلها المصفوفي على النحو التالي :[30]

$$\delta_p^2 = (w_1, w_2 \dots \dots \dots w_n) \begin{bmatrix} \delta_{11} & \delta_{12} & \cdots & \delta_{1n} \\ \delta_{21} & \delta_{22} & \cdots & \delta_{2n} \\ \vdots & \vdots & & \vdots \\ \delta_{n1} & \delta_{n2} & \cdots & \delta_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \vdots \\ w_n \end{bmatrix}$$

مثال

يدير احد المستثمرين محفظة استثمارية رأس مالها 250000 دينار، موزع بين ثلاثة أسهم (A. B .C) بنسب: 50% ،30% ، 20% على التوالي، وكان العائد المتوقع منهم على الترتيب: 25%،20 %،6 % وبدرجة مخاطرة: 22% ،45% ، 11% على التوالي.

مع معامل ارتباط بين عوائد الأسهم كما يلي:

السهم	A	B
B	0.7	-
C	0.8	0.9

[29] محمد صالح الحناوي ، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، مرجع سبق ذكره ، ص275.

[30] دريد كامل أل شيب، مرجع سبق ذكره، ص95.

المطلوب تحديد ما يلي :

1- العائد المتوقع على الاستثمار للمحفظة.

2- المخاطرة المتوقعة للمحفظة.

الحـــــل:

1- حساب عائد المحفظة:

$$R_p = \sum_{I=1}^{n} W_i . R_i$$

$$R_p = W_A . R_A + W_B . R_B + W_C . R_C$$

$$R_p = 0.5(0.25) + 0.3(0.2) + 0.2. (0.06)$$

$$R_p = 0.125 + 0.06 + 0.012$$

$$R_p = 0.197$$

$$R_p = 19.7\%$$

2- حساب مخاطرة المحفظة

$$\delta_p^2 = \underbrace{\sum_{i=1}^{n} w_i^2 \delta_i^2}_{} + \underbrace{\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} w_i w_j r_{ij} \delta_i \delta_j}_{}$$

$$\delta_p^2 = w_A^2\delta_A^2 + w_B^2\delta_B^2 + w_C^2\delta_C^2 + 2w_A w_B . r_{A.B} . \delta_A\delta_B + 2w_A w_C \ . r_{A.C} . \delta_A \delta_C + 2w_B w_C \ . r_{B.C} . \delta_B\delta_C$$

$$\delta_p^2 = (0.5)^2 . (0.22)^2 + (0.3)^2 . (0.45)^2 + (0.2)^2 . (0.11)^2 + 2(0.5)(0.3)(0.7)(0.22)(0.45). + 2(0.5)(0.2)(0.8)(0.22)(0.11) + 2(0.3)(0.2)(0.9)(0.45)(0.11)$$

$$\delta_p^2 = 0.0121+0.0182+0.0004+0.02+0.0038+0.0053$$

$$\delta_p^2 = 0.059846$$

$$\delta_p = \sqrt{0.059846}$$

$$\delta_p = 02446 = 24.46\%$$

6- قياس المخاطر المنتظمة في المحفظة : (معامل beta)

بينما يقيس الانحراف المعياري للمحفظة مخاطرها الكلية، فإن معامل beta يقيس مخاطرة المحفظة غير القابلة للتنوع (المخاطر المنتظمة)، و يساوي ذلك المعامل المتوسط المرجع لمعاملات بيتا للأصول الفردية على النحو المبين أدناه.

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{n} w_i \beta_i$$

$$= w_1\beta_n + w_2\beta_2 \dots\dots\dots + w_n\beta_n$$

حيث:

$W_1. W_2 \dots\dots W_n$: نسب أ أوزان الأصول المشكلة للمحفظة.

$\beta. \beta_2 \dots\dots \beta_n$: معاملات بيتا للأصول المشكلة للمحفظة.

β_p : معامل بيتا للمحفظة (درجة المخاطرة المنتظمة).

نظريا يمكن تفسير معاملات بيتا للمحافظ بنفس كيفية تفسير معاملات بيتا للأصول الفردية طالما أنها تعبر عن درجة تفاعل عائد المحفظة إزاء تغيرات السوق.

مثال

فيما يلى بيانات عن محفظة استثمارية تمتلكها شركة من شركات الاستثمار :

الأصول	حجم الأموال المستثمرة	معامل (β)
أسهم عادية (A)	50000	3
أسهم ممتازة (B)	30000	4
سندات خاصة (C)	40000	0.5
سندات عقارية (D)	20000	0.6

ويطلب ما يلي :

- تحديد معامل (β) المرجح للمحفظة.

الحـــــل:

1- تحديد معامل الوزن النسبي لكل أصل.

$$W_{\mathrm{A}} = \frac{50000}{140000} = 0.3572 = 35.72\%$$

$$W_{\mathrm{B}} = \frac{30000}{140000} = 0.2143 = 21.43\%$$

$$W_{\mathrm{C}} = \frac{40000}{140000} = 0.2857 = 28.57\%$$

$$W_{\mathrm{D}} = \frac{20000}{140000} = 0.1431 = 14.31\%$$

2 –حساب معامل (β) للمحفظة

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{n} w_i \beta_i$$

$$\beta_p = 0.3572(3) + 0.2143(4) + 0.2857(0.5) + 0.1431(0.6)$$

$$\beta_p = 1.07+0.85+0.14+0.08$$

$$\beta_p = 2.14 > 1$$

بما أن معامل بيتا للمحفظة اكبر من الواحد فإن مخاطرة المحفظة أكبر من مخاطرة السوق

المحور الخامس: المحفظة الكفؤة، نظرية المنفعة، والمحفظة المثلى

تمهيد:

هناك بدائل كثيرة أمام المستثمر ليستغل فيها أمواله، فهناك أدوات الاستثمار ذات العوائد المرتفعة والمخاطر العالية، وهناك أدوات الاستثمار ذات العوائد المنخفضة والمخاطر القليلة، وكذلك أدوات الاستثمار ذات العوائد المتوسطة والمخاطر المتوسطة، وكما ذكرنا سابقا فإن كل مستثمر يختلف عن المستثمرين الآخرين في أولوياته وترتيب احتياجاته وأهدافه. وبناء على أولويات المستثمر واحتياجاته وأهدافه تتقرر طريقة المزج بين أدوات الاستثمار التي تشكل محفظة ذلك المستثمر.

ارتبط مفهوم المحفظة المثلى بنتائج المزج بين الأوراق المالية وفقا لمفهوم و قواعد الهيمنة أو السيطرة (السيادة).

أولا: تعريف مبدأ السيطرة:

يقصد بمبدأ السيطرة (السيادة أو الهيمنة) المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة على أساس العائد الذي تحققه والمخاطرة التي تتعرض لها، ويقضي مبدأ السيطرة أنه[1]:

1. إذا تساوى العائد المتوقع من البدائل الاستثمارية المتاحة، فإن أفضلها هو البديل الذي يتعرض عائده لأقل قدر من المخاطر.
2. إذا تساوى حجم المخاطر للبدائل الاستثمارية المتاحة، فإن أفضلها هو البديل الذي يتوقع أن يتولد عنه أقصى عائد.

وينطبق مبدأ السيادة على الاستثمارات الفردية كما ينطبق على التوليفات أو المحافظ الاستثمارية.

ويطلق على مجموعة المحافظ التي يتوفر فيها هذين الشرطين بالحد الكفء أو الفعال.

ثانيا: تعريف الحد الكفء:

يمكن تعريف الحد الكفء على أنه مجموعة التوليفات من الأوراق المالية التي تحقق من أجل مستوى خطر معين أكبر قدر ممكن من العائد أو العكس، أي من أجل مستوى معين من العائد أقل قدر ممكن من المخاطرة[2].

[1]- دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 162.

[2]- بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 62.

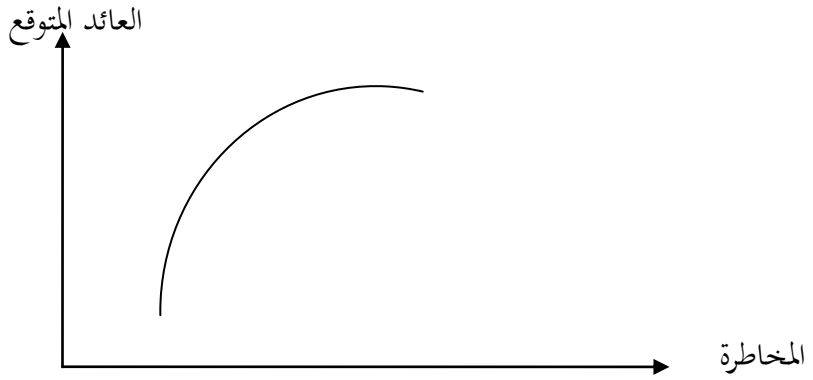
ولتوضيح فكرة الحد الكفء، نفترض أنه لدينا عدد من الأوراق المالية، والتي يمكن من خلالها تكوين عدد من المحافظ المالية، تتفاوت فيما بينها من حيث طبيعة هذه الأوراق أو من حيث وزن الموارد المخصصة لكل ورقة أو من الناحيتين معا، وبالتالي يطلق على مجموع هذه المحافظ بالمجموعة الممكنة (مع افتراض أن هذه المحافظ لها مخاطر أي لا يوجد أصول عديمة المخاطرة) ولكن السؤال الذي يطرح نفسه هو هل المستثمر في حاجة إلى تقييم كل هذه البدائل للاختيار بينهما؟

بطبيعة الحال الإجابة هي لا، وذلك لكون أن المستثمر يكفي لتحكيم اختياره اعتماد القاعدتين السابقتين لمفهوم مبدأ السيطرة والتي تقضيان بما يلي:

1. عند كل مستوى من مستويات العائد يتم اختيار التوليفة التي تتعرض لأقل خطر.
2. عند كل مستوى من مستويات المخاطرة يتم اختيار التوليفة التي تحقق أقصى عائد.

وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل(5-1): الحد الكفؤ



المصدر:غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص96.

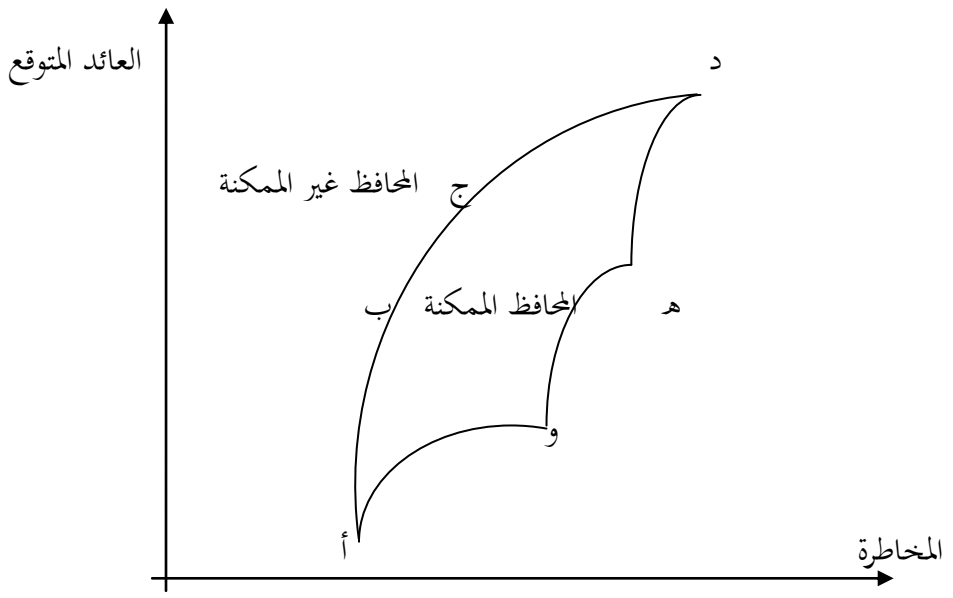
وبالتالي فإن الحد الكفء في الشكل السابق يتكون من المحافظ أ، ب، ج، د، وهي مجموعة المحافظ الكفؤة، بمعنى أن هذه المحافظ تحقق أعلى عائد من غيرها عند نفس المستوى من المخاطر أو تحقق مخاطر أقل عند نفس مستوى العائد.

ولا توجد أي محفظة على الجانب الأيسر من مجموعة المحافظ الكفؤة، حيث أنها تقع خارج المجموعة الممكن تكوينها، أما المحافظ التي تقع على يمين المحافظ الكفؤة فإنها تكون غير كفؤة لأن هناك محافظ أخرى تحقق عائدا أكبر من مستوى الخطر وأنها تتعرض لمستوى أقل من الخطر عند نفس مستوى العائد.

ولإثبات ذلك نأخذ مثلا المحفظة "س" فمن خلالها نلاحظ أن المحفظة "ب" توفر نفس العائد الذي تحققه "س" ولكن بدرجة خطر أقل، ومن جهة أخرى نجد أن المحفظة "ج" لها نفس مستوى المخاطرة للمحفظة "س" ولكنها تحقق عائد أكبر[3].

وعلى الرغم من أننا قد بينا سبع (7) محافظ أو نقاط على الرسم البياني السابق إلا أنه قد يكون هناك عددا كبيرا غير محدود من هذه المحافظ، بحيث يبدو لنا الرسم البياني لمبادلة العائد بالمخاطر على الشكل التالي:

الشكل (5-2):المجموعة الممكنة و المحافظ الكفؤة



المصدر: حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 149.

ثالثا: تحديد المحفظة المثلى:

من الصعب إعطاء مفهوم مطلق للمحفظة المثلى، كما يصعب الوقوف على نموذج عام يحدد مواصفات يقبلها جميع المستثمرين، وعلى هذا الأساس فمصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك (أي مثلى) من وجهة نظر مستثمر معين لا لآخر، لأن الميول والاتجاهات تختلف بين المستثمرين ذاتهم[4].

[3]- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص ص: 277، 278.

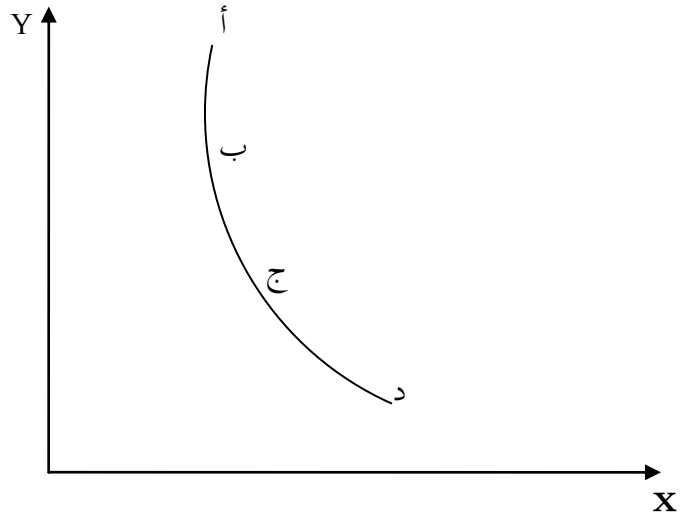
[4]- محمود صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان 2005، ص 294.

وقد عرفت بأنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها[5].

ولتحديد المحفظة المثلى، فإنه وبعد معرفة وتحديد مجموعة المحافظ الكفؤة، فلابد من معرفة اتجاه المستثمرين ناحية الخطر، وبمعنى آخر دالة المقايضة بين العائد والمخاطرة من وجهة نظره، وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء[6].

إن منحنيات السواء من أهم الأدوات التي يستخدمها الاقتصاديون لتحديد سلوك المستهلك من حيث اختياره للسلع والخدمات لتلبية احتياجاته وفقا لدخله المحدود، وهو المنحنى الذي يبين الإشباع أو المنفعة التي يحصل المستهلك عليها من خلال اختياره لسلع مختلفة كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (5-3): منحنى السواء للسلعتين X و Y



المصدر: غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 93

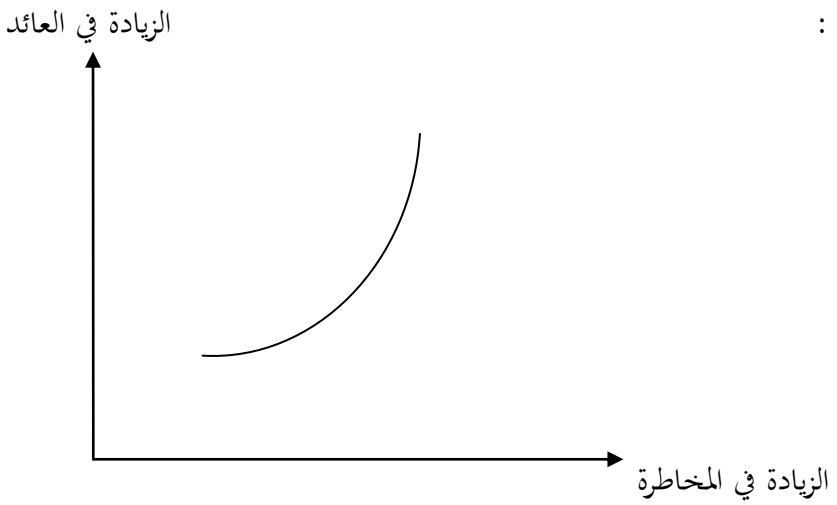
ويمكن تطبيق هذه المنحنيات من أجل ربط العلاقة بين المخاطرة والعائد، حيث يكون منحنى السواء بالنسبة للمستثمر على النحو التالي:

[5]- محمد مطر، فايز يتم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 205.

[6]- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم السهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 278.

الشكل(5–4):منحنى السواء للمستثمر

:



المصدر: غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 94

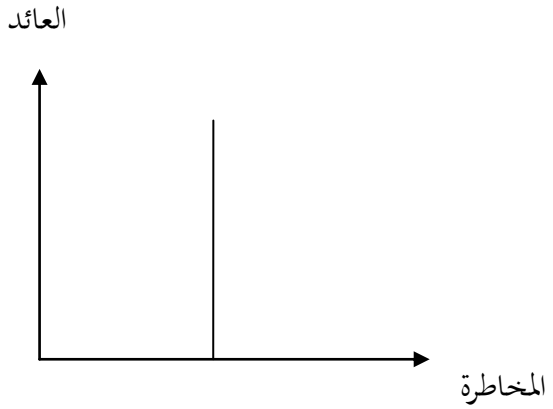
يشير المنحنى أعلاه بأنه يختلف إلى حد ما عن منحنيات السواء التي تحدد سلوك المستهلك في اختيار السلع والخدمات، حيث يعكس منحنى السواء بالنسبة للمستثمر العلاقة بين العائد والمخاطرة والتي تعتبر علاقة طردية، وتعني أن كل زيادة في العائد تقود إلى زيادة في المخاطرة، وبعبارة أخرى لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة في معدل العائد، ويتوقف مقدار هذه الزيادة على نوعية وطبيعة المستثمر ومقدار الإشباع الذي يرغب في تحقيقه[7].

وهذا ما يؤكد أن منحنى السواء يتغير شكله بتغير المستثمر على النحو التالي:

1- **المستثمر الذي يتجنب المخاطرة تماما:** بما أن المستثمر يبغض المخاطرة تماما فإن ذلك يؤدي إلى عدم القدرة على تحمل أي مخاطرة وبالتالي تبقى المخاطرة ثابتة في حين يزيد العائد.

[7]- غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 94.

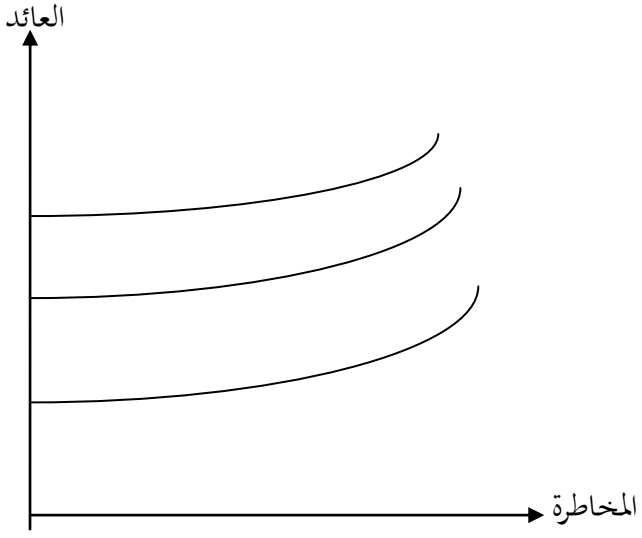
الشكل (5–5): منحنى السواء لمستثمر يتجنب المخاطرة تماما



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها "مدخل التحليل الفني الأساسي" الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 230.

2– المستثمر الذي يحب المخاطرة: وهذا ما يجعله يبحث العائد المرتفع بغض النظر عن المخاطرة المرتفعة

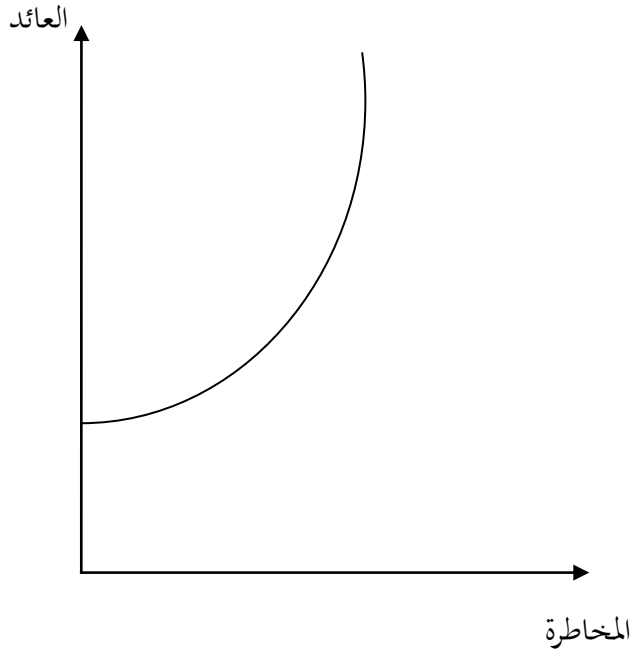
الشكل(4–6): منحنى السواء لمستثمر يحب المخاطرة.



المصدر: حسني علي خريوش، مرجع سبق ذكره، ص 151.

3– المستثمر المتحفظ: وهذا النوع من المستثمر يكره المخاطرة، وبالتالي فهو يبحث عن أي زيادة في درجة المخاطرة التي تصاحبها زيادة في العائد بمعدل أكبر.

الشكل(5-7): منحنى السواء للمستثمر المتحفظ.

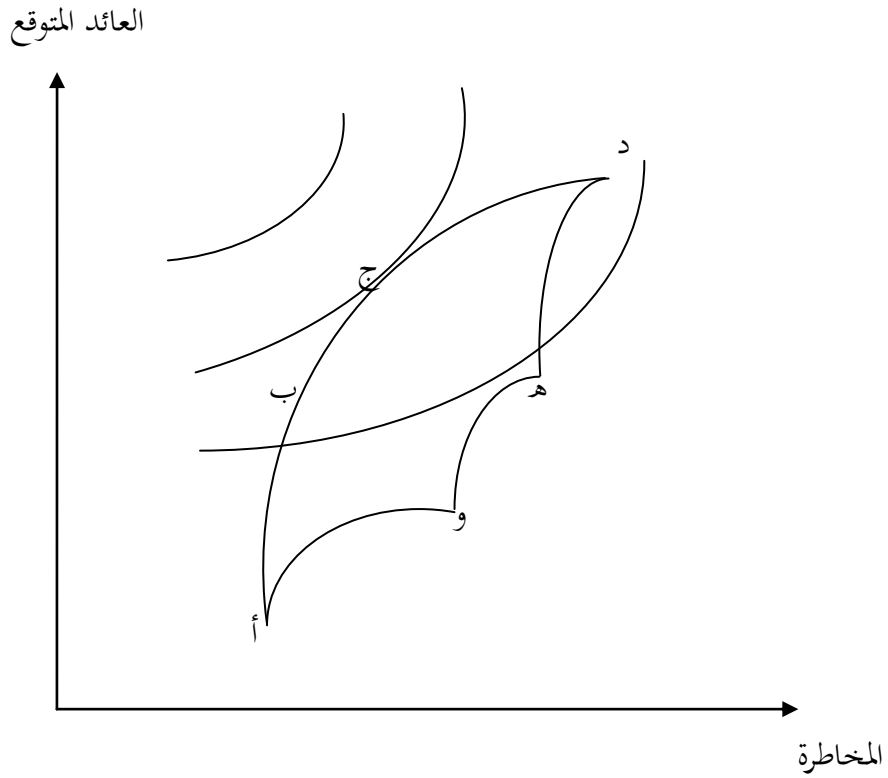


المرجع: محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 271.

يمكن الآن أن نجمع بين مجموعة المحافظ الكفؤة وبين منحنيات السواء لتحديد المحفظة المثلى لأي مستثمر، ويظهر في الشكل أدناه أن المحفظة المثلى يتم التوصل إليها عند نقطة التماس بين مجموعة المحافظ الكفؤة (الحد الكفؤ) من ناحية ومنحنى السواء من ناحية أخرى، وتمثل نقطة التماس هذه أعلى مستوى للرضا يمكن أن يصل إليه المستثمر[8].

[8]- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 280.

الشكل(5-8):تحديد المحفظة المثلى



المصدر: حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 152.

وفي الأخير يمكن إعطاء الصفات العامة للمحفظة المثلى على النحو التالي:[9]

1. تحقق للمستثمر توازنا معقولا بين العنصرين العائد والأمان.
2. تتسم أصولها بقدر كاف من التنويع.
3. أن تتحقق أدوات المحفظة جدا أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق، مما يوفر لمديرها المرونة التي تمكنه من إجراء تعديلات جوهرية يراها مدير المحفظة ضرورية.

[9]- غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 100.

المحور السادس: نموذج تسعير الأصول الرأسماليةCAPM

تمهيد

تعددت الوسائل والنظريات في بناء المحفظة المالية بهدف إيجاد نموذج يمكن مدير المحفظة من توقع عوائد ومخاطر محتملة تلبي ميول واتجاهات المستثمرين، إذا اتصفت بعض النماذج بالتعقيد كالنموذج الذي قدمه ماركوفيتز Markowitz سنة 1952 الذي يعتمد على صياغة مشكلة اختيار المحفظة الكفؤة، ثم قدم شارب (Sharp) نموذج المؤشر الواحد وكان يهدف من وراء ذلك تبسيط المعلومات والإجراءات الحسابية التي يتطلبها نموذج Markowitz، إذ قدم في هذا المجال نموذجين، يعتمد الأول على استجابة السوق كمقياس للمخاطر (معامل Beta) والثاني يعتمد على التباين المشترك (Covariance) كمقياس للمخاطرة، وبعد ذلك قدمت نماذج أخرى تهدف إلى تبسيط الإجراءات اللازمة لبناء المحافظ الاستثمارية باستخدام أساليب مختلفة، ولعل أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

أولا:التعريف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

في عام 1964 قدم وليام شارب (W ,Sharpe) نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) بعد أن وضع مجموعة من الافتراضات استندت في الأساس على الفرضيات نفسها التي وضعها Markowitz، ومنها أن تقييم المستثمرين للورقة المالية يمتد لفترة واحدة فقط، ويتخذون قراراتهم بناء على العوائد المتوقعة للمحفظة ومخاطرها خلال تلك الفترة، حيث يتم تقييم المحافظ بناء على متغيري العائد والمخاطرة[1].

يعتمد هذا النموذج على أساس أن المخاطر التي يتحملها المستثمر هي المخاطر المنتظمة، وهي التي تقاس بمعامل بيتا (Beta)، لا يمكن أن يتحملها المستثمر إلا إذا كان في مقابل ذلك عائد يعوض المستثمر تحمل هذه المخاطرة المنتظمة، أما المخاطر غير المنتظمة فلا تعنينا هنا، ويمكن السيطرة عليها بطرق أخرى مثل أساليب الإدارة الكفؤة وطرق التنويع المختلفة أو استثنائها من المحفظة[2].

ثانيا:فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

يحدد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) والذي سبق تقديمه، العلاقة بين المخاطرة ومعدلات العائد المطلوبة على الأصول عند تحميلها في محافظ جيدة التنويع، وفيما يلي أهم الفرضيات التي بني عليها نموذج CAPM:[3]

[1] – – وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني، ط1، لبنان،2003، ص 224.

[2] – غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 179.

[3] أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية، ترجمة: سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص ص 296، 297.

1. يركز كل المستثمرين على فترة واحدة لحمل الأصول، ويسعون إلى تعظيم المنفعة المتوقعة من ثروتهم النهائية عن طريق الاختيار من المحافظ البديلة على أساس العائد المتوقع، والانحراف المعياري لكل محفظة.
2. يستطيع كل المستثمرين أن يفترضوا كمية لا نهائية بمعدل خالي من الضرائب، ولا توجد أي قيود على بيع أوراق مالية مملوكة للغير لأي أصل.
3. لكل المستثمرين تقديرات متطابقة للعائدات المتوقعة، والبيانات، والتغايرات بين كل الأصول، أي أن للمستثمرين توقعات متجانسة.
4. تكون كل الأصول قابلة للقسمة تماما، وللتسبيل تماما (أي أنه يمكن تسويقها بالسعر الجاري).
5. لا توجد تكاليف للعمليات الجارية.
6. لا توجد ضرائب.
7. يكون كل المستثمرين آخذين للسعر (أي أن كل المستثمرين يفترضوا أن نشاط شرائهم وبيعهم لن يؤثر على أسعار الأسهم).
8. تكون كميات كل الأصول معطاة وثابتة.

ثالثا: بناء النموذج:

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) يدلنا على كيفية تسعير الأصول الرأسمالية في السوق، وهو نموذج توازني*، يحتوي على علاقتين مهمتين:

العلاقة الأولى هي خط سوق رأس المال Capital Market Line (CML) التي تحدد العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع والمخاطرة الإجمالية لمحافظ كفؤة متنوعة. والعلاقة الثانية هي خط سوق الأوراق المالية Security Market Line (SML) التي تشمل العلاقة التوازنية بين العائد و المخاطر النظامية[4].

1- خط سوق رأس المال: (CML)

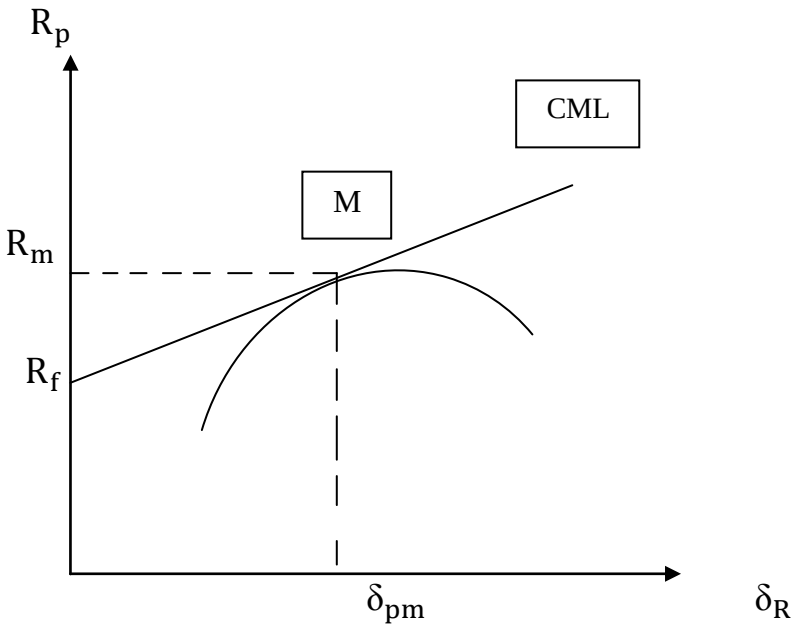
تدلنا نظرية المحافظ الاستثمارية بشكل عام على أنه لكل مستثمر خط فعال (كفء) يختلف عن الآخر، وذلك بسبب الاختلاف في التوقعات، ولكن عند معرفة أن المستثمر يستطيع أن يقرض أو يقترض

* المقصود بحالة التوازن في السوق هو الموازنة بين مخاطر المحفظة والعائد المتوقع.

[4] - Jean-Baptiste, Ferrari, Economie du risque « Application à la finance et l'assurance », Bréal, 2002, P 155.

دون مخاطرة*، يحدث تغير رئيسي على الخط الفعال بحيث يتحول إلى خط مستقيم، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل(6–1):خط CML وموقع المحفظة الكفؤة ذات المخاطر



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 221.

يتضح من الشكل أعلاه أن خط سوق رأس المال يمثل العلاقة بين العائد والمخاطرة لجميع المحافظ الكفؤة، سواء كانت تحتوي على أصول عديمة المخاطرة وبذلك يكون العائد المتوقع في هذه الحالة يساوي (R_f).

أما إذا احتوت المحفظة على أصول ذات مخاطرة، فإنه المستثمر يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى بعلاوة المخاطرة، ولذا فإن علاوة المخاطرة هي عبارة عن أي عائد يحصل عليه المستثمر زيادة على العائد الحالي من المخاطرة[5].

معادلة CML:

لنفرض أنه لدينا محفظة مكونة من أصلين أحدهما بدون مخاطرة وهو أذونات الخزينة، والآخر له مخاطرة (أسهم مثلا)، ولنفرض أن رأس المال يوزع بين الأصلين بحيث يكون نصيب الأصل الذي يحمل مخاطرة (**W**)،

* الإقراض يكون من خلال الاستثمار في الأوراق المالية الخالية من المخاطرة مثل أذونات الخزينة، أما الاقتراض فيكون من خلال الفرق بين الفائدة المدفوعة والعائد المحقق من الاستثمار بالقرض.

[5]– محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 221.

وبالتالي فإن نصيب الأصل عديم المخاطرة هو (**1– w**)، و يعطى عائد المخاطرة في هذه الحالة بالعبارة التالية: [6].

$$R_p = w.\ R_m + (1-w)\ .\ R_f \ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث :

R_p: العائد المتوقع للمحفظة

w: الوزن النسبي لرأس المال المستثمر في الورقة ذات المخاطرة

$(1-w)$: الوزن النسبي لرأس المال المستثمر في الورقة عديمة المخاطرة

R_m: العائد المتوقع للورقة ذات المخاطرة

R_f: العائد الخالي من المخاطرة

وعليه تكون مخاطرة المحفظة هي:

$$\delta_p{}^2 = w^2.\ \delta_m{}^2$$

$$\Longrightarrow \delta_p = w.\ \delta_m$$

حيث:

δ_m: مخاطرة الورقة المالية الخطرة

و أن: $\delta_f = 0$ (للورقة عديمة المخاطرة)

ومنه يصبح لدينا:

$$(2)\delta_p = w.\ \delta_m \Longrightarrow w = \frac{\delta_p}{\delta_m} \ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

نعوض (2) في (1) نجد:

[6] – غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 182.

$$R_p = \frac{\delta_p}{\delta_m}. R_m + (1 - \frac{\delta_p}{\delta_m}) . R_f$$

$$\Longrightarrow R_p = \frac{\delta_p}{\delta_m}. R_m + R_f - \frac{\delta_p}{\delta_m} . R_f$$

$$\Longrightarrow R_p = R_f + \frac{\delta_p}{\delta_m}. R_m - \frac{\delta_p}{\delta_m} . R_f$$

$$\Longrightarrow R_p = R_f + (R_m - R_f) . \frac{\delta_p}{\delta_m}$$

$$\Longrightarrow R_p = R_f + (\frac{R_m - R_f}{\delta_m}) . \delta_p$$

هذه المعادلة تمثل معادلة خط سوق راس المال.

حيث أن p ترمز إلى المحفظة الكفؤة، والمقدار $\left(\frac{R_m - R_f}{\delta_m} \right)$ يعبر عن قيمة الزيادة في العائد التي تمكن الحصول عليها بواسطة زيادة مستوى المخاطرة في المحفظة الكفؤة بوحدة واحدة (وهو ما يصطلح عليه رياضيا بميل CML).

مثال:

إذا كان معدل الفائدة الخالي من المخاطرة **4%** والعائد المتوقع لمحفظة سوق رأس المال **8%** والانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق هو **10%** ، في حين أن الانحراف المعياري لعوائد المحفظة المختارة هو **6%**.

المطلوب: استخراج معدل العائد الذي يجب أن يحقق المحفظة المختارة

لدينا:

$$R_p = R_f + (\frac{R_m - R_f}{\delta_m}) . \delta_p$$

$$R_p = 0.04 + (\frac{0.08 - 0.04}{0.1}) . 0.06$$

$$R_p = 0,064 = 6,4\%$$

أي أنه إذا حققت المحفظة المختارة عائد أقل من 6,4% فإنها تعد محفظة غير كفؤة .

2- خط سوق الأوراق المالية (SML):

أوضحنا سابقا أن خط سوق رأس المال يعبر عن العلاقة بين العائد والمخاطرة، و يساعد مدير المحفظة على احتساب العائد المتوقع للمحافظ التي تقع عليه، ولكن المشكلة أن مدير المحفظة باستخدامه خط سوق رأس المال فإنه لا يستطيع أن يحسب إلا العوائد المتوقعة من المحافظ الكفؤة فقط والتي تقع على نفس الخط فما هو الحل إذا أراد مدير المحفظة حساب العوائد من المحافظ سواء كانت محافظ كفؤة أو غير كفؤة؟[7].

في حالة المحافظ الكفؤة أو بالنسبة لكل ورقة مالية على حدى، فإنه ومن خلال التنويع يتم التخلص من المخاطر غير المنتظمة بشكل كبير، بحيث يكون تأثيرها ضعيف جدا، وقيمتها تؤول إلى الصفر، لتبقى المخاطر المنتظمة التي لها تأثير على الحفظة والأوراق المالية، والتي يتم قياسها باستخدام معامل[8] (Beta)

حسب فرضيات نموذج CAPM وأهمها تجانس التوقعات للمستثمرين، وأن لديهم نفس الظروف في الحصول على القروض والإقراض، نستطيع أن نرسم العلاقة ما بين عوائد الأوراق المالية والمخاطرة المنتظمة لها مقاسة بالمعامل (Beta).[9]

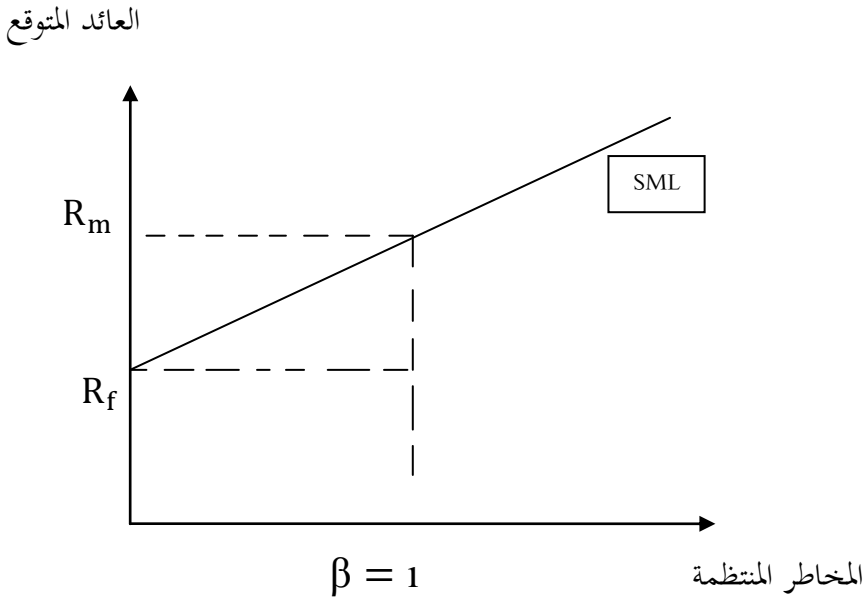
إن الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة بين العائد والمخاطرة المنتظمة يسمى بخط الأوراق المالية SML سواء للورقة المالية الواحدة أو لمحفظة الأوراق المالية وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

[7]- حسني علي خريوش، مرجع سبق ذكره، ص 163.

[8]- بن زاير مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 76.

[9]- غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 186.

الشكل(6-2): خط سوق الأوراق المالية SML



المصدر: محمد مطر، فايز يئم، مرجع سبق ذكره، ص 225.

من الشكل السابق يمكن استخراج معادلة خط سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

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

حيث:

R_i: معدل العائد المطلوب للسهم i (الورقة المالية)

R_f: معدل العائد على الاستناد الخالي من المخاطرة

β_i: معامل بيتا للورقة المالية (i) (المخاطرة المنتظمة)

R_m: معدل العائد على محفظة السوق.

هذه المعادلة هي ما يطلق عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

مثال:

يبلغ معادلة بيتا لشركة ما **1,2**، ومعدل العائد على أذونات الخزينة **4%**، ومعدل عائد السوق **10%**، فما هو معدل العائد لسهم هذه الشركة؟

الحل:

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

$$R_i = 0.04 + 1.2 (0.1 - 0.04)$$

$$R_i = 0.112 = 11.2\%$$

ملاحظة:

يمكن استخدام نموذج **CAPM** في استخراج عائد المحفظة للمقارنة بين المحافظ الاستثمارية المختلفة.

مثال: محفظتين **A** و **B** لهما معامل بيتا: 1.6 و 0.8 على الترتيب، إذا كان معدل العائد الخالي من المخاطرة **8%**، ومعدل العائد لمحفظة السوق هو **12%**، فأي من المحفظتين تختار لاستثمار أموالك؟

الحل:

بالنسبة للمحفظة (A): $R_A = 8\% + (12\% - 8\%)\ 1,6 = 14\%$

بالنسبة للمحفظة (B): $R_B = 8\% + (12\% - 8\%)\ 0,8 = 11.2\ \%$

إذن نختار المحفظة **A** لأنها ذات عائد أعلى.

المحور السابع: نظرية تسعير المراجحةAPT

تمهيد:

تعرض نموذج CAPM إلى عديد الانتقادات بسبب اعتماده على فرضيات متعددة مقيدة للتحليل، مما قلل من قيمته عند التطبيق العملي، إضافة إلى اعتباره بأن معدل العائد المطلوب في السوق يعتمد على عامل واحد فقط وهو مخاطر السوق، في حين يشير الواقع العملي إلى أن معدل العائد يتأثر بمجموعة من العوامل الاقتصادية الأخرى، مما استوجب إيجاد نماذج أخرى أكثر تفسيرا وتحليلا للوضع.

تعتبر نظرية تسعير المراجحة APT التي قدمها « Stephen Ross » سنة 1976 بديلا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، وبمعنى أدق يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية حالة خاصة من نظرية التسعير بالمراجحة[1]

1- فرضيات نظرية تسعير المراجحة

يستند نموذج تسعير المراجحة على مجموعة من الافتراضات تتمثل فيما يلي:[2]

أ- الأوراق المالية المتداولة تكون في ظل أجواء المنافسة الكاملة في سوق رأس المال.

ب- يساهم العديد من المحللين والمتعاملين بدور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية في ظل ظروف التأكد لزيادة الثروة.

ب- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.

ج- يمكن التعبير على العائد على الاستثمار في الأوراق المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

د- عدم وجود تكلفة للمعاملات أو الضرائب أو تكلفة الإفلاس، كما لا توجد قيود للبيع على المكشوف.

تجدر الإشارة إلى أن تسمية المراجحة المقصود به منح كل عامل تأثيره على معدل العائد للورقة المالية.

[1]- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 321.

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

2- معادلة نموذج تسعير المراجحة:

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل (Factor Model)، ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأوراق المالية، وهي عوامل اقتصادية عامة مثل عوامل السوق كالتضخم، التغير في معدل الفائدة، وعوامل خاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية كالرافعة التشغيلية للشركة وكفاءة إدارتها[3]

يمكن صياغة معادلة الـ APT في حالة وجود « N » من العوامل أو المتغيرات لتظهر على الشكل التالي:

$$R_i = \alpha_i + B_{I1}.\ I_1 + B_{I2}.\ I_2 + \ldots\ldots\ldots B_{In}\ I_n + \varepsilon_i$$

حيث:

R_i: معدل العائد المتوقع على الورقة المالية (i).

α_i: العائد المتوقع على الورقة غير المرتبط بالعوامل.

$B_{I1}.\ B_{I2}\ \ldots\ldots B_{In}$: معاملات حساسية العائد المتوقع للورقة (i)للعوامل.

$I_1.\ I_2\ \ldots\ldots\ I_n$: العوامل المشتركة لكل الأوراق وعددها « N »

ε_i : العائد في ظل المخاطر غير المنتظمة و العوامل العشوائية.

وعليه فوفقا لنظرية تسعير المراجحة فإن العائد ينقسم إلى جزأين: جزء غير منتظم، وجزء منتظم يتأثر فيه العائد بمجموعة من العوامل المشتركة وكل عامل مرتبط بمعامل حساسية، هذا الأخير الذي يلعب بالنسبة للعامل نفس الدور الذي يلعبه بالنسبة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلا أن العامل هنا هو السوق[4].

ويمكن ملاحظة أن نموذج APT يتميز بما يلي:[5]

أ- يرتكز على فكرة أساسية مفادها أن مجموعة قليلة من المتغيرات تؤثر نظاميا في المردودية المتوسطة للأوراق المالية في الأجل الطويل.

ب- لا يعتمد على المحفظة السوقية ولكن يتنبأ بالمخاطر السوقية المؤثرة على معدل العائد المتوقع، حيث يرى أن هناك العديد من المخاطر النظامية المؤثرة على عائد الورقة المالية.

---

[3]- محمد مطر، فايز يثم، مرجع سبق ذكره، ، ص 227.

[4]- بوزيدة سارة، مرجع سبق ذكره، ص 84.

[5] - Richard Brealey, Principes de gestion Financière, Pearson Education, Paris, 2006, P 15.

ج- يفترض بأن مردودية كل الأوراق المالية تتأثر بمعطيات الاقتصاد الكلي وبأحداث خاصة بكل منشأة.

3- التوازن في نموذج التسعير بالمراجحة:

حسب نموذج **APT** فإن الأوراق المالية التي تتعرض لنفس العوامل تحقق نفس العائد وهذا ما يسمى بقانون السعر الواحد، وعند عدم حدوث هذا القانون تبدأ عملية المراجحة، حيث يقوم المراجحون باندفاع لشراء الورقة ذات العائد المتوقع أن يرتفع، وبيع الورقة ذات العائد الموتقع أن ينخفض، والنتيجة هي ارتفاع سعر الورقة المالية الأولى وبالتالي انخفاض عائدها، وانخفاض سعر الورقة الثانية وبالتالي ارتفاع عائدها، وتستمر العملية إلى أن يتساوى عائد الورقتين، أي تختفي أرباح المراجحة وذلك بتساوي عائد الورقتين، وفي الأخير يصبح عائد الورقة المالية عبارة عن عائد يعوض عن المخاطر المصاحبة للعوامل، بالإضافة إلى عائد مقابل الزمن أي عائد استثمار خالي من المخاطر[6]، وعليه فنظرية الـ **APT** هي نظرية توازن.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أن نموذج الـ **APT** تعرض إلى انتقادات، تمثلت في عدم تحديد العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأوراق المالية سواء في طبيعتها أو عددها النظري وبذلك لم يتم اختبار النظرية عمليا.

وبعد مرور خمس سنوات على ظهور هذه النظرية حدد كل من **Roll** و **Ross** خمسة عوامل اقتصادية تؤثر على الأوراق المالية تتمثل في[7]:

1. مخاطر الثقة والتي تقاس بالفرق بين عوائد السندات طويلة الأجل والسندات الحكومية.
2. مخاطر الأفق الزمني والتي تقاس بالفرق بين عوائد السندات الحكومية طويلة الأجل وأذونات الخزينة قصيرة الأجل.
3. مخاطر التضخم وتقاس بمعل التضخم.
4. مخاطر دورات العمل، والتي تمثل التغير في مستوى نشاطات العمل الحقيقية.
5. مخاطر توقيت السوق، وتقاس بالجزء من عائد السوق الذي لم يفسر من قبل العوامل الأربعة السابقة.

[6]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 516.

[7]- بن زاير مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 81.

المحور الثامن: إدارة المحفظة

تمهيد:

نظرية المحفظة تهتم بقرارات المستثمر في اختياره للأصول المراد الاستثمار فيها من حيث الموازنة بين العائد المتوقع و المخاطر من خلال تعظيم العائد من دون أي زيادة في المخاطر أو تخفيض المخاطر عند مستوى معين من العائد، و تعتبر نظرية المحفظة من التطورات الكبيرة التي شهدها الاستثمار في الأوراق المالية.

إن تكوين محفظة مالية ناجحة يقتضي مطابقة مكوناتها لرغبات المستثمر و احتياجاته، و على ذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار القيود المفروضة على عملية الاختيار و كذا الأسلوب الأنسب لعملية الاختيار.

أولا: قيود تكوين المحفظة الاستثمارية:

يقصد بهذه القيود كل الأمور التي من شأنها أن نحد من حرية و حركة المستثمر في إدارة المحفظة لتحقيق الأهداف المرجوة، و لعل أهم هذه الأهداف ما يلي:[1]

1- القيد الزمني:

و يقصد به المدى الزمني الذي يرغب المستثمر فيه استثمار الأموال في محفظة الأوراق المالية، فقد يكون هذا المدى قصير أو متوسط أو طويل الأجل، و كلما زادت مدة الاستثمار كلما اتسع مدى الحركة أمام مدير المحفظة و وزادت قدرته على القيام بعمليات التنويع و التوزيع للأوراق المالية التي ستحتويها المحفظة بشكل سليم و أكثر فعالية.

2- قيد الإمكانيات المالية:

و يقصد به ما تفرضه بعض الاستثمارات أو الأسواق من حدود دنيا للمبالغ المقبولة للاستثمار، كما يتضمن أيضا حجم الأموال المتاحة لمدير المحفظة لاستخدامها في إدارة و تكوين المحفظة، و كلما توفرت احتياجات مدير المحفظة من الأموال كلما كانت قدرته على إدارة و تكوين المحفظة أكبر و أكثر توافقا، فضلا عن تمكينه من اقتناص الفرص السانحة و انتهازها للحصول على أوراق مالية بعينها بسعر معين و عدم الاضطرار إلى بيع أوراق لديه في وقت غير مناسب .

3- قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة:

يحدد هذا القيد الخيارات المتاحة للاستثمار، و بالتالي مدة و سهولة تسييل بعض الأوراق المالية في المحفظة عند الحاجة.

[1] – محسن احمد الخضيري، مرجع سبق ذكره، ص69.

4- قيود ضريبية:

و يرتبط ذلك بالقوانين و التشريعات 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 اطلاع بها حتى لا يتفاجأ بتغييرها

5- قيد العائد:

و يقصد به العائد الذي يمكن أن يقبله المستثمر على الاستثمار في المحفظة و يتمثل هذا العائد في جزأين : جزء يكفي لتعويضه عن مجرد حرمانه من تلك الأموال لشراء أوراق مالية، و هو ما يطلق عليه بالعائد مقابل عنصر الزمن، أما الجزء الثاني فيتمثل في عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة.

6- قيود و محددات المخاطر:

إن درجة تقلب المخاطر تتنوع و تختلف من استثمار الأخر و من ورقة مالية لأخرى و من درجة حظر معين لآخر، لذا لا بد على المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر و مدى تأثيرها على العائد.

ثانيا: سياسيات إدارة المحفظة الاستثمارية :

تبدأ مرحلة إدارة المحفظة بعد تكوينها، و ذلك لتحقيق الأهداف الاستثمارية المختلفة التي يسعى المستثمر لتحقيقها من خلال إتباع سياسات استثمارية مختلفة تعبر عن مجموعة القواعد المرشدة في عملية صنع و اتخاذ القرارات المالية و الاستثمارية، و تتباين السياسات الاستثمارية من محفظة لأخرى نظرا لاختلاف أهداف المستثمرين، و هذه السياسات ما هي إلا انعكاس طبيعي لنمط و فكر المستثمر في إدارة المخاطر و تحقيق مستويات محددة من العائد، و بالتالي يمكن التميز بين أنواع رئيسية من السياسات الاستثمارية تتمثل فيما يلي:

1 - السياسة الهجومية (الفعالة) :

تركز هذه السياسة على تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة لحدوث تقلبات حادة في أسعار الأصول المالية ، لذا يكون للأسهم العادية حصة الأسد من حجم الأموال المستثمرة في المحفظة المالية، خصوصا في فترات الانتعاش الاقتصادي و الرواج ، حيث يتم شراء كميات كبيرة من هذه الأسهم بأسعار منخفضة و الاحتفاظ بها لفترة

من الزمن، و بيعها عندما ترتفع الأسعار مما يحقق أرباحا رأسمالية، إلا أن هذه السياسة تنطوي على مخاطرة كبيرة حيث قد تكون ظروف مناوئة تمنع تحقيق ذلك.[2]

2- السياسة الدفاعية (السلبية):

و هي على عكس السياسة الهجومية، تتميز بالتحفظ اتجاه مخاطر الاستثمار، تستهدف تحقيق عاملي الأمان و الاستقرار من خلال تحقيق أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، لذلك تكون محتويات المحفظة عبارة عن أصول مالية ذات دخل ثابت مثل الأسهم الممتازة و السندات و أسهم الشركات الكبرى المستقرة التي لا تتأثر كثيرا بالمتغيرات الاقتصادية و تقلبات أسواق الأوراق المالية، و يستحسن إتباع هذه السياسة في فترات الكساد، لأن الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار أسهم الشركات الكبيرة يكون أقل من ذلك الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار الشركات النامية.[3]

3-السياسة المتوازنة:

تجمع هذه السياسة بين تحقيق الأمان و الاستقرار من جانب، و في نفس الوقت تحقيق فرصة جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة و الاستفادة من تقلبات و فروق الأسعار من جانب آخر، و تتكون المحفظة المالية وفق هذه السياسة من أسهم عادية و أصول مالية قصيرة الأجل و من أدوات استثمارية طويلة الأجل مثل السندات و الأسهم الممتازة، فإذا ما ارتفعت يمكن بيع الأسهم و الأصول المالية قصيرة الأجل لتحقيق أرباح رأسمالية. وتطبق هذه الساسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القائمة.[4]

إذا السياسة المتوازنة هي مزج من النوعين السابقين، لذا تتكون المحفظة المالية في ظل السياسة المتوازنة من :

أ- أصول مالية ذات عائد ثابت بهدف تحقيق الأمان و الاستقرار في عوائد المحفظة المالية (السياسة المتحفظة).

ب- أصول مالية ذات عائد متغير بهدف تحقيق نمو رأسمالي و الاستفادة من فروق الأسعار (السياسة الهجومية).

[2] سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2007، ص10.

[3] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص183.

[4] غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 25.

4 –سياسة التحوط

يلجأ المستثمر في هذه السياسة إلى تكوين محفظة مالية وقائية، أي تتكون من المشتقات المالية و ذلك لتقليل المخاطرة الناتجة عن عدم ثبات أسعار العديد من العناصر، كأسعار الفائدة و أسعار الصرف و أسعار الأسهم، كما قد يلجأ البعض إلى التعامل بها لغرض المضاربة.[5]

ثالثا: استراتجيات إدارة المحفظة الاستثمارية:

توجد عدة استراتيجيات يؤدي إتباعها إلى القليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية و من أهم هذه الاستراتيجيات ما يلي:

1– إستراتيجية اختيار الأوراق المالية:

تقتضي هذه الإستراتجية القيام بالتحليل الأساسي و الفني، و كذلك سبل تقييم الأوراق المالية بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية و مقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار تضمينها لمكونات المحفظة أو استبعادها منها ، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة و عن ظروف كل صناعة و الوقوف على أفضل المنشآت التي تنتمي للصناعة، أي أنه في حاجة لمعرفة مستقبل كل صناعة و كل منشأة تنتمي إليها، فضلا عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم و حجم التعاملات عليه، بهدف اكتشاف نمط لحركة بعض الأسهم و التي على ضوئها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية من مكونات المحفظة[6].

2 – إستراتيجية توقيت السوق:

إن اتخاذ قرار البيع أو الشراء من القرارات الأساسية لإدارة المحفظة الاستثمارية، وبالتالي فإن تجسيد مقولة ماذا نشتري يعتمد على مفاهيم أساسية نعتمدها عند الشراء ، فالإجابة على السؤال ماذا نشتري لابد من تحليل العوامل الفنية التي تبين مدى اتجاه السعر إلى الأعلى أو الأسفل و أين تقع نقطة صعوده الثانية مقارنة بالصعود الأولى، و هل السهم أكثر قوة مقارنة بالأسهم الأخرى في السوق.

[5] زياد رمضان جودة، مبادئ الاستثمار الحقيقي و المالي، دار وائل الطباعة ، الأردن ،1998، ص 287

[6] حسين السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، (ص 33)، على الموقع:

http://elibrary.mediu.edu.my/books/MAL03393.pdf

و حتى نجيب على السؤال متى نشتري لابد من معرفة اتجاه منحنى السوق و مدى احتمال تحسن الأسعار، و كذلك لابد من معرفة مدى كون السوق في المراحل النهائية للصعود أو أنه متجه نحو الهبوط المتواصل، و كذلك مدى ابتعاد سعر السهم عن قيمته الحقيقية[7].

3- إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة:

هي تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي إلى القطاعات الأخرى، و من الشائع تقسيم أسهم القطاعات إلى أربع مجموعات: أسهم منشآت حساسة للتغير في أسعار الفائدة كأسهم البنوك و المؤسسات المالية الأخرى ، و أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة و التي يطلق عليها الأسهم الدورية كأسهم شركات إنتاج الثلاجات ، و أسهم السلع الرأسمالية و هي المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية كالآلات و العتاد ، ثم الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية و الأغذية. و تقوم هذه الإستراتيجية على انتقال بين أسهم المجموعات خلال فترات الكساد و الرواج لأسهم هذه المجموعات[8].

[7] -دريد كامل آل شيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، 2010، ص 56.

[8] - حسن السلطان، مرجع سبق ذكره، ص 33.

المحور التاسع: قياس أداء المحفظة

تمهيد:

تعتبر عملية تقييم الأداء من الأساليب الرقابية التي قد تؤدي إلى تحسين أداء الاستثمار، مع العلم بأن عملية تقييم الأداء هي عملية مستمرة طوال الوقت وليست مقتصرة على شهر معين أو سنة معينة.

إن قرارات المحفظة المالية تتخذ في ضوء أهدافها، وعند اتخاذ القرار يتم شراء أو بيع الأدوات المتاحة، ولغرض قياس وتقييم نتيجة القرارات المتخذة والتأكد من صحة أو خطأ هذه القرارات وتأثيرها على تحقيق الأهداف يجب مراعاة عدة مبادئ قبل البدء في تقييم أداء المحافظ المالية وهي كالتالي:[1]

1. يجب أن تقاس قيمة أصول المحفظة على أساس القيمة السوقية أو على أساس القيمة الحقيقية للأصول وليس على أساس قيمة التكلفة الأصلية لهذه الأصول.
2. عند احتساب العائد يجب الأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة والمتوقع توزيعها في المستقبل، وكذلك المكاسب الرأسمالية أو الخسائر الرأسمالية وهي التي تحددها التغيرات في أسعار الأوراق المالية في الأسواق.
3. يجب الأخذ بعين الاعتبار حساسية الأوراق المالية في المحفظة لمخاطرة السوق، أي معامل بيتا (beta) لكل ورقة من هذه الأوراق.
4. يجب الأخذ بعين الاعتبار العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة عند عملية التقييم لإدارة المحافظ.
5. يجب مقارنة أداء المحفظة مع أداء السوق المالي، من خلال مؤشرات أسواق المال سواء كان المؤشر داخلي أو دولي.

ويتم تصنيف أداء مدير المحفظة بواسطة خط السوق على النحو التالي:

1. أداء جيد عندما يكون العائد على المحفظة أعلى من خط السوق.
2. أداء مقبول عندما يكون العائد على المحفظة على خط السوق.
3. أداء غير مقبول عندما يكون العائد على المحفظة تحت خط السوق.

[1] أنظر:

- غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص 206- 207.
- دريد كامل أل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص213.

تتعدد مداخل ونماذج أداء محفظة الأوراق المالية، وسوف تتعرض فيما يلي لأهم هذه النماذج متمثلة في:

- نموذج أو مقياس شارب Sharpe's Model
- مقياس ترينور Trynor's Measure
- مقياس جنسن Jensen's Measure

أولا: نموذج شارب:

قدم وليام شارب سنة 1966 مقياسا مركبا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء المحفظة، أطلق عليه نسبة المكافأة إلى التقلب في العائد[2]، وبالتالي فإن مؤشر شارب للأداء هو عبارة عن عرض للعلاقة بين العائد المتوقع للمحفظة جيدة التنويع وخطرها في صورة نسبة[3].

ويعطى بالعبارة التالية:

$$S_P = \frac{R_P - R_f}{\delta p}$$

حيث:

S_P: مؤشر شارب لقياس أداء المحفظة

R_P: متوسط معدل العائد خلال فترة القياس

R_f: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة

δ_P: الانحراف المعياري لعوائد المحفظة (المخاطرة)

$R_P - R_f$: العائد الإضافي للمحفظة أو علاوة الخطر

تجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة (باستخدام الانحراف المعياري)، والتي تتضمن كلا من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وعلى ذلك فإن معادلة شارب تحدد

[2] محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 281.

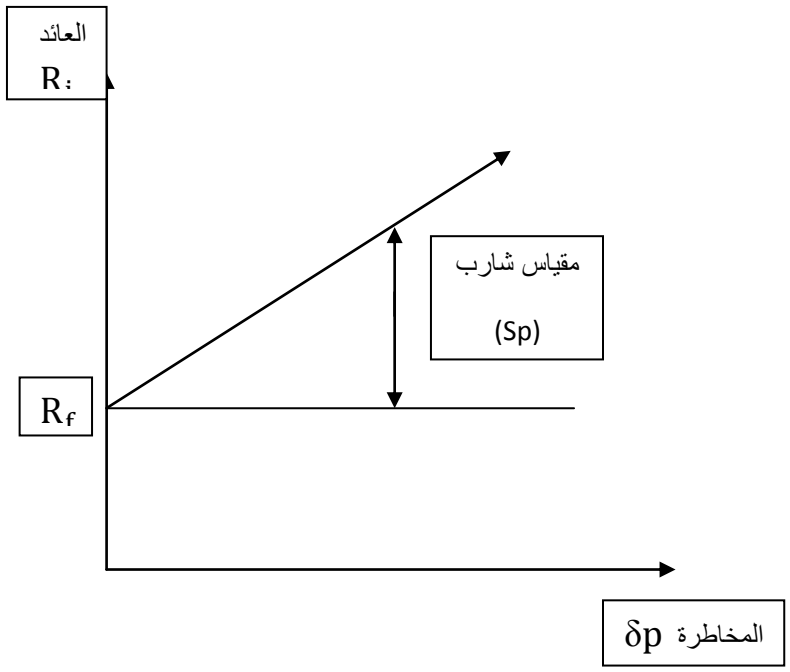
[3] بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 89.

في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة[4].

وكلما كانت قيمة المؤشر (Sp) مرتفعة كلما كان أداء المحفظة مرتفع، وذلك لأنها تحقق أكبر معدل للعائد عند نفس المستوى من المخاطرة.

ويمكن توضيح نموذج شارب لقياس أداء المحفظة بواسطة الرسم البياني التالي:

الشكل(9–1): نموذج شارب لقياس أداء المحفظة



المصدر:غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذطره، ص211.

تجدر الإشارة إلى أن أسلوب شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط، أو سندات فقط، كذلك فإن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة، ويرى البعض أن المحفظة أساس تقوم على فكرة التنويع، وإذا ما توافر التنويع الجيد داخل المحفظة فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر الخاصة وتبقى فقط المخاطر العامة والتي تقاس من خلال بيتا (beta) وليس الانحراف المعياري.

[4] محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 282.

مثال:

يمثل الجدول أدناه معدل العائد لثلاث محافظ مالية، وكذلك معدل العائد الخالي من الخطر (R_f) وعائد محفظة السوق، إضافة إلى مستوى المخاطرة بالنسبة لكل نوع من المحافظ.

السنة	عائد المحفظة **A**	عائد المحفظة **B**	عائد المحفظة **C**	عائد محفظة السوق **M**	معدل العائد الخالي من الخطر R_f
2000	38.7	-16	-33	-26	7.9
2001	39.6	39.4	30	36.9	5.8
2002	11.1	34.4	18.2	23.6	5
2003	12.7	-6.9	-7.3	-7.2	5.3
2004	20.9	3.2	4.9	6.4	7.2
2005	35.5	28.9	30.9	18.2	10
2006	57.6	24.1	34.7	31.5	11.5
2007	-7.8	0	6	-4.8	14.1
2008	22.8	23.4	33	20.4	10.7
المتوسط:	17.1	14.5	13	11	8.6
الانحراف المعياري:	28.1	19.7	22.8	20.5	-
معامل بيتا:	1.2	0.92	1.4	1	-

المطلوب: ترتيب المحافظ المالية من ناحية الأداء وفقا لمقياس شارب

الحل: يظهر أداء كل محفظة كما يلي:

المحفظة(A): $S_{p(A)} = \frac{17.1-8.6}{28.1} = \mathbf{30,2\%}$

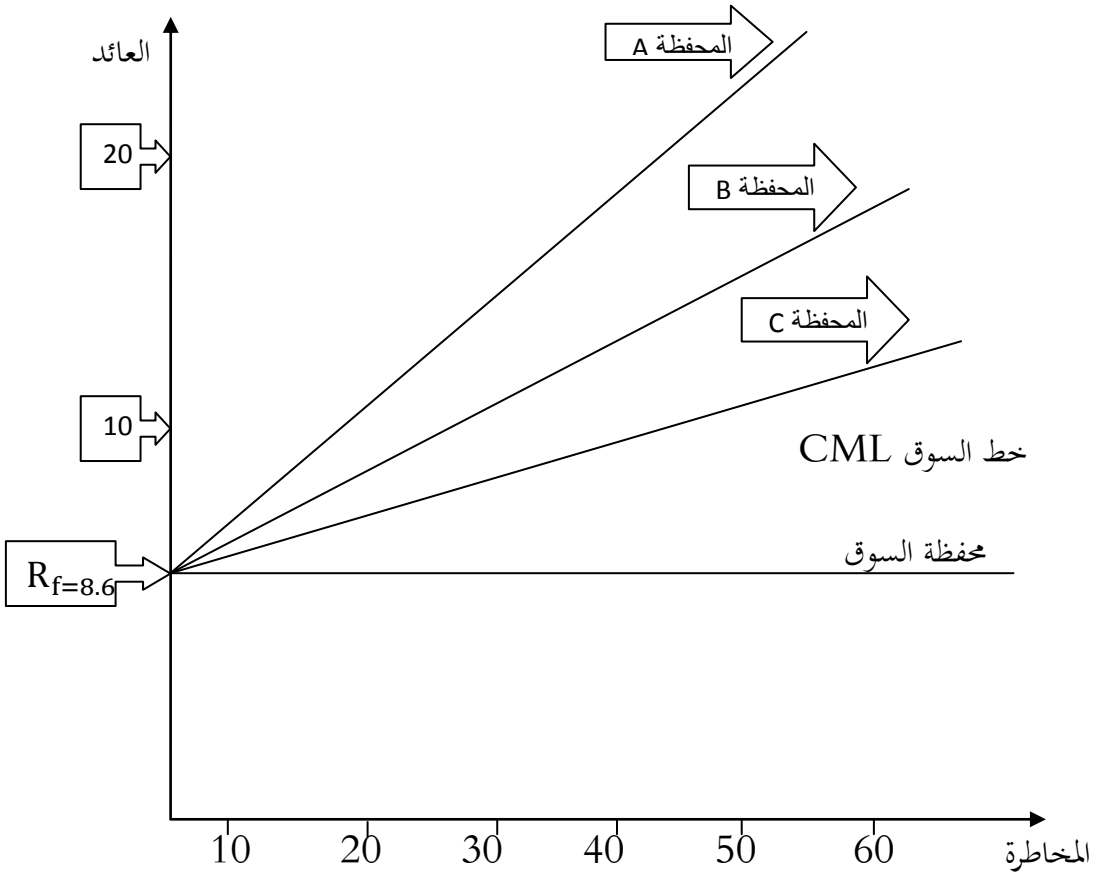
المحفظة(B): $S_{p(B)} = \frac{14.5-8.6}{19.1} = \mathbf{29,9\%}$

المحفظة(C): $S_{p(C)} = \frac{13-8.6}{20.5} = \mathbf{19,3\%}$

محفظة السوق(M): $S_{p(M)} = \frac{11-8.6}{20.6} = \mathbf{11,7\%}$

يتضح من خلال نتائج المثال السابق أن المحافظ المالية الثلاث لها أداء يفوق أداء محفظة السوق، والمحفظة **(A)** هي أحسن المحافظ أداء، والشكل التالي يبين مستوى أداء كل محفظة مقارنة بأداء السوق.

الشكل(10-1): مستوى أداء كل محفظة مقارنة بأداء السوق



ثانيا: نموذج ترينور:

يقصد بمؤشر ترينور نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة المنتظمة، ويقوم هذا المؤشر على فكرة الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

حيث يرى هذا النموذج أن المحفظة التي تم تنويعها جيدا تتخلص من المخاطر غير النظامية، وبذلك تبقى المخاطر التي تهم المستثمر ويتم تقديرها على أساس معامل Beta للمحفظة[5].

وتظهر علاقة ترينور لقياس أداء المحافظ على النحو التالي:[6]

$$Tp = \frac{R_P - R_f}{\beta p}$$

حيث:

T_p: مؤشر ترينور لقياس الأداء

$\bar{R}_p$: متوسط عائد المحفظة

R_f: العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة

βp: معامل بيتا للمحفظة (مستوى المخاطرة المنتظمة)

ويمكننا الحكم على أداء مدير المحفظة بالنسبة للمحافظ الأخرى من خلال مقارنة قيمة المؤشر لمدير محفظة معينة مع قيمة المؤشر لمدراء المحافظ الأخرى في السوق.

مثال:

بالعودة إلى معطيات المثال السابق يمكن إيجاد قيمة مؤشر ترينور لكل محفظة على النحو التالي:

المحفظة(A): $T_{p(A)} = \frac{17.1-8.6}{1.2} = 7.08\%$

المحفظة(B): $T_{p(B)} = \frac{14.5-8.6}{0.92} = 6.4\%$

[5]- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 80.

[6]- حسني حلي خريوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 169.

المحفظة(C): $T_{p(C)} = \frac{13-8.6}{1.4} = 4.2\%$

محفظة السوق (M): $T_{p(M)} = \frac{11-8.6}{1} = 2.4\%$

ثالثا: مؤشر جنسن: (Jensen)

قام Jensen سنة 1986 بتطوير طريقة لقياس أداء المحفظة المالية معتمدا في ذلك على العائد وتقدير القدرة التنبؤية لمدير المحفظة، ويطلق على هذا المقايس بمؤشر ألفا جنسن (Jensen alpha) أو العائد التفاضلي لجنسن[7].

لقد توصل جنسن إلى أن الواقع يبين أن بناء محفظة مالية منوعة تنويعا جيدا يقضي على المخاطر غير المنتظمة أمر مستحيل، بل من الممكن أن تحتوي هذه المحفظة على جزء من المخاطر غير المنتظمة من الصعب التخلص منها وهذا ما أغفله تسعير الأصول الرأسمالية[8].

وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا (β) في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والتي يمكن أن يطلق عليها علاوة خطر السوق[9].

ويعطى هذا النموذج بالعلاقة التالية:[10]

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f)$$

$$\Longrightarrow \quad \alpha_p = (R_p - R_f) - \beta_p (R_m - R_f)$$

حيث:

α_p: معامل جنسن لقياس أداء المحافظ

R_p: معدل العائد على المحفظة (p)

[7]- إلياس الخصير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنباء للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 7، 2011، ص 322.

[8]- بوزيد سارة ، مرجع سبق ذكره، ص 94.

[9]- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 289.

[10]- Veronique le sourd, Performance Measurement for traditional investment, EDHEC Business school, Lille-Nice, 2007, P15.

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطرة

R_m: معدل عائد محفظة السوق

β_p: معامل بيتا للمحفظة (p)

ويمكن التمييز بين ثلاث حالات:

- $\alpha p > 0$ $\Longleftarrow$ أداء المحفظة جيد مقارنة بمحفظة السوق
- $\alpha p < 0$ $\Longleftarrow$ أداء المحفظة سيء مقارنة بمحفظة السوق
- $\alpha p = 0$ $\Longleftarrow$ أداء المحفظة مساو لأداء السوق (عائد التوازن)

مثال:

بالرجوع إلى بيانات المثال رقم 01 يمكن قياس أداء المحافظ السابقة وفقا لنموذج جنسن كما يلي:

المحفظة (A): $\alpha p_{(A)} = (17,1 - 8,6) - \{1,2\ (11 - 8,6)\} = 5,62\%$

المحفظة (B): $\alpha p_{(B)} = (14,5 - 8,6) - \{0,92\ (11 - 8,6)\} = 3,69\%$

المحفظة (C): $\alpha p_{(C)} = (13 - 8,6) - \{1,4\ (11 - 8,6)\} = 2,19\%$

وتجدر الإشارة إلى أن النتائج السابقة تعكس معاملات موجبة لألفا للمحافظ الثلاثة مما يعني أن الأداء النسبي لهذه المحافظ جيد، وإن كانت المحفظة (**A**) أكثر المحافظ الثلاث تميزا في أدائها.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا: المراجع بالعربية

أ- الكتب.

1- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006.

2-أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية، ترجمة: سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، .2009.

3- جلال ابراهيم العبد، محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية،الإسكندرية،2005.

4- حسني علي خريوش و آخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران للنشر و التوزيع، الأردن، 2012.

5- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني و التحليل الأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006.

6- زياد رمضان محفوظ أحمد جودة ، إدارة البنوك، دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع ، عمان، 1995.

7- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دائرة وائل للنشر، الأردن، 2002.

8- دريد كامل أل شيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسير للنشر و التوزيع ، عمان، 2010.

9- سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2007

10- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة،، مكتبة أم القرى، المنصورة، -الاسكندرية، 2001.

11- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية،دار الراية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.

12- سمير عبد الحميد رضوان،أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية،المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، دار النهار، مكتب القاهرة، 1996.

13- طاهر حيدر حردان ، مبادئ الاستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان، 1997.

14- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية أسهم سندات، وثائق الاستثمار، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2000.

15- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية – من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة، القاهرة، 2004.

16- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2006 .

17- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
18- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع ، عمان، 2015.
19-كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 1997.
20- محمد مطر، إدارة الاستثمارات- الإطار النظري و التطبيقات العلمية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 1999
21- محمد مطر، فايز يتم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
22- محمود صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان 2005.
23- محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2003.
24- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
25- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى طه، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009.
26- محسن أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، إيتراك للنشر و التوزيع، مصر، 1999.
27- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، المعارف للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2004.
28- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية ،1997.
29- نضال الشعار،سوق الأوراق المالية و أدواتها (البورصة)،دار الجندي للطباعة و النشر، حلب، الطبعة الثالثة، 2006.
30- هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن ،2009.
31- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني، ط1، لبنان،2003.

ب- الرسائل و الأطروحات

1- جبار محفوظ،" البورصة التسيير، خوصصة، المؤسسات العمومية" ، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 1997/1996.

2- عباس كاظم جاسم الدعمي، أثر السياسات النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية- دراية تطبيقية في مصر و الولايات المتحدة الأمريكية للفترة 1990-2006 ، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة و الاقتصاد ،جامعة الكوفة ،2008.

3- إسماعيل جميل الصعيدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي – دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011.

4- باسل صقر، محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سوريا، رسالة ماجستير كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2006.

5- بوزيد سارة ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري – دراسة حالة بنك BNB PARIBAS، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية،- جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007.

ت- المجلات والمؤتمرات

1- إلياس الخصير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 7، 2011.

2- بن أعمر بن حسين و آخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس و المغرب،مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2012/02

3- سميرة لطرش، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد أ ، العدد32، جامعة قسنطينة، ديسمبر 2009.

4- شوقي بورقبة،دور نظرية الاشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير،، العدد،10 جامعة فرحات عباس ، سطيف ،2010

5- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، صادرة عن جامعة محمد خيضر –بسكرة،2010/2009

6- دريد آل شبيب، عبد الرحمان الجبوري،أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر العلمي الرابع للريادة والابداع استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلاديلفيا، كلية العلوم الإدارية و المالية، 15-2005/03/16، متاح على : www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/44.pdf

7- سعيد بوهراوة، التلاعب في الأسواق المالية، عرض تحليلي نقدي،- رابطة العالم الإسلامي الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010.
8- صالح البربري، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية، كلية الشريعة والقانون، أيام 16،17، ،18 ، صفر1428، دبي.

ثانيا:المراجع باللغة الأجنبية

الكتب

1-Allan Timmermann and Clive W.J.Granger, Efficient Market Hypothesis and Forcasting, International Journal Of Forcasting 20, 2004.

2 -Bertrand Jaquillat et Bruno slonik, "Marches Financiers : gestion de portefeuille et des risques", Gauthier Villars, Patis,1994.

3- Graeme West- 'An mtroduction to moderne Portofolio theory- Markowitz – CAPM- APT and Black – Litterman ', working paper – Finonciol Modelling Ageucy – june 26-2006

4- Jean-Baptiste, Ferrari, Economie du risque « Application à la finance et l'assurance », Bréal, 2002.

5- Jonathan Bert, Peter Demarzo, Gunther Capelle Blancard, Nicolas Couderc , Finance d'entreprise, Pearson education,1^{er} ed ,Paris , 2008.

6-Mark Dorfmen, Introduction To risk Management and insurance, Hall, 1998.

7-Pierre Ramage , Finance de Marché, Edition d'organisation , Paris, 2002.

8- R. COBBEAU : « Théorie Financière », 3e édition, Economica, Paris, 2001.

9- Robert-A.Haugen, **Modern Investment Theory**, fifth edition, Prentice Hall, New Jorsey, 2001.

10 -Richard Brealey, Principes de gestion Financière, Pearson Education, Paris, 2006.

11 -Veronique le sourd, Performance Measurement for traditional investment, EDHEC Business school, Lille-Nice, 2007.