جامعـة يحي فارس بالمديـة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبة

دور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة المالية

دراسة حالة بورصة الجزائر

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم مالية ومحاسبة

تخصص مالية مؤسسة

إعداد الطالبان:

- كريم بونوة
- رؤوف طراد

إشراف الأستاذ:

-محمد بن عيشوش

السنة الجامعية: 2020/2019

كلمة شكر

بعد شكر الله شكرا يليق بجلاله وعظيم سلطانه وكبريائه وعظمته ومنه وكرمه الذي أحاطنا به ورعايته لنا في انجاز هذه الدراسة وما توفيقنا إلا بالله والصلاة والسلام على خير خلق الله محمد وعلى آله وصحبه ومن ولاه.

يسعدنا أن نتقدم بالشكر والتقدير للدكتور الفاضل **بن عيشوش محمد** الذي وافق وأشرف على هذا الموضوع . لك منا أسمى عبارات الشكر والتقدير والاحترام على مراجعتك وتوجيهاتك وملاحظاتك ونصائحك القيمة لبحثنا هذا.

ونتقدم بأسمى معاني التقدير إلى أعضاء اللجنة الموقرة الذين تحملوا عبء قراءة ومناقشة هذه الأطروحة.

إ هـ د ا ء

إلى من جرع الكأس فارغا ليسقيني قطرة حب، إلى من كلت أناملة ليقدم لنا لحظة سعادة، إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم، إلى من شقفت اسمه من اسمي وعمل وكد وجد ثم تعب حتى وصلت إلى هدفي أبي الغالي.

إلى ملاكي في الحياة وسندي، إلى أجمل وأقوى امرأة في حياتي، إلى التي سهرت علي الليالي من أجل نجاحي، إلى معنى الحب و إلى معنى الحنان والتفاني، إلى بسمة الحياة و سر الوجود، إلى من كان دعائها سر نجاحي و حنانها بلسم جراحي أمي الحبيبة.

إلى من كان حبهم يجري في عروقي و يلمع بذكراهم فؤادي، إلى من كانت نظراتهم الى فرحتي و شجاري معهم شقوتي و حبي لهم

حياتي إلى إخوتي:

محفوظ، نادية، حميد، زكرياء، كمال.

إلى فرحة البيت أبناء إخوتي: عبد المؤمن، يوسف عبد الرحمن، إسراء.

إلى أصدقائي: عبد الفتاح، فتحي، وكل الأصدقاء و الأحباب والزملاء الذين عرفتهم وأحببتهم وأحبوني.

إلى روح جدي و جدتي.

إلى من تقاسم معي هذا العمل المتواضع: رؤوف.

كـريـم

إ هـد ا ء

إلى الذي أحب الشقاء لأجل سعادتي؛ إلى الذي علمني حلو الحياة ومرها؛ إلى الذي رسخ فيا مبدأ الاعتماد على النفس والتحمل والصبر أبي الغالي.

إلى الشمعة التي ذابت من أجل أن تضيء لي درب الحياة؛ إلى العين التي سهرت لأجل أن تشرق عليا شمس الأمنيات؛ إلى التي تعبت حتى يكون نصيبي النجاح أمي الحبيبة.

إلى إخوتي وبسمة حياتي وسندي : محمد، نوال، عمار.

إلى فرحة البيت أبناء أختي: أنس، إياد، ياسين، إكرام.

إلى جميع الأصدقاء و الأحباب والزملاء الذين عرفتهم وأحببتهم وأحبوني.

إلى من تقاسم معي هذا العمل المتواضع: كريم.

رؤوف

ملخص:

تهدف دراستنا إلى دراسة الأسواق المالية وهيكل تنظيمها وكذا أهدافها ودورها في الدفع بعجلة التنمية الاقتصادية مهما كان نوعها، بالإضافة إلى تحديد الإطار النظري للمحافظ الاستثمارية ومكونات تلك المحفظة وأهدافها وكذا أنواعها.

تهدف دراستنا أيضا إلى تحديد إستراتيجية وإدارة المحفظة أي خطة إدارة المحفظة على المدى الطويل مما يتيح لمدير المحفظة تحقيق أكبر منفعة من المحفظة الاستثمارية.

هدفت دراستنا أيضا إلى تحديد الدور الايجابي الذي يلعبه تنويع الأصول في المحفظة المالية لبورصة الجزائر بالنسبة للشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري، حيث أن الأصول ما هو إلا تقنية للتحوط والتقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، المحافظ المالية، المخاطر المالية، تقليل المخاطر، بورصة الجزائر.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات:

العنوان	الصفحة
كلمة شكر	
الإهداء	
ملخص	
قائمة المحتوى	II
قائمة الأشكال	
قائمة الجداول	V
مقدمة	أ
الفصل الأول : الأسواق المالية	
مقدمة الفصل	02
المبحث الأول: عموميات عن الأسواق المالية وأهميتها	03
المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية	03
المطلب الثاني: أقسام الأسواق المالية	05
المطلب الثالث: آليات سير الأسواق المالية	10
المبحث الثاني :ماهية المحفظة الاستثمارية ؟	15
المطلب الأول :نشأة المحفظة الاستثمارية مفهومها وأهدافها	15
المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية	18
المطلب الثالث: مكونات المحفظة الاستثمارية	20
خلاصة الفصل	30
الفصل الثاني: مخاطر المحفظة المالية وكيفية التقليل منها	
مقدمة الفصل	32
المبحث الأول: تكوين المحفظة المالية	33
المطلب الأول: العائد	33
المطلب الثاني: المخاطرة	37
المطلب الثالث: المحفظة المثلى	41
المبحث الثاني: طرق التقليل من مخاطر المحفظة المالية	49
المطلب الأول: مفهوم استراتيجيات إدارة المخاطر	49
المطلب الثاني: المشتقات المالية كآلية للتغطية أو تقليل المخاطر	54
المطلب الثالث: التنويع كأداة لمعالجة المخاطرة،	57
خلاصة الفصل	63
الفصل الثالث:دراسة حالة عن بورصة الجزائر	
مقدمة الفصل	
المبحث الأول: نظرة عامة عن بورصة الجزائر	67
المطلب الأول: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر	67

المطلب الثاني: عملية الإدراج في بورصة الجزائر	74
المطلب الثالث: أسواق بورصة الجزائر وطريقة التسعير فيها	80
المبحث الثاني: دراسة تنويع الحفظة المالية في بورصة الجزائر	83
المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة	82
المطلب الثاني: تشكيل محافظ مالية منوعة محليا	83
خلاصة الفصل	90
خاتمة عامة	92
المراجع	95
الملاحق	101

قائمة الأشكال والجداول

قائمة الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
شكل رقم (01-01)	الأسواق المالية	09
شكل رقم (01-02)	خط سوق رأس المال	43
شكل رقم (02-02)	الحد الفعّال	44
شكل رقم (03-02)	خط الأوراق المالية(SML)	46
شكل رقم (04-02)	منحنيات سواء المستثمر	49
شكل رقم (05-02)	التنويع الساذج	59
شكل رقم (06-02)	تنويع ماركويتز	60
شكل رقم (07-02)	التنويع الدولي	62
شكل رقم (01-03)	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم	82
شكل رقم (02-03)	معدلات عوائد الأوراق المالية في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	84
شكل رقم (03-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على عوائدها (بورصة الجزائر).	85
شكل رقم (04-03)	بيتا أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	87
شكل رقم (05-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها (بورصة الجزائر).	88

قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول 01	عوائد الأوراق المالية في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	83
الجدول 02	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على عوائدها (بورصة الجزائر)	85
الجدول 03	بيتا أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	86
الجدول 04	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها (بورصة الجزائر).	88

المقدمة

مقدمة:

إن السوق المالي هو الاحتياج الرئيسي للحاجات الرئيسية في الحياة اليومية كما يعتبر جوهر الحياة لأي مستثمر أو مؤسسة وهذا لتحقيقه العديد من الوظائف الأساسية داخل تلك المؤسسة وللتحكم في ذلك المال وتوفيره بحجم مناسب وفي وقت مناسب لا بد من الاستعانة بنظام مالي.

يقوم هذا النظام المالي بتحويل المال من الوحدات التي تعاني فائض إلى الوحدات التي تعاني عجزا ماليا ومنه يمكن القول أن هذا النظام يجمع بين عارضي وطالبي الأموال ومن هنا ينشأ مصطلح السوق المالي.

تتميز الأصول المالية في الأسواق المالية بالاختلاف والتعدد وهذا لاتسامها بعدة خصائص تميز هذه الأدوات المالية عن بعضها بحيث أن كل مستثمر يختلف عن المستثمر الآخر من حيث حيازته لهاته الأصول المالية.

في حال كان المستثمر الواحد يملك العديد من الأصول المالية مع اختلاف نوعها ومع تزايد رغبته واهتمامه في الاستثمار في كل هذه الأصول ينشأ مصطلح المحفظة الاستثمارية التي هي مزيج للأصول المالية التي يمتلكها المستثمر.

المحفظة الاستثمارية من أكثر التنظيمات التي أخذت حيزا هاما في الدراسات الاستثمارية، واتخذت صيغا وأشكال متعددة، وهذا ما يتطلب تحديدا دقيقا لكافة عناصرها وأنواعها و كذا مكوناتها.

إن غاية كل مستثمر من الاستثمار تحقيق ربح وإيراد منتج من رأس ماله الذي بذله في الاستثمار في محفظته الاستثمارية وهذا ما يسمى السعي في تحقيق العوائد مع اختلاف أنواعها بحيث أن هذه العوائد هي إيرادات توظيف الأموال لمدة زمنية معينة، وبما أن عملية الاستثمار يصاحبها نوع من الخوف وعدم الاستقرار يظهر مصطلح المخاطرة الذي هو مرادف للعائد فكل الاستثمارات التي تحقق العوائد لا تخلو من المخاطر بمختلف أنواعها.

إن السيطرة والتقليل من المخاطر الاستثمارية في المحفظة الاستثمارية هي مسؤولية كل حامل لها، هذه المسؤولية يتم تطبيقها ميدانيا عن طريق استراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية، هي استعمال كل الأدوات المالية التي بوسعها تقليل المخاطر وتدنيتها كالمشتقات المالية، كما يجب على المستثمر أن لا يعتمد على نوع محدد من الأصول والاستثمار فيه بل يجب عليه جعل محفظته الاستثمارية متنوعة وهذا ما يسمى التنويع.

الإشكالية:

بناءا على المعطيات السابقة يمكن صياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث على النحو التالي:

ما هو دور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في بورصة الجزائر؟

ويؤدي هذا التساؤل إلى طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية:

1. ما مفهوم الأسواق المالية، ما أنواعها؟
2. ما هو عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية؟
3. هل يمكن أن يكون التنويع أداة فعالة في التقليل من مخاطر الاستثمار في المحفظة المالية في بورصة الجزائر؟

فرضيات البحث:

1. الأسواق المالية هي مكان التقاء عارضي وطالبي الأموال وهي نوعان:سوق مالية وسوق نقدية.
2. عائد الاستثمار هو المكاسب المنجمة من الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، والمخاطرة هي مدى تقلب ذلك العائد وعدم استقراره.
3. يساهم التنويع بشكل كبير في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في بورصة الجزائر.

أسباب اختيار موضوع البحث:

تتمثل أسباب اختيار موضع البحث المعنون بدور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ما يلي:

- قلة البحوث المقدمة في الموضوع.
- إن هذا الموضوع يندرج ضمن مجال التخصص وهو مالية المؤسسة.
- الرغبة في الاستثمار المستقبلي والتعلق بموضوع الأسواق المالية.
- عامة مقياس الأسواق ورؤوس الأموال مقياس يدفع الطالب إلى التعلق به.

أهمية البحث:

تنبع أهمية الأسواق المالية من خلال الدور الذي تقوم به وهو تعبئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار، لهذا وجب علينا التوضيح للمستثمرين كيفية التقليل من المخاطر المصاحبة للعائد والإيرادات ولهذا فان هناك وسيلة للتقليل من مخاطر محفظة الاستثمار ألا وهو التنويع الذي هو مبني على اقتناء العديد من الأوراق المالية في المحفظة الواحدة ودراسة مخاطرها والارتباط بينهما ومنه وبناءا على هذه النظرية يتم تقليل مخاطر المحفظة الاستثمارية.

أهداف الدراسة:

يعتبر الاستثمار ضرورة أساسية للدفع بعجلة التنمية الاقتصادية ولعل هذا الاستثمار يجب أن يكون في الأسواق المالية والتي يحمل فيها المستثمرون ما يسمى بالمحافظ الاستثمارية، وتهدف هذه الدراسة إلى:

- الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للأسواق المالية.
- تقديم نظرة عامة عن المحافظ الاستثمارية والعائد الناتج منها و المخاطرة المسحوبة على مع هذا العائد.
- توضيح كيفية التقليل من المخاطر عن طريق التنويع في الأصول المالية داخل المحفظة الاستثمارية.

منهج الدراسة:

للإجابة عن التساؤل الوارد في الإشكالية ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتاريخي في بداية البحث في الفصلين الأول والثاني واعتمدنا على دراسة حالة في الفصل الثالث المخصص لبورصة الجزائر.

الدراسات السابقة:

نحن بصدد إعداد هذا الموضوع، تم الاطلاع على بعض الرسائل التي تناولته وهي أساسا:

- قام عبد الرحمن البوادري و نوفان العليمات: بدراسة تحت عنوان دور الرقابة الداخلية في الحد من المخاطر المالية المرتبطة بسياسة تنويع الاستثمار دراسة ميدانية حيث قام بالتعرف على أبعاد المخاطر المالية (مخاطر الائتمان، السيولة، رأس المال، التمويل، التضخم)، وكيفية التقليل منها خلال الفترة 2014-2015 في جامعة الرياض-السعودية وتوصل إلى الدور الفاصل الذي تلعبه الرقابة الداخلية عند تعلقها بتنويع الاستثمار.
- وقامت أيضا الطالبة عبد الكريم هاجر مسعودة بدراسة تحت عنوان إدارة أعمال المحافظ الاستثمارية "دراسة تطبيقية عن بورصتي عمان والبورصة المصرية" حيث قامت بتعديد مفهوم الاستثمار في المحافظ الاستثمارية مع كيفية تشكيل محفظة استثمارية مثلى وذلك بتفادي المخاطرة التي تأتي مع العائد باستعمال مبدأ تنويع أصول المحفظة خلال الفترة 2011-2012 في جامعة القاهرة- مصر وتوصلت إلى أن المحافظ الاستثمارية هي وسيلة استثمار في غاية الأهمية وذلك للدور الذي تلعبه في مزج الأصول في يد مدير واحد وكذلك توصلت إلى الخطوات التي تستعمل في إدارة المحفظة وكذلك السياسات وأن مبدأ التنويع هو مبدأ أساسي للتحوط من المخاطرة وذلك بسبب استراتيجياته المختلفة وكذلك أنواعه.

- قام عوامر محمد بدراسة تحت عنوان إدارة المحفظة المالية باستخدام أسلوب البرمجة التربيعية "دراسة تطبيقية لمحفظة الأوراق المالية في السوق المالي السعودي" حيث قام بالتعرف على ماهية سوق الأوراق المالية وكذا مفهوم المحفظة المالية ومكوناتها والعائد والمخاطرة والناتج عنها وكذلك سياسات إدارة المحفظة وكيف أن التنويع وسيلة من وسائل التنديد من مخاطر المحفظة وذلك خلال الفترة 2014-2015 في جامعة محمد بوضياف المسيلة وتوصل إلى أن محفظة الأوراق المالية أداة مكونة لأكثر من أصل، يتم الاستثمار فيها داخل الأسواق المالية حيث أن هذاه الأخيرة هي مكان التقاء عارضي وطالبي رؤوس الأموال، حيث أن هدف مدير المحفظة هو تحقيق عائد مرضي يغنيه عن استغلال موارده طيلة فترة الاستثمار مع عدم نسيان فكرة وجود مخاطرة كصاحب هذا العائد، وللتقليل من مخاطرة المحفظة استعمل الطلب مبدأ التنويع الذي لا يقل أهمية في تقليل مخاطرة المحفظة.
- قام الطالب أيمن سعد بدراسة تحت عنوان أساليب إدارة المحفظة الاستثمارية في الأسواق المالية " دراسة تطبيقية في بورصة المغرب حيث قام الطالب بتحديد الإطار النظري للأسواق المالية وهذا عن طريق تحديد مفهوم الأسواق وقام كذلك بتحديد مفهوم المحافظ الاستثمارية والعائد الناتج عنها وعلاقته بالمخاطرة وذلك خلال الفترة 2012-2013 في جامعة أبوبكر بلقايد-وهران، وتوصل إلى أن الأسواق المالية هي ميكانيزم منظم ليحفظ حقوق المشترين والبائعين وأن هذه الأسواق لها آلية سير ولها عدة أهداف تختلف مع اختلاف أنواعها كما أن هناك سياسات و استراتيجيات يقوم بها مدير المحفظة لإدارة محفظته المالية.

هيكل الدراسة:

قسمنا البحث إلى ثلاث فصول تناولنا في الفصل الأول الإطار النظري للأسواق المالية في مبحثين، المبحث الأول حول الأسواق المالية والمبحث الثاني حول المحافظ الاستثمار، أما الفصل الثاني فنتحدث عن العائد والمخاطرة وكيفية التقليل من مخاطرة الاستثمار في مبحثين، المبحث الأول عائد المحفظة الاستثمارية ومخاطرتها والمحفظة الاستثمارية المثلى، أما المبحث الثاني فهو استراتيجيات إدارة المخاطر وكيفية التقليل منها عن طريق المشتقات المالية و التنويع، أما الفصل الثالث دراسة حالة عن بورصة الجزائر في مبحثين المبحث الأول نظرة عامة عن بورصة الجزائر والمبحث الثاني تطبيق فعلي للعائد والمخاطرة عن الأسهم الموجودة في السوق.

الفصل الأول:
الأسواق المالية

مقدمة الفصل:

تلعب الاسواق المالية دورا كبيرا في تسيير عجلة الاقتصاد المحلي و العالمي حيث تعتبر البورصات او بمفهوم اوسع الاسواق المالية دورا كبيرا في حشد الموارد المالية بحيث تعطي الاسواق المالية فرصا للمستثمرين في تشغيل اموالهم المدخرة و الاستفادة منها.

و لاداء هذه الوظيفة على اكمل وجه و تحسين كفاءة الاسواق لابد من توفير بعض الامكانيات او الادوات التي تمكن المستثمر من الشعور بالامان و كذا اتاحة و توفير كل ما يحسن جودة الاستثمار و من هذه الادوات نذكر محفظة الاستثمار المالية التي هي مزج للاصول المالية التي يملكها المستثمر الواحد .

و ستناول في هذا الفصل ايضا الاطار النظري للاسواق المالية حيث سنتناول في المبحث الاول مفهوم الاسواق المالية و اقسامها و الية سيرها اما في المبحث الثاني سنتناول مفهوم المحفظة االمالية و نشاتها و اهدافها و كذا نوع المحافظ الاستثمارية بالإضافة الى مكوناتها.

المبحث الأول: عموميات عن الأسواق المالية وأهميتها

إن موقع سوق الأوراق المالية يعتبر واضحا ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

أولا: تعريف السوق المالي

ومن الملاحظ ان مفهوم اسواق المال يتسع ليشمل جميع قنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف القطاعات والمؤسسات وافراد المجتمع، وربما هذا الأمر جاء مفسرا لتعدد مفاهيم وتعاريف وتقسيمات أسواق المال مع ملاحظة ان معظم تعاريف ومفاهيم الأسواق المالية انما تصب في خانة واحدة وتشترك في معظم العناصر المؤلفة لها. فمنها ما جاء مبسطا وسهلا، ومنها ما جاء واسعا جامعا.

فقد عرفها البعض بانها: "المكان الذي يتم فيه تدفق الآمال ومن تلك الوحدات المدخرة الى الوحدات المستثمرة، حيث تتنقل الأموال من الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال الكافية لاستغلال هذه الفرص"[1]

ويرى آخرون منطلقين بتعريفهم من أساس العدالة والمنافسة، مشيرين بباطنية التعريف الى المضاربة بأن الأسواق المالية هي: "أسواق نموذجية تسودها المنافسة الحرة على الأسهم والسندات والعملات الأجنبية ويمكن من خلالها تجميع المدخرات الوطنية وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية الهامة في الاقتصاد الوطني"[2]

وآخرون يصبغون عليها صيغة الهدفية بالتعامل فيعرفونها بأنها: "تجمع موضوعي وشخصي بهدف التعامل بالأصول المالية التي تدعم بدورها قطاع الإنتاج المادي"[3]

مهما تكون التعاريف التي بحثت مفهوم الأسواق ومخما تشبعت، لا بد لها وأن تقودنا الى فكرة في غاية الأهمية مقتضاها بأن "هذه الأسواق توفر قنوات ادخارية جديدة وعديدة واضافية خالقة بذلك فرص استثمارية عديدة لكثير من تلك الادخارات التي لم تجد لها طريقا للاستثمار مشركة إياها في قطاعات عدة يستفيد منها الاقتصاد المعني بشكل كبير في ظل قوانين عادلة من المنافسة الشريفة والمساواة ".

---

[1] باسل صقر، **محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية**، رسالة لنيل شهادة الماستر، كلية الاقتصاد،جامعة دمشق،**ص7**

[2] بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، **ص**39

[3] محمود أمين زوبل، **بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق -أحوالها مستقبلها**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص ص: 26 27.

ثانيا: أهمية السوق المالي

تكمن أهمية الأسواق المالية في أمور متعددة نذكر منها[1]:

1. نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجرى في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، يصدرها المستثمرون (او وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة او اعتمادات تسهيلات ائتمانية متداولة. وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على اتباع نفس سلوك في الأسواق المالية، كما وان مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعنية يسهم مباشرة في تحويل المدخرين الى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها.

كلما اتسع نطاق الوعي بأهمية النشاط الاستثماري من خلال قنوات المعلومات المختلفة وخاصة أجهزة الأعلام وشبكات التواصل والمناهج والاتصالات والمناهج الدراسية او البحوث العلمية الأكاديمية وتوافق هذا الاتساع (في الوعي الاستثماري) مع المناخ الاستثماري الملائم في الرفاهية الاقتصادية والظروف الاعتيادية فإن دور الأسواق المالية الملائمة يكون محور التحفيز المباشر والجذب الحقيقي للأفراد والشركات بغرض تحقيق مزيد من الاندماج فيما بين نشاطات الأسواق المحلية والوطنية والدولية.

2. تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورا فعالا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم والسندات. وهذا كلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق أكثر ملائمة فإن الدور التحفيزي لهذه الأسواق بالنسبة للمدخرات يكون أكبر، وخاصة عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير الاعتيادي في الأجهزة المصرفية.

3. تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسة، وذلك لتحويل الموارد الى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن الى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن ولربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض بالأطراف المدينة ذات العجز.

4. تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل. حيث يلاحظ في هذه الأسواق النقدية وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم و السندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية، كما ويلاحظ أيضا وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبا هاما من الأسواق المالية، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار

[1] هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص84.85

فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير مهام الأسواق والمؤسسات المعتمدة عليها في تشغيل عملياتها الجارية، وهذا ما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال.

5. يمكن للأسواق المالية من خلال ادارتها ومكاتبها المتخصصة وخبراتها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل الأدوات وأنسب طرق لتمويل هذه الاحتياجات.

6. ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية والذي يمكن تعزيزه من خلال عمليات التحوط التي تمارسها إدارات الأسواق المالية وخاصة عند توجيه حركات المضاربة والحد من المبالغة في حركات الأسعار وفي هذا المجال توجد أدوات وأساليب عديدة لتحديد سقف التغير الذي يحدث في ذلك الحركات. هذا فضلا عن التقاليد الاستثمارية التي تكرسها الإدارات المعنية في تخفيف حدة تقلبات الأسعار. وذلك مثل الهياكل التنظيمية السائدة في الأسواق المالية والمواصفات الوظيفية للعاملين وارتباطهم بالمستثمرين والوسطاء وشروط الاستمرار في النشاطات في النشاطات الجارية وإجراءات العمل وأساليب التعامل مع حقائق السوق وكيفية الإعلان عنها...[1]

7. تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة سياسة الاستثمار في الاقتصاد.

المطلب الثاني: أقسام الأسواق المالية

للأسواق المالية عدة تقسيمات نذكرها في التصنيف الأتي:

أولا: السوق النقدية:

I. ماهية السوق النقدية:

هي سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، حيث يمكن إقراض واقتراض الأموال لمدة تتراوح بين عدة ساعات إلى غاية سنة، كما يمكن ان تتعدى ذلك إلى اجال متوسطة وذلك من خلال حيازة أموال مقابل سندات ذات تاريخ استحقاق يصل حتى سبع سنوات، مشكلة بذلك مصدرا لإعادة التمويل من طرف البنوك، كما ن السوق النقدية هي سوق مفتوحة أيضا لا طراف أخرى تتداول أصول مالية قابلة للتداول[2].

ويتعامل في السوق النقدية المستثمرون الذين يفضلون تحمل درجة مخاطرة منخفضة عند استثمار أموالهم في الأصول المالية المختلفة ذات سيولة مرتفعة وتحقق لهم درجة عالية من الأمان وتلعب البنوك ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى دورا أساسيا فيها.

وتتمتع السوق النقدية بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي تتداول فيها، كما تتميز المعاملات في هذا السوق بانخفاض تكلفة الصفقات لسهولة وسرع إنجازها وتنفيذها.

---

[1] هوشيار معروف،**مرجع سبق ذكره**،ص86

[2] Gilles jacoud, **un panorama de différente marches dz capitaux,** revue chahier français, la documentation français, n 361, mers-avril 2011, p31

ويعود السبب لإنخفاض درجة الخطر فيها لأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية إلى كونها أدوات قصيرة الأجل وأغلب هذه الأدوات صادرة عن البنوك التجارية أو البنك المركزي أو الحكومة ممثلة في الخزينة العامة وهذه الجهات تتميز بملاءة عالية.

وتلعب السوق النقدية دورا مهما في إعادة تمويل البنوك، فالبنوك التي لها فائض في السيولة تقرض البنوك التي لها حاجة في السيولة.

ثانيا: السوق المالية :

السوق المالية هي ذلك الفضاء الذي يتم فيه يوميا بيع وشراء أدوات مالية، حيث يلتقي فيها مباشرة العارضين والطالبين لرؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي بذلك أداة تخصيص الموارد طويلة الأجل في خدمة المؤسسات والإدارات[1].

وتعتبر السوق المالية إطار لإصدار وتداول الأوراق المالية الممثلة في الأسهم والسندات والأوراق المالية الهجينة وعقود الاختياريين الاعوان الاقتصاديين، ومفهوم السوق هنا لا يرتبط بحيز جغرافي معين وإنما يرتبط بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث يتم الربط بين مختلف الاقتصاديين سواءا الطالبين أو العارضين لرؤوس الأموال من خلال توافر قنوات اتصال فعالة، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة معينة متماثلة بالنسبة لأي ولرقة مالية متداولة عبر قنوات الإتصال[2].

وبهذا فالسوق المالية عبارة عن مفهوم واسع لا يرتبط بحيز جغرافي او مكان معين، ولكن لا يرتبط بالمفهوم الاقتصادي الواسع للسوق وهو التقاء العرض والطلب.

II. أقسام السوق المالية:

يتم تقسيم السوق المالية وفقا لعدة معايير منها ما يلي:

1. أقسام السوق المالية حسب معيار الأصل والتداول:

إذا كانت الاوراق المالية المطروحة للاكتتاب تصدر لأول مره تسمى سوق الأولية أو سوق الاصدار وتكون فيها العلاقة مباشره بين المصدر والمكتتبين، اما إذا كانت الاوراق المالية محل التعامل قد تم اصدارها من قبل، فيتعلق الامر بالسوق الثانوية، وفي مثل هذا النوع من التعامل لا تكون المؤسسة المصدرة طرفا في العملية، وتسمى سوق التداول.

[1] J. s Geours, **les marchandise financiers, domino, France, 2em** éditions**, 1996, p12**

[2] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات، مؤسسة** الوراق، الأردن ،1990، ص139

أ. السوق الأولية:

هي جزء من السوق المالية مخصصه الاوراق المالية المصدرة لأول مره، وعليه فهي السوق التي يمكن من خلالها للدولة والمؤسسات الاقتصادية والادارات العمومية الحصول على رؤوس الاموال الطويلة الاجل الضرورية لتغطيه احتياجاتها التمويلية مقابل اصدار اوراق مالية[1].

واصدار الاوراق المالية الجديدة اما يكون من طرف مؤسسات سبق لها وان اصدرت اوراق ماليه وهي محل تداول او شركات جديده تدخل السوق في لأول مره بإصدار اوراق ماليه يتم طرحها لأول مره في السوق.

وتعد السوق الأولية هي الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعا لذلك فهي بمثابه سوق الاستثمار الحقيقي للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية وسوق الاستثمار المالي للأعوان المكتتبين في الاوراق المالية- المشترين للأوراق ماليه -،فاذا قام الاعوان الاقتصاديين بإعادة بيع الاوراق المالية المكتتب فيها في السوق الثانوية، فلن يوجد استثمار حقيقي، بل يوجد استثمار مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المباعة، وعليه فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي لان السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي وليس الاستثمار الحقيقي[2].

وفي السوق الأولية يلتقي الاعوان الاقتصاديين الذين هم في حاجه الى اموال لتمويل مشاريعهم اقتصاديه بإصدار اوراق ماليه، بمن لديهم فوائض ماليه مباشرة عن طريق الاكتتاب في الاوراق المالية المصدر من طرف الطالبين للأموال.

ب. السوق الثانوية:

✓ مفهوم السوق الثانوية:

وهي السوق التي يتم فيها تداول الاصول المالية التي تم اصدارها من قبل وتعرف بالبورصة[3]، كما يمكن تعريفها ايضا بانها السوق التي يتم تداول الاوراق المالية فيها شراءا وبيعا، لذلك يطلق عليها سوق التداول[4].

---

[1] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010 ،**ص**170.
[2] عاطف وليم، **أسواق الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي الأسكندرية، **ص27**
[3] وليد أحمد صافي وأنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن،2012 ،**ص** 35.
[4] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، **ص**96.

✓ اجزاء السوق الثانوية:

تنقسم الاسواق الثانوية من حيث طبيعة التنظيم الى ما يلي:

- **السوق المنظمة:**

وتعرف تحديدا بالبورصة، وهي عباره عن مكان معروف ومعلوم يتم فيه تداول الاوراق المالية عن طريق السماسرة نيابة عن المستثمر مقابل حصولهم مع العمولة، وهناك قواعد واجراءات ينبغي اتباعها لتسجيل المؤسسات في البورصة.[1]

حاليا اصبحت هذه الاسواق عباره عن شبكه من الاعلام الالي منظمة ومسيرة من طرف مؤسسات تخضع لنظام المنافسة وهي بدورها مسجله بالبورصة كباقي المؤسسات الاخرى، و تحت تأثير المساهمين، وتعمل باستمرار على التحديث لأدوات الاستثمار من خلال طرح اوراق ماليه والاستثمار في التكنولوجيا العالية الكفاءة،

- **السوق غير المنظمة(الموازية):**

وتتضمن المعاملات التي تجري خارج السوق الرسمية، فليس هناك لإجراء المعاملات ويتم التعامل من خلال بيوت السمسرة وبواسطه شبكه معلوماتية، وعليه فالسوق الموازية مخصصه لتداول الاوراق المالية غير مسجله في البورصة، وتتميز هذه الاسواق برداءة المعلومات المتعلقة بالمؤسسات والاوراق المالية المتداولة فيها، حيث تتعمد المؤسسات الى نشر هذه المعلومات بغرض التوضيح، ولا تكون مضمونه من طرف اي جهة، ولا توجد شروط تذكر تفرض على المؤسسات للدخول الى مثل هذه الاسواق، وتكون عمليات التداول فيها ضعيفة[2].

ويتحدد سعر الورقة المالية بالتفاوض، وعاده ما تسبق عمليه التفاوض هذه محاوله الوقوف على الاسعار التي يعرضها مختلف التجار- بيوت سمسرة- وتوجد انظمه معلوماتية تسمح بنشر الاسعار لكل ورقه ماليه متعامل عليها لحظه بلحظه والتي على اساسها يبدأ التفاوض بين المستثمر والسمسار للشراء او البيع، ومن الأنظمة والمعلوماتية الموجودة في العالم **نزداكNASDAQ** وهي شبكه معلوماتية تابعه للاتحاد الوطني للتجار الاوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، تظهر لحظه بلحظه اسعار وحجم التداول على اوراق المالية في السوق الموازية[3].

وتؤخذ على الأسواق الموازية أنها لا توجد آلية للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار التي قد يحدث بسبب عدم توازن بين العرض والطلب، مثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق الرسمية بطرق عديدة من بينها: دخول المتخصصين بالبيع او شراء لإحداث عمليه توازن بين العرض والطلب،

---

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره **ص 171.**

[2] أمين عبد العزيز، **الأسواق المالية**، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، 2007،**ص** 14.

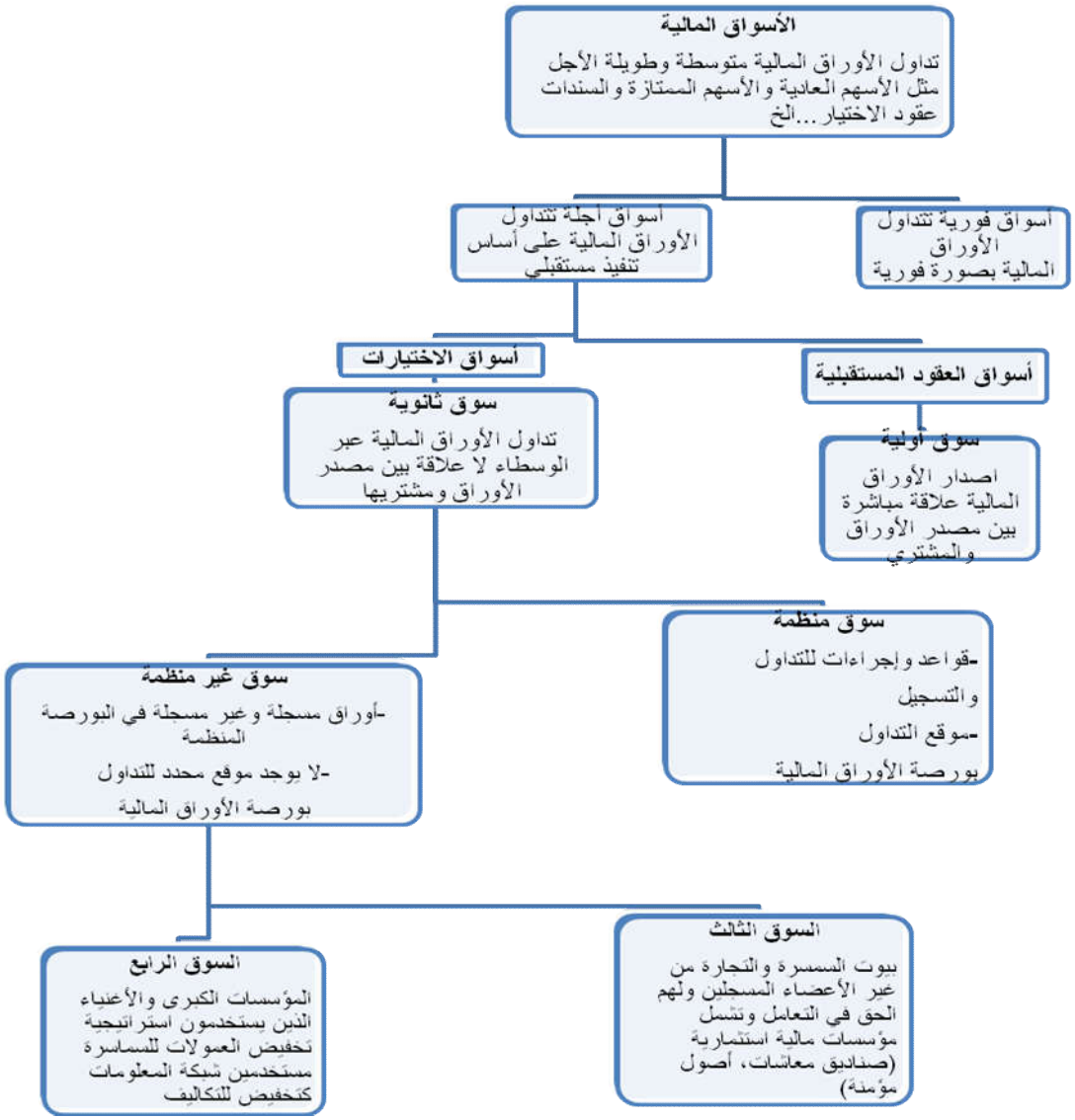
[3] زياد رمضان ومروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007 ،**ص** ص10،9.

بالإضافة الى إصدار قرار من اداره البورصة بإيقاف التعامل على ورقه ماليه معينه على أمل دخول متعاملين اضافيين من شانه احداث التوازن بين العرض والطلب.

وتجدر الإشارة الى ان كل المعاملات المالية التي تتم خارج السوق الرسمية سواء تعلقت بأوراق ماليه مسجله او غير مسجله في البورصة بانها تدرج في إطار السوق الموازية.

شكل رقم (01-01)

الأسواق المالية



المصدر: محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات**، دار الشروق، الأردن، 2005، **ص**45

المطلب الثالث: آليات سير الأسواق المالية

أولا: ادارة السوق المالية

تختلف اداره الاسواق المالية من دوله الى اخرى من حيث الهيئات الإدارية والمهنية المشرفة على اداره السوق، وعموما تتمثل الهيئة المشرفة على اداره السوق المالية بما يلي:

- الهيئات الإدارية.
- الهيئات المهنية.
- عناصر سوق المالية.

I. الهيئات الإدارية:

تتكون هذه الهيئات من الاطراف التالية:

1. لجنه عمليات البورصة:

وهي عباره عن هيئه اداريه تقوم بالإشراف على تسيير السوق، مراقبه المعلومات وحماية المستثمرين.

وتنظيم هذه الهيئة يختلف من دوله الى اخرى من حيث عدد الاعضاء والصلاحيات الموكلة اليها، ويعود ذلك الى عده عوامل منها عدد الاسواق المالية الموجودة في دوله ما، تطور نشاط السوق المالية حجم التداول في السوق... الخ.

وبصفه عامه نجد ان هذه الهيئة يأسرها رئيس يتم تعيينه من طرف وزاره المالية وتتضمن مجموعه من الاعضاء يتمثلون في السماسرة واعضاء اخرون يتمثلون في هيئه اداريه اخرى.

فمثلا لجنه تنظيم والمراقبة العمليات البورصة في فرنسا تتكون من الاعضاء التالية:[1]

- ممثل مجلس السوق المالية
- ممثل البنك المركزي
- مجلس الدولة
- محكمه النقض
- مجلس المحاسبة
- ممثله الجمعيات المهنية المختصة في مجال الاستثمار في البورصة

وتتمثل مهمتها في الرقابة على المعلومات المنشورة من طرف المصدرين وحماية المستثمرين ومراقبه العمليات.

[1] Monier philipe,**les marches boursier,**verneuil ,paris,3emed,2007,2007,p12-13.

كما يمكن تقسيمها الى لجان فرعيه بحسب حجم نشاط السوق.

كما تختص لجنه البورصة بما يلي:[1]

- تحقيق حسن سيره العمل في البورصة باتحاد ما تقتضيه الظروف من الاجراءات التدابير الردعية، وهذا للحد من الممارسات غير الأخلاقية واستغلال السماسرة لثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب، المحافظة على السوق من الازمات والانهيار وعمليات المضاربة.
- قيد وشطب المؤسسات التي تريد الدخول والخروج من البورصة، حيث تتدخل هذه الهيئة بمراقبه المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة الراغبة في الدخول الى البورصة والتأكد من صحتها وتوفرها على الشروط القانونية والمالية الازمه للإدراج، كما يقوم بالتأشير على المعلومات الدورية التي تكون المؤسسات المدرجة ملزمه بنشرها، وتأشير لجنه عمليات البورصة يعطي الضمان بصحتها والوثوق بها من طرف المستثمرين.
- وبصفه عامه فان لجنه عمليات البورصة تقوم بمراقبه كل الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية البورصة او خارجها، وتؤمن ايضا معايير ماليه دقيقه، وقوانين السيرة المطبقة على مؤسسات اصدار الاسهم السندات.

2. الخزينة العامة:

وهي عباره عن هيئه اداريه تمثل الدولة في مجموعه انشطه النقدية والمالية، وهي بذلك تتدخل في عده ميادين بتطبيق المبادئ الأساسية والحفاظ على الوظيفة العمومية العليا وتقوم بمهام الأتية:

- تعيين المسؤولين وانتداب الموظفين السامين
- تنسيق التشاور وتبادل المعلومات والثقة المتبادلة بين مختلف هيئات السوق
- كما تملك السلطة التنظيمية من خلال الاشراف على العمليات التشريعية والتنظيمية ومشاريع القوانين المحفزة والمقدمة للحكومة ووضع النصوص التطبيقية.
- كما يمكن في إطار المهام الإدارية للخزينة العامة التي لها علاقة بإدارة السوق المالية القيام بتعيين مندوب او أكثر، تكون مهمته مراقبه تنفيذ القوانين واللوائح كما ينبغي استدعاءه لحضور الجلسات تنظيم البورصة ومجلس التأديب، بالإضافة الى التمتع بصلاحيات تتمثل في الاعتراض على قرارات الجمعية العامة للجنه البورصة السارية المفعول.[2]

[1] محمد الصيرفي ،البورصات ،دار الفكر الجامعي،الإسكندرية ،2008،ص116
[2] محمد الصيرفي ،**مرجع سبق ذكره** ،2008 ،ص118

II. الهيئات المهنية:

وتشمل الهيئات المهنية في مجلس السوق وشركه البورصة.

1. مجلس السوق المالية:

ويتولى الاشراف على تنظيم وتنميه السوق المالية ومراقبه حسن قيام السوق في وظائفها، كما يعمل ايضا على المساهمة في خلق وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار وتعبئه رؤوس الاموال اللازمة لتمويل عمليه التنمية وذلك من خلال تشجيع وتطوير وتنميه السوق الأولية وسوق التداول، كما يعمل على ضمان توفير الشفافية وحماية المستثمرين من خلال اشرافه على توفير المعلومات على الاوراق المالية وضمان تدفقها والتأكد من ان العمل في السوق يقوم على اسس سليمه بعيد عن الاستغلال وعمليه المضاربة الوهمية.[1]

ويتكون من مجموعه الاعضاء المهنيين يتم تعيينهم في اغلب الاحيان بقرار وزاري لمدة معينه وذلك باقتراح الهيئات الممثلة المؤسسات التي تقوم بعمليات الاصدار، المستثمرين، الوسطاء، مؤسسات الاستثمار... الخ.

وتتمثل مهام مجلس السوق المالية بما يلي:

- تنظيم العمليات المالية حيث انه يقوم باختبار المشاريع المتعلقة بالعرض العام للشراء او التبادل وذلك من حيث مدى مطابقتها لقواعد السارية المفعول وان المساواة في المعاملة بين المساهمين قد احترمت.
- تحديد قواعد السير الحسن لمؤدي الخدمة الاستثمارية-بنوك، شركه البورصة.... -
- تحديد المبادئ والقواعد العامة للتنظيم وسير الاسواق المنظمة.
- القيام بالتحقيق في ملفات الترشح للحصول على وظيفة الوساطة وكذلك الدخول الى السوق المالية من طرف المؤسسات.
- ويتمتع المجلس بفرض عقوبات تأديبيه على مؤدوا الخدمات الاستثمارية في حاله الاخلال بقواعد السيرة الحسن.[2]

2. شركه البورصة:

وهي عباره عن مؤسسه ماليه تخضع لقانون المنافسة ويمكن ان تكون مسجله لدى سوقها الخاص، وتتكون من المساهمين يحوزون عل أسهم ملكيه ملكية، ويتمحور نشاطها في طرح منتجات ماليه جديده الاستثمار في تكنولوجيا المعلوماتية الاكثر نجاعة، والاندماج والاستحواذ من خلال العمليات المالية

[1] عاطف وليم إندوراس،**أسواق الأوراق المالية ،مرجع سبق ذكره،ص**516.
[2] جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن،2002 ، **ص ص** 16،17.

الدولية، بمعنى الاستحواذ على شركات بورصة اخرى في العالم، وتعتبر الهيئة التنفيذية لمجلس السوق المالية وتتولى المهام التالية:[1]

- تنفيذ قرارات مجلس السوق المالية والتكفل بالتطبيق المباشر للقوانين والاحكام على السوق.
- تسير كل العمليات المتعلقة بالدخول الى البورصة من طرف المؤسسات.
- تمارس عمليه الرقابة على كل المعاملات وضمان النهاية الحسنة للعمليات المجراة.
- تقوم بعمليات الوساطة بين اعضاء السوق لتسويه وتسليم الأوراق المالية.
- تقوم بنشر المعلومات في الوقت الحقيقي للمتعاملين فيها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق وتسعير الاوراق المالية بواسطة الاعلام الآلي.
- اجراء عمليات المقاصة.
- تحديد قواعد التسعير.
- تنشيط الحملات الإعلامية وإرساء الثقافة البورصية

ثانيا: سير الأسواق المالية

I. سماسرة الأسواق المالية:

إن تداول الأسواق المالية هي أساس عمل الأسواق المالية ويتم تداولها بواسطة السماسرة والوسطاء، ولا تعد هذه العملية صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المقيدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق حيث أن هذه العمليات تدخل في صميم الحياة الاقتصادية، فانه من الضروري تعريف هؤلاء الوسطاء وبيان أعمالهم.

1. السماسرة::

السمسار هو شخص ذو علم ودراية في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال البورصة في المواعيد الرسمية مقابل عمولة، ويعتبر السمسار مسؤول وضمانا لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعا أو شراءا[2].

2. الشروط الواجب توفرها في السمسار:

هناك عدة قواعد يجب أن تراعى عند اختيار السمسار ومن أهمها:

-أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية ومتحصلا على مؤهل عال.

-أن يكون حسن السمعة، وألا يكون قد سبق فصله تأديبيا من الخدمة أو منعه نهائيا من مزاولة مهنة حرة أو حكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة.أو حكم يشهر إفلاسه[3].

---

[1] أحمد أبو موسى، **الأسواق المالية والنقدية**، دار معتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005 ،**ص ص** 10،11.

[2] علي شلبي، **بورصة الأوراق المالية، دراسة عملية**، مكتب النهضة العربية، الطبعة الأولى القاهرة1992 ، ص57.

[3] محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، **المؤسسات المالية، البورصة والبنوك التجارية**، الإسكندرية 1998 ص90.

-أن يكون متفرغا ولا يعمل في شركة سمسرة أخرى.

-يجب على السمسار ألا يعقد عمليات في البورصة لحسابه الخاص خاصة أو لحساب زوجته أو أقاربه من الدرجة الرابعة أو معاونه أو شركة عند أوامر صادرة عن عملائه.

-يجب على السمسار أن يكون قادرا طول الوقت على تقديم المعلومات المالية الخاصة بالشركات المسجلة داخل البورصة[1].

3. الخدمات التي يقدمها السماسرة:

يعمل السمسار بواسطة الأوراق المالية التي تصدر عن الأسواق المالية، ويمكن التطرق إلى أنواع الخدمات التي يقوم بها السمسار في إطار هذه الإصدارات ومن أهم الخدمات التي يقدمها هي:

- ✓ **الوساطة بعمولة:**

وذلك عند قيام الوسيط بشراء وبيع الأوراق المالية لصالح عملائه فإنه يقتضي عمولة محدودة ويصادق عليها وزير المالية، حيث تتلقى شركة إدارة بورصة القيم علاوة على كل أمر ينجزه في البورصة، 0.25 %من مبلغ العملية بالأسهم و 0.15 للسندات .،

- ✓ **وساطة البيع والشراء لصالح محفظة السمسار:**

يحق للسمسار أن يشتري ويبيع لصالح محفظة بموجب ترخيص خاص يتحصل عليه من إدارة السوق.

- ✓ **وساطة لتغطية الإصدارات الجديدة:**

حيث يكون الوسيط بين الشركة أو المؤسسة المصدرة للأوراق المالية الجديدة وبين الجمهور عامة ويأخذ السمسار عمولة محدودة بموجب اتفاقية أو تعهد لتغطية هذه الإصدارات.

- ✓ **وساطة لترويج الإصدارات الجديدة :**

يقوم بها السمسار كما في الوساطة السابقة إلا أنه يكون بدون أي التزام أو تعهد لتغطية أو شراء أي جزء من الإصدار وبيعها للجمهور.

أ. أنواع الأوامر التي تصدر عن السماسرة:

- ✓ **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:**

يقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل الرئيسي في تنفيذ الصفقة من عدمه وفي هذا الصدد يوجد بديلان من الأوامر:

-أوامر بطلب العميل من السمسار تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلامه الأمر ويطلق عليها أوامر السوق.

[1] محمد صالح الحناوي، **مرجع سابق ص**90.

-أوامر يشترط فيها العميل السعر المحدد لإتمام الصفقة يطلق عليها أوامر محددة.

✓ **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:**

يقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر .أو قد يكون الأمر مفتوح أي لا يوجد تاريخ محدد.

✓ **الأوامر الخاصة:**

من أبرزها أوامر الإيقاف وهي الأوامر التي يترك فيها السمسار بأن يتصرف بحرية حسب ما يقتضيه الحال.

المبحث الثاني :ماهية المحفظة الاستثمارية

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

المطلب الأول :نشأة المحفظة الاستثمارية مفهومها وأهدافها

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

1. نشأة المحفظة الاستثمارية

يعد عام **1952** هو عام بداية ظهور المحفظة عندما قام المحلل الأمريكي **ماركوتز** في وضع الأسس لنظرية المحفظة الاستثمارية (theory Investment portfolio) وقد قدم **ماركوتز** اول فكرة عن المحفظة ونشر بحث سمي اختيار المحفظة وبين به كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق عائد متوقع اعلى مع مستوى معين من المخاطر، وقد طور **شارب** نظرية المحفظة عام **1962** باستخدام تكنيك اخر سمي نموذج المؤشر المفرد (Single-Index Modal) عندما تتاح أوراق مالية بإعداد كبيرة، وتم طرح السؤال التالي وهو ماذا سيحصل عندما يتم اعتماد نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى لكافة المستثمرين وكيف يؤثر ذلك على أسعار الأوراق المالية في السوق المالي، وفي ضوء ذلك طور **شارب ولنتر** عام **1966** نموذج عرف باسم نموذج خط تسعير الأصول الرأسمالية واصبح معيار لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية، بعدها طور **روس(Ross)** عام **1976** النموذج المذكور الى نموذج او نظرية الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية بالمقارنة بين العائد والمخاطر فعندما تتساوى العوائد سوف يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخطرا وهكذا، وتوالت الإضافات لنظرية المحفظة خلال الفترة اللاحقة لفترة السبعينات من القرن العشرين وخاصة بعد

التطورات الاقتصادية و ارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير وتم انشاء شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق او محافظ بهدف استغلال هذه الأموال الاستغلال الامثل[1].

1. مفهوم المحفظة الاستثمارية:

- **مفهوم المحفظة في الاشتقاق اللغوي** :كما ورد في معاجم اللغة فان كلمة **" محفظة "** تعني في الأصل كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش يحتفظ فيه قطع من النقود ا ولأوراق المهمة الأخرى، وعند سماع كلمة محفظة " يتبادر الى الذهن الشيء الذي نحمله معنا باستمرار ا ولذي نضع فيه النقود التي نحملها معنا، وبطاقات الائتمان ا وثبات الشخصية ورخصة السياق وأي وثائق أخرى نرى أن لها أهمية والتي يتطلب منا حملها باستمرار.
- **مفهوم المحفظة الاستثمارية اصطلاحا :**ويمكن تعريف محفظة الأوراق المالية على أنها " كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة[2].
- كما تعرف" بأنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع والقبولات والاذونات والأوراق .... وحسابات الصرف الأجنبي وأدوات حقيقية: كالعقارات والمعادن النفيسة والنتاجات الفنية.... وكل ما لا يوجه للانتفاع الترفيهي او للاستهلاك المظهري بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح ...." [3].
- تعرف محفظة الاستثمار على انها المجموعة الممزوجة من الأوراق المالية المختلفة او هي تلك المحفظة التي تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية [4].
- كما تعرف على انها أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لأداة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجورًا فقط[5].
- وعليه يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها عائدها، مدة استحقاقها، نوعها...، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنويع وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنيه خطرها أي تحسين العلاقة (عائد -خطر)، ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية...الخ)تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها.

---

[1] دريد كمال ال شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص14

[2] سامية فقير، **محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية** ،2018/2017، مالية ومحاسبة، علوم تجارية جامعة امحمد بوقرة بومرداس

[3] هوشيار معروف، **مرجع سبق ذكره**، ص222

[4] محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر،2011، ص409

[5] مطر محمد، إدارة **المحافظ الاستثمارية** ،مؤسسة الورق للنشر والتوزيع،عمان،الاردن1999،ص62

2. أهدافها:

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية، إلا أن الأمر هنا يتطلب عملية مفاضلة بين:

- الخطر والعائد المتوقع.
- القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم.
- مختلف مستويات الخطر.

مع العلم أن هذه المفاضلة تحدث تبعا لرغبة وهدف المستثمر، إلا أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (خطر /عائد)ممكنة[1].

وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمر والأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة وذلك للحصول على أكبر قدر من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل، ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول اليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:

أ. تعظيم الربح:

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

ب. تحقيق أمان مستقبلي :

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

ج.تحقيق النمو:

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

[1] بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري**، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجيستير في علوم التسيير، دارة مالية ،علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة متتوري، قسنطينة، الجزائر ،ص7

د. تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:

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

ه. التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين:

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

و. مواجهة الالتزامات المستقبلية :

أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية .وفي الواقع فان الهدف من تشكيل محفظة أوراق مالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتتحدد درجة أولوية كل منها وفقا لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة[1]

المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها، وتبعا للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى[2].

1. محافظ العائد المنتظم (الدخل):

يتأتى الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فان الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم، الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تحتوي على عائد، لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلى الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة.

وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلا شهريا أو سنويا، ويتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة.

2. محافظ الربح (النمو) :

وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة، ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة

[1] بوزيد سارة ،**مرجع سبق ذكره** ،ص8.

[2]

وعليه فان هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة وهي من المؤكد لها خصائص معينة.

- لها استثمارات جيدة ومتطورة.
- لها قيمة سوقية مرتفعة.
- لها معدل مردودية جد عالي.
- هيكل مالي متوازن.
- قدرة تمويل ذاتي كبيرة جدا ...الخ.

3. محافظ الربح والعائد (المختلطة):

تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلا كبيرا وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلى المزج بين العائد والخطر.

4. المحافظ التقليدية:

هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق، وهذا يعني تحمل درجة معينة من المخاطر.

هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم، وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق.

5. المحفظة المهاجمة:

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

6. المحفظة الحذرة:

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

7. المحفظة المضاربة:

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

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه مهما كان نوع المحفظة المالية فان كل الأنواع تشترك في عدة أهداف أبرزها[1]:

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

المطلب الثالث: مكونات المحفظة الاستثمارية:

تتكون المحفظة المالية من مجموعة من الأوراق المالية كالأسهم السندات، أذونات الخزينة... وغيرها من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والبنوك والدولة وغيرها من الهيئات العامة، وفيما يلي عرض لمختلف الأوراق المالية التي تكون المحفظة المالية:

أولا: الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة:

وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

I. الأسهم العادية:

1.تعريف الأسهم العادية:

إن" السهم هو عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول ذات دخل متغير تصدرها شركة أسهم تضمن حق الشريك في هذه الشركة[2]"

كما يعرف السهم "بأنه قيمة منقولة ممثلة بنسبة ملكية يمتلكها شخص ويقوم بتداولها، وتسمح له بأن يكون مساهم أو شريك بالشركة[3]".

وكلمة سهم تعني حق الشريك في الشركة، كما تعني الصك المثبت لهذا الحق، أو أنه جزء من أجزاء متساوية من رأس المال يعطى مقابل اشتراك المساهم في الشركة، وهو ينطوي على حق ملكية وحق دائنية في آن واحد، ويكون قابل للتداول عن طريق القيد في دفاتر الشركة.

يتم إصدار السهم العادي بقسيمة إسمية تحدد في العقد التأسيسي للشركة ويكون الاكتتاب في السهم العادي من خلال إكتتاب عام أو اكتتاب محدد (مغلق)، ويمكن أن يكون السهم لحامله (au porteur) أو اسمي(normatif) .

[1] Josette Peyrard:**la bourse** ,Vuibert, France ,1998 (PP0211-213)
[2] Blanche Souci-roubi : Lexique de banque, dalloz, 1983, (p 03).
[3] Cenec :Dixequo de l'entreprise, Dunod ,Bordas, paris, 1980, (p04)

2.أنواع الأسهم العادية :

هناك عدة معايير يتم اعتمادها في تقسيم الأسهم كما يلي:

أ. من حيث طبيعة الحصة المقدمة :نميز بين:

- **الأسهم النقدية :**هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقدا، وتسمى أيضا بأسهم رأس المال[1]
- **الأسهم العينية :**هي الأسهم التي تمثل حصصا عينية في رأس مال الشركة، إذ أن البعض قد يقدم حصة عينية مالية كعقار أو منقول مقابل الحصول على ما يقابل قيمتها من الاسهم، ويتمتع حملة الاسهم العينية بنفس حقوق أصحاب الاسهم النقدية.
- **حصص التأسيس :**وهي صكوك لا تمثل حصة في رأس المال وإنما تعطي لحاملها الحق في أرباح الشركة، وهذه الصكوك يتم منحها لبعض المؤسسين مقابل التنازل عن إلتزام منحته الحكومة، أو حق من الحقوق المعنوية كبراءة الاختراع.

ب. من حيث تداولها(الشكل) وتضم:

- **الأسهم لحاملها :**وهي التي لا تحمل اسم صاحبها، وعليه تنتقل الملكية بمجرد التسليم والتسلم دون الرجوع إلى الشركة، إلا أن صاحب هذا السهم لا يتمتع بكل حقوق صاحب السهم، فهو لا يحق له التصويت، أو الحضور في الجمعيات العامة.
- **الأسهم الإسمية :**وهي التي يدون عليها اسم صاحبها ولا تثبت ملكيتها بالنسبة للشركة إلا بقيد اسم المالك في دفاترها، وعند بيعها يتعين إثبات ذلك في دفاتر الشركة وذلك بتوقيع البائع على تنازل لصالح المشتري ليدون اسمه ضمن دفاتر الشركة من جديد.
- **الأسهم لأمر :**من المحتمل أن تصدر الشركة أسهما لأمر وتشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كل قيمتها الإسمية، مما يجعلها لا تتعقب تداولها ولا يمكنها التعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم[2]

[1] سعيد سيف النصر، **دور البنوك التجارية في إستثمار أموال العملاء**،مؤسسة شباب الجامعة ،مصر،**ص**114.115
[2] شمعون شمعون، **البورصة بورصة الجزائر**،أطلس النشر ،الجزائر،**ص** 13.14

II. الأسهم الممتازة:

1. تعريف الأسهم الممتازة:

هي عبارة عن مستند ملكية له قيمة دفترية، قيمة إسمية، قيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، ولحامل السهم الممتاز الأولوية على حامل السهم العادي، وذلك سواء في الربح الموزع سنويا أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسييل أصولها[1].

2. أنواع الأسهم الممتازة :

نميز بين عدة أنواع من الأسهم الممتازة كما يلي:

- ✓ **أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم :**وهي التي تعطي الحق لحاملها بتحويلها إلى أسهم عادية.
- ✓ **أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة.**
- ✓ **أسهم ممتازة مجمعة للأرباح:** وهي الأسهم التي يتم تجميع الأرباح غير الموزعة عليها من سنة سابقة، لعدم كفايتها مع أرباح هذه السنة، وبذلك لا يحرم صاحب السهم الممتاز من حقه في التوزيعات.

أسهم ممتازة غير مجمعة للأرباح :في إطارها يحرم صاحبها من الأرباح لعدم كفايتها

- ✓ **أسهم ممتازة لها الحق في التصويت في الجمعية العامة للمساهمين.**
- ✓ **أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء:** وهذا عن طريق دفع مبلغ يفوق قيمتها الإسمية.
- ✓ **أسهم ممتازة مضمونة من جهة خارجية :**كالحكومة أو أي مؤسسة مالية.
- ✓ **أسهم ممتازة قابلة للسداد :**لها تاريخ استحقاق.
- ✓ **أسهم ممتازة لحاملها.**
- ✓ **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح *وغير مشاركة للأرباح.**

[1] نوزاد الهيتي،**مقدمة الأسواق المالية**، دار الشط للأعمال الفنية و الإخراج الصحفي، طرابلس، **ص** 56 .

ثانيا: الأوراق المالية التي تمثل دينا :وتتضمن كلا من:

I. السندات الخاصة بالشركات :

1. تعريف السند :يعرف السند على أنه صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للجهة المقرضة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دين في الوقت المحدد لانتهاء مدة ا لقرض[1]

وعليه فإن السند يلزم المصدر بدفع فوائد ثابتة للدائن(المكتتب) مهما كانت النتيجة، كما يلزمه أيضا بتسديد قيمة القرض عندما يحين أجل استحقاقه، والذي يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد، كما قد يتم تسديده قبل تاريخ الاستحقاق وذلك حسب الاتفاق، هذا وقد يتضمن الاتفاق إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم تحت شروط معينة، بالإضافة إلى شروط أخرى، وفي المقابل لا يحق للدائن (المقرض) المشاركة في إدارة الشركة، كما لا يحق له حضور الجمعيات العامة أو التصويت فيها.

2. أنواع السندات :يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع حسب المعيار المتبع:

أ. حسب نوع الإصدار :نميز بين:

- **سندات مصدرة بالقيمة الاسمية :**وهي السندات التي تصدر بقيمة إسمية معينة مدونة على السند، هذه القيمة هي التي تتعهد الجهة المصدرة بتسديدها عند آجال استحقاقها.
- **-سندات مصدرة بعلاوة :**وهي السندات التي يتم إصدارها بقيمة إسمية معينة، على أن تتعهد الجهة المصدرة بتسديد قيمة السند مضافا إليه مبلغ معين يسمى علاوة ، وهي تعتبر إحدى السياسات التي تقوم بها الشركة التي تعمل على تشجيع المدخرين على الاكتتاب في سنداتها، فالسندات في هذه الحالة تباع بقيمة أقل من القيمة الإسمية.
- **سندات مصدرة بخصم الفوائد مقدما :**حيث يدفع المستثمر قيمة السند الإسمية مخصوم منها الفوائد، وعليه يتم إصدار السند بقيمة أقل من القيمة الإسمية، وعند الرد تلتزم الشركة برد قيمته الإسمية، فالفارق بين القيمة الإسمية والقيمة التي أصدر بها تسمى بخصم الإصدار.
- **سندات مصدرة بالأنصبة :**وهي سندات يمنح لها مبالغ كبيرة عند استهلاكها، ويتم اختيارها بطريقة القرعة، وهذه المبالغ تزيد بكثير عن القيمة الإسمية للسند[2].

[1] سعيد سيف النصر،مرجع سبق ذكره،ص 117.
[2] منير إبراهيم هندي،**أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال**،المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ،2003،ص54-60.

ب. حسب العملة التي تحرر بها السندات:

- سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.
- سندات تحرر بالعملة الأجنبية بالنسبة للجهة المصدرة.

ت. حسب أجل الاستحقاق :نجد هناك:

- **سندات قصيرة الأجل :**التي لا يتعدى أجل استحقاقها سنة، ويتعامل بها في سوق السند.
- **سندات متوسطة الأجل :** يزيد أجل استحقاقها عن سنة و لا يتعدى 7 سنوات.
- **سندات طويلة الأجل :**وهي التي يزيد أجل استحقاقها عن 7 سنوات
- **سندات مؤبدة.**

ث. حسب طريقة السداد :نميز بين:

- **سندات تسدد قبل تا ريخ الاستحقاق :**حيث يتم استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق عن طريق الاختيار العشوائي أو القرعة.
- **سندات غير قابلة للاستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق :**يتم تسديد قيمة السندات قبل تاريخ الاستحقاق.
- **سندات قابلة للتداول :** أي سندات سوقية.
- **سندات غير قابلة للتداول :**أي سندات غير سوقية.

ج. حسب أسلوب تحديد أسعار الفائدة: هناك نوعين من السندات كما يلي:

- **سندات بمعدل فائدة ثابت :**حيث يحدد سعر الفائدة قبل التعاقد، مهما كانت النتيجة ربح او خسارة.
- **سندات ذات معدل فائدة متغير (عائم):**وقد استحدث هذا النوع في الثمانينات بغرض مواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة ما يحدد سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديله.

ح. حسب الحقوق التي يتمتع بها المالكين: وفي هذا الصدد نجد:

- **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم :**ويستفيد حملة هذا النوع من السندات من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة تدهور طويل نسبيا، والتحول إلى مساهم والحصول على أرباح عندما تتحسن طبيعتها المالية.
- **سندات مرتبطة بالذهب :**أي بالتغيرات الطارئة على أسعار الذهب.

- **سندات المشاركة في الأرباح :**وهذا حسب ما ينص عليه العقد.
- **سندات مرتبطة بمعيار نقدي :**تتغير قيمة السند بتغير القوة الشرائية للنقود.
- **سندات مرتبطة بمعيار اقتصادي :**كمعدل الإنتاجية في الشركة المصدرة، متوسط أسعار منتجاتها.

خ. حسب نوع الضمان: هناك نوعين:

- **سندات مضمونة :**ببعض الأصول كالآراضي، المباني :الآلات، الأوراق المالية التي تكون محفظة الشركة...، وهذا النوع من السندات يجعل حاملها محميا بصراحة في وثيقة أو اتفاق الإصدار.
- **سندات غير مضمونة :**على عكس السندات المضمونة، فهذا النوع لا تكون فيه السندات مرتبطة بأصول الشركة، ولذلك يتضمن عقد الإصدار عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر حملة السندات، كعدم إصدار مثل هذه السندات مرة أخرى.

بالإضافة إلى هذه الأنواع، هناك أنواع أخرى مستحدثة للسندات، نذكر منها على سبيل المثال[1]

- **السندات التي لا تحمل معدل كوبون :**تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد صاحب السند القيمة الإسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، ويتمثل مقدار العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين ما دفعه لشراء السند، وسعر البيع في حالة ما إذا باعها.
- **السندات بكوبونات الاكتتاب :**وهي سندات ذات معدلات ثابتة تسمح لحاملها في تاريخ معين وبسعر محدد سابقا في عقد الإصدار بالحصول على سندات لنفس الشركة، إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة تحديدها، وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولي يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة.
- **السندات ذات الدخل :**لحامل السند الحق في الحصول على فوائد بنسبة محددة من الدخل الذي تحققه الشركة، إلا أن هذا الحق يلغى في حالة عدم تحقيق الشركة للأرباح، وعليه فهذه السندات تتشابه مع الأسهم إلى حد كبير.

II. السندات الحكومية: هي عبارة عن أوراق مالية تصدرها الحكومة لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدارس والمستشفيات مثلا، أو لمعالجة بعض المشاكل الاقتصادية أو غيرها من المشاكل الهيكلية طويلة الأجل، وعليه فهي خاصة بالمدى الطويل جدا، وتتميز هذه الأوراق بدرجة ضمان ودرجة سيولة كبيرتين [2].

[1] نوزاد الهيتي، **مرجع سبق ذكره،ص66.**
[2] جبار محفوظ، ، **الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية** ،دار هومة، الجزائر،**ص62**

III. أذونات الخزينة:

عبارة عن أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، وذلك لغرض تمويل عجز في الميزانية العامة عن طريق القضاء أو على الأقل التخفيض من حدة التضخم، وتتمز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، وعادة ما يباع الأذن بخصم أي بسعر أقل من القيمة الإسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الخزينة بدفع القيمة الإسمية المدونة على الأذن، والفارق عبارة عن العائد الذي يجنيه المستثمر، و إذا ما قرر حامل الأذن التخلص منه قبل تاريخ استحقاقه فإنه يضمن على الأقل استرداد القيمة التي سبق و أن دفعها لشرائه[1].

ثالثا: الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين:

وهي تمثل أوراق مالية هجينة، حيث تجمع بين خصائص الأسهم والسندات، فبالإضافة إلى الأسهم الممتازة التي صنفت من طرف البعض من الأوراق المالية الهجينة، فإنه من الممكن إضافة أوراق مالية أخرى، من بينها:

I.سندات المساهمة:

وهي شهادات قابلة للتداول تصدر من طرف شركات المساهمة، يتكون دخلها من جزء ثابت وجزء متغير حسب النتائج المحققة.

II.سندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:أوراق مالية تجمع بين صفات الأسهم وصفات السندات، حيث يمكن لحملتها الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية، بحيث يحصل على قسيمة تابعة لسنداته، وتؤهله للإكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية معينة، وبالتالي فحامل هذه السندات يمكن أن يصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين بالإضافة لكونه دائن بالنسبة للشركة.

III.شهادات الاستثمار :عبارة عن ورقة مالية تصدرها الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها، وتمثل مقابل للأموال التي تلقتها الشركة من المدخر، ويتحصل بمقتضاها على نصيبه من الأرباح الموزعة أو يتحمل الخسائر المحتملة، وللمدخر الحق في استرداد قيمتها في نهاية الأجل المتفق عليه، وتختلف شهادات الاستثمار عن الأسهم، في أن حاملها لا يحق له التصويت شأنه في ذلك شأن حملة السندات.

[1] منير إبراهيم هندي،**مرجع سبق ذكره،ص67**-68.

رابعا: المشتقات المالية:

لقد قام المهندسون الماليون باستحداث أدوات استثمار مالية جديدة، إضافة إلى الأدوات القديمة تسمى هذه الأدوات " المشتقات المالية"، وقد أخذت هذا الاسم وذلك لأن قيمتها مشتقة من قيمة مرجعية كقيمة السهم العادي أو السند أو غيرها، وقد بدأ استعمال المشتقات المالية مند بداية السبعينات من القرن العشرين وتطور استعمالها مع مرور الزمن حتى أصبحت هناك أسواق خاصة بها، ويهدف استعمالها إلى التحوط من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات الكثير من الأصول كما يستعمل لغرض المضاربة[1]، وتنقسم المشتقات المالية إلى:

I. الاختيارات les option:

1. تعريف الاختيارات:

نوع من العقود التي تعطي لحامله الحق في بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ وفي تاريخ معين (أو خلال فترة محددة) مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد (البائع) للمشتري يسمى علاوة الاختيار، وقد تشمل الاختيارات الأسهم، كما قد تشمل العملات الأجنبية والأدوات المالية الأخرى والسلع. ويعتبر الخيار من الوسائل التي يبيعها المستثمر بهدف التقليل من المخاطر التي تهدد استثماراته سواء كانت أسهم أو عملات أو أية سلعة أخرى[2].

2. أنواع الاختيارات :وتقسم عقود الاختيارات إلى عدة أنواع حسب عدة معايير:

أ. حسب تاريخ التنفيذ:

- **الاختيار الأمريكي :**يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع عدد من الاوراق المالية، أو أصول أخرى على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت يشاء، وذلك خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد حتى تاريخ استحقاق العقد.
- **الاختيار الأوروبي:** يعطي الحق لصاحبه في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية أو أصول أخرى، على أن يتم تنفيذ العقد في تاريخ استحقاقه.

ب. حسب ملكية الأوراق المالية:

- **الاختيار المغطى :**حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا، حيث يملك محرر العقد فعلا الأوراق المالية التي تم الاتفاق عليها.
- **الاختيار غير المغطى :**حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما، وفيه لا يملك المستثمر فعلا الأوراق المالية المتعاقد عليها[3].

---

[1] زياد رمضان،**مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي** ، دار وائل للنشر، عمان، 1992،ص89.
[2] زياد رمضان،محفوظ جودة،**الاتجاهات الحديثة في إدارة البنوك**، دار وائل للنشر، عمان،2002،**ص**91.
[3] محمد صالح الحناوي ،السيد عبد الفتاح عبد السلام،**المؤسسات المالية (البورصة و البنوك التجارية)، مرجع سبق ذكره،ص**91.

ت. حسب طبيعة العقد:

- **اختيار الشراء :**اتفاق بين مشتري الاختيار ومحرره، يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأصول في أو قبل تاريخ معين وبسعر معين متفق عليه مسبقا، عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد ويكون ثمن العقد ثمنا رمزيا.

إن هذا الاختيار لا يعطي لمشتريه الحق في أي شيء ملموس طالما لم يتم تنفيذه، فليس لحامله أي حق مباشر في أرباح الجهة المصدرة، ونضيف أنه يستحيل وجود اختيار الشراء على سهم شركة معينة، إلا إذا كانت توقعات المشتري وتوقعات المحرر بشأن السعر المستقبلي للأسهم مختلفة.

- **اختيار البيع:**عقد بين طرفين مشتري الاختيار ومحرر الاختيار، موضوعه اختيار بيع عدد من الأوراق المالية لطرف ثاني بسعر متفق عليه مقدما وخلال فترة زمنية معينة، أو عند تاريخ معين، ويتيح اختيار البيع فرصة لحامله و ذلك لحماية نفسه من خطرإنخفاض القيمة السوقية للأصول التي يمتلكها ، والملاحظ أن مشتري حق اختيار بيع يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها، بينما يراهن محرر اختيار البيع على انخفاض الأسعار، و يقوم المستثمر بممارسة حقه في البيع بالسعر المتفق عليه إذا تحققت تنبؤاته، أما إذا لم تتحقق تنبؤات المستثمر فسيستخدم حقه في عدم تنفيذ العقد، ويفضل بيع الأوراق المالية.
- **الاختيار المزدوج :**عقد بين طرفين مشتري الاختيار ومحرر الاختيار، موضوعه اختيار بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا وبتكلفة مساوية لضعف تكلفة الاختيار العادي، وهنا يمكن للمستثمر أن يتقدم كبائع أو كمشتري لتنفيذ الاختيار، وذلك حسب تغيرات أسعار الأوراق المالية، كما يتم تحديد سعر شراء أكبر وسعر بيع أصغر من سعر السوق في تاريخ إبرام العقد[1].

II. عقود المستقبليات :يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد مسبقا وفي تاريخ مستقبلي محدد، حيث يتم الاتفاق على السعر والأصل والكمية عند تاريخ توقيع العقد، لكن الدفع والتسليم يتم في المستقبل[2].

III. عقود الخيارات المستقبلية :عقود مشتقة من العقود المستقبلية ويعرف بأنه عقد بين طرفين موضوعه إعطاء حق اختيار شراء أو بيع عقود مستقبلية مختلفة بأسعار محددة مسبقا أو في تواريخ مستقبلية محددة مسبقا، وبذلك يكون السعر المستقبلي للمستقبليات هو سعر التنفيذ في عقود الخيارات السابقة.

[1] محمد صالح الحناوي ،السيد عبد الفتاح عبد السلام ،**مرجع سبق ذكره**،ص120.
[2] زياد رمضان، **مرجع سبق ذكره**،ص117.

IV. صكوك الشراء اللاحق لأسهم الشركة :حق اختيار يعطي لصاحبه حق الاكتتاب خلال فترة زمنية معينة وبسعر محدد في أسهم الشركة، وبالتالي فهي شهادة يمكن لصاحبها تحويلها إلى سهم أو أكثر حسب رغبته.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل تعرفنا على الأسواق المالية التي تلعب دورا هاما في سلوك الاستثمار وتمويل المدخرين وكذا تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين، وكذلك تعتبر الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عملية التبادل للأصول المالية.

ومن خلال دراستنا لهذا الفصل وجدنا أن الأسواق المالية هي عبارة عن قسمين هما الأسواق النقدية التي تتبادل فيها الأصول المالية قصيرة الأجل والأسواق المالية طويلة الأجل.

أما في ما يخص المحافظ الاستثمارية هي عبارة عن توليفة من الأوراق المالية التي لها غاية تحقيق الربح و الأمان التي تنقسم الى محافظ الربح والعائد والمحافظ التقليدية والمهاجمة والحذرة والمضاربة، بالاضافة الى احتوائها لعدة مكونات هي الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

الفصل الثاني:
مخاطر المحفظة المالية و كيفية التقليل منها

مقدمة الفصل:

يمثل كلا من العائد والمخاطرة متغيران أساسيان لا بد للمستثمر أن يدرسهما بعناية حتى يتجنب تلف أصوله ومشروعه الاستثماري في محفظته الاستثمارية وكذلك للاستفادة والوصول الى غايته من الاستثمار ألا وهي تحقيق أعلى مكسب مع تجنب أي تقلبات لذلك الايراد بسبب أي متغير اقتصادي في السوق المالي.

حين تكتمل العلاقة بين العائد والمخاطرة نصل الى مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى، ولابد من توفر المعرفة والسياسات الاستثمارية والخطط لتجنب التهديدات والتقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية.

حيث سيتناول هذا الفصل عائد ومخاطرة المحفظة وكذا دور التنويع الاستثماري والمشتقات المالية في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية، حيث سنتناول في المبحث الأول كلا من مفهوم العائد وأنواعه و مفهوم المخاطرة و أنواعها وقياسهما بالاضافة الى المحفظة المثلى، أما في المبحث الثاني سنتناول استراتيجيات ادارة المحفظة الاستثمارية وكلا من المشتقات المالية والتنويع الاستثماري في التقليل من مخاطر المحفظة المالية.

المبحث الأول: تكوين المحفظة المالية

إن موضوع عوائد الاستثمار ومخاطرة الاستثمار هو موضوع لابد للمستثمر جمع كل المعلومات لدراستها دراسة متكاملة لتفادي أي غاية أخرى غير تحقيق الأرباح.

المطلب الأول: العائد:

1. تعريف العائد:

يمكن تعريف العائد باختصار أنه" :المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى، فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته"[1]، كما يمكن تعريفه على أنه، قدرة الدينار في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين، ويهدف ذلك المقياس إلى تحديد كفاءة الإدارة.

العائد هو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا على فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر .أو هو التعويض النقدي الذي يتحصل عليه المستثمر مقابل توظيف أمواله في شكل من أشكال الاستثمارات.

وقد جرى العرف المالي على التعبير عن العائد في شكل نسبة مئوية .لذلك فهو يعرف أيضا بأنه النسبة المئوية لما يدره رأس المال من إيراد[2].

في حين أن عائد المحفظة المالية يعرف على أنه المتوسط المرجح لمعدلات عوائد الأوراق المالية المكونة لها مرجحة بأوزانها النسبية[3].

2. أنواع العائد: يمكن تمييز الأنواع التالية:

أ. العائد المتحقق للاستثمار(عائد فترة الاحتفاظ):

وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا من اقتنائه أو بيعه لأداة الاستثمار، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيراديه أو عوائد رأسمالية أو مزيجا منها، وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي، ويتطلب الأمر لحساب العائد المتولد من الاستثمار- معرفة التغيير في السعر- أي الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، والتدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة، فلو أخذنا على سبيل المثال الأسهم العادية فيجب معرفة التغيير في السعر بين لحظتين زمنيتين، وكذلك التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة[4]:

---

[1] فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة البنوك :مدخل استراتيجي معاصر**، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى، 2000 ، ص159

[2] عمار صايفي،**محاضرات في تسيير المحافظ المالية**،2018/2017،اقتصاد نقدي وبنكي،قسم العلوم الاقتصادية،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير،**ص**5.

[3] موسى شقيري نوري وآخرون، **إدارة المخاطر**، دار المسيرة ،عمان، الأردن ، 2012 ، ص52

[4] Frank Reilly and Keith Brown,**Op-Cite**,P6.

قيمة الإستثمار في نهاية المدة

عائد فترة الإحتفاظ = ——————————

قيمة الإستثمار في بداية المدة

$$HPR = \frac{V1}{V0}$$

- **العائد الجاري:**

وهو نصيب الورقة المالية من الربح في حالة الأسهم والفوائد الدورية بالنسبة للسندات، ويحسب كما يلي :

معدل العائد الجاري هو: $R = \frac{D}{V0}$

D :صافي الربح أو قيمة الفائدة الدورية.

V0 :سعر السهم عند الشراء.

وعادة ما يتم قياس عائد أصل استثماري-في حالة وجود بيانات تاريخية-لعدد من السنوات باستخدام متوسط العائد: $R = \frac{\sum Ri}{n}$

$\bar{R}$: متوسط العائد.

Ri: العائد في السنة i.

n: عدد سنوات الاحتفاظ.

- **العائد الرأسمالي** :

يتحقق مرة واحدة عند بيع الورقة المالية وهو الفرق بين سعر شراء وسعر بيع الورقة المالية، ويحسب كما يلي:

V1: سعر السهم في نهاية الفترة.

V0: سعر السهم عند الشراء.

وقد يكون العائد الرأسمالي موجبا كما قد يكون سالبا، ويتوقف ذلك على سعر البيع مقارنة بسعر الشراء.

من خلال ما سبق فان العائد على السهم خلال فترة احتفاظ معينة يكون بجمع العائد الجاري بالعائد الرأسمالي، وذلك كما يلي:

D: الأرباح التي يحققها السهم خلال فترة الاحتفاظ.

مثال:

بفرض أن مستثمر قام بشارء ورقة مالية بمبلغ 100$، وارتفع سعر هذه الورقة المالية بعد سنة ليدفع 4110$، كما حصل على عائد من هذه الورقة خلال تلك السنة مقداره 4$.

المطلوب: أحسب عائد الاستثمار؟

$$R = \frac{(110-100)+4}{100} = 0.14 = 14\ \%$$

ب. العائد المتوقع.:

يمكن بصورة عامة تعريف احتمال حدث ما، بأنه فرصة وقوع هذا الحدث، فإذا تحدثنا عن احتمال تحقق معدل العائد فإن المقصود هو فرصة تحقق هذا المعدل، وفي عالم اليوم الذي يستحيل فيه التأكد من أي سيء، لا يستطيع المستثمرين معرفة معدل العائد الذي سيدره الاستثمار في ورقة معينة، ومع ذلك فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة[1].

ويمكن حساب معدل العائد المتوقع من خلال استثمار ما، باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي وفق المعادلة التالية[2] :

$$E(R) = \sum_{i=1}^{n} pi\ E(Ri)$$

$$= P_1\ E(R_1) + P_2 + E(R_2) + \ldots\ldots\ldots\ldots\ P_n\ E(R_n)$$

[1] عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في بورصة الأو ا رق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 / 2003 ، ص105

[2] *Bertrand Jaquilate & Bruno Solnik, **Marche Financiers : Gestion de portefeuille et des risques**, Dunod, Paris,3eme édition, 1997, p 82.*

مثال:

بفرض أن مستثمر يملك ورقة مالية واحتمالات تحقق العوائد حسب الحالة الاقتصادية كانت كما يلي:

الحالة الاقتصادية	الاحتمال	الأرباح
عادية	0.25	100
رواج	0.25	125
انكماش	0.5	70

$$\bar{R}=\sum Pi \,.\, Ri$$

فيكون العائد المتوقع هو :

$$\bar{R}=0.25(100)+0.25(125)+0.5(70)=90$$

وبفرض أن المستثمر قام بشراء الورقة المالية ب 1000$، فإن معدل العائد على تلك الورقة هو: $\frac{90}{1000} = \%9$

ت. العائد المطلوب :

وهو أدنى عائد يطلب، أو الواجب تحقيقه لتحفيز المستثمر لشراء أداة استثمار تعويضا عن تأجيل الاستهلاك الحالي، أو المخاطر التي سيتعرض لها مستقبلا، وهو كذلك العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه، وعادة ما يكون ملائما لمستوى المخاطر التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار، ويتكون هذا العائد المطلوب من جزأين هما العائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى بذل المخاطرة[1].

ومما سبق يمكن حساب معدل العائد المطلوب كما يلي:

معدل العائد المطلوب=معدل العائد خالي الخطر + معدل التضخم +مقابل الخطر

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999 ، ص. 238

المطلب الثاني: المخاطرة:

1. تعريف المخاطرة:

تنشأ المخاطرة عن ظاهرة حالة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار، ومن الضروري أن نميز بين الخطر وحالة عدم التأكد، فالخطر يتضمن حالات احتمال وقوع حوادث يمكن تقديرها مسبقا، أما في حالة عدم التأكد فلا نعرف هذه الاحتمالات[1].

وتعرف المخاطرة بأنها احتمالات تحقق الخسائر، كما يمكن تعريفها بأنها" تعني احتمال أو إمكانية عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع الخسائر الرأسمالية، وعن المبادئ المعروفة في الاستثمار أن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول إن العائد هو ثمن المخاطرة[2] "

2. مصادر المخاطر:

هناك عدة مصادر للمخاطر في الأوارق المالية، يمكن ذكر أبرزها فيما يلي:

- **مخاطر الفائدة:** تعتبر معدلات الفائدة سواء كان ذلك في الاقتصاد الوطني أو الدولي بديل للعائد على الاستثمار في الأوارق المالية، إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة المصرفية قد يترتب عليه انخفاض كبير في أسعار الأسهم والسندات مما قد يحقق خسائر رأسمالية.
- **مخاطر التسويق:** تتمثل في خطر تذبذب أسعار الأوارق المالية، فقد تنخفض الأسعار فجأة إلى مستوى أقل من السعر الذي دفعه المستثمر، كما تعبر أيضا عن صعوبة بيع الورقة المالية بالشكل الذي لا يحقق فيه المستثمر خسائر ناتجة عن انخفاض في سعرها.
- **مخاطر عدم السداد:** وهي تلك المخاطر المتعلقة بعدم دفع العوائد أو الفائدة وقيمة الورقة المالية عند تاريخ الاستحقاق.[3]

3. أنواع المخاطرة:

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموما إلى نوعين من المخاطر، هي:

أ. المخاطر المنتظمة:

يطلق على المخاطر المنتظمة تسميات متعددة منها :مخاطر السوق، والمخاطر غير القابلة للتنويع، والمخاطر التي لا يمكن تجنبها والمخاطر العامة، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالة الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الانقلابات السياسية، ومن ثم فإن تأثيرها يشمل كافة عوائد وأرباح الأوراق المالية المتداولة في أسواق

---

[1] زياد رمضان، **مرجع سبق ذكره، ص**289

[2] أمين السيد أحمد لطفي، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005 ، ص10

[3] محمد مجد الدين باكر، محافظ الااستثمار إدارتها واستراتيجياتها، شعاع للنشر والعلوم،حلب، سوريا،2008.

رأس المال، ولا توجد وسيلة لحماية المخاطر الناجمة من الظروف السابقة، ولكن يجب على المستثمر أن يعرف مدى تأثير الأوراق المالية التي يملكها بهذا النوع من المخاطر[1].

ب. المخاطر غير المنتظمة :

مثل المخاطر المنتظمة يطلق على المخاطر غير المنتظمة تسميات متعددة، منها المخاطر التي يمكن تجنبها، والمخاطر القابلة للتنويع، والمخاطر الخاصة، وهي تلك المخاطر التي تختص بها ورقة مالية معينة، أو هي ذلك الجزء من المخاطر التي تنفرد بها منشأة أو صناعة ما .فالتغييرات مثل إضرابات العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين تسبب قابلية عوائد منشأة ما للتباين، ويكون هذا التباين غير المنتظم مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات ونظام السوق الكلي للأوراق المالية ، ونظرا لأن المخاطرة غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت فإنه يمكن للمستثمر التخلص من هذه المخاطر بتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة به .ويتم قياس المخاطر عادة إما بمقاييس التشتت، وأهمها الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، واما بمقياس آخر ويسمى معامل بيتا[2].

من خلال عرضنا للاستثمار في الأوراق المالية سواء من حيث العوائد والمخاطر، أو من حيث الاستثمار كان التركيز على توجيه المستثمر أمواله لنوع واحد من الأوراق، لكن في حالة توجيه هذه الأموال لمجموعة من الأوراق يطلق على هذا الاستثمار بالاستثمار في محفظة الأوراق المالية، وهذا ما تتناوله نظرية المحفظة التي نتعرض لها في العنصر اللاحق.

كما يمكن تقسيم المخاطر إلى ما يلي[3]:

- **مخاطر الائتمان :**وتتعلق بإمكانية فشل المفترض أو عد قدرته على السداد.
- **مخاطر السيولة :**وتعني عد م القدرة على مواجهة الالتزامات الخاصة بالمعاملات البنكية في الوقت المحدد لها.
- **مخاطر الأعمال :**والتي تتمثل في المنافسة أو التقادم.
- **مخاطر الإذعان :**وتتمثل في عدم الامتثال للقواعد أو القوانين التي تنظم عمليات التشغيل.
- **المخاطر السلعية :**وهي المخاطر التي تنتج عن تذبذب أسعار السنع والتي تؤثر على التدفقات النقدية للمنشأة.
- **مخاطر التشغيل :**وهي المخاطر الناتجة عن عدم أداء الوظائف التشغيلية طبقا لقواعدها.
- **مخاطر السمعة :**وهي المخاطر التي تتعلق بجودة الخدمات والمنتجات التي تقدمها المنشأة المالية مقارنة بالمنافسين.

---

[1] طاهر حيدر جردان، **مبادئ الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997 ، ص. 95

[2] *aques Darman, **Stratégies bancaires et gestion de bilan**, Economica, Paris 2000, p121.*

[3] عادل محمد رزق، **الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية**، من منظور إداري و محاسبي، دار طيبة، القاهرة، 2004 ، **ص**12.

- **مخاطر المسؤولية :**وهن تلك المخاطر التي تظهر عند قيام لمنشأة بإحداث تغيير
- مستقبلي في خدماتها أو منتجاتها أو سياساتها.
- **مخاطر تركز المنتج :**وهي تلك المخاطر المتعلقة بالتركيز والاعتماد على عدد قليل من المنتجات في حين أن الاعتماد على عدد أكبر من منتجات مع التنويع يحق ربحية أكبر.
- **مخاطر تكلفة الفرصة البديلة :**وتظهر عند تقديم منت جديد أو التطوير في المنتج الحالي.

وتصنف بعض الكتب المخاطر إلى ما يلي:[1]

- **مخاطر التحويل:** وهي المخاطر المتعلقة بوجود عوائق قانونية أو أية عوائق أخرى تقف دون تحويل العملة لعملة أخرى لسداد الالتزامات الواجبة السداد في تاريخ الاستحقاق.
- **مخاطر الأمانة :**وهي المخاطر المتعلقة بعد الالتزام بالقيام بالواجب من طرف احد المتعاملين مقابل تحقيقه لأمنية شخصية أو مالية.
- **مخاطر الإفصاح:** و تحدث عند قيام البنك بالإفصاح عن المعلومات أو عن بعض المعلومات الخاطئة و ما يترتب عن ذلك من نتائج.
- **مخاطر التوثيق:** و تنتج من عدم القيام بتنفيذ التعاقدات و ذلك لعدم وجود أية أدلة لدى البنك لتوثيق حقه في هذا التعاقد.
- **مخاطر سوء النية:** و هي المخاطر الناتجة من عد قيام مديري الشركات كوكلاء لحملة الأسهم بتحقيق مصالح حملة الأسهم أو بعبارة أخرى المخاطر المتعلقة بمشكلة الوكالة.

توجد مخاطر مالية أخرى:

أ. مخاطر الرافعة المالية:

توجد مخاطرها عند زيادة المؤسسة لاستخدام التمويل بالديون المقارنة بحقوق الملكية، وتقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون و إجمال الأصول حيث أن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد من استخدام المنشأة للرافعة المالية.

ب. مخاطر الرافعة التشغيلية:

تقاس من خلال ناتج قسمة التكاليف الثابتة على التكاليف المتغيرة للمنشأة، وينتج عن الرافعة التشغيلية المرتفعة زيادة في قابلية التباين في عوائد حملة الأسهم و هذا الوضع يسمى مخاطرة الرافعة التشغيلية تنشأ لان التكاليف الثابتة المرتفعة للاحتفاظ بالأصول الثابتة تستمر دون نقصان سواء هبط مستوى منتجات المنشأة أولا.

[1] السيد بدوي عبد الحافظ، **إدارة الأسواق و المؤسسات المالية "نظرة معاصرة"**، دار الفكر العربي،القاهرة،2000،**ص**14.

4. قياس المخاطرة:

يعتمد قياس مستوى المخاطرة على ثلاث مقاييس وه كالتالي[1]:

أ. **الانحراف المعياري:** وهو مقياس إحصائي لانتشار توزيع العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة.

$$\S = \sqrt{\sum Pi\,(Ri.\bar{R})}$$

حيث أن:

§: الانحراف المعياري.

Ri: العائد المحتمل**i.**

$\bar{R}$: القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

Pi: احتمال العائد**i.**

ب. **معامل الاختلاف :**يكون الانحراف المعياري مقياسا مناسبا للمخاطرة عند المقارنة بنين مشروعين، تكون القيمة المتوقعة بينها متساوية ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة للمشاريع يكون معامل الاختلاف هنو مقياس المخاطرة المناسب.

ويحسب كالتالي:

حيث أن:

$$Cv = \S/\bar{R}$$

§: الانحراف المعياري.

$\bar{R}$: القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

ت. معامل بيتا(β):

يقيس مخاطرة السهم بالمقارنة لمخاطرة السوق.

$$B = \text{covariance}(Ri , Rm) / \text{variance}$$

[1] محمد فتحي الميسري، **صناديق الاستثمار و الإدارة المحترفة**، دار التعليم، الإسكندرية،2002، من **ص**253. إلى255

Covariance: التباين المشتر بين معدل العائد على السهم و معدل العائد على محفظة السوق.

Variance: التباين في العوائد على محفظة السوق.

تفسير معامل (β) للسهم الواحد [1]:

يفسر معامل (β) للسهم i أو المحفظة بالنسبة لمعامل (β)لمحفظة السوق والذي يساوي (1)حيث ان:

$\beta>1$: مخاطرة السهم i اكبر من مخاطر السوق.

$\beta<1$: مخاطر السهم i اقل من مخاطر السوق.

$\beta=1$: مخاطر السهم i مساوية لمخاطر السوق.

$\beta=0$: السهم i غير مرتبط بمخاطرة السوق.

$\beta=-1$: مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق لكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس لاتجاه السوق.

المطلب الثالث: المحفظة المثلى

إذا تم افتراض أنه يتم دراسة عدد من الاستثمارات، فإن ذلك معناه أنه يمكن تكوين عددا لا نهائيا من المحافظ الاستثمارية، ويكون لكل محفظة عائدا وخطرا متوقعا، وبالتالي بمعرفة مجموعة المحافظ المحتملة والتي يمكن تكوينها من الأصول المتاحة، ماهي المحفظة التي يجب اختيارها؟

وعليه، سيتم اختيار المحفظة التي تحقق أكبر عائد ممكن وأقل خطر، والتي تعرف بالمحفظة المثلى .

مفهوم المحفظة المثلى:

لقد ذهب ماركوتيز في مقاله عام1952 ومن ثم كتابه اللاحق عام1959 ابعد من تفسيره للكيفية التي تخفض بها مخاطر المحفظة من خلال التنويع المدروس، حيث قدم المحفظة الكفء وهي المحفظة التي تحقق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد أو التي تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة فقد أوضح ماركوتيز انه بعدد محدود من الأوراق المالية يمكن بناء عدد لا نهائي من المحافظ الاستثمارية [2].

[1] محمد فتحي الميسري، **مرجع سبق ذكره، ص56.**

[2] محمد علي إبراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر و التوزيع، عمان**،2010،**ص**71.

أولا: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) والمحافظ الفعالة

I. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

يعود الفضل في استحداث هذا النموذج لوليام شارب (W.Sharp1964) الذي شارك به في جائزة نوبل، كما يرجع الفضل كذلك لجون لنتر (Linter,1965) وجان موسن (Mossin,1966)، و ايجون فاما(fama,1968) ، وهكذا تكون حصيلة نظرية المحفظة جائزة نوبل شارك فيها وليام شارب عن مساهمته في الوصول إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقوم في الأساس على فكر ماركويتز . ويقوم النموذج على القروض التالية[1]:

- إنّ المستثمر يجري تقييمه للمحافظ البديلة على أساس متغيّرين هما العائد والمخاطرة.
- إنّ تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد لفترة واحدة، مثل هذا الفرض من شأنه أن يتيح فرصة أفضل لتقدير العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.
- إنّ المستثمر يسعى دائما للمزيد من العائد لو أنّه أعطى الفرصة للمفاضلة بين محفظتين متماثلتين من جميع النواحي عدا العائد، فسوف يختار المحفظة التي يتولد عنها أقصى عائد.
- إنّ الأصول المالية قابلة للتجزئة، أي أنّ المستثمر يمكنه شراء أي كميّة يرغبها من ورقة معينة، مهما تضائل حجم تلك الكميّة.
- إنّ المستثمر بطبيعته يبغض المخاطر.
- إنّ المستثمر يمكنه أن يقرض ويقترض على أساس معدل يساوي معدل العائد على الاستثمار.
- أنّه لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفة للمعاملات.
- أن المعلومات تصل إلى المستثمرين وبدون تكلفة.
- أنّ للمستثمرين توقعات متماثلة أو متجانسة.

وفي ظل فروض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فإنّ تسعير المخاطر يقوم على علاقة خطية بين العائد والخطر، ويطلق عليها خط سوق رأس المال.

وبموجب (CAPM)يظهر خط سوق رأس المال عندما تكون موجودات المحفظة مترابطة تماما وفي علاقة موجبة، حيث يجمع هذا الخط أداة استثمارية خالية من المخاطر وأداة أخرى تتسم بالمخاطر في محفظة متنوعة تماما وفي مجال المخاطرة، ويطلق عليها محفظة السوق، وهي المحفظة المكونة من جميع الأوراق المالية أو الموجودات المتداولة في السوق[2].

---

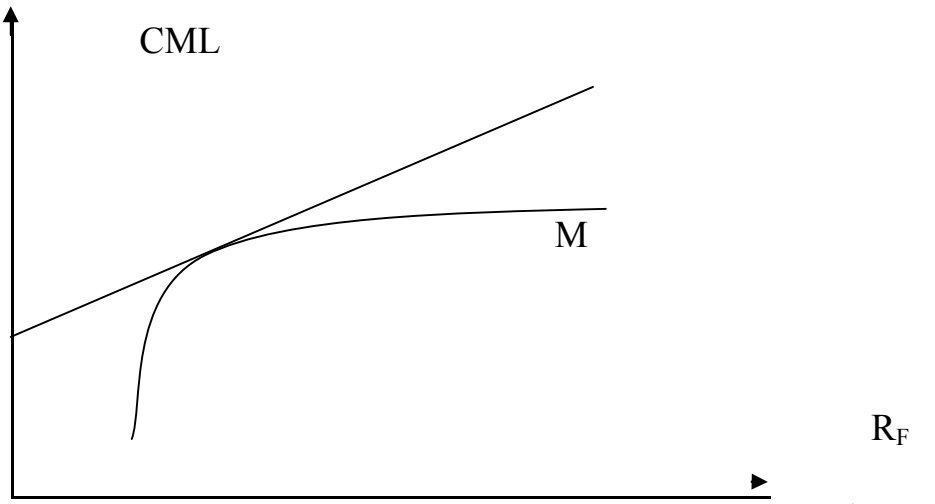
[1] منير إ إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره،** ص ص 269-271 .

[2] عصام فهد العربيد، **الاستثمار في بورصات الأوراق المالية :بين النظرية والتطبيق،** دار الرضا، دمشق، الطبعة الأولى، 2002 ، ص. 89

شكل رقم(02-01)

خط سوق رأس المال

العائد المتوقع



المخاطرة

المصدر: محمد مطر وفايز تيم، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات**، مؤسسة الوراق، الأردن،1990،ص27.

II. المحافظ الفعالة

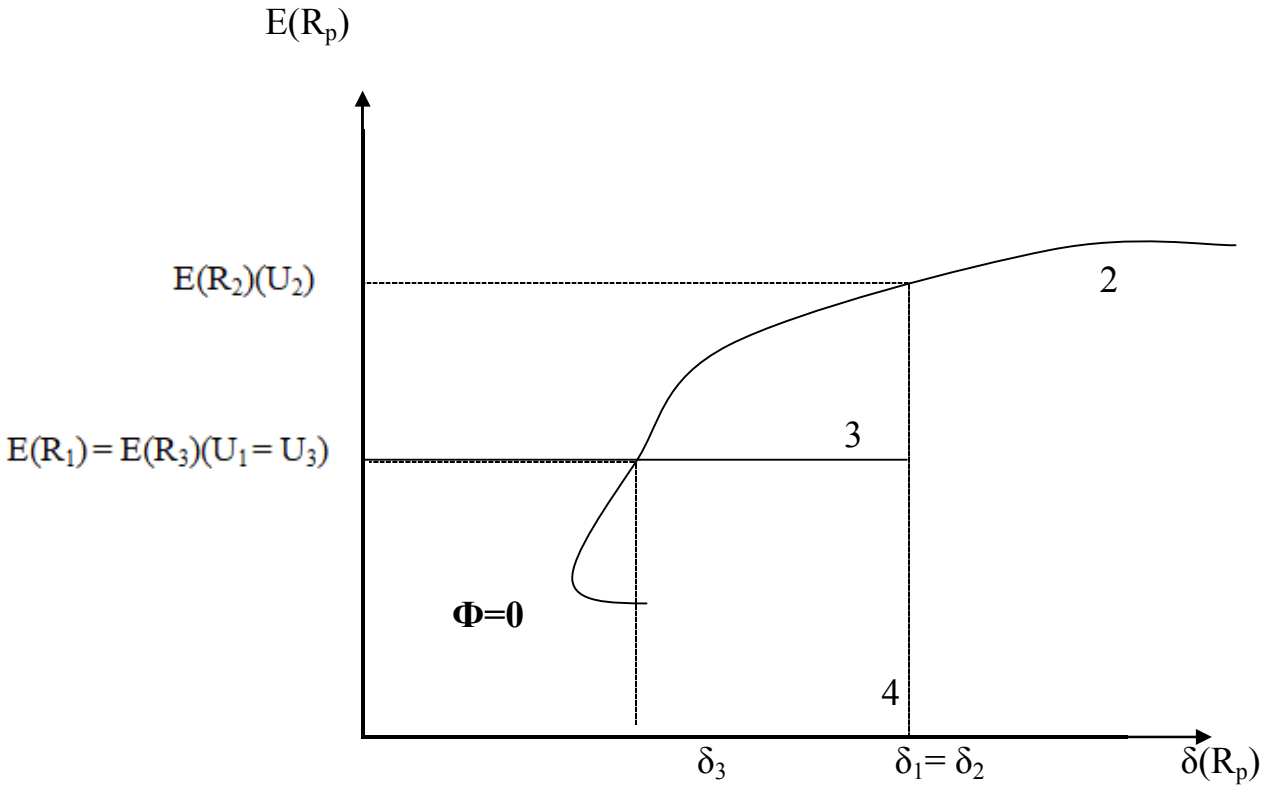
من أجل بناء المحفظة المثلى، لابد للمستثمر أو لمدير المحفظة من أن يحدد أولا، منحنى المحافظ المثلى أو ما يسمى بالحد الفعال .ويرتسم على ذلك المنحنى، النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى.

وتتحد تلك النقاط عن طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصري العائد والمخاطرة، من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة .ويتم ذلك بناء على افتراض مفاده، أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة هي من النوع الخطر، بحيث لا يوجد بينها أدوات استثمار خالية من المخاطرة . Risk-Free

ومن خلال رسم كل التوليفات الممكنة (عائد -مخاطرة) الخاصة بكل محفظة ،يمكن الحصول على الشكل الموالي :

شكل رقم (02-02)

الحد الفعّال



المصدر:مصييح أحمد،**محاضرات في الأسواق المالية وتسيير المحافظ المالية**،2015-2016،علوم اقتصادية،جامعة بومرداس.

و من خلال التوفيق بين الاقتراحات التي تميز سلوك المستثمرين حسب الفرضيات المذكورة أعلاه، يمكن صياغة معيار الفعالية الموالي:

- انطلاقا من عقلانية المستثمر الذي يرغب في التموقع عند مستوى المخاطرة،(δ3) فانه يستبدل المحفظة (1) بالمحفظة (2) اللتان تتميزان بنفس المخاطرة δ2 =δ1 و عائد المحفظة (2) اكبر من عائد المحفظة (1).

- و انطلاقا من مبدا عقلانية المستثمر و كره المخاطر، فالمستثمر الذي يريد التموقع في مستوى عائد متوقع (u3) فانه يستبدل المحفظة (1) بالمحفظة (3) ذات مستوى مخاطرة اقل من مخاطرة المحفظة (1). و يتميز ان نفس مستوى العائد المتوقع .

و المحفظة رقم (3) تسيطر على المحفظة رقم (4) الموجودة أيضا على المنحنى المطوق ،بالرغم من انهما ذات نفس مستوى المخاطرة ،و لكن عائد المحفظة (3) اكبر من عائد المحفظة (4) ،و عليه فكل المحافظ او النقاط التي توافق تماس ذو ميل سالب ،فإنها غير فعالة لأنها تسيطر عليها محفظة أخرى توافق مماس ذو ميل موجب.

وعلى هذا الأساس ،فكل مستثمر عقلاني يختار محفظة تقع في الجزء العلوي لمنحنى المحافظ الممكنة، و المحددة بالمماسين العمودي و الافقي ،و بالتالي كل المحافظ الأخرى الممكنة ترفض هذا الجزء من المنحنى يعبر عن المحافظ الفعالة ، و التي سميت من طرف **ماركويتش** بالحدود الفعالة[1].

وعليه يمكن تعريف المحافظ الفعالة بانها "عبارة عن المحافظ التي يكون لها بالنسبة الى مستوى معين من العوائد المتوقعة درجة مخاطرة اقل ما يمكن ،او بعبارة أخرى هي المحافظ التي يكون لها بالنسبة لمستوى معين من المخاطرة عائد متوقع اكبر ما يمكن ".

III. خط الأوراق المالية

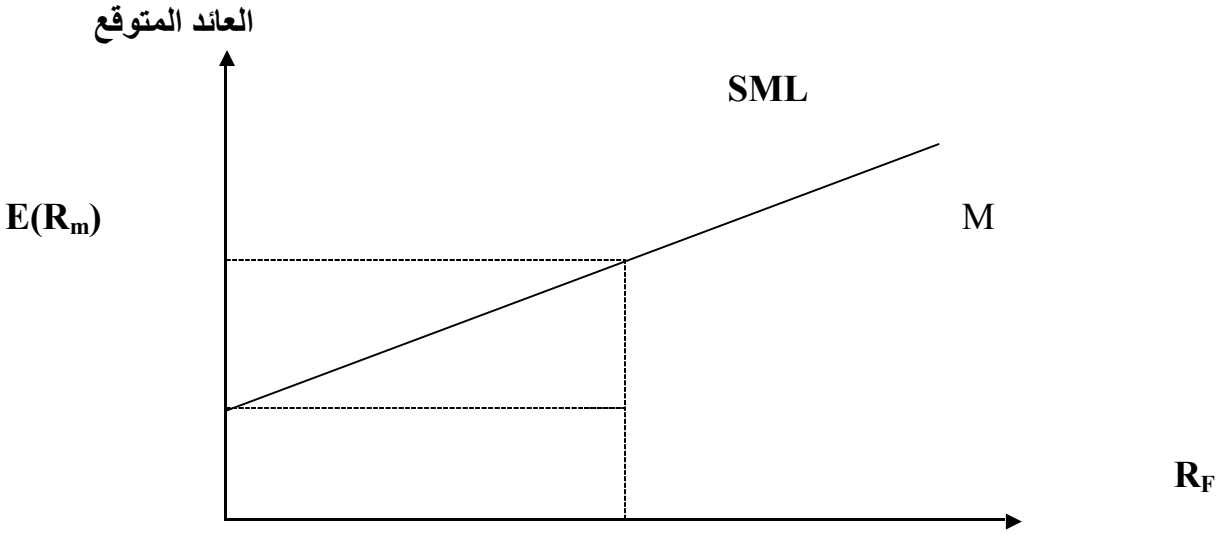
إنّ العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة للورقة المالية يمكن تمثيلها بيانيا كما في الشكل رقم(3)، حيث تظهر بيتا على المحور الأفقي(والتي تقيس المخاطر العامة أو النظامية للورقة المالية)، والعائد المتوقع على المحور الرأسي، أما الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة بين العائد والمخاطرة فهو يسمى خط الأوراق المالية، وكما هو الحال في خط سوق رأس المال فإنّ نقطة تقاطع خط الأوراق المالية مع المحور الرئيسي (Rf)يمثل العائد الخالي من المخاطرة[2] .

إن خط الأوراق المالية يمثل في هذه الحالة العلاقة الطردية بين المخاطرة والعائد المتوقع سواء للورقة المالية الواحدة، أو المحافظة الاستثمارية الكفؤة.

[1] فليح حسن خلف،الأسواق المالية و النقدية،عالم الكتب الحديث،الأردن،2005
[2] هويشار معروف، **مرجع سبق ذكره**، ص248

شكل رقم (02-03)

خط الأوراق المالية(SML)



بيتا(β)

$\beta_m = 1$

المصدر : محمد مطر وفايز تيم، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات، مؤسسة** الوراق، الأردن،1990، **ص** 255.

ويعتبر خط الأوراق المالية تمثيلا بيانيا لنموذج سعر الأصول الرأسمالية، أي أنّ هذه النظرية تبيّن العلاقة بين العائد الذي يتوقعه المستثمر والمخاطرة، وهي تنص على أنّ العائد المطلوب على الاستثمار في ورقة مالية (أو محفظة) يتكوّن من جزأين هما :العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة، أي أنّ:

العائد المتوقع=العائد الخالي من المخاطرة+ علاوة المخاطرة

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

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

حيث أن:

E(Rí): العائد المتوقع على سهم معيّن.

Rf: العائد الخالي من المخاطرة.

E(Rm): العائد المتوقع على محفظة السوق.

ß: معامل بيتا للسهم.

وكما يظهر من المعادلة السابقة فإنّ **ß(E(Rm) – Rf)** ، تمثل علاوة المخاطرة، وتتناسب هذه العلاوة مع بيتا**ß** الذي يمثل درجة المخاطرة، حيث أنّه كلما زادت بيتا ا زدت علاوة المخاطر، وبالتالي زادت العائد المتوقع.

ثانيا: اختيار المحفظة المثلى

I. مفهوم المحفظة المثلى

المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول او أدوات الاستثمار ،و بكيفية تجعلها اكثر ملائمة لتحقيق اهداف المستثمر ،مالك المحفظة او من يتولى ادارتها ،او بمعنى اخر هي التشكيلة التي تحقق اكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول[1].

و يمكن القول ان المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتوفر بها المواصفات التالية :

- تحقيق توازن المستثمرين بين العائد و الأمان .
- تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي.
- ان تحقق أدوات المحفظة حدا من السيولة او القابلية للتسويق التي تمكن المدير من اجراء أي تعديلات جوهرية.

II. مبادئ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى :

و تتلخص فيما يلي:[2]

- اختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.
- اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.
- اختيار المحفظة ذات العائد الاعلى و الأقل مخاطرة في باقي الحالات .

[1] خلفان محمد عيسى،**إدارة الاستثمار و المحافظ الاستثمارية**،دار الجنادرية للنشر والتوزيع،اعمان،الأردن،**ص77**

[2] الدسوقي إيهاب؛ **اقتصاديات كفاءة البورصة**؛ دار النهضة العربية؛ القاهرة ،ص200 .

الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أي نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطرة ،ولكن عمليا هذا النوع من المحافظ غير متاح لذا سوف يختار المستثمر محفظته المثلى في نقطة من نقاط المنحنى باعتباره ابعد حد في قطاع المحافظ الممكنة .

III. منحنيات السواء

1. مفهوم منحنيات السواء :

إن اختيار النقطة المثلى للمحفظة المثلى لمدير المحفظة أو المستثمر على منحنى المحافظ المثلى أو الحد الفعال، هو بمثابة الخطوة الثانية في بناء هذه المحفظة .وهنا لا بد من الاستعانة بمفهوم اقتصادي آخر هو مفهوم منحنيات السواء.

ويتوجب على المستثمر، حتى يصل إلى المحفظة المثلى، تحديد منحنيات السواء الخاصة به، وهي المنحنيات التي تمثل تفصيلات مقايضة العائد بالمخاط ة ر .وكلما كان المنحنى أكثر ميلا فإن ذلك يعني,أن المستثمر أكثر تجنبا للمحافظ ذات المخاطر العالية .فمنحنى سواء المستثمر B مثلا أكثر ميلا من منحنى سواء المستثمرA ، وهذا يعني أن المستثمر B يطلب عائدا إضافيا أعلى مقابل كل وحدة مخاطرة إضافية[1].

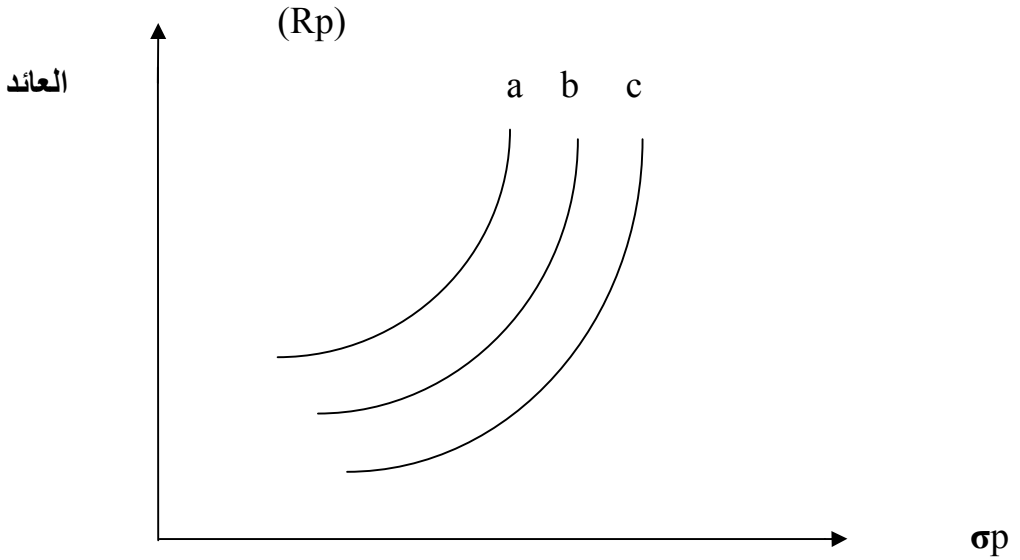
2. خصائص منحنيات السواء

- اتجاه منحنى السواء من الأسفل الى الأعلى و من المين الى اليسار ،يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد.
- مستوى منحنيات السواء هابط من اعلى الى اسفل ،بمعنى ان المستثمر اذا لم يجد محفظة مثلى وفقا للمنحنى، فانه سيضطر للتنازل و البحث عنها في المنحنى.
- جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.
- المحفظة التي تقع على منحنى سواء اعلى ،هي اكثر جاذبية للمستثمر عن أي محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع على اسفله ،وبلغة الاقتصاديين ،فالمنحنى الأعلى يكون اكبر منفعة من المنحنى الأسفل.[2]

[1] محمد جصاص،**محاضرات في الاقتصاد الجزئي**،2016-2017،علوم اقتصادية علوم تجارية،جامعة قسنطينة
[2] خلفان محمد عيسى،مرجع سبق ذكره،ص 80

شكل رقم(02-04)

منحنيات سواء المستثمر



المصدر : محمد مطر وفايز تيم،**إدارة الاستثمارات:الإطار النظري والتطبيقات،** مؤسسة الوراق، الأردن،1990،ص27.

المبحث الثاني: طرق التقليل من مخاطر المحفظة المالية

لابد من توفر بعضا من القواعد والاجراءات التي يمكن تعريفها على أنها المعرفة التي يملكها حامل المحفظة لادارة محفظته الاستثمارية وإيجاد أدوات للتقليل من خطر المحفظة.

المطلب الأول: مفهوم استراتيجيات إدارة المخاطر

أولا: مفهوم الإستراتيجية والإستراتيجية الاستثمارية:

1. مفهوم الإستراتيجية:

يعرفها الفكر الاستراتجي بأنها المعرفة التي يجب أن تتوافر داخل أي نظام لتحديد أي فرص أو تهديدات، و قضايا المستقبل، و تعميم التعامل معها بشكل دائم مما يكفل استمرارية البقاء والتطور.[1]

و قد عرف العالم B.H. Lidderالإستراتيجية العسكرية أنها فن توظيف المعارف كوسيلة لتحقيق الهدف في الحرب.[2]

[1] إبراهيم الديب، **استراتيجيات التطور الإداري و الإصلاح الشامل**، يدون نشر، 2006، 33.
[2] الموقع الالكتروني، WWW.Siitonline.org تاريخ الزيارة،15:00،2020.05.18

إن كل مؤسسة أيا كان نشاطها فهي تحتاج إلى وجود إستراتيجية ذات رهينة واضحة و ذلك للوصول إلى أهدافها، و أن غياب الرؤية الإستراتيجية يؤدي إلى سلبيات عديدة من أهمها:[1]

- عشوائية الأهداف و الوسائل و النتائج.
- ضعف الاستغلال الأمثل للطاقات و الموارد المتاحة.
- غياب القدرة على رصد و مواجهة التحديات الداخلية و الخارجية.
- ضعف نتائج المقارنة بالطرف الأخرى أي المنافس.
- غياب القدرة على الابتكار و التطوير و مواكبة حركة العصر.
- التقادم و التراجع و ربما الخروج من السوق نهائيا.

2. مفهوم الإستراتيجية الاستثمارية:

هي عبارة عن مجموعة من السياسات و الضوابط و الإجراءات التي تلتزم بها المنشأة لاستثمار أموالها للوصول إلى أهداف استثمارية مخطط لها للمستقبل و يمكن تصنيف إلى ثلاث استراتيجيات:

أ. **إستراتيجية استثمارية قصيرة الأجل** :و هي الخطة التي تكون مدتها سنة مالية.

ب. **إستراتيجية استثمارية متوسطة الأجل** :و هي مجموع الخطط المتتالية التي تكون مدتها أكثر منن سنة مالية و تنتهي بنهاية السنة الرابعة.

ت. **الإستراتيجية الاستثمارية طويلة الأجل** :و هي الاستراتيجية التي يكون عمرها بما لا يقل عمرها عن خمس سنوات فما أكثر.

و المنشأة التي تتطلع إلى مستقبل مزدهر و واعد لابد لها من إعداد إستراتيجية لفترات مختلفة، حيث كل منها تكمل الأخرى، و نتيجة الاختلاف في الزمن بين الوحدة و الأخرى فنان الأدوات المستخدمة لتحقيق كل هدف منها تختلف عن الأخرى فمثلا الإستراتيجية قصيرة الأجل تكون أدواتها الاستثمارية من الأدوات التي تتصف بسرعة التحويل إلى سيولة أي سرعة تحويلها إلى نقد كالودائع قصيرة الأجل و اذونات الخزانة، أما الإستراتيجية طويلة الأجل فتستخدم الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل كالصناديق المغلقة مثلا.[2]

[1] إبراهيم ديب، **مرجع سبق ذكره،ص**17.

[2] عبد العزيز عبد الله الزيد، **دور الإستراتيجية الاستثمارية في التعامل مع الأزمات**، مساعد محافظ الاستثمار، المؤسسة العامة للتأمينات، المملكة العربية السعودية، ديسمبر، **ص**،3.

ثانيا: أهداف الاستراتيجة الاستثمارية، مراحل بنائها:

1. أهداف الإستراتيجية الاستثمارية:

يمكن عرض أهداف الإستراتيجية الاستثمارية التي تسعى لها كل مؤسسة كالتالي:

- تحقيق فوائد مجزية من الأموال المتاحة للاستثمار.
- المحافظة على رأسمال المؤسسة و تنميته .
- توزيع أموال المؤسسة في أدوات استثمارية خالية او قليلة المخاطرة كلما أمكن.
- توظف أموال المؤسسة في أسواق مالية نشيطة و واعدة.
- تدريب كوادر لكي يمكن الاعتماد عليها في إدارة أموال المؤسسة.
- اكتساب سمعة تجارية مميزة.
- المساهمة في استثمارات مشروعة و غير مخالفة للقانون و النظام الأساسي للمؤسسة.[1]

2. صياغة الإستراتيجية:

في هذه المرحلة يتم تحديد المجالات الاستثمارية و النسب المحددة لكل مجال استثماري أو قطاع مع تحديد نسبة رأس المال المستثمر لكل مجال، و إعداد الضوابط الاستثمارية التي تحق الأهداف الاستثمارية بكفاءة.

3. التنفيذ :

يكون تنفيذ هذه الخطة الاستراتيجية على النحو التالي:

أ. قيام إدارات الاستثمار بالمؤسسة بإدارة الاستثمارات في الأسهم و النقد و السندات والاستثمارات العقارية.

ب. تعيين مدراء استثمار ذوي كفاءة عالية و سجل استثماري جيد لتنفيذ الاستثمارات العالمية التقليدية و البديلة و تشمل (الأسهم العالمية، صناديق الملكية الخاصة، صناديق السلع و العقار).

4. تقييم الأداء:

في هذه المرحلة يتم متابعة أداء استثمارات المؤسسة و تقييمها بشكل دوري بمساعدة الاستشاري الاستثماري للمؤسسة و اتخاذ ما يلزم من إجراءات و تعديلات(تصحيح الانحرافات).

[1] Morissette, **Valeurs mobiliers et gestion de portefeuille**, S.M.G que bec Canada, 2eme édition, 1993.p116

5. المراقبة الإستراتيجية و الحد من المخاطر الاستثماري:

حيث يتم الأخذ بعين الاعتبار المخاطر الاستثمارية الشائعة و الإجراءات الوقائية الكفيلة للحد منها أو إمكانية تخفيض المخاطرة الناتجة عن الاستثمار و ذل بان يكون الاستثمار للأدوات المالية متنوعا من حيث النطاق الجغرافي و الفترات الزمنية.[1]

ثالثا: :تقييم الإستراتيجية الاستثمارية و استراتيجيات إدارة المحافظ:

1. تقييم الإستراتيجية الاستثمارية:

إن وضع إستراتجية استثمارية يتطلب تقييم دوري ودائم من جهات لها خبرة و دراية للتأكد من فعالية الإستراتيجية و أنها حققت الأهداف المخطط لها سلفا، حيث أن إهمال جانب التقييم لا يعطي الإدارة العلم عن مدى فعالية هذه الإستراتيجية و ذلك لإصلاح الخلل و الانحراف عن الأهداف الموضوعة و يمكن توضيح إجراءات التقييم كالتالي:

أ. إسناد التقييم إلى لجنة أو مؤسسة محايدة لها خبرة و دراية واسعة.

ب. أن يتم التقييم بشكل دوري و مستمر.

ت. استخدام أساليب التحليل المالي لحساب مؤشرات الربحية مثل:[2]

- صافي القيمة الحالية.
- معدل العائد الداخلي.
- فترة السداد.
- معدل العائد البسيط.
- تحليل الحساسية.

ث. قياس درجة المخاطر التي تمر بها الاستثمارات.

ج. تحليل التكلفة الاستثمارية.

ح. دراسة توزيع الاستثمارات سواء جغرافيا أو حسب العملات أو حسب الأدوات الاستثمارية.

خ. مقارنة مؤشرات الأسواق العالمية مع مؤشرات أداء الاستثمارات.

د. تقييم نتائج التقييم إلى الإدارة العليا و تقديم الحلول و التوصيات لإصلاح الانحرافات إن وجدت.

ذ. اهتمام الإدارة العليا بتلك التوصيات و اتخاذ ما يلزم من تعديلات وتنفيذها بأسرع وقت و تقييم تلك التعديلات باستمرار.

---

[1] عبد العزيز عبد الله الزيد، **مصدر سبق ذكره،ص**67.

[2] الموقع الالكتروني، www.aawast.org تاريخ الزيارة،15:45،2020.05.18.

2. الاستراتيجيات المتبعة عند إدارة المحافظ الاستثمارية:[1]

أ. إستراتجية جودة الاستثمارات:

تؤكد القواعد المصرفية على ضرورة التزام أي مستثمر إن أمكن بالتعامل مع أوراق مالية ذات جودة عالية ضمانا لتحقيق عائد و بمقتضى ذلك يتعين الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة كذلك الابتعاد عن الاستثمارات التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض، و في هذا السياق يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم حسب الأولوية أي البدء بالأوراق المالية الحكومية المضمونة من طرف الحكومة كالسندات وأخيرا الأوراق غير الحكومية.

ب.إستراتيجية تنويع الاستثمارات:

هي تكوين تشكيلة جديدة من الأوراق المالية تسهم في خفض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب على ذل تأثير عكسي على حجم العائد، و يأخذ التوزيع صورا عديدة (جغرافي، زمني، تنويع العملات....إلى غير ذلك).

ت.إستراتيجية المحافظة على الأموال المستثمرة:

و نقصد بها الوصول إلى الضمان الحقيقي الذي يعني استرداد نفس القوة الشرائية للوحدات النقدية للأموال المستثمرة.

ث.إستراتيجية آجال استحقاقات الاستثمار:

هي الإستراتيجية التي تقوم على هيكلة استحقاقات محفظاتها ضد التغيرات في معدلات الفائدة و هناك طريقتان لهيكلة استحقاقات المحفظة:

- طريقة الاستحقاقات المتتابعة والاستحقاقات المتتالية(Lidder Maturin).
- طريقة تقضي بتخصيص البنك في تنويعه للاستثمارات إما قصيرة أو طويلة الأجل وهي بالتالي تستبعد الاستثمارات متوسطة الأجل(Barbela Maturin) .

ج.إستراتيجية الاستبدال و المبادأة:

حيث يعطي التغيير في أسعار الفائدة فرصا استثمارية للبنك يمكن استغلالها إذا ما اتبع مبدأ المبادأة ويتوقف ذل على التنبؤ الصحيح للمعدلات الفائدة المتوقعة.

[1] عادل محمد رزق، **مرجع سبق ذكره،ص**71.72.

المطلب الثاني: المشتقات المالية كآلية للتغطية أو تقليل المخاطر

هي الأدوات المالية التي تعتمد في قيمتها على قيم متغيرات مالية أخرى أصلية، و في السنوات الأخيرة اكتسبت المشتقات المالية أهمية كبيرة و متزايدة نظرا للدور الذي تلعبه في تقليل المخاطر و الحد منها، و هي كالتالي:

1. إدارة المخاطر باستخدام حقوق الخيار[1]:

تمثل حقوق الخيار أحد الأدوات الاستثمار الحديثة التي تعط المستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، والتي من أهمها على وجه الخصوص تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شرائها أو بيعها في المستقبل، لذا يلجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر ومنها ما يهدف إلى زيادة العائد وأهم هذه الاستراتيجيات:

أ. التغطية ضد المخاطر باستخدام حق خيار الشراء :

التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائر في وضع أو موقف معين، حيث يتيح حق الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثمار من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزعم شراؤها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني في العقد تنفيذ الاتفاق إذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد على السعر المتفق عليه، و بذلك يضمن الحصول على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ و تتم التغطية عن طريق اتخاذ موقف مضاد باستخدام نفس الأوراق المالية، فإذا كان المستثمر غير متأكد مما إذا كان سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء التعاقد سيكون اقل أو اكبر من سعر التنفيذ، فإنه يمكن عن طريق اتخاذ موقف قصير فيما يتعلق بالأسهم(بيع السهم)، و اتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بحق اختيار الشراء (بمعنى شراء حق اختيار الشراء)، أن يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى اقل درجة ممكنة عن طريق تدنيه الخسائر دون التأثير على ما يحققه من عائد.

ب. التغطية ضد المخاطر باستخدام حق خيار البيع:

يتبع حق خيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها، حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني (محرر العقد)تنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل العقد عن سعر التنفيذ، و تقوم إستراتيجية التغطية باستخدام حق اختيار البيع على أساس قيام المستثمر بشراء الأسهم، بمعنى اتخاذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم و اتخاذ موقف قصير الأجل لحق الاختيار (بمعنى بيع حق خياري بيع) ، و يلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقادها بأن أسعار الأوراق المالية سترتفع في المستقبل و من ثم يقوم بشرائها الآن، و نفس الوقت

[1] الموقع الالكتروني، **http :www.islamfin.go-forum.net**
تاريخ الزيارة، **2020.03.05**، توقيت الزيارة، **14:00**

بتحرير حق اختيار بيع لأحد المستثمرين بغرض بيع هذه الأوراق إذا ما انخفضت أسعارها و تحقيق عائد من وراء ذلك.

ت. التغطية ضد المخاطر باستخدام حقوق الاختيار المزدوجة:

في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر في نفس الوقت بشراء عقد خيار شراء و عقد خيار بيع لنفس الأوراق المالية ليس هذا فحسب، كما يكون تاريخ تنفيذ العقدين واحدا، كذلك تاريخ الانتهاء و يلجأ المستثمر إلى هنا الإستراتيجية إذا ساد لديه اعتقاد أن الأسهم التي بين يدينه قد تتعرض لتغيرات و تقلبات كبيرة في السعر غير أن المستثمر لا يستطيع تحديد اتجاه هذا التغيير، كما أن هذه الإستراتيجية تستخدم في المواقف طويلة الأجل و يمكن أيضا استخدامها في المواقف قصيرة الأجل، عندما يشعر المستثمر أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية لن تكون كبيرة سواء لأعلى أو لأسفل، ويلاحظ انه كلما طالت الفترة الزمنية التي يظل فيها سعر السهم مستقرا نسبيا فإن المحرر هو المستفيد عن طريق حصوله على المكافأة، سواء كان العقد حق خيار شراء أو حق بيع ، أما إذا زادت حدة التغيرات في أسعار الأسهم لأعلى أو لأسفل فان المستثمر يحق خسارة كبيرة في حالة قيامه بتحرير حق بيع أو شراء معا.

2. إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبليات[1]:

من أهم الأنشطة الأساسية التي تتعامل في سوق العقود المستقبلية التحوط حيث يسعى المستثمر إلى تقليل المخاطرة من خلال التحوط الذي يهدف إلى تجنب تعرضه لمخاطر التغيرات السعرية على مركزه أخذه أو سيأخذه في السوق الحاضر، ويتم التحوط بأخذه مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية، فلو أن المستثمر يمتلك أصل ما وله مركز في السوق الحاضر ويخشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل،

يمكنه اخذ مركز عكس في سوق العقود، وذلك ببيع عقد مستقبل مماثل على نفس الأصل، أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع أصل ما في السوق الحاضر يصبح لزاما عليه اخذ موقف عكسي في سوق العقود بشراء عقد لذات الأصل، وفي ظل هذا النوع من التحوط فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في أحد الأسواق تعوضه المكاسب التي يحققها في السوق الآخر وللتمييز بين ما يسمى بالتحوط الكامل والتحوط غير الكامل، الكاملة تتطلب ثلاثة شروط إذا غاب أحدها تصبح تغطية كاملة وهي:

[1] الموقع الالكتروني، **http :www.islamfin.go-forum.net**
تاريخ الزيارة، **2020.03.05**، توقيت الزيارة، **14:10**

- **تاريخ التسليم :**يجب تطابق تاريخ التسليم في العقد المستقبل مع تاريخ الحصول على الموارد المالية لتحقيق التغطية الكاملة.
- **حجم العقد :**لكي تتحقق التغطية الكاملة لابد أن تكون قيمة العقد المستقبلي مساوية للقيمة التي ينطوي عليها المركز الذي أخذه أو الذي سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر.
- **الأصل محل التعاقد :**ينبغي ان يكون العقد المستقبلي على اصل مماثل للأصل الذي اخذه عليه المستثمر مركزا في السوق الحاضر.

3. إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة[1] :

تعد عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها مخاطر تغير سعر الفائدة، وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير من أكثر هذه الأدوات استخداما، والهدف الرئيسي منها هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك عندما تتفق مؤسسة مصدرة للأوراق المالية سبق و إن أصدرت أوراق مالية بمعدل فائدة متغير على تبادل دفع الفائدة، ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة، و ذلك دون المساس بالتزام أي منهما للحفاظ على أصل الورقة المالية، و الدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق هو أن كل منهما قد نظر إلى المشكلة من زاوية تختلف عن زاوية الآخر التي نظر منها، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقا لظروفها وتوقعاتها أن مصلحتها في استبدال الفائدة الثابتة عن القرض بمعدل فائدة متغير، ورأت الثانية العكس، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند انجاز عقد المبادلة .فالمؤسسة الأولى تتجنب مخاطر ارتفاع سعر الفائدة، وعلى وجه الخصوص عندما ترتفع أسعار الفائدة عن معدل العائد الذي تحققه استثماراتها، حيث تستطيع أن تحصل على الفرق من الطرف الثاني للمبادلة.

[1] الموقع الالكتروني،**http :www.islamfin.go-forum.net**
تاريخ الزيارة،**2020.03.05**، توقيت الزيارة،**14:20**

المطلب الثالث: التنويع كأداة لمعالجة المخاطرة، مفهومه، استراتيجياته ،أساليبه:

أولا:مفهوم التنويع:

يقصد بتنويع المحفظة المالية عدم حصر مكونات المحفظة في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وا نما تقسيم المبلغ المستثمر على عدد من الأوارق المالية تصدرها شركات من مختلف القطاعات وكذلك داخل القطاع الواحد.[1]

التنويع في مجال التمويل و إدارة المخاطر هو تقنية ذات صلة بالتحوط و هو عبارة عن مجموعة واسعة من الأدوات الاستثمارية داخل حقيبة واحدة برأسمال واحد لان الواقع اثبت أن الاستثمار في إدارة واحد يؤدي إلى ارتفاع تأثير التقلبات و المخاطر على عوائد المستثمر بسبب اقتصار استثماراته على أداة واحدة، أمنا في حالة كون المحفظة الاستثمارية تتكون من عدد من الأدوات الاستثمارية فإن أي تغيير في أسعار و عوائد أداة معينة سوف لن يكون مؤشرا على عوائد المحفظة ككل خاصة إذا كان معامل الارتباط بنين الأدوات المكونة للمحفظة سالب و التنويع يقلل من المخاطر.[2]

يعتبر التنويع أحد أهم أدوات إدارة المحفظة والتي تسعى من خلال استخدامه لتدنية المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، والتنويع يعني قيام المستثمر بتشكيل محفظته المالية ، من خلال توليفة متنوعة من الأوراق المالية التي تختلف من حيث جهة الاصدار مابين أصول حكومية وأصول الشركات، ومن حيث طبيعة الورقة المالية من أسهم عادية وسندات وغيرها من الأوراق المالية الأخرى، ومن حيث آجال استحقاقها من أوراق مالية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل ، وأخيرا من حيث تنوع القطاعات الاقتصادية التي تنتمي إليها الشركات مصدرة الأوراق المالية.[3]

ثانيا:استراتيجيات التنويع:

هناك ثلاث استراتيجيات يمكن استخدامها في التنويع :

1. التنويع على مستوى الأصول المالية :

أن تتضمن مكونات المحفظة أنواع متعددة منن الأدوات المالية، مثل الأسهم، السندات، أذونات الخزانة، المشتقات.....إلى غير ذلك.

[1] عمار صايفي،**محاضرات في تسيير المحافظ المالية،مرجع سبق ذكره،ص**33
[2] محمد فتحي الميسري،**مرجع سبق ذكره،ص**56
[3] محمد مطر وفايز تيم،**مرجع سبق ذكره، ص**117.

2. التنويع على مستوى القطاعات :

أن تتمن مكونات المحفظة أنواع متعددة من الأوراق المالية التي تنتم إلى أنواع مختلفة من القطاعات أو حتى جغرافيا و هذا يؤدي إلى تخفي المخاطر إلى ادنى حد من تأثير التغيرات في القطاع أو مكنان الاستثمارات المحددة.

3. التنويع على المستوى الجغرافي:

تنويع الاستثمارات من خلال المزج بين المحلية و الدولية و تنويع المحفظة على كثير من البلدان، بذلك فإن أي أحداث داخل بلد معين سيكون اقل تأثير على مجمل الاستثمار في المحفظة الاستثمارية للمستثمر.

ثالثا:أساليب التنويع :

1. **التنويع حسب جهة الاصدار:** والذي يعني عدم قيام المستثمر بتركيز استثماراته في المحفظة على ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما البحث في كيفية توزيع الاستثمار على عدد من الأوراق المالية التي تصدر عن شركات مختلفة.[1]

ويتم تطبيق هذا الأسلوب بطريقتي التنويع الساذج وتنويع ماركويتز كما يلي:

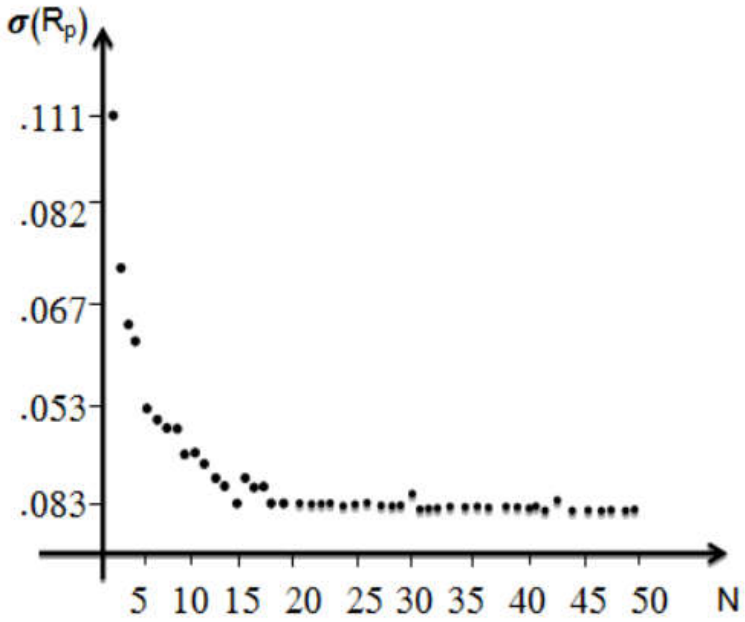
أ. التنويع الساذج NAIVE DIVERSIFICATION:

ويسمى كذلك التنويع البسيط، ويتمثل في زيادة عدد الأوراق المالية التي تشكل المحفظة المالية عشوائيا، حيث أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية كلما انخفضت المخاطر التي ينطوي عليها عائد المحفظة، وتستند الفلسفة الرئيسية لهذه الطريقة في أنه كلما كانت المحفظة تضم عددا أكبر من الأوراق المالية كلما تعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض للمحفظة التي تضم عددا أقل من الأوراق المالية بغض النظر عن حجم المنشأة، العوائد المتوقعة أو الانحراف المعياري .[2]

[1] محمد مطر وفايز تيم، **مرجع سابق، ص**171.
[2] خالد وهيب الراوي، **ادارة المخاطر المالية، دار المسيرة** ، عمان، الأردن ، 2009 ،**ص**192.

شكل رقم(02-05)

التنويع الساذج



Source: Coepland,Weston and Shastri (From: Fama, E.F., Foundation of Finance, 1976),Op-cite, P139

يشير الشكل السابق والذي يمثل محوره الأفقي التنويع ومحوره العمودي المخاطر الكلية للمحفظة إلى تأثير زيادة عدد الأوراق المالية على قيمة المخاطر غير المنتظمة، حيث يتضح بأن المخاطر غير المنتظمة تأخذ في التناقص كلما ارتفع عدد الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة إلى الحد الذي تنعدم فيه عند قدر معين من التنويع(15 ورقة مالية) وبعدها تصبح مخاطرة المحفظة الكلية متضمنة فقط للمخاطر المنتظمة والتي لا يمكن إزالتها بالتنويع، وعندها تصبح إضافة أي أوراق مالية أخرى خطوة غير مجدية لخفض المخاطر .ويحقق هذا الأسلوب إضافة للايجابيات المتعلقة بإزالة المخاطر غير المنتظمة للمحفظة، سلبيات تترتب على استخدامه، وهي تنتج من المبالغة في عدد الأوراق المالية 1التي تضمها تشكيلة المحفظة والتي يمكن إيجازها كما يلي [1]:

- **صعوبة إدارة المحفظة:** حيث أن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب الدراسة والمتابعة المستمرة للأوضاع التي تمر بها الأوراق المالية التي تشكل المحفظة، وحيث أن وجود عدد كبير منها يزيد من الصعوبات التي تعترض عملية إدارة تشكيلة كبيرة من الأوراق المالية

[1] غازي فلاح المومني، **مرجع سابق، ص** 131 -132.

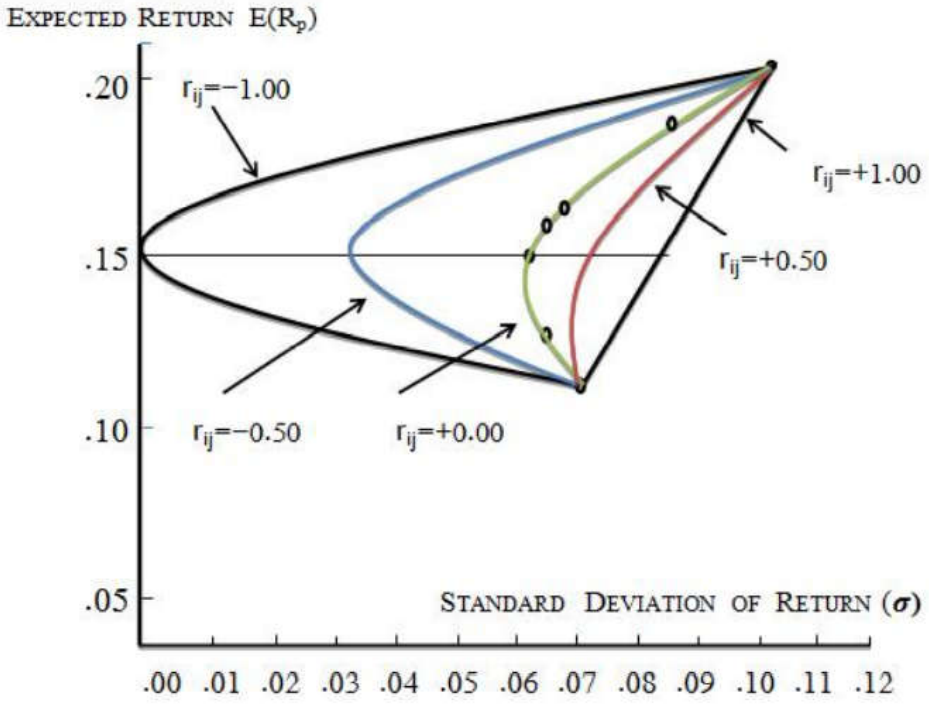
- **ارتفاع تكاليف المعاملات:** حيث أن شراء و بيع الأوراق المالية يترتب عليه دفع تكاليف وعمولات للوسطاء، والتي تتزايد مع زيادة عمليات البيع والشراء التي تتطلبها الطريقة .
- **اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة:** حيث يؤدي وجود عدد كبير من الأوراق المالية لزيادة احتمال اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة.

ب.تنويع ماركويتز(التنويع المثالي): يتأسس بعكس التنويع البسيط على فكرة التنويع الدقيق لمكونات المحفظة من خلال الاعتماد على معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المشكلة لها. ويعتبر معامل الارتباط مقياس إحصائي يستخدم لقياس اتجاه وقوة العلاقة بين المتغيرات، وبالتالي فإنه يمكن استخدامه لقياس العلاقة بين عوائد الأوراق المالية. وتعكس إشارة معامل الارتباط العلاقة بين عوائد الأوراق المالية، بينما تشير قيمته إلى قوة العلاقة بينها.[1]

ويشير تنويع ماركويتز إلى أنه كلما كانت قيمة معامل الارتباط مساوية سالبة تماما(1-)أو قريبة من ذلك كلما انخفضت المخاطر العير المنتظمة، لذلك فإنه يتوجب اختيار الأوراق المالية التي تكون العلاقة بين عوائدها عكسية. والشكل التالي يعرض الحالات الثلاثة لمعامل الارتباط وتأثيرها على المخاطر غير المنتظمة للمحفظة.

شكل رقم(02-06)

تنويع ماركويتز



Source : Frank Reilly and Keith Brown,Op-cite, P226

[1] محمد مطر وفايز تيم، **مرجع سابق، ص**173.

2. تواريخ الاستحقاق: MATURITY DIVERSIFICATION:

يهدف هذا الأسلوب للتحوط من المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة وأثرها على القيمة السوقية للأوراق المالية، حيث يؤدي ارتفاع سعر الفائدة عادة إلى التراجع في القيم السوقية للأوراق المالية، وهذه العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة والقيمة السوقية للأوراق المالية والتي تعرف بالمرونة السعرية، تزداد كلما امتدت تواريخ الاستحقاق لفترات أطول، وهذا يعني بأن درجة حساسية القيمة السوقية للورقة المالية لتغيرات أسعار الفائدة تتزايد كلما طالت فترة الاستحقاق للورقة، مما يعرض المستثمر لمخاطر تحقيق خسائر في حالة ارتفاع أسعار الفائدة.[1]

وحيث أن تركيز الاستثمارات في الأوراق المالية قصيرة الأجل يقلل من التعرض لمخاطر أسعار الفائدة، إلا أنه بالمقابل يسبب تقلبات كبيرة في العائد، وهذا التناقض بين سياسات الاستثمار يفرض على المستثمر أن يقوم بتنويع استثماراته مابين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل، بالشكل الذي يؤدي للاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار. ولتحقيق هذا الانسجام فإنه يستوجب على المستثمر اتباع الاستراتيجيات التالية [2]:

- **الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة:** يتطلب إجراء تغييرات مستمرة في مكونات المحفظة بناءا على التوقعات بشأن حركة أسعار الفائدة، هذا ويعتمد نجاح هذه الإستراتيجية على مدى دقة التقديرات وصحة التوقعات.
- **تنويع تواريخ الاستحقاق:** بحيث يتم توزيع الاستثمار بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متتالية. تفصل بين تواريخ استحقاقها فترات متساوية، مما يحقق ميزة توفير السيولة وفرصة تحقيق الأرباح في نفس الوقت.
- **التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل:** بحيث يتم توزيع الاستثمارات بالتساوي على عدد من الأوراق المالية القصيرة الأجل وطويلة أجل الاستحقاق.

[1] محمد مطر وفايز تيم، **مرجع سابق، ص**178.
[2] غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص ص133 -135

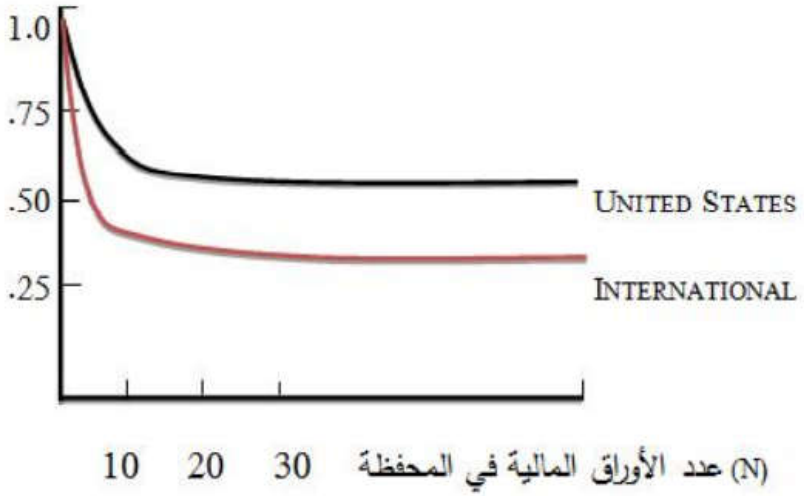
3. التنويع الدولي: GLOBAL DIVERSIFICATION:

يمكن للتنويع الدولي أن يؤدي لخفض المخاطر المنتظمة، وهذا عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية للسوق المحلية وعوائد الأوراق المالية للسوق الأجنبية معدومة أو سالبة أو موجبة ولكن بشكل غير تام($r_{ji}=1$). ولقد أثبتت الدراسات التي تم انجازها حول الأسواق المالية الأمريكية والأوربية بأن معامل الارتباط بين عوائد السندات الأمريكية والأوربية عندما لا يتجاوز 0.3 في المتوسط، وعندما لا يتجاوز قيمة 0.5 بين عوائد الأسهم يؤدي لخفض المخاطر المنتظمة بشكل كبير.[1]

ويوضح الشكل التالي تأثير التنويع الدولي على المخاطر:

شكل رقم(02-07)

التنويع الدولي



Source : Frank Reilly and Keith Brown,Op-cite, P78.

[1] محمد مطر وفايز تيم، **مرجع سابق، ص** 181-182 .

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا هذا الفصل تعرفنا على كلا من العائد و المخاطرة اللذان هما متغيران أساسيان في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى وكذلك كيف للمشتقات المالية أن تقلل من مخاطر المحفظة المالية وهو الدور نفسه الذي يلعبه التنويع في الأصول المالية.

من خلال دراستنا هذا الفصل تعرفنا أيضا أن العائد هو نسبة الايرادات المحصلة من المحفظة الاستثمارية حيث ينقسم الى عائد محقق وعائد متوقع مختلف عن المحقق في النسبة بالزيادة أو النقصان وكذلك عائد مطلوب للاستثمار، وجدنا في هذا الفصل أيضا أن المخاطرة هي تقلب وانحراف العوائد الاستثمارية للمشروع وهي نوعان: منتظمة تؤثرعلى جميع الشركات وأصحاب المحافظ في السوق المالي، وغير المنتظمة التي تؤثر على بعض الشركات فقط بسبب خطأ بشري أو متغير معين في تلك الشركة كالسيولة.

في هذا الفصل وجدنا أن الإستراتيجية الاستثمارية هي اجراءات تقوم بها المنشاة للاستثمار في أموالها وهي سواء قصيرة الأجل أو طويلة، ووجدنا أيضا، أن المشتقات المالية كالخيارات والتنويع سواء كان ساذجا أو مركب هما الحل الأمثل لتقليل مخاطرة المحفظة.

الفصل الثالث:

دراسة حالة عن بورصة الجزائر

مقدمة الفصل:

دخلت الجزائر عهد الإصلاحات منذ الثمانينات قصد الانتهاء من الاقتصاد المخطط إلى الاقتصاد السوق، وذلك بغرض محاولة السلطات توفير مناخ مشجع للاستثمار خاصة أن الجزائر تمتاز بظروف سياسية واقتصادية وزمنية غاية في الثبات.

ان السوق المالي الجزائري ليس هو ذلك السوق النشط مثل الدول النامية، فالشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري تكاد تعد على الأصابع ومنه فان السوق المالي الجزائري محفظته الاستثمارية هي محفظة صغيرة لا تحتوي الكثير من العوائد والمخاطر.

قمنا بتخصيص هذا الفصل لدراسة بورصة الجزائر فتناولنا في المبحث الأول نظرة عامة عن بورصة الجزائر وتقديمها، أما المبحث الثاني فهو لدراسة عائد أسهم بورصة الجزائر والمخاطرة وكذا تنويع في محفظة بورصة الجزائر.

المبحث الأول: نظرة عامة عن بورصة الجزائر

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها لعدم وجود ثقافة بورصية فيها وكذا غياب الشفافية وضعف النظام المعلوماتي،إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت الى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر.

المطلب الأول: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

أولا: لجنة المراقبة

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

1. دور لجنة المراقبة:

تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولا سيما من خلال الحرص على:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.[1]

2. تشكيل لجنة المراقبة:

- تتشكل من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات.
- ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، حولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتهاCOSOB هذه اللجنة بالسلطات التالية:

- السلطة التنظيمية.
- سلطة الإشراف والمراقبة.
- السلطة التأديبية والتحكيمية.

أ. السلطة التنظيمية:

تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب:

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، لجنة المراقبة، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020.

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها.
- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات.
- تسيير محفظة القيم المنقولة.

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتُنشر في الجريدة الرسمية.

ب. سلطة المراقبة والإشراف:

وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق.
- قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها.
- السير الحسن للسوق.

ت. السلطة التأديبية والتحكيمية:

تُنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل.

وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشبة بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
- الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة(SGBV) .
- الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.

- الوسطاء في عمليات البورصة و الجهات المصدرة.[1]

ثانيا: المؤتمن المركزي:

يتمثل دور المؤتمن المركزي في:

تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين.
- مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين.
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدِرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...).
- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق ...).[2]

ثالثا: الوسطاء في عملية البورصة

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة.

وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنّها الجهة التي تمنحهم الاعتماد.

ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة أدناه:

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، لجنة المراقبة، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020
[2] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، المؤتمن المركزي، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

(انظر لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة 2).

ويُمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.

(انظر لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم).

ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR ، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجيBEA ، والبنك الوطني الجزائريBNA ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنكCNEP-Banque، والقرض الشعبي الجزائريCPA ، والبنكين الخاصين بي ان بي باريباس الجزائر BNP Paribas El djazair، Société Générale Algérie وشركة خاصة Tell Markets .

1. المهام:

يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي:

- توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية لجهة المصدرة.
- التداول في السوق لحساب زبائنهم.
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه.
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين....[1]

2. بيانات الوسطاء في عمليات البورصة:

الوسيط في عمليات البورصة: بنك الفلاحة والتنمية الريفية

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، الوسطاء في عملية البورصة، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

مديرية الخزينة وأسواق رأس المال(DTMC) .

01، شارع أزيل علي، الجزائر.

الهاتف. : 021 98 92 30 .

الفاكس: 29 51 67 021.

www.badr-bank.dz

الوسيط في عمليات البورصة: بنك التنمية المحلية

مديرية الخزينة والأسواق(DTM)

38 ، شارع الإخوة بوعدو، بئر مراد رايس، الجزائر

الهاتف. : 023 56 91 67

الفاكس: 023 56 91 67/021 44 96 81

www.bdl.dz

الوسيط في عمليات البورصة: البنك الخارجي الجزائري

مديرية الخزينة والسوق(DTM)

02، شارع محمد الخامس، الجزائر

الهاتف. : 023 56 91 67

الفاكس: 023 56 91 67

www.bea.dz

الوسيط في عمليات البورصة: البنك الوطني الجزائري

مديرية المالية والأسواق المالية(DFMF)

12، شارع حسيبة بن بوعلي، الجزائر

الهاتف. : 021 73 29 55/51

الفاكس: 021 73 29 021/51 73 35 52

www.bna.dz

الوسيط في عمليات البورصة : بي أن بي باريباس الجزائر

إدارة الأصول والخصوم والخزينة وأسواق رأس المال

08، شارع سيرتا، حيدرة، الجزائر العاصمة

الهاتف. : 11 53 98 021

الفاكس: 25 48 92 023

www.bnpparibas.dz

الوسيط في عمليات البورصة: بنك التوفير والاحتياط- بنك مديرية المالية

برج "لي هول" حسيبة بن بوعلي الجزائر

الهاتف. : 70 14 51 023 / 06 61 36 023 / 17 61 36 023

الفاكس: 70 14 51 023 / 06 61 36 023 / 17 61 36 023

www.cnepbanque.dz

الوسيط في عمليات البورصة: القرض الشعبي الجزائري

مديرية تسيير القيم المنقولة(DGVM)

إقامة شعباني، المبنىA3 ، وادي حيدرة، الجزائر العاصمة

الهاتف. : 65 12 60 021

الفاكس: 33 44 60 021

www.cpa-bank.dz

الوسيط في عمليات البورصة: سوسيتي جنيرال الجزائر

اقامة الكرمة 16105 جسر قسنطينة بريد 55 بئر خادم الجزائر

الهاتف: 021 45 14 173000 et 1125 poste

الفاكس: 021 45 17 75

الوسيط في عمليات البورصة: تل ماركتس

03طريق ليكرات 16035 حيدرة الجزائر

الهاتف: 63 02 60 021

الفاكس: 91 02 60 021

رابعا: شركة تسيير بورصة القيم ومهامها

1. تعريف شركة تسيير بورصة القيم:

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم ، المعروفة اختصاراًSGBV ، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها.

وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.[1]

2. المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

البنوك الوطنية: بنك التنمية المحليةBDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque.

شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمينCAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمينCCR ، الشركة الجزائرية للتأمينSAA ، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT ، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحيةCNMA .

البنك الخاص: يونيون بنكUB

3. المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

بنك التنمية المحلية(BDL)

البنك الخارجي الجزائري(BEA)

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، شركة تسيير بورصة القيم، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)

القرض الشعبي الجزائري (CPA)

البنك الوطني الجزائري (BNA)

الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (بنك-CNEP)

BNP PARISBAS El Djazair

Societé Générale Algérie

Tell Markets

البركة بنك الجزائرAl Baraka Banque Algérie

السلام بنك للجزائرAl Salam Bank Algeria

4. مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.(COSOB)

المطلب الثاني: عملية الإدراج في بورصة الجزائر

أولا: مراحل الإدماج:

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:[1]

1. **مرحلة ما قبل الإدراج:** هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المُصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، عملية الإدراج في بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

- **القرار بإجراء العملية:** تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوّض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

- **الإعداد القانوني للشركة والأسهم:** إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزَم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

- **تقييم الشركة**: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.

ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

- **اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثّل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية[1].

وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقي البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

- **إعداد مشروع المذكرة الإعلامية:** يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني....).

- **إيداع ملف طلب القبول:** يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، عملية الإدراج في بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

- طلب القبول.
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار.
- مشروع المذكرة الإعلامية.
- مشروع الدليل.
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة.
- معلومات عن التمويل.
- معلومات اقتصادية ومالية.
- الوثائق القانونية.

- **تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم:** ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

- **تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها:** تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

- **الانضمام إلى المؤتمن المركزي:** قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

- **حملة التسويق:** سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

- **بيع السندات:** يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

- **كشف النتائج:** في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأنّ العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

- **تسوية العملية:** يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

2. مرحلة الإدراج: وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

3. مرحلة ما بعد الإدراج: وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيّراته في السوق.

- **عقد السيولة:** يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة.

ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

- **نشر المعلومات:** ما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتّى تُصبح الجهة المصدرة مُلزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات.[1]

ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

ثانيا: شروط القبول:

1. السوق الرسمي:

- يجب أن تكون الشركة منظمةً قانونياً على شكل شركة ذات أسهم(SPA) .

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، عملية الإدراج في بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري).
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.[1]
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
- ضمان التكفّل بعمليات تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

2. **سوق السندات:** تعتبر سندات الاستحقاق و السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، شروط القبول، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) و ذلك يوم الإدراج.

3. سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة: تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و عادة الشروط اللازمة لتلبيتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعيّن، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مرقي البورصة".
- تفتح رأسمالها بنسبة 10٪ كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.
- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التّابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج.
- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشّركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللّجوء العلني إلى الادخار.

وإلى ذلك، لا تنطبق هذه الشّروط على الشّركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللّجوء العلني إلى الادخار.

ثالثا: مزايا الإدراج:

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا[1]:

- **رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة:** مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة...) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها... فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب.

- **تنويع مصادر التمويل:** يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، مزايا الإدراج ، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

الأصليين للشركة. وبالتالي يمكن للشركة ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.

- **توسيع نطاق المساهمين:** تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.

- **تعزيز الشهرة:** تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي. وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها:

- تثمين الموارد البشرية: فالشركة التي تندرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءًا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية.
- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية: تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنّب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.

- **التغيير في نظام "حوكمة الشركات":** تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات " حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.[1]

المطلب الثالث: أسواق بورصة الجزائر وطريقة التسعير فيها

أولا: أسواق بورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين.

1. **سوق سندات رأس المال:** تتكون من:

أ. **السوق الرئيسية:** الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً خمسة (05) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، مزايا الإدراج ، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

- **مجمع صيدال:** الناشط في القطاع الصيدلاني .
- **مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي :** الناشطة في قطاع السياحة.
- **أليانس للتأمينات :** الناشطة في قطاع التأمينات.
- **أن ـسي اـرويبة :** الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- **مؤسسة بيوفارم :** الناشطة في القطاع الصيدلاني.

- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدّل والمتمّم للنّظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنّظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم[1].

ب. تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

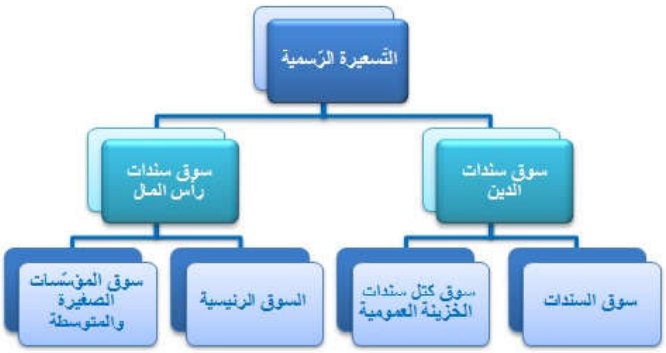
ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، أسواق بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

شكل رقم(03-01)

التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



ثانيا: مواقيت وطريقة التسعير:

تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة ايام في الاسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت. ويتمثّل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع.
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق[1].

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**، مواقيت وطريقة التسعير، تاريخ الاطلاع: 20-08-2020

المبحث الثاني: دراسة تنويع الحفظة المالية في بورصة الجزائر.

من خلال هذا المبحث سيتم تطبيق ما تطرقنا إليه في الجانب النظري من الدراسة، وهذا لمعرفة مدى تأثير آلية التنويع على مخاطر المحفظة المالية، سنقوم بتشكيل محافظ مالية منوعة محليا في بورصة الجزائر، وحساب عوائدها ومخاطرها، وسيتم فيها معرفة أثر التنويع على المخاطر.

المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة.

سنحاول في هذا المطلب إعطاء صورة عامة عن الدراسة، وذلك من خلال تقديم العينة المأخوذة للدراسة، حدود الدراسة ومراحل تطبيقها، وكذا الأدوات الإحصائية المستخدمة في التوصل إلى نتائج الدراسة.

أولا:عينة الدراسة.

تتكون عينة الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر فقد أخذنا جميع الشركات المدرجة في البورصة ماعدا شركة رويبة.

ثانيا: حدود الدراسة.

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في كل من بورصة الجزائر، ، أما الحدود الزمنية فتتمثل في الفترة الممتدة من 19 سبتمر 2019 حتى 19 سبتمبر 2020.

ثالثا: أدوات التحليل الإحصائي.

يتم حساب عوائد أسهم الشركات التي قمنا باختيارها في دراستنا وفق القانون التالي:

$$\text{معدل عائد السهم} = \frac{\text{سعر الاغلاق في نهاية المدة} - \text{سعر الاغلاق في بداية المدة}}{\text{سعر الاغلاق في بداية المدة}}$$

كما قمنا بحساب مخاطرة الأوراق المالية (البيتا) كمايلي:

$$\beta_i = \frac{Cov\,(i, M)}{\sigma_M}$$

حيث أن:

- ✓ σ_M: بيتا الورقة المالية.
- ✓ $Cov\,(i,M)$: التباين المشترك بين عوائد الورقة المالية وعوائد السوق.
- ✓ β_i: مخاطر السوق.

المطلب الثاني: تشكيل محافظ مالية منوعة محليا.

في بورصة الجزائر لم يكن لدينا حق اختيار الشركات التي تقع عليها الدراسة، وهذا نظرا لمحدودية عدد الشركات المدرجة فيها، وهي خمس شركات مثلما أشرنا إليه سابقا، وعليه سيتم تشكيل محافظ مالية منوعة محليا وذلك بداية بتشكيل محفظة مكونة بورقة مالية واحدة ونظيف في كل مرة ورقة مالية جديدة إلى المحفظة، ثم نقوم بحساب عوائد تلك المحافظ ومخاطرها (البيتا).

1. تأثير عدد الأصول المشكلة للمحفظة المالية على عوائدها.

حققت الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة العوائد التالية:

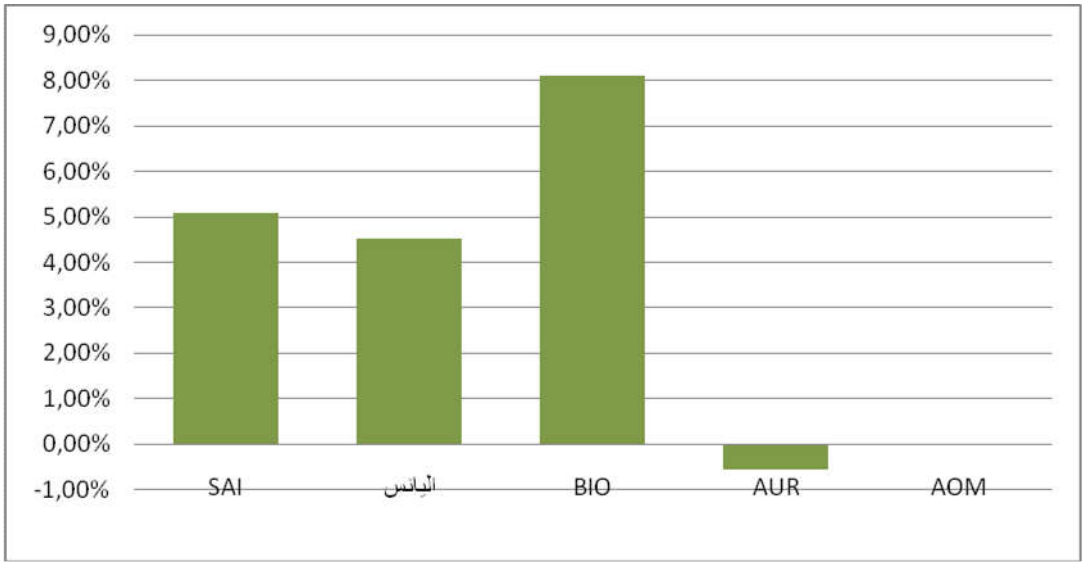
الجدول رقم(01-01): معدلات عوائد الأوراق المالية في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة.

اسم الشركة	معدل العائد
SAI	5,07%
اليانس	4,51%
BIO	8,11%
AUR	-0,55%
AOM	0,00%

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات التداول في بورصة الجزائر.

يوضح الشكل التالي معدلات عوائد الأوراق المالية الخاصة بالشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة محل الدراسة:

الشكل رقم (03-02)معدلات عوائد الأوراق المالية في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم **(01-01).**

أ. تشكيل محفظة مالية مكونة من ورقة مالية واحدة.

من باب المجازفة أن يحمل المستثمر ورقة مالية واحدة، وهو أمر نادر الحدوث، في هذه الحالة تحمل المحفظة نفس خصائص الورقة المالية، بمعنى سيكون عائد المحفظة المالية هو نفسه عائد تلك الورقة المالية، وعليه قمنا بالاختيار عشوائيا الشركة التي سنكون منها محفظتنا المالية، لأن هدفنا ليس البحث عن أكبر عائد، بل اختبار تأثير عدد الأصول المشكلة للمحفظة على عوائدها، ولتكن شركة صيدال، وبما أن متوسط العوائد السنوية لسهم "شركة صيدال" هو 5.07% فإن عائد المحفظة المالية هو نفسه.

ب. تشكيل محفظة مالية مكونة من عدة أوراق بأوزان متساوية.

نضيف للمحفظة المالية ورقة مالية أخرى، ويتم كذلك الاختيار عشوائيا، وليكن سهم "شركة اليانس للتامينات"، وعليه تتشكل لنا محفظة مالية متكونة من أصلين، ولحساب متوسط عوائد المحفظة الجديدة نستخدم المعادلة التالية وهذا طبعا في حالة عدم الترجيح، أي محفظة مالية مكونة من أصلين متساوية الأوزان:

$$R_p = \frac{R_1 + R_2 + \cdots + R_n}{n}$$

وعليه يقدر عائد المحفظة المالية الجديدة بـ: 4.74%، وبنفس الطريقة نواصل في إضافة ورقة مالية في كل مرة إلى المحفظة، مع الأخذ بعين الاعتبار بقاء الأوزان النسبية للأوراق المالية متساوية،

نضيف الورقة المالية الثالثة وهي سهم "مجمع بيوفارم"، ثم نضيف الورقة المالية الرابعة المتمثلة في سهم "مؤسسة الأوراسي"، ثم في الأخير نضيف سهم "شركة AOM"، بعد تشكيل محفظة مالية مكونة من جميع أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر سيتم معرفة مدى تأثير عدد الأسهم المكونة للمحفظة المالية على عوائدها، وفي مايلي الجدول التالي يلخص جميع عوائد المحافظ المالية التي قمنا بتشكيلها:

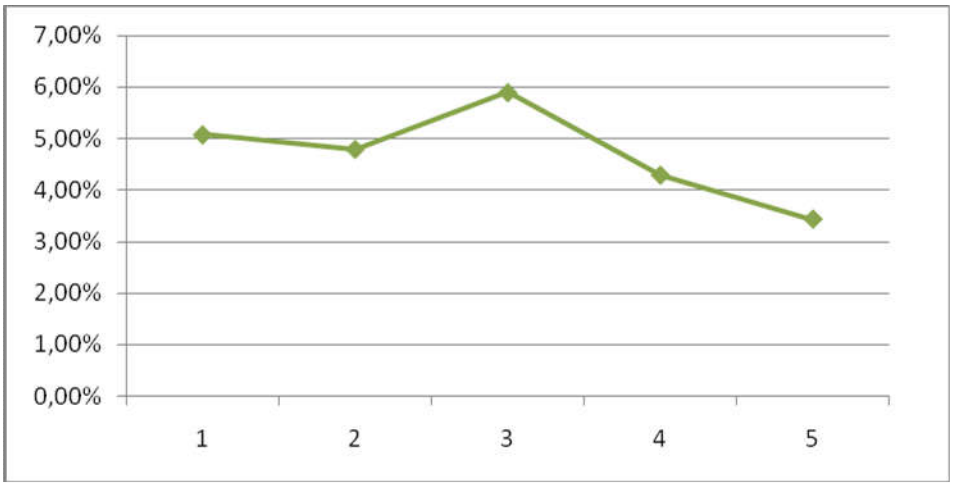
الجدول رقم (01-02): تأثير عدد أصول المحفظة المالية على عوائدها (بورصة الجزائر).

عدد الأوراق المالية	عائد المحفظة المالية
ورقة (SAIDAL)	5,07%
ورقتين (SAI+ALL)	4,79%
3 أوراق (SAI+ALL+BIO)	5,90%
4 أوراق (SAI+ALL+BIO+AUR)	4,29%
5 أوراق (SAI+ALL+BIO+AUR+AOM)	3,43%

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول السابق

والشكل التالي يوضح لنا تأثير عدد أصول المحفظة المالية على عوائدها:

الشكل رقم (03-03): تأثير عدد أصول المحفظة المالية على عوائدها (بورصة الجزائر).



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول **(01-02)**

نلاحظ مما سبق أن عائد المحفظة يتأثر بزيادة الأصول المكونة لها هذا بالرغم من أن الأوزان النسبية للأوراق المالية متساوية ، فينخفض عائد المحفظة كلما انخفض عائد الورقة المالية الجديدة مقارنة بالأوراق السابقة مثلما حدث عند إضافة الورقة المالية الثانية المتمثل في سهم "شركة بيوفارم"، وكذا عند إضافة الورقة المالية الرابعة المتمثلة في سهم "مؤسسة الأوراسي"، ويرتفع عائد المحفظة كلما ارتفع

عائد الورقة المالية المضافة للمحفظة مقارنة بالأوراق السابقة، وهذا مثل ما حدث عند إضافة الورقة الثانية المتمثلة في سهم "مجمع بيوفارم"، وكذلك عند إضافة الورقة الخامسة المتمثلة في سهم "شركة أليانس للتأمينات"، أما بالنسبة للمستثمر فهو يسعى إلى تكوين محفظة مالية مشكلة من أوراق مالية مرتفعة العوائد حتى يعظم أرباحه، لكن دون نسيان ملازمة المخاطر للعوائد، نظرا للعلاقة الطردية بينهما، فكل زيادة في العوائد تقابلها زيادة في المخاطرة، إذن فالمستثمر أو مدير المحفظة هو صاحب القرار في اختيار التوليفة التي يشكل بها محفظته حسب درجة تفضيله بين العوائد والمخاطر.

2. تأثير عدد الأصول المشكلة للمحفظة المالية على مخاطرها.

قمنا بحساب مخاطر الأوراق المالية عن طريق معامل بيتا (β)، والذي يقيس درجة حساسية عائد المحفظة اتجاه عائد السوق، وكانت مخاطر أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة محل الدراسة كمايلي:

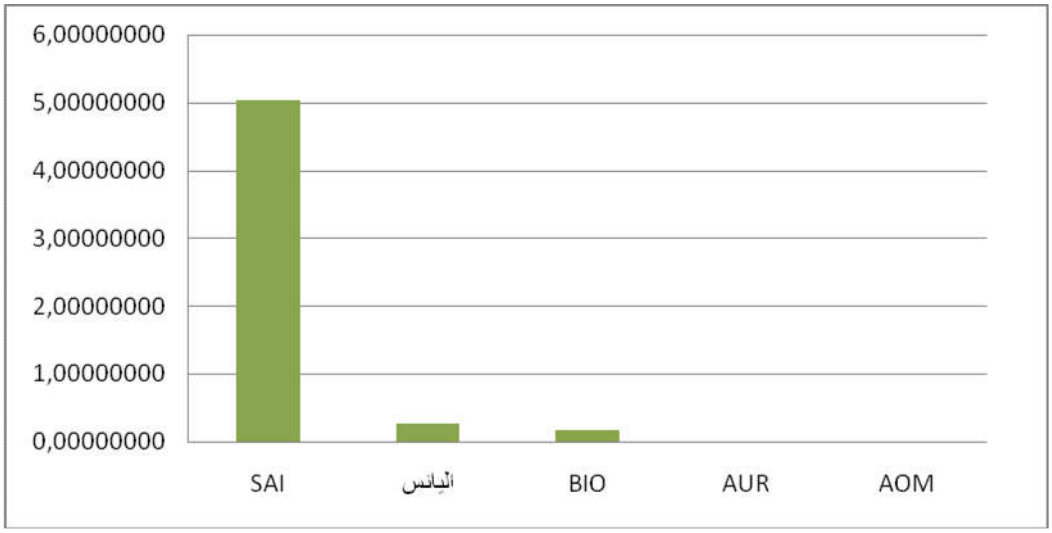
الجدول رقم (01-03): بيتا أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة.

اسم الشركة	معامل بيتا (β)
SAI	5,04360024
اليانس	0,26907323
BIO	0,17330304
AUR	0,00986807
AOM	0,00000000

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات التداول في بورصة الجزائر.

ويوضح لنا الشكل التالي بيتا أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة:

الشكل رقم (03-04): بيتا أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول **(03-01)**

أ. تشكيل محفظة مالية مكونة من عدة اوراق بنسب متوازنة.

في هذه الحالة وفي ظل تساوي الأوزان النسبية للأوراق المالية يتم حساب مخاطر المحفظة كمايلي:

$$\beta_p = \frac{\beta_1 + \beta_2 + \cdots + \beta_n}{n}$$

نشكل هذه المحفظة من سهم "مجمع صيدال" وسهم "الشركة اليانس للتامينات"، فيحسب بيتا هذه المحفظة كما يلي:

$$\beta_p = \frac{5.04+0.26}{2} = 2.65$$

منه بيتا هذه المحفظة يقدر بـ: 2.65.

ب. تشكيل محفظة مالية مكونة من عدة اسهم متساوية الاوزان.

نضيف للمحفظة السابقة ورقة مالية متمثلة في سهم "شركة بيوفارم"، فيكون بيتا المحفظة الجديدة كمايلي:

$$\beta_p = \frac{5.04 + 0.26 + 0.17}{3} = 1.82$$

إذن بيتا المحفظة الجديدة يقدر بـ1.82، وبنفس الطريقة نضيف كل مرة ورقة مالية للمحفظة ونحسب بيتا الخاص بها، مع بقاء الأوزان النسبية للأوراق المالية المشكلة للمحفظة متساوية (حالة عدم الترجيح)، وفي ما يلي الجدول التالي يلخص لنا جميع نتائج بيتا المحافظ المالية التي قمنا بتشكيلها:

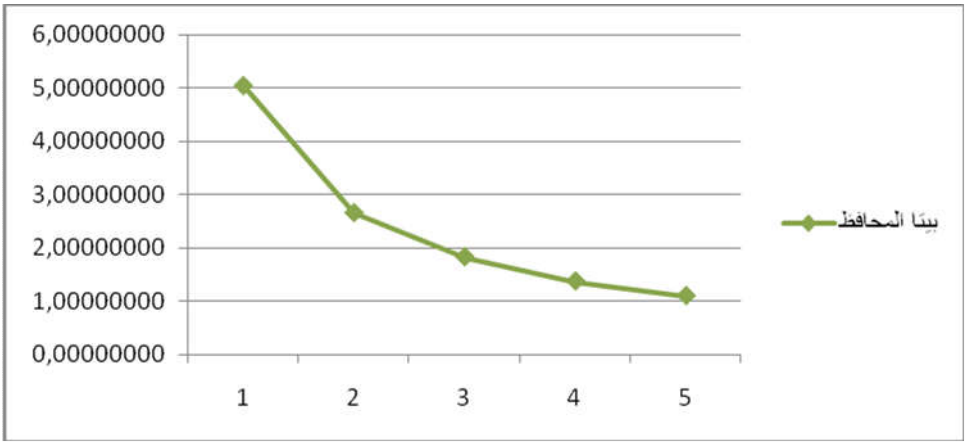
الجدول رقم(01-04): تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها (بورصة الجزائر).

تشكيلة المحفظة المالية	بيتا المحفظة المالية (β)
ورقة (SAIDAL)	5,04360024
ورقتين (SAI+ALL)	2,65633674
3 أوراق (SAI+ALL+BIO)	1,82865884
4 أوراق (SAI+ALL+BIO+AUR)	1,37396115
5 أوراق (SAI+ALL+BIO+AUR+AOM)	1,09916892

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول**(03-01)**.

والشكل التالي يوضح لنا تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها:

الشكل رقم(03-05): تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها (بورصة الجزائر).



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول **(01-04)**.

من الشكل السابق يظهر لنا مدى تأثير حجم المحفظة على مخاطرها، حيث في كل مرة نضيف ورقة مالية جديدة تنخفض المخاطر، فلما كانت المحفظة مشكلة من ورقة مالية وحيدة متمثلة في سهم "شركة صيدال" كان بيتا المحفظة يقدر بـ5,04360024، وعند إضافة الورقة الثانية وهي سهم "شركة اليانس" انخفضت بيتا المحفظة الجديدة إلى 2,65633674، هذا الانخفاض راجع لكون أن مخاطر هذه الورقة منخفضة مقارنة بسابقتها، وتواصل انخفاض بيتا المحفظة عند إضافة الورقة المالية الثالثة والمتمثلة في "سهم شركة بيوفارم" حيث بلغ1,82865884 ، وهذا لأن الورقة المالية المضافة منخفضة

المخاطر كذلك، واستمر انخفاض بيتا المحفظة المالية عند إضافة الورقة المالية الرابعة المتمثلة في سهم "شركة صيدال" وعند إضافة سهم "شركة ا.و.م والأوراسي " لتصل بيتا المحفظة المالية لـ 1,09916892.

ومنه يلاحظ بأن مخاطر أو بيتا المحفظة المالية تتغير بحسب الورقة المالية المضافة، فيزداد خطر المحفظة إذا تم إضافة أوراق المالية ذات معامل بيتا مرتفع مقارنة بالأوراق المشكلة للمحفظة، وينخفض في الحالة العكسية، أي عند إضافة أوراق مالية ذات معامل بيتا منخفض، هنا تظهر مهارة مدير المحفظة أو المستثمر في ترجيح الأوزان النسبية للأوراق المالية التي تتميز بالمخاطر المنخفضة.

خاتمة الفصل:

من خلال دراستنا هذا الفصل تعرفنا على الإطار العام المنظم لبورصة الجزائر منذ اتجاه الجزائر نحو مرحلة الإصلاحات منذ الثمانينات فقد وفرت بورصة الجزائر المناخ الأمثل للاستثمار .

من اجل ذلك تم إدراج خمس شركات جزائرية في بورصة الجزائر و هي شركة اليانس للتأمينات و شركة صيدال و شركة بيوفارم و شركة الاوراسي و شركة ا.و.م فقد تم حساب عائد أسهم هته الشركات كل شركة على حدة و من ثم تشكيل محفظة استثمارية مكونة من أصول منوعة لهته الشركات لنجد ان المخاطرة تنخفض كلما زاد تنويع أصول المحفظة .

إن تنويع أصول المحفظة الاستثمارية هو الحل الأمثل لتدنية مخاطر المحفظة الاستثمارية في بورصة الجزائر وهذا ما تم اثباته بعد حساب معامل بيتا للمحفظة.

الخاتمة

الخاتمة:

إن المحفظة الاستثمارية ماهي إلا توليفة من الأدوات الاستثمارية كالأسهم والسندات والمشتقات لذا وجب على المستثمر استعمال تقنية التنويع كأداة لمعالجة المخاطر الناتجة من هذه المحفظة الاستثمارية وذلك لتعزيز قيم الموجودات الاستثمارية داخل هذه المحفظة.

إن للتنويع دور كبير في التقليل من مخاطر الاستثمار داخل بورصة الجزائر وهذا باعتباره أحد أدوات إدارة المحفظة التي يتم استخدامها لتدنيه المخاطر من خلال توليفة منوعة سواء مستوى الأصول المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية أو على مستوى القطاعات وهذا عن طريق الاختلاف الجغرافي لمكونات المحفظة مما يدعو إلى الحد من تأثير تغيرات القطاع على الاستثمار المحدد.

إن عملية التنوع تعمل على تقليل المخاطر التي تتعرض لها المحفظة في حصول المستثمر على العائد المراد ليس بالأمر السهل، يساهم التنوع أيضا على تفادي التذبذبات الحادة التي تتعرض لها الأوراق المالية المنفردة، في حين أن المحفظة الاستثمارية يمكنها تجنب التذبذبات التي تتعرض لها الأوراق المالية وذلك عن طريق التنويع، مما يعمل على تقليل المخاطر التي يتعرض لها رأس مال المستثمر داخل المحفظة الاستثمارية.

إن ازدياد التنويع يقلل من مخاطر المحفظة الاستثمارية ويمكن القول أنه كلما زاد التنويع في الاستثمارات كأن تحتوي المحفظة الاستثمارية على عدد من الأوراق المالية يعمل على التخلص من المخاطر المنتظمة الخاصة بالورقة وهذا يسمى تنويعا بسيطا لا يراعي المخاطر العامة، ويساهم الأسلوب الثاني للتنويع "تنويع ماركويتز" على مراعاة الارتباط بين العوائد للأوراق المالية وهو التنويع الأمثل الذي بإمكان المستثمر استعماله بحيث ينظر المستثمر للمخاطر على أساس أنها مقدار تقلب في العائد المتوقع للمحفظة ويبني قراره الاستثماري على أساس العائد والمخاطرة.

اختبار الفرضيات:

إن الأسواق المالية هي ميكانيزم أو آلية تقوم فيها هذه الآلية على ربط العلاقة بين الطالبين والعارضين لرؤوس الأموال وهي الوحدات التي تعاني من عجز والوحدات التي تعاني من فائض وهذه الأسواق نوعان حسب معيار المدة التي يتم فيها حيازة الأدوات المالية سواء قصيرة الأجل في الأسواق النقدية أو طويلة الأجل في الأسواق المالية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

عائد الاستثمار في المحفظة الاستثمارية هو بمثابة المقابل الذي يتوقعه المستثمر للحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها مقابل لحيازة أداة الاستثمار أي أن العائد بمثابة مكافأة أما المخاطرة فهي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وهذا الفشل مرتبط بعوامل خارج سيطرة المستثمر مما يثبت صحة الفرضية الثانية.

ان تشكيل محفظة مالية مكونة من عدد معين من الأصول المالية متساوية الوزن، يساهم هذا التشكيل في التقليل من مخاطر تلك المحفظة مما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

النتائج والتوصيات:

بعد إتمام الدراسة وصلنا إلى مجموعة من النتائج:

1. هناك تأثيرلتنويع أصول المحفظة الماليةعلى مخاطر تلك المحفظة.
2. للتحوط من مخاطر المحفظة المالية يجب استعمال تقنية التنويع الذي هو بمثابة أداة فعالة لمدير المحفظة يستعملها لتحقيق أكبر منفعة من تلك المحفظة مع مراعاة تجنب مخاطرة كبيرة مصاحبة لتلك العائد.
3. محفظة الأوراق المالية في بورصة الجزائر لا تحتوي على العديد من الأسهم مما لا يمكن دراسة التنويع في المحفظة بشكل دقيق.
4. تختلف درجة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية من متغير لآخر وهذا ما يجعل مخاطر المحفظة ترتفع أو تنخفض بحسب هذه المتغيرات.

ومن خلال النتائج المتوصل إليها نقترح مجموعة من التوصيات:

أ. على المستمرين الاستثمار في السوق بطريقة منظمة مع تجنب العشوائية لتفادي المخاطر وتحسين مرتبة السوق المالي الجزائري.

ب. كل مدير للمحفظة الاستثمارية يجب عليه ادراك استراتيجية الاستثمار للتقليل من المخاطر كاستراتيجيات الاستثمار عن طريق المشتقات والأهم استعمال تقتية تنويع الأصول المالية التي هي تقنية فعالة في بورصة الجزائر وبالفعل خو تقنية فعالة في البورصات الأخرى.

ت. إن وجود عائد مرضي و مخاطرة قليلة هو هدف كل متوجه للاستثمار ومنه يجب تفادي المخاطر التي يخشاها طالبي الأموال.

ث. تنويع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر في عملية اختياره للاستثمار في الأوراق المالية التي يرغب فيها وكذا في تشكيله لمحفظة الأوراق المالية.

ج. ضرورة إقامة ندوات توعية للمستثمرين حيث يركز محتوى هذه الندوات على إعلام المستثمرين بإستراتيجية الاستثمار وتفادي المخاطر.

آفاق البحث:

بالنسبة لآفاق البحث فإننا نطرح آفاق جديدة تتمثل في:

- دراسة التنويع في محفظة الأوراق المالية في بورصة الجزائر ومقارنتها ببورصة المغرب.
- تقييم أداة المحفظة الاستثمارية وفق مؤشر السوق.

قائمة المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية:

- إبراهيم الديب، **استراتيجيات التطور الإداري و الإصلاح الشامل**، يدون نشر، 2006.
- أحمد أبو موسى، **الأسواق المالية والنقدية**، دار معتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- أمين السيد أحمد لطفي، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2005 .
- أمين عبد العزيز، **الأسواق المالية**، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، 2007.
- باسل صقر، **محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية**، رسالة لنيل شهادة الماستر، كلية الاقتصاد،جامعة دمشق.
- بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/**،
- بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري**، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجيستير في علوم التسيير، دارة مالية ،علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر.
- بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
- جبار محفوظ، ، **الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية** ،دار هومة، الجزائر.
- جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن،2002.
- خالد وهيب الراوي، **ادارة المخاطر المالية، دار المسيرة** ، عمان، الأردن ، 2009.
- خلفان محمد عيسى،**إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**،دار الجنادرية للنشر والتوزيع،اعمان،الأردن.
- دريد كمال ال شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الدسوقي إيهاب؛ **اقتصاديات كفاءة البورصة**؛ دار النهضة العربية؛ القاهرة.
- زياد رمضان ومروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
- زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى،1998 .
- زياد رمضان،**مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي** ، دار وائل للنشر، عمان، 1992.
- زياد رمضان،محفوظ جودة،**الاتجاهات الحديثة في إدارة البنوك**، دار وائل للنشر، عمان،2002.

- سامية فقير، **محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية** ،2018/2017، مالية ومحاسبة، علوم تجارية جامعة امحمد بوقرة بومرداس.
- سعيد سيف النصر، **دور البنوك التجارية في إستثمار أموال العملاء**،مؤسسة شباب الجامعة،مصر.
- السيد بدوي عبد الحافظ، **إدارة الأسواق و المؤسسات المالية "نظرة معاصرة"**، دار الفكر العربي،القاهرة،2000.
- السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.
- السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010.
- شمعون شمعون، **البورصة بورصة الجزائر**،أطلس النشر ،الجزائر.
- طاهر حيدر جردان، **مبادئ الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان،1997 .
- عادل محمد رزق، **الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية**، من منظور إداري و محاسبي، دار طيبة، القاهرة، 2004.
- عاطف وليم ،**أسواق الأوراق المالية** ،دار الفكر الجامعي الإسكندرية ،2006.
- عبد العزيز عبد الله الزيد، **دور الإستراتيجية الاستثمارية في التعامل مع الأزمات**، مساعد محافظ الاستثمار، المؤسسة العامة للتأمينات، المملكة العربية السعودية، ديسمبر.
- عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2003 - 2004.
- عصام فهد العربيد، **الاستثمار في بورصات الأوراق المالية :بين النظرية والتطبيق**، دار الرضا، دمشق، الطبعة الأولى،2002.
- علي شلبي، **بورصة الأوراق المالية، دراسة عملية**، مكتب النهضة العربية، الطبعة الأولى القاهرة1992 .
- عمار صايفي،**محاضرات في تسيير المحافظ المالية**،2018/2017،اقتصاد نقدي وبنكي،قسم العلوم الاقتصادية،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير.
- فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة البنوك :مدخل استراتيجي معاصر**، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى،2000 .
- فليح حسن خلق،الأسواق المالية و النقدية،عالم الكتب الحديث،الأردن،2005.
- محمد الصيرفي ،البورصات ،دار الفكر الجامعي،الإسكندرية ،2008.

- محمد جصاص،**محاضرات في الاقتصاد الجزئي**،2016-2017،علوم اقتصادية علوم تجارية،جامعة قسنطينة .
- محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، **المؤسسات المالية، البورصة والبنوك التجارية**، الإسكندرية 1998 .
- محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر،2011.
- محمد علي إبراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر و التوزيع، عمان**.
- محمد فتحي الميسري، **صناديق الاستثمار و الإدارة المحترفة**، دار التعليم، الإسكندرية،2002.
- محمد مجد الدين باكر، محافظ الااستثمار إدارتها واستراتيجياتها، شعاع للنشر والعلوم،حلب، سوريا،2008.
- محمد مطر وفايز تيم، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات**، مؤسسة الوراق، الأردن،1990.
- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات، مؤسسة** الوراق، الأردن ،1990.
- محمد مطر، إدارة **المحافظ الاستثمارية** ، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع عمان،الاردن1999.
- محمود أمين زوبل، **بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق -أحوالها مستقبلها**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات**، دار الشروق، الأردن،2005.
- منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية،1999 .
- منير إبراهيم هندي،**أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال**،المكتب العربي الحديث، الإسكندرية،2003.
- موسى شقيري نوري وآخرون، **إدارة المخاطر**، دار المسيرة ،عمان، الأردن2012 .
- نوزاد الهيتي،**مقدمة الأسواق المالية**، دار الشط للأعمال الفنية و الإخراج الصحفي، طرابلس.
- هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- وليد أحمد صافي وأنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن،2012.

قائمة المراجع باللغة الفرنسية:

- *aques Darman,* ***Stratégies bancaires et gestion de bilan****, Economica, Paris 2000.*
- *Bertrand Jaquilate & Bruno Solnik,* ***Marche Financiers : Gestion de portefeuille et des risques****, Dunod, Paris,3eme édition, 1997.*
- Blanche Souci-roubi : Lexique de banque, dalloz.
- Cenec :Dixequo de l'entreprise, Dunod ,Bordas, paris, 1980.
- Coepland,Weston and Shastri (From: Fama, E.F., Foundation of Finance, 1976),Op-cite.
- Frank Reilly and Keith Brown,**Op-Cite**.
- Gilles jacoud, **un panorama de différente marches dz capitaux,** revue chahier français, la documentation français, n 361, mers-avril 2011.
- J. s Geours, **les marchandise financiers, domino, France, 2em** éditions**, 1996.**
- Josette Peyrard:**la bourse** ,Vuibert, France ,1998.
- Monier philipe,**les marches boursier,**verneuil ,paris,3emed,2007,2007.

المواقع الالكترونية:

- الموقع الالكتروني، **WWW.Siitonline.org** تاريخ الزيارة،15:00،2020.05.18.
- الموقع الالكتروني، **www.aawast.org** تاريخ الزيارة،15،2020.05.18.
- الموقع الالكتروني،**http :www.islamfin.go-forum.net** تاريخ الزيارة،**2020.03.05.**

ملحق رقم 01 اسعار الاغلاق والعوائد للشركات محل الدراسة ولمؤشر السوق

التاريخ	اليانس		Cours de société :AUR		Cours de société :AOM		Cours de société :BIO		Cours de société :SAI		مؤشر السوق	
	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد
2019-09-19	394		547		490		1200		580		1573,7127	
2019-09-22	394	0,00%	547	0,00%	490	0,00%	1200	0,00%	580	0,00%	1573,7127	0,00%
2019-09-24	394	0,00%	547	0,00%	490	0,00%	1200	0,00%	580	0,00%	1573,7127	0,00%
2019-09-26	394	0,00%	547	0,00%	490	0,00%	1200	0,00%	580	0,00%	1573,7127	0,00%
2019-09-29	404	-2,48%	547	0,00%	490	0,00%	1200	0,00%	600	-3,33%	1583,4583	-0,62%
2019-10-01	403	0,25%	547	0,00%	490	0,00%	1200	0,00%	580	3,45%	1576,4394	0,45%
2019-10-03	403	0,00%	547	0,00%	490	0,00%	1200	0,00%	580	0,00%	1576,4394	0,00%
2019-10-06	403	0,00%	546	0,18%	490	0,00%	1200	0,00%	580	0,00%	1576,238	0,01%
2019-10-08	403	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1201	-0,08%	580	0,00%	1577,0951	-0,05%
2019-10-10	403	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1201	0,00%	580	0,00%	1577,0951	0,00%
2019-10-13	403	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1201	0,00%	580	0,00%	1577,0951	0,00%
2019-10-15	406	-0,74%	546	0,00%	490	0,00%	1201	0,00%	580	0,00%	1578,004	-0,06%
2019-10-17	407	-0,25%	546	0,00%	490	0,00%	1201	0,00%	580	0,00%	1578,307	-0,02%
2019-10-20	407	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1201	0,00%	580	0,00%	1578,307	0,00%
2019-10-22	407	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1201	0,00%	580	0,00%	1578,307	0,00%
2019-10-24	407	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1201	0,00%	580	0,00%	1578,307	0,00%
2019-10-27	407	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1201	0,00%	580	0,00%	1578,307	0,00%
2019-10-29	407	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1201	0,00%	580	0,00%	1578,307	0,00%
2019-10-31	407	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1220	-1,56%	580	0,00%	1594,592	-1,02%
2019-11-03	407	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1220	0,00%	580	0,00%	1594,592	0,00%
2019-11-05	407	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1210	0,83%	580	0,00%	1586,0209	0,54%
2019-11-07	413	-1,45%	546	0,00%	490	0,00%	1210	0,00%	580	0,00%	1587,8388	-0,11%
2019-11-10	413	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1210	0,00%	580	0,00%	1587,8388	0,00%
2019-11-12	413	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1210	0,00%	580	0,00%	1587,8388	0,00%
2019-11-14	414	-0,24%	546	0,00%	490	0,00%	1205	0,41%	580	0,00%	1583,8562	0,25%
2019-11-17	414	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1205	0,00%	580	0,00%	1583,8562	0,00%
2019-11-19	414	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1205	0,00%	580	0,00%	1583,4998	0,02%
2019-11-21	414	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1205	0,00%	580	0,00%	1583,4998	0,00%
2019-11-24	414	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	-0,33%	580	0,00%	1586,9282	-0,22%
2019-11-26	417	-0,72%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1587,8371	-0,06%
2019-11-28	417	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1587,8371	0,00%
2019-12-01	417	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1210	-0,08%	580	0,00%	1588,6942	-0,05%
2019-12-03	417	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1210	0,00%	580	0,00%	1588,6942	0,00%
2019-12-05	417	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,08%	580	0,00%	1587,8371	0,05%
2019-12-10	417	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1587,8371	0,00%
2019-12-15	417	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1587,8371	0,00%

2019-12-17	418	-0,24%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	-0,02%
2019-12-19	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	0,00%
2019-12-22	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	0,00%
2019-12-24	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	0,00%
2019-12-26	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	0,00%
2019-12-29	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	0,00%
2019-12-31	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	0,00%
2020-01-02	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	0,00%
2020-01-05	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	0,00%
2020-01-07	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1209	0,00%	580	0,00%	1588,1401	0,00%
2020-01-09	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1210	-0,08%	580	0,00%	1588,9972	-0,05%
2020-01-13	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1210	0,00%	580	0,00%	1588,9972	0,00%
2020-01-14	418	0,00%	546	0,00%	490	0,00%	1210	0,00%	580	0,00%	1588,9972	0,00%
2020-01-16	418	0,00%	550	-0,73%	490	0,00%	1210	0,00%	551	5,26%	1580,065	0,57%
2020-01-19	418	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1210	0,00%	551	0,00%	1580,065	0,00%
2020-01-21	418	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	-0,08%	551	0,00%	1580,9221	-0,05%
2020-01-23	418	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	551	0,00%	1580,9221	0,00%
2020-01-26	418	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	551	0,00%	1580,9221	0,00%
2020-01-28	418	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	-5,00%	1590,6602	-0,61%
2020-01-30	418	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	0,00%	1590,6602	0,00%
2020-02-02	418	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	0,00%	1590,6602	0,00%
2020-02-04	418	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	0,00%	1590,6602	0,00%
2020-02-06	419	-0,24%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	0,00%	1584,5471	0,39%
2020-02-09	419	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	0,00%	1584,5471	0,00%
2020-02-11	419	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	0,00%	1584,5471	0,00%
2020-02-13	419	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	0,00%	1584,5471	0,00%
2020-02-16	419	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	0,00%	1584,5471	0,00%
2020-02-18	419	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	580	0,00%	1584,5471	0,00%
2020-02-20	419	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	9,43%	1567,7573	1,07%
2020-02-23	419	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1567,7573	0,00%
2020-02-25	419	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1567,7573	0,00%
2020-02-27	422	-0,71%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1568,6662	-0,06%
2020-03-01	422	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1568,6662	0,00%
2020-03-03	422	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1568,6662	0,00%
2020-03-05	422	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1568,6662	0,00%
2020-03-08	422	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1568,6662	0,00%
2020-03-10	426	-0,94%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1569,8781	-0,08%
2020-03-12	426	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1569,8781	0,00%
2020-03-15	426	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1569,8781	0,00%
2020-03-17	426	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	530	0,00%	1569,8781	0,00%

2020-03-19	426	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,95%	1568,1991	0,11%
2020-03-22	426	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1568,1991	0,00%
2020-03-29	426	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1568,1991	0,00%
2020-04-05	426	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1568,1991	0,00%
2020-04-12	426	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1568,1991	0,00%
2020-04-19	426	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1568,1991	0,00%
2020-04-26	426	0,00%	560	-1,79%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	-0,13%
2020-05-03	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-05-10	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-05-17	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-05-26	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-05-31	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-06-07	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-06-14	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-06-21	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-06-23	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-06-25	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-06-28	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-06-30	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-07-02	426	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,2139	0,00%
2020-07-06	427	-0,23%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,5169	-0,02%
2020-07-07	427	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,5169	0,00%
2020-07-09	427	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1570,5169	0,00%
2020-07-12	425	0,47%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	525	0,00%	1569,9109	0,04%
2020-07-14	425	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	577	-9,01%	1587,3724	-1,10%
2020-07-16	425	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	577	0,00%	1587,3724	0,00%
2020-07-19	425	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1211	0,00%	577	0,00%	1587,3724	0,00%
2020-07-21	425	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1212	-0,08%	577	0,00%	1588,2295	-0,05%
2020-07-23	425	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1212	0,00%	577	0,00%	1588,2295	0,00%
2020-07-26	425	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1212	0,00%	577	0,00%	1590,2983	-0,13%
2020-07-28	375	13,33%	560	0,00%	490	0,00%	1212	0,00%	577	0,00%	1590,764	-0,03%
2020-07-30	375	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1212	0,00%	577	0,00%	1590,764	0,00%
2020-08-02	375	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1212	0,00%	577	0,00%	1590,764	0,00%
2020-08-04	375	0,00%	560	0,00%	490	0,00%	1212	0,00%	552	4,53%	1591,0262	-0,02%
2020-08-06	375	0,00%	550	1,82%	490	0,00%	1212	0,00%	552	0,00%	1588,8797	0,14%
2020-08-09	375	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1212	0,00%	552	0,00%	1588,8797	0,00%
2020-08-11	375	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1225	-1,06%	552	0,00%	1600,7505	-0,74%
2020-08-13	375	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1225	0,00%	552	0,00%	1600,7505	0,00%
2020-08-16	375	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1225	0,00%	552	0,00%	1600,7505	0,00%
2020-08-18	375	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1225	0,00%	552	0,00%	1600,7505	0,00%

2020-08-23	375	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1225	0,00%	552	0,00%	1600,7505	0,00%
2020-08-25	377	-0,53%	550	0,00%	490	0,00%	1225	0,00%	552	0,00%	1601,3961	-0,04%
2020-08-27	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1225	0,00%	552	0,00%	1601,3961	0,00%
2020-08-30	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1225	0,00%	552	0,00%	1601,3961	0,00%
2020-09-01	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1110	10,36%	552	0,00%	1604,695	-0,21%
2020-09-03	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1110	0,00%	552	0,00%	1604,695	0,00%
2020-09-06	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1110	0,00%	552	0,00%	1604,695	0,00%
2020-09-08	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1110	0,00%	552	0,00%	1604,695	0,00%
2020-09-10	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1110	0,00%	552	0,00%	1604,695	0,00%
2020-09-13	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1110	0,00%	552	0,00%	1604,695	0,00%
2020-09-15	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1110	0,00%	552	0,00%	1604,695	0,00%
2020-09-17	377	0,00%	550	0,00%	490	0,00%	1110	0,00%	552	0,00%	1604,695	0,00%