جامعة يحى فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مطبوعة مقدمة من طرف:

الدكتور

محمد بن عيشوش

محاضرات في

إدارة المحافظ الاستثمارية

مقدمة لطلبة السنة الأولى ماستر LMD تخصص: علوم مالية

السنة الجامعية 2018/ 2017

مقدمة:

تعتبر المحافظ المالية من المواضيع الحديثة في عالم الاستثمار والمال أصبح من الضروري على المستثمرين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد أن يكونوا محفظة قادرة على استثمار أموالهم المتاحة والقضاء على الفائض من الأموال وذلك من أجل الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، حيث أن الهدف من كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد ولكن بالمقابل يخضع لعنصر المخاطرة.

لا يخلوا أي مشروع من عنصر المخاطرة حتى إن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة ولذلك أضحى عنصر المخاطرة شبح كل مستثمر وأصبح شغلهم الشاغل في كيفية القضاء عليه ولو بالتقليل منه وتدنية إلى أقصى مستوى ممكن، فتطلب على مدير المحفظة سواء كان مالكها أو مسيرها أن يكون قادرا على إدارتها وذلك بإتباع السياسات والاستراتيجيات اللازمة وتجنب العوامل المؤثرة على اتخاذ قراراته في عمليات اختيار المزيج المناسب من الأصول المالية ولذلك يقوم صاحب المحفظة بهدف توزيع المخاطر التي تتعرض لها المحفظة بتنويع محفظته من خلال الأصول المشكلة لها وجعلها عند أدنى المستويات مع العلم أن المحفظة المالية معرضة لنوعين من المخاطر مخاطر غير نظامية والتي تقاس بمقاييس التشتت الإحصائية ولكن تبقى المخاطر النظامية فلا يمكن تدنيتها إلا بالتنويع الدولي.

وفي هذا السياق ومن هذا المنطلق سوف نتطرق في هذه المطبوعة إلى عدة نقاط تم التفصيل فيها بدءا بإعطاء مفهوم إدارة المحفظة المالية ومن ثم الاستراتيجيات والسياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية بالإضافة إلى مراحل إدارتها وذكر أهم العوامل المؤثرة فيها ثم نبرز أن التنويع أداة لتدنية المخاطر من خلال عرض أهم نظريات المحفظة في هذا الصدد إلى جانب تحديد كيفية تسييرها من أجل الوصول إلى المحفظة المالية المثلى والتحدث كذلك عن تقييم الأداء للمحافظ وكذا لمدرائها الذي يعتبر العنصر الأساسي في بقاء واستمرارية المحفظة ودوره في رفع أدائها، ومحاور هذه المطبوعة هي محاور وفقا للمقرر الدراسي الوزاري في حدود الحجم الساعي المحدد وهي مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص علوم مالية (مالية المؤسسة) وتهدف لتزويدهم بالقواعد والكفاءات الأساسية لإدارة المحافظ الاستثمارية والمالية بعد تخرجهم للحياة العملية، وعليه سيتم تقسيم هذه المطبوعة إلى خمسة محاور :

- **المحور الأول: الإطار المفاهيمي للمحفظة المالية.**
- **المحور الثاني: مكونات المحفظة المالية.**

- **المحور الثالث: عائد ومخاطرة المحفظة المالية.**
- **المحور الرابع: النظريات المفسرة للمحفظة المالية والمحفظة المثلى.**
- **المحور الخامس: استراتيجيات إدارة المحافظ المالية وتقييم أدائها**

المحتوى	الصفحة
فهرس المطبوعة	**II–I**
المقدمة	أ–ب
المحور الأول : الإطار النظري للمحفظة المالية أو محفظة الأوراق المالية.	
مقدمة المحور الأول	**2**
أولا: مفهوم المحفظة (الاستثمارية والمالية).	**2**
ثانيا: وظائف المحفظة المالية وأهداف تشكيلها	**6**
ثالثا: مراحل بناء المحفظة المالية وآليات تكوين محفظة مالية ناجحة.	**8**
رابعا: أنواع المحافظ المالية.	**12**
خلاصة المحور الأول	**16**
قائمة مراجع المحور الأول	**18**
أسئلة المحور الأول	**21**
المحور الثاني: مكونات المحفظة المالية	
مقدمة المحور الثاني	**24**
أولا: الأوراق الأساسية المكونة المحفظة المالية	**25**
ثانيا: الأوراق المشتقة المكونة للمحفظة المالية	**35**
خلاصة المحور الثاني	**49**
قائمة مراجع المحور الثاني	**50**
أسئلة المحور الثاني	**57**
المحور الثالث: عائد ومخاطرة المحفظة المالية	
مقدمة المحور الثالث	**61**
أولا: ماهية العائد	**62**
ثانيا: ماهية عائد المحفظة المالية.	**66**
ثالثا: مخاطرة المحفظة المالية.	**69**
رابعا: قياس مخاطرة المحفظة المالية.	**76**

خلاصة المحور الثالث	**85**
قائمة مراجع المحور الثالث	**87**
أسئلة المحور الثالث	**91**
المحور الرابع: النظريات المفسرة للمحفظة المالية والمحفظة المثلى.	
مقدمة المحور الرابع	**97**
أولا: نظرية المحفظة الحديثة "نظرية ماركويتز	**98**
ثانيا: نظرية تسعير الأصول الرأسمالية	**99**
ثالثا: نظرية تسعير المراجحة	**110**
رابعا: بناء المحفظة المالية المثلى	**113**
خلاصة المحور الرابع	**122**
قائمة مراجع المحور الرابع	**123**
أسئلة المحور الرابع	**125**
المحور الخامس: استراتيجيات إدارة المحافظ المالية وتقييم أدائها	
مقدمة المحور الخامس	**130**
أولا: مفهوم إدارة المحفظة.	**131**
ثانيا: سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة المالية.	**135**
ثالثا: مراحل إدارة المحفظة المالية والعوامل المؤثرة فيها.	**139**
رابعا: العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة المحفظة.	**142**
خامسا: تقييم أداء المحافظ المالية.	**145**
خلاصة المحور الخامس	**155**
قائمة مراجع المحور الخامس	**156**
أسئلة المحور الخامس	**158**

المحور الأول: الإطار المفاهيمي للمحفظة المالية.

مقدمة المحور الأول:

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

- **أولا: مفهوم المحفظة (الاستثمارية والمالية).**
- **ثانيا: وظائف المحفظة المالية وأهداف تشكيلها**
- **ثالثا: مراحل بناء المحفظة المالية وآليات تكوين محفظة مالية ناجحة.**
- **رابعا: أنواع المحافظ المالية.**
- **أسئلة المحور الأول.**

المحور الأول : الإطار النظري للمحفظة المالية أو محفظة الأوراق المالية.

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

وتحتل 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.

أولا: مفهوم المحفظة (الاستثمارية والمالية).

قبل التطرق لمفهوم محفظة الأوراق المالية وجب علينا الإشارة للمحفظة الاستثمارية كون أن مفهومها أشمل من مفهوم محفظة الأوراق المالية.

I. تعريف المحفظة الاستثمارية Investment Portfolio.

تعرف المحفظة الاستثمارية على أنها عبارة عن "أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصليين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة Portfolio Manager"، وقد يكون مدير المحفظة مالكا لها كما قد يكون مأجورا، وحينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك أو مالكي المحفظة، وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها، إذ كما يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية (Real Assets) مثل الذهب والعقار والسلع...الخ، يمكن أيضا أن تكون جميع أصولها مالية (Financial Assets) كالأسهم والسندات وأذونات الخزينة والخيارات...الخ، لكن في أغلب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط أي أنها تجمع الأصول الحقيقية والأصول المالية معا[1].

هي "كل ما يمتلكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية، الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة"، وأنها "توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمشتقات....، وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة، وكل ما لا يوجه للانتفاع الشخصي، بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح، حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة في ظل مناخ استثماري ملائم تتوفر فيه الفرص المربحة"[2].

---

[1] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات "الإطار النظري والتطبيقات العملية"**، ط4، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2006، ص107.

[2] بن موسى كمال، **المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها**، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر، الجزائر، ص37.

تعرف أيضا بأنها: "الاستثمار الذي يبنى على توظيف الثروة في أصول حقيقية أو مالية مقتناة لتحقيق أهداف المستثمر، هذه المحفظة تستدعي بعد بنائها جهدا مستمرا في تحديث مكوناتها أو إعادة التوازن بينها"[3].

II. تعريف محفظة الأوراق المالية Financial Portfolio.

تعرف محفظة الأوراق المالية على أنها "تشكيلة من موجودين أو أكثر من الموجودات المختلفة في النوع والجودة، هذا بشكل عام، بينما يشار إليها بشكل خاص على أنها تشكيلة من الأوراق المالية (أسهم أو سندات أو أسهم وسندات) التي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر وتعظيم العائد"[4].

تعرف كذلك على أنها "مجموعة من الأصول المالية المتجمعة في وعاء واحد، وعادة ما يلجأ إليها المستثمر على أمل إذا حققت بعض الأصول المالية أداء متواضعاً فيمكن أن تحقق بعض الأصول الأخرى أداء عالياً أو مناسباً، وعادة ما يسعى المستثمر إلى تشكيل محفظة مثالية وهي التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر أو تلك التي تحقق أقل درجة خطر في مستوى معين من العائد"[5].

عرف جاك هامون Jacques Hamon المحفظة المالية على أنها "تشكيلة من الأوزان النسبية لأوراق مالية، بعبارة أخرى هي مجموعة النسب للأوراق المملوكة لمستثمر ما والتي تساوي في مجملها 100%"[6].

أما في قاموس ويبستر*(Webster) فعرفت بأنها "عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية التي يمسكها المستثمر"[7].

---

[3] محمد مجد الدين باكير، **محافظ الاستثمار "إدارتها واستراتيجياتها"**، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2008، ص16.

4 أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار في الأوراق المالية (تحليل وإدارة)**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2004.، ص190.

[5] مجدي مليجى عبد الحكيم مليجى، **تحليل وتشكيل المحافظ المالية**، مركز التعليم المفتوح، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، جامعة بنها، مصر، 2011/2010، ص10.

[6] Jacques Hamon, **Bourse et Gestion de Portefeuille**, 2e édition, Economica, Paris, France, 2005, p151.

* يشير اسم "قاموس ويبستر" إلى خط القواميس المطوّرة من قبل العالم اللغوي الأمريكي نوح ويبستر Noah Webster في أوائل القرن التاسع عشر.

[7] إبراهيم راشد الشمري، **دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة: دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 75، العراق، 2009، ص98.

تعرف كذلك على أنها "مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات، والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال"[8].

تعرف المحفظة المالية على: " أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم ، سندات ، صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة ، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها". [9]

كما تعرف" بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال. [10]

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

---

[8] سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009، ص73.

[9] محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، مرجع سابق، ص65.

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

ثانيا: وظائف المحفظة المالية وأهداف تشكيلها

I. وظائف المحفظة المالية

تقوم المحافظ المالية بوظائف عديدة لعل أهمها: [11]

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

II. أهداف تشكيل المحفظة المالية.

هناك عدة أهداف يسعى إليها المستثمرون عند تشكيلهم للمحفظة المالية، يمكن تقسيمها إلى أهداف أساسية وأخرى فرعية، كما يلي:

1. الأهداف الأساسية لتشكيل المحفظة المالية.

تتمثّل في هدفين رئيسيين يقوم أولهما على تحقيق أقصى حدّ من العائد بأقل مخاطرة، والثاني يقوم على تحقيق السيولة اللازمة للمؤسسة خوفا من وقوعها في خطر الإفلاس والعسر المالي، فمن خلال النظر إلى هذين

---

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

الهدفين نجد أنهما هدفان متعارضان، حيث يهدف الأول إلى تحقيق أعلى عائد ولا يمكن تحقيق أعلى عائد في أي محفظة دون استغلال جميع رأس المال، أي استغلال آخر دينار نقدي في الرصيد وهذا يعارض الهدف الثاني الذي يقول يجب توفير جزء من السيولة وذلك من أجل تغطية الحاجات الطارئة للمؤسسة أو استغلال فرص الاستثمار ومن الفرص التي تظهر بشكل مفاجئ، والسيولة هنا المقصود بها مبلغ نقدي يوضع جانبا للطوارئ، ولكن المدير الجيد الناجح هو الذي يستطيع أن يحقق أعلى عائد وكذلك أن يحتفظ بمقدار من السيولة لا يؤثر على تحقيق العوائد ويمكن أن تحمي المؤسسة من العسر المالي[12].

2. الأهداف الفرعية لتشكيل المحفظة المالية.

مهما يكن نوع المحافظ فإنها تشترك جميعا في تحقيق أهداف عدة أبرزها :

أ. المحافظة على رأس المال الأصلي أو رأس المال المستثمر:

فالاستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتعدى فقدان العائد المطلوب باتجاه تآكل رأس المال لدى فتنويع الأوراق يؤدي بدوره إلى تنوع درجة المخاطرة و العائد الذي من شأنه أن يمكن من حماية رأس المال المستثمر، وإن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تستلزم الاستعداد لتقبل المخاطر إلا أن هذا الاستعداد يجب أن يبتعد عن المخاطرة برأس المال الأصلي و التي تتحقق عن طريق تنويع الأصول المالية المكونة لها[13].

ب. تحقيق مستوى مقبول من السيولة:

إن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات كفيل بتوفير كدفق نقدي مستمر[14].

ت. نمو رأس المال المستثمر:

يهدف مسيرو المحافظ إلى زيادة حجم رأس المال المستثمر من خلال عملية التنويع واختيار أوراق الشركات ذات النمو المحتمل مستقبلا[15].

---

[12] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013، ص20.

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

[14] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات أوراق، بورصات، الإصدار الثاني**، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2007 ، ص204 .

[15] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير**، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان، الأردن، 2010، ص209.

ث. تأمين الحصول على دخل مستمر:

و ذلك لتلبية احتياجات المستثمرين وفقا لحاجاتهم و لتسديد مصاريفها التشغيلية.

ج. المزج بين الأوراق المالية:

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

ح. تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:

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

خ. 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[16].

ثالثا: مراحل بناء المحفظة المالية وآليات تكوين محفظة مالية ناجحة.

I. مراحل بناء المحفظة المالية

إن اختيار المحفظة المالية يتم عبر ثلاث مراحل:[17]

1. اختيار الأفق الزمني:

يمكن القول بأن نماذج المحفظة تحدد مدة زمنية معينة لحمل الأسهم، ولا يتم خلال هذه المدة أية صفقة للأسهم، وقد تم تحديد الحد الأدنى للأفق الزمني مع المعلومات المتوفرة، وتكلفة تحليل تلك المعلومات ب 06 أشهر إلى سنة وقد يمتد إلى سنتين، وتحت أغلب الظروف فإن أفق السنة الواحدة هو الحل الملائم، إذ يمكن التنبوء بالتغيرات الاقتصادية بشكل دقيق بحيث تكون تقديرات العائد والتكلفة إذ أن **rich** و **kritzman** يؤكدان على التحليل القريب من الواقع ، و ضرورة وجود مدة زمنية مناسبة وتنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد.

---

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

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

2. تهيئة المدخلات الحساسة:

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

3. نموذج تقدير المحفظة:

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

II. آليات تكوين محفظة مالية ناجحة.

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

1. مبادئ المحفظة المالية.

أ. مبدأ القياس الكمي:

ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية، و بالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، و لقياس العائد و الخطر لابد من توفر المعلومات الكافية عن العائد و المعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل، و التي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل.[18]

ب. مبدأ الشمول:

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

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

ت. مبدأ الارتباط:

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

ث. مبدأ الجودة:

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

ج. مبدأ التنويع:

إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة، ويمكن أن يأخذ التنويع عدة أشكالا أهمها: [19]

- تنويع قطاعي (تنويع قطاعات، النشاط الاقتصادي).
- تنويع سوقي (أسواق حاضرة/ مستقبلية، أسواق محلية/ أجنبية).
- التنويع في الأوراق المالية (أسهم /سندات).
- التنويع في نوعية الورقة المالية:
  - أسهم ممتازة /أسهم عادية.
  - سندات الشركات /سندات حكومية .
  - سندات متغيرة الفائدة /سندات ثابتة الفائدة .
  - سندات المساهمة / شهادات الاستثمار.

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

2. قيود تكوين محفظة أوراق مالية.

ويمكن التمييز بين القيود التالية:[20]

أ. قيود زمنية:

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

ب. قيود مالية أو رأسمالية:

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

ت. قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة:

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

ث. قيود ضريبية وإلزامية:

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

ج. قيود ومحددات المخاطر:

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

[20] محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، ايتراك للنشر و التوزيع، مصر الجديدة،سنة 1999 ، ص 69.

رابعا: أنواع المحافظ المالية.

هناك مؤشرات عديدة لتمييز المحافظ المالية نذكر منها ما يلي[21]:

- ✓ إمكانات المستثمرين والتي تتحدد بالموارد المالية (والنقدية) والحقيقية التي يمتلكها أو يمكن أن يتصرف بها الأشخاص (الطبيعيون أو القانونيون)، إن زيادة هذه الإمكانات تدفع عادة إلى ارتفاع الطلب على الأدوات الاستثمارية، غير أن هذا الطلب يختلف من أداة إلى أخرى حسب درجة مرونته (أي الطلب عليها) لتغييرات الثروة الشخصية (Wealth-elasticity of demand).

وبصورة مشابهة لمرونة الطلب الداخلية Income-elasticity of demand فإن هذه المرونة تكون أقل من الواحد الصحيح في حالة الأصول الأكثر ضرورة، وبالتالي فإن الكمية المرغوبة للاحتفاظ بها لدى الناس تهبط مع نمو الثروة، بالتالي تكون المرونة المذكورة أكثر من الواحد الصحيح في حالة الأصول الترفيه Luxuries مثل الأسهم العادية لبعض الشركات المعروفة وسندات الدوائر أو المصالح المحلية وبالتالي يزداد الطلب على هذه الأصول مع نمو الثروة.

- ✓ اختلاف العائد المتوقع مع أداة استثمارية معينة مقارنة بالأدوات البديلة، وذلك لأن العلاقة تكون تناسبية (طردية) بين التغيير النسبي في الطلب على الأداة والتغيير النسبي في العائد (المقارن) المتوقع، فكلما كان هذا العائد أكبر نسبياً يزداد احتفاظ المستثمرين لهذه الأداة على حساب بقية الأدوات.

- ✓ ظروف الاستثمار وما تتولد عنه من مخاطر عديدة والتي تختلف أحياناً في تأثيراتها النسبية من أداة إلى أخرى، وهي تدفع بشكل خاص المستثمر الاعتيادي إلى الاحتفاظ بأكثر الأدوات أماناً وإلى التخلص من الأدوات التي ترتفع فيها المخاطر.

- ✓ كفاءة كل من إدارة السوق وإدارة المحفظة الاستثمارية من حيث الهياكل التنظيمية والقيادات الإدارية والكوادر العاملة.

- ✓ حجم المعلومات المتوفرة ونطاق انتشارها ومستوى تحليلها.

واعتماداً على المؤشرات السابقة يمكن تمييز الأنواع الآتية للمحافظ المالية:

---

[21] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة: أسهم– سندات– أوراق مالية**، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2006، ص24-25.

I. المحافظ من حيث الجودة.

1. محفظة تحتوي على أصول مالية عالية المخاطر ومرتفعة العائد.

2. محفظة أخرى تحتوي على أصول منخفضة المخاطر ومنخفضة العائد.

II. المحافظ من حيث إدارتها.

1. المحافظ الخاصة (محافظ العملاء).

هي المحافظ التي يتم تشكيلها بناءا على طلب العملاء وحسب رغباتهم، حيث يحدد المستثمر في هذا النوع من المحافظ لمدير المحفظة الأدوات التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها، وتعليمات إدارتها، بحيث يكون دور المدير دورا تنفيذيا، ينفذ تعليمات العميل – المستثمر– ويعمل وفق توجيهاته، وقد يترك العميل في هذا النوع من المحافظ أيضا لمدير محفظته حرية التصرف وفق ما تقتضيه ظروف السوق ومتطلبات الاستثمار والمستجدات فيه، والذي بدوره يجب أن يجعل هذه المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمان والسيولة والربحية حتى تفي المحفظة بأغراضها[22].

2. المحافظ العامة (محافظ المؤسسات).

محافظ تتكون من قبل مؤسسات استثمارية عامة مشكلة سابقاً، وتتكون من أدوات استثمارية متعددة ومتنوعة على شكل مثلاً: صناديق مشتركة أو شركات على شكل أسهم مطروحة للاكتتاب العام، والمستثمر هنا هو مساهم في الشركة وليس له دور في إدارة المحفظة طبعاً إلا بقدر نسبته في الأسهم (ورأس المال)[23].

[22] بن موسى كمال، **المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها**، مرجع سابق، ص38.

[23] وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2012، ص211.

III. المحافظ بناء على الأدوات المستخدمة فيها.

1. محافظ الأدوات النقدية.

مثل الأسهم، السندات، شهادات الإيداع وإسناد القروض والأوراق المستحدثة والمعادن الثمينة[24].

2. محافظ العملات الأجنبية.

أ. **المحفظة النقدية:** تتكون في العادة من مزيج من ودائع أو شهادات إيداع بالعمولات الأجنبية المختلفة تقدر قيمتها بمائة ألف دولار فما فوق[25].

ب. **المحفظة المركبة:** تتكون من مزيج من العملات الأجنبية مستثمرة في أوراق نقدية وأوراق مالية مختلفة محررة بالعملات الأجنبية[26]، ذات محاور رئيسية مختلفة منها:

- **محفظة المحور الأمريكي:** وتتضمن الاستثمار بالدولار الأمريكي بشكل خاص، واليورو دولار أي الدولار الأمريكي الموجود في أوروبا بشكل عام[27].
- **محفظة المحور الأوروبي:** تشمل عملات دول السوق الأوروبية المشتركة، الآن أصبحت هناك عملة واحدة هي الأورو، بالإضافة بين الحين والآخر إلى الين الياباني والجنيه الإسترليني.
- **محفظة المحور المختلط:** تتضمن الاستثمار بمزيج من عمولات الاتجاهين الأمريكي والأوروبي وبالإضافة للاستثمار بما يسمى بحقوق السحب الخاصة[28].

---

[24] تلي سعيدة، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية "دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس"**، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص10.

[25] بن موسى كمال، **المحفظة الاستثمارية "تكوينها ومخاطرها"**، مرجع سابق، ص38.

[26] تلي سعيدة، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية "دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس"**، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص13.

[27] وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2012، ص212.

[28] محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2005، ص307.

IV. محافظ من خلال الأهداف التي ترمي إليها.

1. محفظة العائد (الدخل) Income-Portfolio.

هي تلك المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر وتحصل على الدخل النقدي من الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر في محفظته لأغراض تحقيق العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو الأسهم العادية ذات المخاطر المنخفضة، وعلى هذا فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وأكثر أنواع الأسهم العادية التي يحتفظ بها في مثل هذه المحافظ هي أسهم الدخل التي تهدف إلى تحقيق دخل جاري وفي ضوء هذا الهدف فإن إدارة هذه المحافظ تتجه نحو اختيار أسهم الشركات الراسخة وتسمى محافظ ذات إيرادات بطيئة ولا تتطلب مثل هذه الأسهم متابعة مستمرة[29].

2. محفظة الربح (النمو) Growth-Portfolio.

هي المحفظة التي تشمل الأسهم والتي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار السهم أو ارتفاع من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة، أو صناديق الدخل وهي تناسب المستثمرين الراغبين في عائد من استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة، أو صناديق الدخل والنمو معاً وهي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم[30].

إن شراء الأسهم التي ينتظر لها نمو عال ضمن محفظة الربح يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات بصورة دقيقة، حيث أن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي يحققها السوق، ولذلك فإن اختيار هذه الأسهم يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

3. محفظة الربح والعائد (المختلطة) Growth Income Portfolio.

يرتكز هذا النوع من المحافظ على الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية، والأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية (أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها)، فمحفظة الربح والعائد هي

---

[29] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص21.

[30] سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009، ص74.

المحفظة التي تجمع أسهماً مختلفة تتميز بعضها بتحقيق العائد وبعضها الآخر بتحقيق الربح، وهذا النوع يعتبر النوع المفضل لدى المستثمرين، والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ[31].

4. المحفظة المتوازنة Balanced-Portfolio.

يهدف هذا النوع من المحافظ إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة)، والطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد)، وهذا بالتأكيد يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة[32].

5. المحفظة الدولية International Portfolio.

تعتبر المحفظة الدولية من الأدوات الاستثمارية الحديثة التي أخذت تُلاقي اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين، ولعل من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ هي ميزة التنويع التي توفر للمحفظة سمة الأمان النسبي، وذلك لأن المحفظة الدولية تكون في العادة منوعة تنويعا جيدا وذلك من ثلاث زوايا هي[33]:

- تنويع الأصول وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات المالية.
- التنويع الجغرافي، لأن رأسمال المحفظة يكون موزعا على أوراق مالية من عدة دول.
- تنويع العملات، إذ بسبب التنويع الجغرافي لأصول المحفظة، تتنوع أيضا العملات التي يتم بها تقييم هذه الأصول.

---

[31] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سابق، ص209.

[32] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة: أسهم– سندات– أوراق**، مرجع سابق، ص26.

[33] محمد مطر، فايز تيّم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص193.

خلاصة المحور الأول:

توفر السوق المالية للمستثمر أدوات وطرق مختلفة للاستثمار بها، إذ بالإمكان القيام بعمليات الاستثمار بصفة فردية في أداة مالية معينة، وعليه قسم هذا المحور إلى أربعة عناصر حيث تم التطرق أولا إلى مفهوم كل من المحفظة الاستثمارية وكذا المحفظة المالية، ولكل محفظة سواء استثمارية أو مالية عدة وظائف وأهداف تم التطرق إليها في العنصر الثاني، وتمر عملية بناء المحفظة المالية بمراحل واستعمال آليات لبناء محافظ مالية ناجحة ذكرت في العنصر الثالث، غير أنه ونتيجة لما قد تتضمنه هذه الطريقة في الاستثمار من مخاطر فإن المستثمر ومن أجل تفادي أو تخفيض درجة هذه المخاطر خاصة التي يمكن أن يتعرض لها نتيجة التركيز على أداة استثمارية واحدة قد يقوم بتشكيل محفظة تتكون من مجموعة من الأوراق المالية وتتعدد وتتنوع المحافظ وهذا ما تم التطرق إليه في العنصر الرابع من هذا المحور وأخيرا أسئلة المحور الأول.

قائمة مراجع المحور الأول:

- **باللغة العربية:**

1. إبراهيم راشد الشمري، **دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة: دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 75، العراق، 2009.
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار في الأوراق المالية (تحليل وإدارة)**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2004.
3. بن موسى كمال، **المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها**، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر.
4. تلي سعيدة، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية "دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس"**، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.
5. تلي سعيدة، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية "دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس"**، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.
6. دريد كامل آل شبيب، **ادارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار المسير للنشر والتوزيع، الأردن،2010 .
7. سعيد سيف النصر، **دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء**، مؤسسة شباب الجامعة،مصر.
8. سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية المالية لتسيير المحفظة –دراسة قياسية لأسهم المسعرة في بورصة تونس–**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير، غير منشورة ،جامعة ورقلة ،الجزائر،سنة 2009.
9. سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009.
10. سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009.

11. السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير**، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان، الأردن، 2010.

12. شهاب الدين حمد النعيمي، **إدارة المعرفة وتطور وسائل بناء المحفظة المالية**،المؤتمر السنوي العلمي الرابع، جامعة الزيتونة الأردنية، 26 – 28 أفريل 2004.

13. عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، **إدارة البنوك و تطبيقاتها**، الطبعة الأولى، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر.

14. غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013.

15. مجدي مليجى عبد الحكيم مليجى، **تحليل وتشكيل المحافظ المالية**، مركز التعليم المفتوح، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، جامعة بنها، مصر، 2011/2010.

16. محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، ايتراك للنشر و التوزيع، مصر الجديدة،سنة 1999.

17. محمد إسماعيل حميد، **أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات** ، دار النهضة العربية.

18. محمد صالح الحناوي، **تحليل و تقييم الأسهم و السندات**، مؤسسة النشر الجامعية، مصر،سنة 2005 .

19. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2005.

20. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة: أسهم– سندات– أوراق مالية**، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2006.

21. محمد مجد الدين باكير، **محافظ الاستثمار "إدارتها واستراتيجياتها"**، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2008.

22. محمد مطر، **إدارة الاستثمارات "الإطار النظري والتطبيقات العملية"**، ط4، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2006.

23. محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات أوراق، بورصات، الإصدار الثاني**، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2007 .

24. وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2012.

25. وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2012.

- **باللغة الأجنبية:**

26. Jacques Hamon, **Bourse et Gestion de Portefeuille**, 2e édition, Economica, Paris, France, 2005.

أسئلة المحور الأول:

1. ماذا نقصد بكل من المحفظة الاستثمارية والمحفظة المالية؟ وما هو الفرق بينهما ؟.

2. هل يمكن اعتبار السياسة الاستثمارية للمستثمر أو المؤسسة الاستثمارية كإحدى وظائف المحفظة المالية؟ وكيف يكون ذالك؟.

3. أجب بصحيح أو خطأ، مع تصحيح العبارة الخاطئة:

- يعتبر تحقيق أقصى عائد بأقل مخاطرة من الأهداف الفرعية لإدارة المحفظة الاستثمارية والمحفظة المالية ☐

.....

- إن تجنب وقوع صاحب المحفظة أو مديرها في خطر الإفلاس والعسر المالي يكون عن طريق تحقيق السيولة اللازمة ☐

.....

- إن المحافظة على رأس المال المستثمر والإبقاء على قيمته يعتبر من أولى الأهداف أو الأهداف الرئيسية لصاحب أو مدير المحفظة ☐

.....

4. كونك مستثمر أو مدير محفظة مالية أو استثمارية يجب عليك معرفة مراحل بناء المحافظ، بناءا على ذالك عدد مراحل بناء المحافظ الاستثمارية والمالية.

5. هناك عدة مبادئ وقيود لابد لصاحب أو مدير المحفظة أن يراعيها عند تكوينه وبناءه للمحفظة، فما هي هذه المبادئ وفيما تتمثل هذه القيود؟.

6. ما هي مؤشرات تمييز المحافظ المالية ؟ .

7. اختر الإجابة الصحيحة من بين الإجابات التالية :

أ. إن المحافظ من حيث الجودة كإحدى أنواع المحافظ تتميز بتوفر:

- أصول عالية السيولة ومنخفضة المخاطر ☐
- أصول عالية المخاطر ومرتفعة العوائد ☐
- أصول منخفضة السيولة منخفضة العوائد ☐
- كل الإجابات السابقة صحيحة ☐
- كل الإجابات السابقة خاطئة ☐

ب. المحافظ الخاصة هي محافظ يتم تشكيلها وتحديد نسب توزيعها وتعليمات إدارتها من خلال:

- مدير المحفظة المالية أو الاستثمارية ☐
- صاحب المحفظة المالية أو الاستثمارية (المستثمر) ☐
- كل الإجابات السابقة صحيحة ☐
- كل الإجابات السابقة خاطئة ☐

ح. المحافظ العامة هي عبارة محافظ :

- محافظ مكونة من طرف مؤسسات استثمارية ☐
- محافظ مكونة من طرف المستثمرين ☐
- محافظ مكونة من طرف مدراء المحافظ الاستثمارية ☐
- كل الإجابات السابقة صحيحة ☐
- كل الإجابات السابقة خاطئة ☐

8. ما هو الفرق بين محافظ الأدوات النقدية ومحافظ العملات الأجنبية ؟ وهل يمكن المزج بينهما ؟ .

9. يمكن تقسيم أنواع المحافظ من حيث الأهداف التي ترمي إليها إلى؟ ، أذكرها مع إعطاء شرح لكل منها ؟.

المحور الثاني:

مكونات المحفظة المالية.

مقدمة المحور الثاني:

يشغل الاستثمار المالي اهتمام كثير من الباحثين والمختصين بشؤون الاقتصاد والمال وخاصة المستثمرين، وازداد أهمية في السنوات الأخيرة من القرن العشرين نتيجة لنمو أسواق المال وتطور المؤسسات المالية، حيث يوفر هذا الأخير للمستثمر حيازة أصول مالية كالأسهم والسندات ومشتقات مالية، ونظرا للأهمية الكبرى التي تتمتع بها البورصة والمتمثلة في عكسها لمختلف التغيرات والتطورات الاقتصادية العالمية إضافة إلى أنها مكان التقاء أصحاب الفائض والعجز وفيها يتم تداول الأصول المالية المختلفة، وتعطى التشكيلات المختلفة لهذه الأصول المالية ما يعرف بالمحافظ المالية.

فتشكيل المحفظة المالية يعتمد أساسا على مختلف الأوراق المالية سواء كانت أساسية كالأسهم والسندات أو مشتقة كالخيارات والعقود الآجلة وعقود المبادلة، وسيتم التطرق لمكونات المحفظة المالية سواء الأدوات الأساسية وكذا المشتقة منها.

- **أولا: الأوراق الأساسية المكونة للمحفظة المالية**
- **ثانيا: الأوراق المشتقة المُكوّنة للمحفظة المالية**
- **أسئلة المحور الثاني.**

المحور الثاني: مكونات المحفظة المالية.

تختلف مكونات المحفظة المالية باختلاف الهدف المراد تحقيقه منها، حيث تتكون من أوراق مالية تتفاوت من حيث العائد والسيولة والضمان وتواريخ الاستحقاق وإمكانية التسويق وعملية الإصدار، ودرجة المخاطرة، فالآلية التي تحكم الاستثمارات الخاصة بمحفظة الأوراق المالية هي الموازنة بين الربحية والسيولة، ويتم تكوين كل محفظة حسب السياسة التي تتبعها إدارة المحفظة في سبيل تحقيق أهدافها.

أولا: الأوراق الأساسية المكونة المحفظة المالية

تتكون محفظة الأوراق المالية من أوراق متنوعة من حيث النوع والحقوق وجهة الإصدار، فبعض هذه المحافظ تتكون من الأسهم العادية وبعضها تتكون من الأسهم الممتازة والسندات الحكومية وأذونات الخزينة وبعضها يتكون من الأسهم العادية والممتازة والسندات الحكومية معا، وقد قمنا بتقسيم هذه المكونات إلى أوراق دين وأوراق ملكية كما يلي:

I. أوراق الملكية.

تتمثل أوراق الملكية في الأسهم التي هي أحد أصناف الأدوات المالية المكوّنة لمحفظة الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع من الأسهم، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

1. تعريف السهم.

يعرف السهم بأنه: "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم الحق ليمثل حصته في رأس مال الشركة، وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين وزيادة رأس المال في الشركات المساهِمة"[1].

[1] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2006، ص210.

يمكن القول أن: "الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلاّ من الرأسمال المعلن والرأسمال الفعلي والرأسمال المساهم فيه، مصطلحات تعبّر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون"[2].

كما عرّفت المادة 715 مكرّر 40 من القانون التجاري الجزائري السهم على أنّه: "سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها"[3].

ويتخذ السهم عدة أنواع من القيم يمكن ذكرها على النحو التالي:

- **القيمة الاسمية Par Value**: تتمثل القيمة الاسمية للورقة المالية في القيمة المدونة على الورقة المالية عند إصدارها سواء كانت أسهم عادية أو أسهم ممتازة أو سندات، ولا تعني القيمة الاسمية للورقة المالية القيمة التي يدفعها المكتتبين عند طرح الورقة المالية للاكتتاب، فقد يتم إصدار الورقة المالية بسعر إضافي (علاوة إصدار) أو بسعر مخصوم في بعض الحالات (بأقل من القيمة الاسمية)[4]، وبصفة خاصة القيمة الاسمية للسهم هي القيمة التي تحدّد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدوّن في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ويتكوّن رأسمال الشركة من مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم[5]، وهي قيمة ثابتة لا تتغير إلاّ عند تجزئة السهم من قبل الشركة، حيث تتغير بناء على طريقة نسبة تقسيم السهم، وكنتيجة للتقسيم فإن عدد الأسهم المملوكة لكل مساهم تزيد بنسبة التقسيم، فعندما تقسّم الأسهم إلى جزئين فإن العدد يتضاعف وهكذا[6].

---

[2] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة: أسهم– سندات– أوراق مالية**، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2006، ص87-88.

[3] المادة 715 مكرر 40، **القانون التجاري**، الجزائر، 2007، ص197.

[4] هيئة السوق المالية، **دليل المصطلحات الاستثمارية**، المملكة العربية السعودية، بدون سنة، ص13، متوفر على الموقع: http://www.cma.org.sa/IA/publ/AR_booklet_10/index.html ، تاريخ الاطلاع: 2017/01/03.

[5] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، ص114.

[6] علي محمد شلهوب، **شؤون النقود وأعمال البنوك**، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2007، ص187.

- **القيمة الدفترية Book Value**: هي قيمة السهم الموجودة في سجلات الشركة، حيث يتم تقييمها محاسبيا بناء على قيمة الأصول والموجودات، وهذه القيمة تتغير بصفة سنوية بناء على أداء الشركة المالي، ويمكن أن تزيد في حالة زيادة قيمة أصول الشركة أو تقل في حالة خسارتها لجزء من رأسمالها نتيجة لتعرضها للخسارة.

- **القيمة السوقية Market Value**: هي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة، وتتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب في بورصة الأوراق المالية، ويستخدم سعر السهم السوقي Market Price بشكل مرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان[7].

- **القيمة عند التصفية Liquidation Value**: هي قيمة السهم الذي يحصل عليه المالك عند انتهاء نشاط المؤسسة وتصفيتها، وبالتالي يحتمل بشكل كبير أن تكون أدنى قيمة للسهم لافتراض وجود مشاكل تسبب التصفية[8].

- **قيمة الإصدار Issuance value**: هي تلك القيمة التي تتحدد عند اتخاذ قرار إصدار الأسهم، يتم بيعها في السوق وفق هذه القيمة وتختلف عادة قيمة إصدار الأسهم الخاصة بالشركات القائمة عن قيمتها الاسمية، فتكون قيمة الإصدار أكبر من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الإصدار بعلاوة الإصدار[9].

2. حقوق حملة الأسهم Rights of Stockholders.

إن حقوق حملة الأسهم تُحدّد في عقد إنشاء الشركة وما تنص عليه القوانين التي تُصدرها الدولة لتنظيم هذه العملية الحيوية، وعادة ما يتمتع حملة هذه الأسهم ببعض المزايا والحقوق هي:

---

[7] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010، ص160.

[8] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات أوراق، بورصات**، الإصدار الثاني، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2007، ص165.

[9] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2007، ص392.

أ. **الحقوق النقدية.**

- ✓ **الحق في توزيع الأرباح:** يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم، وتمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة، كما أنها غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا، فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة[10].
- ✓ **الحق في الأسهم المجانية:** تعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأسمال الشركة، وهي التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم[11]، وعادة تمنح هذه الأسهم من الاحتياطات الاختيارية والأرباح المدورة وعلاوة الإصدار لدى الشركة[12].
- ✓ **الحق والامتياز في الاكتتاب:** إن لحملة الأسهم العادية حق الأفضلية في الاكتتاب بأسهم الشركة الجديدة حسب نسبة امتلاك كل مساهم في الشركة، وتسمح لهم بشراء أسهم إضافية بأسعار أقل من سعر السهم في السوق، هذه الأفضلية تمكن المساهمين الحاليين من الحفاظ على حقهم بالتصويت وتحميهم ضد انخفاض نسبة ملكيتهم في الشركة.
- ✓ **الحق في تسديد المساهمة عند التصفية:** تُصفى الشركات لعدة أسباب كمغادرة الشركة للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها، عندئذ تقوم ببيع أصولها وتسدد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين.
- ✓ **حق التصرف في الأسهم:** إن الأسهم هي عبارة عن أموال دائمة في الشركة وتبقى معها ما دامت قائمة وبالتالي فإن الشركة غير ملزمة بإرجاع المبالغ المستثمرة للمساهمين، ومنه فإن للمساهمين الحق في نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزتهم ببيعها أو من خلال رهنها أو هبتها[13].

---

[10] جبار محفوظ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، الجزء2، دار هومة، الجزائر، 2002، ص16، ص 22.

[11] سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى**، دار الراية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009، ص86.

[12] بورصة عمّان، **دليل الاستثمار في بورصة عمّان**، عمّان، الأردن، بدون سنة، ص16، متوفر على الموقع: http://www.ase.com.jo/sites/default/files/ASE_Investment_Booklet.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/01/03.

[13] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية Corporate Finance**، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010، ص187.

ب. الحقوق غير النقدية.

- ✓ **الحق في التصويت:** إن لحامل الأسهم الحق في الإدلاء بصوته في الاجتماع السنوي للجمعية العمومية للمساهمين أو في أية اجتماعات أخرى يدعو إليها مجلس إدارة الشركة، وكذلك الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذين يقومون بإدارة الشركة ووضع سياساتها[14].

- ✓ **الحق في الإعلام:** يجوز للمساهم أن يحصل مجانا من الشركة التي يكون مساهما فيها، على كل وثيقة تتعلق بتسيير شؤون الشركة، مثل: الحصيلة المحاسبية، التقرير عن التسيير، تقرير محافظ الحسابات...إلخ، ومن جهة أخرى، فإذا كانت الشركة مسعرة في البورصة، فإنه يتعين عليها أن تبلغ المساهمين فيها والجمهور عموما بما يأتي[15]:

  - **إعلام محاسبي ومالي دوري:** نشر الحالات المالية السنوية والسداسية في الصحافة.

  - **إعلام دائم:** ويوجه ذلك إلى التبليغ بكل واقعة تعتبر هامة وكفيلة بالتأثير في سعر سهمها في البورصة.

- ✓ **حق الترشح لوظائف إدارية (عضو مجلس الإدارة):** يتمتع صاحب السهم العادي بحق الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، كما يحق له الترشح لعضوية المجلس ضمن شروط معينة، كما يحق له الاقتراع على أي موضوع ضمن جمعيات حملة الأسهم[16].

- ✓ **الحق في ممارسة بعض الإجراءات أمام المحاكم:** إن للمساهمين الحق في إقامة دعوى قضائية في مواجهة مجلس الإدارة أو أي من أعضائه أو أي موظف في الشركة، يطالب فيها بالتعويض عما لحقه من

---

[14] نظير رياض محمد الشحات، **إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات**، بدون دار نشر، جامعة المنصورة، مصر، 2007، ص74.

[15] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، **الاستعلام عن القيم المنقولة**، الجزائر، 2004، ص4، متوفر على الموقع: http://www.cosob.org/commission/commission-valeursmob-arabet.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/01/24.

[16] حسني علي خربوش وآخرون، **الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 1998، ص 42.

ضرر نتيجة مخالفة التشريعات النافذة أو النظام الأساسي للشركة أو الخطأ أو التقصير أو الإهمال في إدارة الشركة أو إفشاء المعلومات ذات الطبيعة السرية للشركة[17].

3. أنواع الأسهم.

أ. تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به.

- **السهم الاسمي**: هو السهم الذي يصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج للعودة للمُصدر أو للبورصة[18].
- **السهم لحامله**: هو السهم الذي يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، لكنه معرّض للسرقة أو الضياع، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم[19].

ب. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم.

- **السهم النقدي**: هو السهم الذي يُعطى للشريك إذا قدّم حصته في رأسمال الشركة نقودا[20].
- **السهم العيني**: هو السهم الذي يُعطى نظير ما يقدمه المساهم إلى الشركة من حصص عينية على شكل عقار أو آلات أو معدّلات، ويتم تقدير تلك الحصص ثم يُمنح لمقدم الحصة أسهما تقابل قيمة الحصص التي قدمها[21]، وعادة لا يمكن أن يتصرف في هذه الأسهم مباشرة إلاّ بعد انقضاء مدّة معينة.

---

[17] مركز إيداع الأوراق المالية، **حقوق المساهمين**، متوفر على الموقع: https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=881، تاريخ الاطلاع: 2017/01/26.

[18] فيصل محمود الشواوره، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2008، ص81.

[19] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، مرجع سابق، ص211-212.

[20] مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي**، مذكرة تدريسية، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010، ص12.

[21] حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، **أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة**، بحث تكميلي مقدم لنيل شهادة الماجستير في الفقه المقارن، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، بدون سنة نشر، ص40.

ج. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.

- **السهم العادي Common Stock**: هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة، بقيمة إسمية ثابتة (par value)، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية (Primary Markets) ويُسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية[22].
- **السهم الممتاز Preferred Stock**: هو السهم الذي يمنح لمالكه حقوقا إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات[23].
- **سهم التمتع**: هو الصك الذي يتسلمه المساهم عندما يسترد كل القيمة الاسمية لأسهمه أثناء حياة الشركة، ويظل صاحب أسهم التمتع محتفظا بصفته كشريك في الشركة يشارك في الأرباح، وفي التصويت في الجمعية العمومية، وفي فائض التصفية، إلا أن حقه في الأرباح وفي فائض التصفية أقل من حق أصحاب رأس المال[24].
- **شهادة الاستثمار**: هي قيم منقولة تشبه الأسهم من دون الحق في التصويت، وتنتج عن تقسيم سهم عادي إلى قسمين متمايزين وهما شهادتي الاستثمار والحق في التصويت، ولا يمكن لحامل شهادة الاستثمار المشاركة في الجمعيات العامة والتصويت فيها ولكنه يستفيد من الحقوق المالية المتصلة بالأسهم[25].

---

[22] هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009، ص92-93.

[23] سوق فلسطين للأوراق المالية، **أسئلة متكررة وإجاباتها**، برنامج التوعية الاستثمارية، فلسطين، 2008، ص34، متوفر على الموقع: http://www.pex.ps/PSEWEBSITE/publications/FAQS%20FINAL200108.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/03/17.

[24] حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، مرجع سابق، ص41.

[25] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، **دليل القيم المنقولة**، الجزائر، 2004، ص13، متوفر على الموقع: http://www.cosob.org/publications/guides/publications-guide-arabe.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/01/01.

د. أنواع أخرى.

- **الأسهم المتراكمة:** هي عبارة عن أسهم ممتازة تمنح لصاحبها حق تجميع الأرباح في حالة عدم كفاية الشركة في سنة ما، أي ترحيل نصيب الأسهم غير المدفوعة إلى السنة المقبلة، بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، غير أنه قد ينص في عقود تأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباح.
- **الأسهم المجانية:** هي الأسهم التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وتعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة نتيجة احتجاز أجزاء من أرباح الشركة وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال[26].

II. أوراق المديونية.

تتمثل أوراق الدين في السندات التي هي أحد أصناف الأدوات المالية المكوّنة لمحفظة الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع من السندات، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

1. تعريف السندات Bonds.

تُعرّف البورصة المصرية السند على أنه: "صك مديونية تستخدمه الشركات كوسيلة للاقتراض، حيث يتعهد مُصدر السند أن يدفع لحامل السند فائدة أو (كوبون) محدد مسبقا طوال مدة السند، وأن يرد القيمة الاسمية للسند عند حلول تاريخ الاستحقاق، لذلك فإن حامل السند يعتبر مُقرضا للشركة وليس مساهما فيها"[27].

---

[26] عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية: خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص18.

[27] البورصة المصرية، **السندات (أدوات الدين)**، متوفر على الموقع: http://www.egx.com.eg/Arabic/Bonds.aspx، تاريخ الاطلاع: 2017/01/27.

السند هو عبارة عن: "ورقة دين يقوم صاحبها بإقراض الجهة المصدرة لهذه الأوراق مبلغا من المال، بحيث تتعهّد الجهة المصدرة بإرجاع المبلغ مع الفوائد المستحقة عليه بتواريخ محدّدة يتم الاتفاق عليها مسبقا"[28].

يعرف السند أيضا على أنه: "شهادة دين يتم بموجبها الدفع لحاملها (الدائن) من قِبل الجهة المصدِرة لها (المدين أو المقترض)، بحيث يستحق حامل السند (الدائن) مقدارا معينا من الفائدة محدد سلفا (نسبة من قيمة السند) لفترة زمنية معينة محددة يتم بعد انقضائها (موعد الاستحقاق) سداد الدين"[29].

كما يعتبر السند بأنه: "ورقة يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وهي تمثل صك مديونية يعطي لصاحبه الحق في الحصول على فوائد دورية (سنوية/نصف سنوية) في مواعيدها المحددة مسبقا (تكون مدونة على السند)، بالإضافة إلى الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق".

2. حقوق حاملي السندات:

- ✓ **تسديد واسترداد قيمة السند:** تلتزم الشركة المصدرة للسندات بمقتضى الاتفاق الذي وضعته مع المستثمرين بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قسيمة السند أي تاريخ الاستحقاق، فعلى الهيئة المصدرة ادخار (حجز) جزء من أرباحها سنويا يسمح لها في نهاية الفترة من تسديد ما عليها من ديون[30].
- ✓ **الفوائد:** يعتبر حامل السند دائنا بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد ويستوفي حملة السندات فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم لم تربح[31].
- ✓ **التداول:** إن لحامل السند الحق في التنازل عنه عن طريق التداول بالطرق التجارية شأنه في ذلك شأن الأسهم، ويتم تداول السندات بالطريقة التي تتفق مع شكل السند، فالسندات لحاملها يتم تداولها عن طريق التسليم المادي، والسندات الاسمية يتم تداولها عن طريق نقل القيد في دفاتر الشركة[32].

---

[28] بورصة عمّان، **دليل المصطلحات الأكثر تداولا في البورصة**، عمّان، الأردن، بدون سنة، ص2، متوفر على الموقع: http://www.ase.com.jo/sites/default/files/.pdf ،2017/01/03

[29] هيئة السوق المالية، **دليل المصطلحات الاستثمارية**، مرجع سابق، ص12، متوفر على الموقع: http://www.cma.org.sa/IA/publ/AR_booklet_10/index.html#14، تاريخ الاطلاع: 2017/01/27.

[30] محمد صالح الحناوي وآخرون، **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2012، ص86.

[31] عبد القادر الحمزة، **أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية**، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010، ص28.

- ✓ **رفع دعوة عند عدم التسديد قد تؤدي إلى إفلاس المؤسسة:** يمكن أن يجتمع حاملو السندات ضمن كتلة حاملي السندات من أجل الدفاع عن مصالحهم بصفة أنجع وهذا في حالة عدم تسديد مستحقاتهم سواء قيمة السندات أو الفوائد المتعلقة بها[33].

3. أنواع السندات:

تأخذ السندات أشكالا وأنواع متعددة حتى تشبع وتلبي الرغبات المتنوعة للمستثمرين طبقا لقدراتهم المالية وأهدافهم، وأيضا درجة المخاطر التي يمكنهم تحملها، ويمكن تصنيف هذه الأنواع إلى ما يلي:

- **السندات العادية:** هي تلك السندات التي يطلق عليها السندات المحددة الاستحقاق، وهنا يحدد تاريخ الاستحقاق في عقد السند وتلتزم المؤسسة بالسداد في ذلك التاريخ[34].
- **سندات بمعدلات مرجحة أو مربوطة Floating Rate Bonds**: هي السندات التي لا تحدد لها الشركة معدل فائدة ثابت وإنما تشترط أن يتغير معدل الفائدة بتغير معدل الفائدة السوقي، وذلك لكي تحمي نفسها من مخاطر تغير أسعار الفائدة، وينطوي هذا النوع من السندات على مخاطر عالية بالنسبة للمستثمر حيث أن مستوى الدخل الدوري الذي يحصل عليه سوف يتغير بصفة مستمرة طبقا لتغير سعر الفائدة.
- **السندات ذات القسيمة الصفرية:** هذا النوع يخالف أحد أهم أركان السندات من حيث عدم دفع فائدة لحامله، لذلك أطلق عليه الكوبون الصفري نسبة إلى أنه يمنح فائدة بمقدار "الصفر"[35]، وفي هذه الحالة يكون العائد على السند بالفرق بين القيمة عند الإصدار والقيمة عند التسديد.
- **السندات القابلة للتحويل:** هي سندات ينص عقد إصدارها على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية، وذلك بعد فترة من تاريخ إصدارها وذلك بموجب تحديد سعر (معدل التحويل)، ونعني بسعر

---

[32] محمد شكري الجميل العدوي، **بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية "دراسة فقهية مقارنة"**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2014، ص426.

[33] بورصة الجزائر، **القيم المنقولة**، متوفر على الموقع: http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document400114779.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/01/28.

[34] محمد صالح الحناوي وآخرون، **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، مرجع سابق، ص ص 92-94.

[35] علي محمد شلهوب، **شؤون النقود وأعمال البنوك**، مرجع سابق، ص198.

التحويل: عدد السندات التي يساويها السهم العادي، وبهذه العملية فإن حامل السند يتحول من مقرض للشركة إلى أحد المالكين فيها، وعملية التحويل لا تكون إجبارية لحامل السند[36].

- **سندات المساهمة:** هي شهادات قابلة للتداول تصدر من طرف شركات المساهمة بدون تاريخ استحقاق، وهي وسيطة بين الأسهم والسندات إذن هي عبارة عن أوراق هجينة، فهي تشبه السند من جهة لكونها توزع القسيمات، وتقترب من جهة أخرى من السهم لكونها لا تسدد مبدئيا إلا في حالة التصفية، ولا تشمل سندات المساهمة على الحق في التصويت[37].
- **سندات بقسيمات اكتتاب في أسهم:** هي سندات تعطي لحملتها الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية بحيث أن تسليمه لقسيمة من تلك القسيمات التابعة لسنداته يؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة مسبقا[38].
- **سندات القسيمة الوحيدة:** هي السندات التي تكافئ بفائدة مرة واحدة فقط نهاية فترة الاستحقاق.

ثانيا: الأوراق المشتقة المكونة للمحفظة المالية

شهدت السنوات الأخيرة ظاهرة طغت ملامحها على الأسواق المالية العالمية، وهي الإقبال منقطع النظير على أدوات مالية مستحدثة تدعى "المشتقات المالية"، وينظر إلى المشتقات على أنها أداة فعالة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية من تقلبات أسعار الفائدة وسعر صرف العملات وغيرها، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ بالسعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة.

I. تعريف المشتقات المالية Financial Derivatives.

عرّف "بنك التسويات الدولية* Bank of International Settlements" المشتقات المالية على أنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار

[36] طارق الحاج، **مبادئ التمويل**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010، ص116-117.

[37] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق، ص14.

[38] جبار محفوظ، مرجع سابق، ص84.

* هي منظمة دولية للبنوك المركزية تقوي التعاون المالي والتمويلي العالميين وتعمل كبنك للبنوك المركزية.

لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"[39].

كما تعرف المشتقات المالية على أنها: "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوّط من المخاطر، والمراجحة بين الأسواق وكذا المضاربة"[40].

بصفة عامة فإن مفهوم المشتقات يتلخص في كونها: "عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي ولا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، تعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد)، ويتضمن العقد: تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، وكذلك تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي...الخ"[41].

II. أنواع المشتقات المالية.

يمكن تقسيم الأدوات المالية المشتقة إلى أربعة عقود مختلفة كما في الشكل التالي:

---

[39] بن رجم محمد خميسي، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟**، ملتقى علمي دولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس – سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر2009، ص3.

[40] معهد الدراسات المصرفية، **المشتقات المالية**، مجلة إضاءات ، العدد 2، الكويت، 2010، ص2، متوفر على الموقع: http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/02/04.

[41] طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية: (مفاهيمها – أنواعها – استخدامها في إدارة المخاطر – المحاسبة عنها)**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2010، ص13.

الشكل رقم (2-1): أنواع الأدوات المالية المشتقة.



Source : Kotak Securities, **Introduction to Derivatives Trading**, Available on website : https://www.kotaksecurities.com/ksweb/Research/Investment-Knowledge-Bank/what-is-derivative-trading, Download Date : 22/03/2017

1. عقود الخيارات (الاختيارات) Options Contracts.

أ. تعريف عقد الخيار.

عرف "ستيفن كرول Steven B.Krull"[*] عقد الخيار بأنه: "عقد بين مشتري وبائع يعطي للمشتري حقا في أن يبيع أو أن يشتري أصلا معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقاً، ويلتزم البائع بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر"[42].

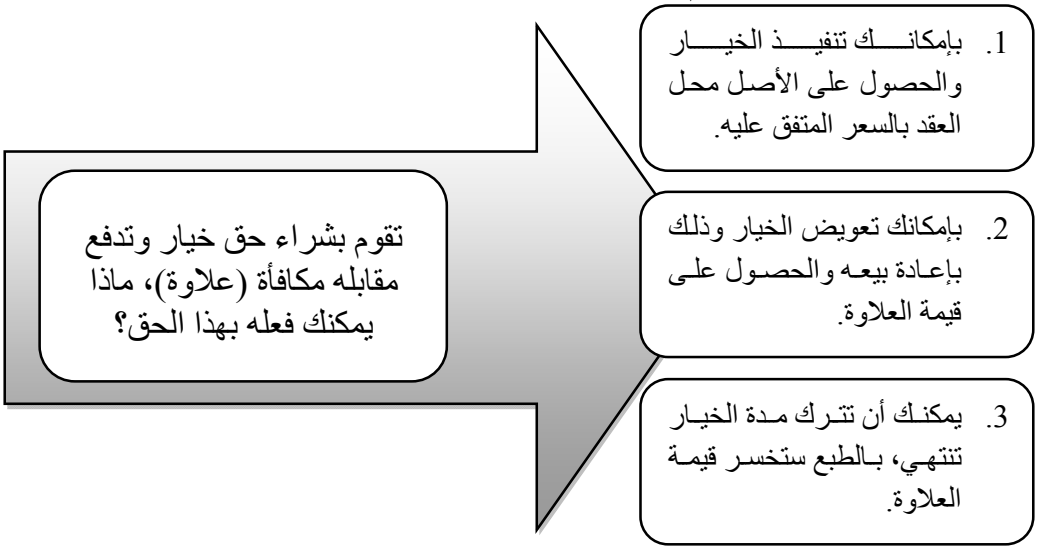
كما يعرف عقد الخيار على أنه: "عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، ويعطي العقد للمشتري الخيار في أن ينفذ العقد أو لا ينفذه، وذلك حسب رغبته، على أن يدفع للبائع في مقابل حق

[*] بروفيسور في المالية بجامعة هوفسترا Hofstra (نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية)، اهتماماته الأكاديمية تشمل مجالات تحليل الاستثمار، المالية الآجلة وأسواق الخيارات وتمويل الشركات، لديه عدة مقالات منشورة في مجلة الأسواق المستقبلية The Journal of Futures Markets.

[42] سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005، ص153.

الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة"[43]، وعند حلول تاريخ استحقاق العقد يكون صاحب الحق أمام ثلاثة اختيارات يمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): اختيارات حامل حق الخيار.



Source : Chicago Mercantile Exchange Group (CME), **An Introduction to Futures and Options**, Chicago, Illinois, USA, 2006, p81, Available on website : http://www.cmegroup.com/files/intro_fut_opt.pdf, Download Date : 15/03/2017

ب. أركان عقد الخيار.

- **مشتري حق الخيار (Option Buyer/Holder)**: هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار سواء كان حق الاختيار هو حق اختيار بيع أو حق اختيار شراء، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الاختيار.
- **محرر (بائع) حق الخيار (Option Writer/Seller)**: هو الطرف الأول الذي يتلقى ثمن الاختيار من الطرف الآخر، وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر (مشتري الحق) نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق[44].

[43] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات**، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003، ص7.

[44] محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل للتحليل الأساسي والفني**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص311.

- **سعر التنفيذ (Exercice or Strike Price)**: يعرف أيضا بسعر الممارسة، وهو السعر الذي قد يقوم به حامل (مشتري) الحق بشراء أو بيع عقد الخيار عند حلول تاريخ استحقاقه[45].

- **تاريخ الاستحقاق (Expiration Date/Last Trading Day)**: هو التاريخ الذي ينتهي فيه بشكل تلقائي عقد الخيار، وهو آخر يوم يمكن فيه لمشتري عقد الخيار ممارسة حق الخيار[46].

- **المكافأة (العلاوة) (Premium)**: العلاوة هي تكلفة عقد الخيار، وهي ما يدفعه المشتري إلى البائع مقابل الحصول على حق الخيار، هذه المكافأة ترتفع أو تنخفض بناء على طلب وعرض المتعاملين[47].

ج. أنواع عقود الخيار.

يمكن تصنيف عقود الخيارات إلى عدة تصنيفات وفقاً لعدة معايير وذلك على النحو التالي:

- **حسب نوع حق الخيار (التصنيف الأساسي).**

- **عقد خيار الشراء Call Option**: هو عقد يمتلك مشتريه أو مالكه (أي دافع الثمن) حق شراء عدد من أسهم شركة معينة، أو أي أداة أخرى بسعر محدد خلال فترة معينة، غالبا ما تكون 90 يوما، وهو غير ملزم بالتنفيذ إذا أراد البائع (محرر الخيار) بيعه تلك الأسهم خلال مدة سريان العقد، ويدفع مقابل هذا الحق ثمنا غير مسترد بأي حال[48].

---

[45] Chicago Mercantile Exchange Group (CME), **Options on Futures**, Chicago, Illinois, USA, 2014, p06, Available on website : http://www.cmegroup.com/education/files/options-on-futures-brochure.pdf, Download Date : 15/03/2017

[46] سوق البحرين المالي، **المصطلحات المالية**، ص4، متوفر على الموقع: http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20Arabic.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/03/12.

[47] Chicago Mercantile Exchange Group (CME), **An Introduction to Futures and Options**, Chicago, Illinois, USA, 2006, p83, Available on website : http://www.cmegroup.com/files/intro_fut_opt.pdf, Download Date : 15/03/ 2017

[48] محمود فهد مهيدات، **المضاربات الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"**، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمّان، الأردن، 2010، ص2.

- **عقد خيار البيع Put Option**: هو عقد يعطي مشتري (خيار البيع) الحق وليس الالتزام في بيع الأصل محل العقد إذا ما رغب، إلى بائع الخيار (محرر الخيار) في خلال فترة تنتهي في تاريخ معين وبسعر محدد عند التعاقد، وعلى محرر الخيار أن يلتزم بتنفيذ الاتفاق بشراء الأصل محل التعاقد عندما يطلب مشتري (خيار البيع) وذلك مقابل العلاوة (المكافأة) التي حصل عليها من مشتري (خيار البيع) مقدَّما عند التعاقد[49].

- **الضمانات**: يمكن النظر إلى الضمانات على أنها عبارة عن عقود خيار شراء، تصدر بواسطة الشركة على أسهمها، وعادةً ما تكون فتراتها طويلة بالمقارنة مع عقود خيار الشراء[50].

- **حسب تاريخ تنفيذ العقد.**

- **عقد الخيار الأمريكي American Option**: هو عقد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع نوع معين من الأوراق المالية أو الأصول النقدية أو السلعية بسعر متفق عليه مسبقا، ويتم سريان تنفيذ العقد خلال الفترة بين تاريخ التعاقد وحتى تاريخ انتهاء العقد، أي أن ممارسة حق تنفيذ الخيار يتم في أي وقت أثناء مدة التعاقد[51].

- **عقد الخيار الأوروبي European Option**: يكون فيه حامل حق الخيار محصورًا في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ[52].

- **عقد الخيار الآسيوي Asian Option**: هو الخيار الذي يعتمد على متوسط سعر الأصل المحدد في العقد خلال فترة زمنية معينة[53]، وقد أطلق عليه تسمية عقد الخيار الآسيوي نظرا لأنه ظهر وتداول لأول مرة في طوكيو باليابان.

---

[49] مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، **إدارة المشتقات المالية**، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص29.

[50] عاطف فرحة، **إدارة المشتقات المالية Financial Derivatives Management**، ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2009، ص15.

[51] إبراهيم أونور، **إدارة المخاطر في الأسواق المالية**، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة إصدارات جسر التنمية، العدد 105، الكويت، 2011، ص4.

[52] كمال توفيق حطاب، **نحو سوق مالية إسلامية**، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك / إربد، الأردن، بدون سنة نشر، ص7.

- **حسب التغطية.**

- **عقد الخيار المغطى Covered Option**: يوصف الخيار بأنه مغطى عندما يكون لدى البائع رصيداً من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طولب بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد (إن كان العقد خيار شراء Call Option)، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طولب بتنفيذ العقد (إذا كان العقد خيار بيع Put Option).

- **عقد الخيار غير المغطى Uncovered Option**: هو عقد لا يمتلك فيه محرر العقد (البائع) الأصول موضوع العقد، لذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري[54].

- **حسب الربحية.**

وفقا لهذا التصنيف يوجد لدينا الخيار المربح "in the money" والخيار غير المربح " out of the money" والخيار المتكافئ "at the money"، ويعتمد هذا التصنيف على مقارنة بين سعر التنفيذ وسعر السوق في الوقت الذي من الممكن فيه تنفيذ الخيار، ويمكن توضيح هذا المعيار في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-1): أنواع الخيارات حسب معيار الربحية.

البيان	عقود خيار الشراء	عقود خيار البيع
الخيار المربح (In the Money)	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
الخيار غير المربح (Out of the Money)	سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
الخيار المتكافئ (At the Money)	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: عاطف فرحة، **إدارة المشتقات المالية Financial Derivatives Management**، ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2009، ص17.

---

[53] **Options Contracts –Terminology –variety of options**, Available on website : http://www.agriskmanagementforum.org/sites/agriskmanagementforum.org/files/Jamaica_May_2011_Module%204D.pdf, Download Date : 21/02/2017

[54] طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية: (مفاهيمها – أنواعها – استخدامها في إدارة المخاطر – المحاسبة عنها)**، مرجع سابق، ص46.

2. العقود الآجلة Forward Contracts.

يعرف العقد الآجل على أنه: "اتفاق بين طرفين يتم الالتزام بموجبه لتسليم أو استلام كمية من أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ، وتحدد في هذه العقود مواصفات الأصل كالكمية والجودة وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد، بحيث يتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري، وتستعمله البنوك والمستثمرين لتجنب مخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجالات الاستثمارات الدولية وتدفقات الإيرادات والالتزامات المستقبلية"[55].

يعرف أيضا بأنه: "عقد يتم إبرامه من قبل طرفين يتفقان على الشراء أو البيع المستقبلي لسلعة محددة، وهو يختلف عن العقد المستقبلي من حيث أن المنخرطين في العقد الآجل يتعاقدون مباشرة مع بعضهم البعض وليس من خلال مؤسسة مقاصة"[56].

كما يمكن تعريف العقود الآجلة بأنها: "عبارة عن اتفاقيات تعاقدية لشراء أو بيع عملة أو بضاعة أو أداة مالية معينة بسعر وتاريخ محددين في المستقبل، إن العقود الآجلة هي عقود يتم تصميمها خصيصا لتلبية احتياجات محددة والتعامل بها خارج الأسواق المالية النظامية"[57].

3. العقود المستقبلية Future Contracts.

أ. تعريف العقد المستقبلي.

يعرف العقد المستقبلي على أنه عبارة عن: "عقد بين البائع والمشتري لشراء أو بيع أحد الأصول في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه اليوم، ولكن مع تسويات يومية في أسواق التبادل المنظمة Futures Markets وقد يطلق على هذا النوع من العقود تسمية Future Options"[58].

---

[55] دريد كامل آل شبيب، **المالية الدولية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013، ص123-124.

[56] سوق البحرين المالي، مرجع سابق، ص12، متوفر على الموقع: http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20Arabic.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/03/14

[57] مصطفى كامل خليل الحجازي، **المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية**، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق- جامعة المنصورة بعنوان: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مصر، 1-2 أفريل 2009، ص28.

[58] فريد النجار، **المشتقات والهندسة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص21.

كما تعرف العقود المستقبلية أيضا على أنها: "عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين قد يكون سلعة أو ورقة مالية بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، إذ يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، وسبب ذلك حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته اتجاهه"[59].

ب. أهداف الاستثمار في العقود المستقبلية.

- **المضاربة Speculation**: يستخدم المستثمر العقود المستقبلية بهدف المضاربة عندما تكون له القدرة على التنبؤ بالأسعار المستقبلية لأصل معين، فمثلا إذا كان يتوقع أن سعر أسهم شركة معينة أو سعر الذهب سيرتفع مستقبلا فإنه سيكون بمقدوره المضاربة استنادا إلى هذه التوقعات وذلك عن طريق شراء عقود مستقبلية لتلك الأسهم أو للذهب، أما إذا كان يتوقع انخفاض في الأسعار فإنه سوف يتجه إلى المضاربة عن طريق بيع عقود مستقبلية لما يمتلكه من أصول[60].
- **التحوّط (التغطية) Hedging**: يتم التحوّط في العقود المستقبلية لغرض تخفيض مخاطر المستثمرين في تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة وأسعار السلع الأخرى المتجانسة وذلك عن طريق شراء العقد أو بيعه[61].

ج. أنواع العقود المستقبلية.

يتم تداول العديد من أنواع العقود المستقبلية في الأسواق العالمية وتتنوع العقود طبقا للأصل محل التعاقد، ويمكن إبرازها في الشكل التالي:

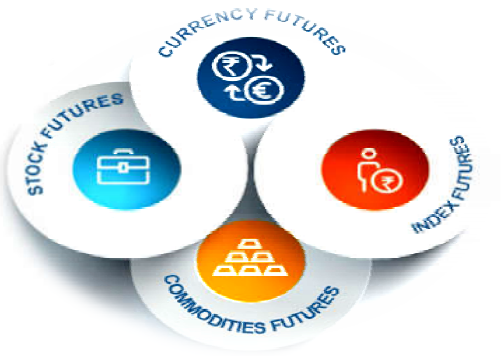
---

[59] عصران جلال عصران، **الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2012، ص41.

[60] مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، **إدارة المشتقات المالية**، مرجع سابق، ص223.

[61] دريد كامل آل شبيب، **المالية الدولية**، مرجع سابق، ص120.

الشكل رقم (2-2): أنواع العقود المستقبلية.



Source: Kotak Securities, **All you need to know about futures contracts**, Available on website: https://www.kotaksecurities.com/ksweb/Research/Investment-Knowledge-Bank/what-are-futures-contracts, Viewing Date : 22/03/2017

- **العقود المستقبلية السلعية Commodities Futures.**

هي عملية تبادل مبلغ معين من المال مقابل سلع نمطية في تاريخ محدد في المستقبل، قد تكون العقود المستقبلية السلعية هي السعر النسبي لقيمة سلعة ما في المستقبل، كما قد تكون سعر الصرف الفوري وسعر الفائدة خالي من الخطر في المستقبل، السلع محل العقد قد تكون عبارة عن سلع زراعية (الحبوب، اللحوم، الحليب وغيرها)، أو موارد طبيعية (النفط، الغاز الطبيعي، الذهب، الفضة...إلخ)[62].

- **العقود المستقبلية المالية Financial Futures.**

- **العقود المستقبلية للعملات Currency Futures**: هي عقود مستقبلية قابلة للتحويل والتي تُحدّد سعر شراء أو بيع عملة معينة في تاريخ مستقبلي، ويقوم المستثمرون بالتعامل في هذا النوع من العقود بغرض التحوّط من مخاطر سعر الصرف الأجنبي[63].

- **العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم Stock Index Futures**: هي عبارة عن عقود بيع أو شراء لمؤشرات أسهم بسعر وبتاريخ محددين، وتوجد عدة أنواع من المؤشرات أبرزها مؤشر Standard and Poor 500 (S&P 500)، وكذلك مؤشر نازداك NASDAQ

[62] Fio Banka, **Types of futures**, Available on website : http://www.fio.cz/stocks-investments/trading-derivatives/futures/types-of-futures, Download Date : 21/03/2017

[63] Investopedia, **Currency Futures**, Available on website : http://www.investopedia.com/terms/c/currencyfuture.asp, Viewing Date : 18/03/2017

ومؤشر نيكاي الياباني Nikkei 225 وغيرها، وأهم ما يميز هذه العقود انخفاض تكلفة الصفقة[64].

- **العقود المستقبلية لأسعار الفائدة Interest Rate Futures**: هي عبارة عن عقود مستقبلية تتعلق بالأدوات المالية التي تحقق فوائد مثل أذونات الخزينة Treasury Bill وسندات الخزينة Treasury Bonds وأوراق الخزينة Treasury Notes، وتستعمل المؤسسات هذا النوع من العقود لغرض التحوط ضد مخاطر سعر الفائدة عندما تقوم بالاقتراض من البنوك[65].
- **العقود المستقبلية للأسهم الفردية Single Stock Futures**: هي عقود مستقبلية أساسها هو الأسهم الفردية مثل (سهم Microsoft، سهم AOL، سهم Amazon...إلخ)، هذه العقود هي عبارة عن اتفاق بين مستثمرين لشراء أو بيع كمية معينة من الأسهم أو الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ مستقبلي، وغالبا تستعمل هذه العقود لغرض المضاربة والتحوط...إلخ[66].

د. مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

على الرغم من أن كل من العقود المستقبلية والعقود الآجلة تشتق من قيمة أصول أصلية وإن كلاهما يمثل اتفاقا على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي محدد مقابل سعر معين يحدد بموجب العقد إلا أن هناك جوانب مهمة يختلف فيها العقد المستقبلي عن العقد الآجل نبرز أهمها في الجدول التالي:

---

[64] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، مرجع سابق، ص399-400.

[65] Futures Trading Pedia, **Financial Futures**, Available on Website : http://www.futurestradingpedia.com/financial_futures.html , Download Date : 22/03/2017.

[66] Russell Wasendorf, Elizabeth Thompson, **The Complete Guide to Single Stock Futures** : **what they are and how to trade them**, McGraw-Hill, New York, USA, 2004, p01.

الجدول رقم (2-2): مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1- عقود تحدد شروطها وفقا لاتفاق وتراضي الطرفين.	1- عقود موحدة من حيث قيمة العقود وتاريخ التسليم.
2- تعتبر عقود بين طرفين البائع والمشتري.	2- تعتبر عقود بين مؤسسة التقاص والبائع وبين مؤسسة التقاص والمشتري.
3- الهامش يحدد مرة واحدة يوم توقيع العقد.	3- يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
4- لا يمكن تسوية العقد إلا في تاريخ التسليم.	4- يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.
5- يتحقق الربح أو الخسارة فقط في تاريخ التسليم.	5- يتحقق الربح أو الخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

المصدر: دريد كامل آل شبيب، **المالية الدولية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013، ص126.

4. المبادلات (المقايضات) Swaps.

أ. تعريف المبادلات.

المبادلات عبارة عن: "التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، ولا يتم تداول هذه العقود في الأسواق المالية المنظمة"[67].

تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات وهي: "اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها"[68].

[67] عادل رزق، **دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار**، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 2006، ص104-105.

[68] هاشم فوزي العبادي وجليل كاظم العارضي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2012، ص79.

ب. أنواع المبادلات.

- **مبادلات أسعار الفائدة Interest rates Swaps**: هي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض الطرف الآخر بدلا من قرضه هو، وتهدف إلى التحوّط ضد مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة، ويوجد نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة هي: عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة (Fixed-Rate) بمعدل الفائدة المتغيرة (Floating-Rate) وتسمى المبادلة الأساسية (Basic Swap) ويطلق عليها كذلك بمبادلة الفانيلا الخفيفة (Plain Vanilla Swap)، وكذلك عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة.
- **مبادلات العملات Currencies Swaps**: هي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد (Spot) مقابل سعر الصرف الآجل (Forward) (في وقت لاحق يحدّد مسبقاً)، ويهدف هذا النوع من المبادلات إلى تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة ويكسب من استقرار هذه الأسعار، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية[69].

[69] بن رجم محمد خميسي، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟**، مرجع سابق، ص8.

- **مبادلات حقوق الملكية Equities Swaps**: هي اتفاق بين طرفين على أن يدفع أحدهما للآخر معدل العائد لسهم ما أو عائد مؤشر سوق الأسهم أو عائد المحفظة الاستثمارية في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل فائدة ثابت أو متغير أو عائد على سهم آخر، أو عائد مؤشر سوق الأسهم الآخر أو عائد محفظة أخرى[70].
- **مبادلات السلع Commodities Swaps**: هي عبارة عن عقود يقوم فيها أحد طرفي العقد بالشراء الحالي من الطرف الآخر لسعلة محددة الثمن والكمية ويسدد الثمن حالاً، على أن يبيعها وقت التعاقد بيعا آجلا للبائع الأول بسعر متفق عليه مسبقا، ويكون السداد على فترات متفق عليها، وشاع استعمال هذا النوع من المبادلات في مجال الطاقة (خاصة النفط)، وغالبا لا يتم تداولها في الأسواق الرسمية (المنظمة)[71].
- **المبادلات الخيارية Swaptions**: تستخدم هذه العقود لشراء أو بيع الحق وليس الالتزام للدخول في عقد مبادلة على أسعار الفائدة خلال فترة زمنية معينة وفقا لشروط يتم الترتيب لها مسبقا، فهي عبارة عن خيار ضمن مبادلة[72].

---

[70] مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، **إدارة المشتقات المالية**، مرجع سابق، ص327.

[71] خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، **المشتقات المالية دراسة فقهية**، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2013، ص147.

[72] Les Echos, **Swaption**, Lexique Financier, Disponible sur : http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_swaption.html Consulté le : 23/03/2017.

خلاصة المحور الثاني:

يعتبر الاستثمار في مكونات المحافظ المالية من بين أهم أنواع الاستثمار الهامة ويطلق عيه بالاستثمار المالي، وعليه قسم هذا المحور إلى عنصرين: أولا الأوراق الأساسية المكوّنة المكونة للمحفظة المالية نظرا لأهمية مكوناتها المتمثلة في الأسهم والسندات بشتى أنواعهما وخصائصهما.

أما العنصر الثاني فهو الأوراق المشتقة المكونة للمحفظة المالية والتي تنقسم إلى أربعة أنواع تم التطرق إليها وذكر كل نوع منها على حدى وذكر خصائصه وأهم الفروق والاختلافات بينها وأخيرا أسئلة المحور الثاني.

قائمة مراجع المحور الثاني:

- **المراجع باللغة العربية :**

1. http://www.ase.com.jo/sites/default/files/.pdf ،2017/01/03
2. إبراهيم أونور، **إدارة المخاطر في الأسواق المالية**، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة إصدارات جسر التنمية، العدد 105، الكويت، 2011.
3. أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010.
4. بن رجم محمد خميسي، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟**، ملتقى علمي دولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس – سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر2009.
5. بورصة الجزائر، **القيم المنقولة**، متوفر على الموقع: http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document4001147 79.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/01/28.
6. البورصة المصرية، **السندات (أدوات الدين)**، متوفر على الموقع: http://www.egx.com.eg/Arabic/Bonds.aspx، تاريخ الاطلاع: 2017/01/27.
7. بورصة عمّان، **دليل الاستثمار في بورصة عمّان**، عمّان، الأردن، بدون سنة، ص16، متوفر على الموقع: http://www.ase.com.jo/sites/default/files/ASE_Investment_Booklet.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/01/03.
8. بورصة عمّان، **دليل المصطلحات الأكثر تداولا في البورصة**، عمّان، الأردن، بدون سنة، ص2، متوفر على الموقع:
9. جبار محفوظ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، الجزء2، دار هومة، الجزائر، 2002.

10. حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، **أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة**، بحث تكميلي مقدم لنيل شهادة الماجستير في الفقه المقارن، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، بدون سنة نشر.

11. حسني علي خربوش وآخرون، **الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 1998.

12. خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، **المشتقات المالية دراسة فقهية**، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2013.

13. دريد كامل آل شبيب، **المالية الدولية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013.

14. دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2007.

15. سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005.

16. سوق البحرين المالي، **المصطلحات المالية**، ص4، متوفر على الموقع: http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20Arabic.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/03/12.

17. سوق فلسطين للأوراق المالية، **أسئلة متكررة وإجاباتها**، برنامج التوعية الاستثمارية، فلسطين، 2008، ص34، متوفر على الموقع: http://www.pex.ps/PSEWEBSITE/publications/FAQS%20FINAL200108.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/03/17.

18. سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى**، دار الراية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009.

19. طارق الحاج، **مبادئ التمويل**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010.

20. طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية: (مفاهيمها – أنواعها – استخدامها في إدارة المخاطر – المحاسبة عنها)**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2010.

21. عادل رزق، **دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار**، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 2006،.

22. عاطف فرحة، **إدارة المشتقات المالية Financial Derivatives Management**، ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2009.

23. عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية: خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.

24. عبد القادر الحمزة، **أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية**، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010.

25. عصران جلال عصران، **الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2012.

26. علي محمد شلهوب، **شؤون النقود وأعمال البنوك**، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2007.

27. فايز سليم حداد، **الإدارة المالية Corporate Finance**، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010.

28. فريد النجار، **المشتقات والهندسة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.

29. فيصل محمود الشواوره، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2008.

30. كمال توفيق حطاب، **نحو سوق مالية إسلامية**، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك / إربد، الأردن، بدون سنة نشر.

31. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، **الاستعلام عن القيم المنقولة**، الجزائر، 2004، ص4، متوفر على الموقع:

http://www.cosob.org/commission/commission-valeursmob-arabet.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/01/24.

32. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، **دليل القيم المنقولة**، الجزائر، 2004، ص13، متوفر على الموقع: http://www.cosob.org/publications/guides/publications-guide-arabe.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/01/01.

33. المادة 715 مكرر 40، **القانون التجاري**، الجزائر، 2007.

34. مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي**، مذكرة تدريسية، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.

35. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005.

36. محمد شكري الجميل العدوي، **بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية "دراسة فقهية مقارنة"**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2014.

37. محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل للتحليل الأساسي والفني**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

38. محمد صالح الحناوي وآخرون، **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2012.

39. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة: أسهم– سندات– أوراق مالية**، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2006.

40. محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2006.

41. محمود فهد مهيدات، **المضاربات الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"**، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمّان، الأردن، 2010.

42. محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات أوراق، بورصات**، الإصدار الثاني، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2007.

43. مركز إيداع الأوراق المالية، **حقوق المساهمين**، متوفر على الموقع: https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content &task=view&id=881، تاريخ الاطلاع: 2017/01/26.

44. مصطفى كامل خليل الحجازي، **المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية**، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق- جامعة المنصورة بعنوان: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مصر، 1-2 أفريل 2009.

45. معهد الدراسات المصرفية، **المشتقات المالية**، مجلة إضاءات ، العدد 2، الكويت، 2010، ص2، متوفر على الموقع: http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/02/04.

46. منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات**، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003.

47. مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، **إدارة المشتقات المالية**، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

48. نظير رياض محمد الشحات، **إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات**، بدون دار نشر، جامعة المنصورة، مصر، 2007.

49. هاشم فوزي العبادي وجليل كاظم العارضي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2012.

50. هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009.

51. هيئة السوق المالية، **دليل المصطلحات الاستثمارية**، المملكة العربية السعودية، بدون سنة، ص13، متوفر على الموقع:

، http://www.cma.org.sa/IA/publ/AR_booklet_10/index.html

تاريخ الاطلاع: 2017/01/03.

- **المراجع باللغة الأجنبية:**

1. Les Echos, **Swaption**, Lexique Financier, Disponible sur : http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_swaption.html Consulté le : 23/03/2017.
2. Chicago Mercantile Exchange Group (CME), **An Introduction to Futures and Options**, Chicago, Illinois, USA, 2006, p83, Available on website : http://www.cmegroup.com/files/intro_fut_opt.pdf, Download Date : 15/03/ 2017
3. Chicago Mercantile Exchange Group (CME), **Options on Futures**, Chicago, Illinois, USA, 2014, p06, Available on website : http://www.cmegroup.com/education/files/options-on-futures-brochure.pdf, Download Date : 15/03/2017
4. **Options Contracts –Terminology –variety of options**, Available on website : http://www.agriskmanagementforum.org/sites/agriskmanagementforum.org/files/Jamaica_May_2011_Module%204D.pdf, Download Date : 21/02/2017
5. Fio Banka, **Types of futures**, Available on website : http://www.fio.cz/stocks-investments/trading-derivatives/futures/types-of-futures, Download Date : 21/03/2017

6. Investopedia, **Currency Futures**, Available on website : http://www.investopedia.com/terms/c/currencyfuture.asp, Viewing Date : 18/03/2017
7. Futures Trading Pedia, **Financial Futures**, Available on Website : http://www.futurestradingpedia.com/financial_futures.html , Download Date : 22/03/2017.
8. Russell Wasendorf, Elizabeth Thompson, **The Complete Guide to Single Stock Futures : what they are and how to trade them**, McGraw-Hill, New York, USA, 2004.

أسئلة المحور الثاني:

1. عرف المصطلحات التالية:

- أوراق الملكية.
- أوراق المديونية.
- الأسهم والسندات.
- الأسهم الممتازة.
- شهادات الاستثمار.
- الأسهم المجانية.
- المشتقات المالية.
- عقود الخيار .
- العقود الآجلة.
- العقود المستقبلية والمبادلات.
- التغطية.
- المضاربة.

2. ما هو الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة؟.

3. فيما تتمثل الحقوق النقدية والغير النقدية لحملة الأسهم؟ وما الفرق بينهما؟.

4. القيمة مفهوم مركب ومعقد وللسهم عدة قيم، فما هي هذه القيم؟ وهل يمكن أن تكون القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الاسمية له أو قيمة الإصدار؟.

5. السهم هو عبارة عقد بين مالكه والشركة المصدرة له يمنحه جزء من رأسمالها، وأنواع الأسهم عديدة ومتنوعة تنوع العقود، فما هي أنواع الأسهم؟.

6. باعتبار السندات هي أوراق أو صكوك مديونية فهل تعطي مالكها مجموعة من الحقوق مثل حملة الأسهم؟، وإذا توفرت هذه الحقوق فما هي ؟.

7. عدد أنواع السندات باعتبارها عقود مديونية بين الهيئة المصدرة لها وأصحاب هذه السندات؟.

8. ماذا نقصد بالمشتقات المالية؟ وما هو الغرض منها؟ وكيف عرف بنك التسويات الدولية هذه الأدوات؟.

9. تعتبر المشتقات المالية من منتجات الهندسة المالية، فما هي أنواع هذه المشتقات المالية؟.

10. ما هو مفهوم عقود الخيارات؟، وما هي اختيارات حامل حق الخيار؟، وما هي أركان عقد الخيار؟.

11. لتحديد أنواع عقود الخيارات توجد عدة تصنيفات وتقسيمات، فما هي هذه التقسيمات؟.

12. اختر الإجابة الصحيحة من بين الإجابات التالية:

أ. تعتبر العقود الآجلة Forward contracts بمثابة:

- اتفاق بين طرفين على تسليم واستلام كمية من أصل ما في وقت لاحق وبسعر محدد مسبقا ☐
- يتم تحديد الكمية والجودة وطريقة التسليم في هذه العقود ☐
- يتم التفاوض في شروط هذه العقود بين البائع والمشتري ☐
- تستخدم هذه العقود لتجنب مخاطر أسعار الصرف ☐
- كل الإجابات السابقة صحيحة ☐
- كل الإجابات السابقة خاطئة ☐

13. أجب بصحيح أو خطأ على الأسئلة التالية مع تصحيح الخاطئة منها:

- يعرف العقد المستقبلي على أنه اتفاق بين مؤسسة وساطة مالية والمشتري لبيع أحد الأصول ☐

.....

- يعرف العقد المستقبلي على أنه عقد بين البائع والمشتري لشراء أو بيع أصل من الأصول في تاريخ حالي وسعر متفق عليه لاحقا ☐

.....

- يعرف العقد المستقبلي على أنه عقد بين البائع والمشتري لشراء أو بيع أصل من الأصول في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه اليوم مع تسويات يومية في أسواق التبادل المنظمة ☐

14. ماذا نقصد بالعقود المستقبلية ؟ وما هي أهداف الاستثمار في هذه العقود؟.

15. هل يمكن اعتبار العقود المستقبلية للعملات كعقود مستقبلية سلعية ؟ ولماذا؟.

16. تقترب العقود الآجلة من مفهوم العقود المستقبلية لكن توجد بينهما أوجه تشابه وأوجه اختلاف ، أذكرها؟.

17. هل أنواع عقود المبادلات هي نفسها أنواع العقود المستقبلية؟ وإن كانت العكس فما هي عقود المبادلات؟ وما هي أنواعها؟.

المحور الثالث: عائد ومخاطرة المحفظة المالية.

مقدمة المحور الثالث:

يعد تقييم أداء المحافظ المالية أحد المنافع الرئيسية للتعرف على مدى جدوى توظيف الموارد المالية للأفراد والشركات على حد سواء، إذ أن ازدياد حجم الموارد المالية يستدعي البحث عن مجالات مهمة لتوظيف هذه الأموال في إطار محافظ مالية للاستفادة من مزايا التنويع، ويرتكز الاستثمار في الأوراق المالية على عنصرين هما العائد والمخاطرة، فالمستثمر الرشيد يسعى دائما إلى تعظيم العائد وتدنية المخاطرة وهذا قد لا يكون متاح للمستثمر لأن الارتفاع في العائد يرافقه ازدياد في مستوى المخاطرة، وفقا لذلك فإن المستثمرين غالبا ما يواجهون هدفين متناقضين يصعب تحقيقهما في آن واحد، وعليه سيتم التطرق في هذا المحور إلى كل من :

- **أولا: ماهية العائد.**
- **ثانيا: ماهية عائد المحفظة المالية.**
- **ثالثا: مخاطرة المحفظة المالية.**
- **رابعا: قياس مخاطرة المحفظة المالية.**
- **أسئلة المحور الثالث.**

المحور الثالث: عائد ومخاطرة المحفظة المالية.

من الصعب على المستثمر تحديد عائد المحفظة المالية بدقة وذلك لأنه يعمل في عالم يتميز بقدر كبير من عدم التأكد بشأن المستقبل، لذا فإن العائد الذي سيتم تعيينه هو عائد متوقع وليس عائد فعلي.

أولا: ماهية العائد.

I. تعريف العائد Return.

العائد عبارة عن: "مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة، والعوائد الفعلية تتصف بدرجة كاملة من التأكد أما العوائد المتوقعة فإنها لا تتصف بدرجة التأكد الكامل، وتهتم المحفظة الاستثمارية بالعائد لأن كل قرار يصدر عنها ينعكس بصيغة عائد أو خسارة، وترتبط نسبة النجاح في الحصول على العائد على الاستثمارات بدرجة المخاطر التي تتعرض لها، وعليه نقول لكل استثمار درجة من المخاطر والعلاقة طردية بين العائد والمخاطر أي كلما زاد العائد زادت المخاطر"[1].

ويعرف العائد على أنه: "ما يحصل عليه المستثمر في المستقبل نتيجة تضحيته في الوقت الحالي بأمواله من خلال توظيفها بالعملية الاستثمارية لفترة زمنية محددة، إلا أن حصول المستثمر على العائد المتوقع ليس مؤكدًا، نظرًا لما يحيط بالاستثمار من احتمالات وقوع الخسارة، وتغيير السياسات الحكومية وتغيير سعر الفائدة، وتقلبات سعر الصرف، وظروف غيبية يعجز العقل البشري عن معرفتها رغم التطور العلمي والتكنولوجي، فتبقى تنبؤات المستثمر معرضة لشيء من عدم اليقين"[2].

يعرف كذلك بأنه: "المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل أداة الاستثمار، أو أنه المكافأة التي يتوقع المستثمر الحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل"[3].

---

[1] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، الأردن، 2010، ص61.

[2] سيرين سميح أبو رحمه، **السيولة المصرفية وأثرها في العائد والمخاطرة دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الفلسطينية**، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص38.

[3] فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2003، ص177.

وعليه فإن العائد هو المكافأة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه عن إشباع حاجة محددة في الوقت الحاضر.

II. أهمية العائد.

تكمن أهمية عائد الاستثمار في أهميته للمستثمر ليعرف أين يوظف أو يستثمر أمواله وما الذي سيجنيه، فعندما يفكر أي شخص يستثمر أمواله في استثمار معين يجب عليه أن ينظر إلى العائد المتوقع من الاستثمار، كما أنه مهم لإدارة الشركات والقائمين عليها على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو مقياس دقيق وسريع لإنجازاتهم ومؤشر يوضح لهم ما إذا كانوا يسيرون في الطريق الصحيح أو الخاطئ، كذلك يعتبر مهما لأصحاب القرار القائمين على إدارة الاقتصاد الوطني لأنه كل قرار سواء كان سياسيا أو اقتصاديا يؤثر في السوق وبالتالي فإن السوق سيعكس للمسؤول مدى صحة قراره، أو مدى تأثيره على حالة الاقتصاد الوطني[1].

III. أشكال العوائد المالية وأنواعها.

1. أشكال العوائد المالية.

إن المستثمر في الأوراق المالية أو في غيرها يتطلع للحصول على أحد شكلي العوائد (العائد الجاري/الرأسمالي) أو كليهما معا.

أ. **العائد الجاري Current Return**: يمثل العائد الجاري مقدار التدفق السنوي الذي يحصل عليه المستثمر عند الاستثمار في ورقة مالية معينة منسوباً إلى السعر الحالي لتلك الورقة في سوق الأوراق المالية، ويمكن احتساب العائد الجاري للورقة المالية باستخدام المعادلة التالية[2]:

$$\text{العائد الجاري} = \frac{\text{العائد النقدي للورقة المالية}}{\text{السعر الحالي للورقة المالية}}$$

وينتج العائد الجاري عن التدفقات النقدية المستلمة إما على شكل فوائد أو أرباح موزعة أو كلاهما[3]:

---

[1] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009، ص49.

[2] نظير رياض محمد الشحات، مرجع سابق، ص60.

[3] زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2005، ص293.

- **الفوائد Interest**: إذا كانت الموجودات المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند وقيمة القرض هي قيمة السند، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة (التي أصدرت هذه السندات).

- **توزيعات الأرباح Dividends**: هي عبارة عن الحصة التي تدفعها الشركة للمساهمين فيها والتي تتناسب مع عدد الأسهم التي يملكونها، فحامل السهم هو شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو يعتبر من مالكيها وحقوقه هي من حقوق المساهمين، وإذا كانت عبارة عن أوراق هجينة فيمكن أن يحصل المستثمر على عائد.

ب. **العائد (الربح) الرأسمالي Capital Return**: هو العائد الذي يحققه المستثمر بعد ارتفاع سعر السهم في السوق مقارنة بسعر الشراء، وهذا العائد لا يرتبط بفترة زمنية محددة وإنما بطبيعة السهم وحركة الأسعار في السوق المالي، وإن السعر في البورصة هو الذي يصنع الأخبار بالاعتماد على الأرقام والتقارير السنوية، ويمكن احتساب العائد الرأسمالي وفق العلاقة التالية[1]:

$$\text{العائد الرأسمالي} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}}$$

2. أنواع العوائد المالية.

أ. **العائد الفعلي (المتحقق) Actual Return**: هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الجارية (إيرادية) أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجا منهما، وتعرف العوائد الإيرادية بأنها مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لاحتفاظه بالسهم[2].

ب. **العائد المتوقع Expected Return**: يمكن تعريف العائد المتوقع بأنه: "المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، وحيث أن تحقيق العائد المتوقع يرتبط بالمستقبل فإن المستثمر يكون بصدد حالة من عدم التأكد والتي يصعب في ظلها تحديد عائد

[1] دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، الأردن، 2012، ص188.

[2] صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجربة جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2012/2011، ص63.

الاستثمار المتوقع بسهولة، حيث أن المستثمر يصعب عليه أن يحدد بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار، ولذلك فإن المستثمر يسعى لتقدير العائد حيث أن ذلك يساعده في تقدير المخاطر المحيطة بهذا العائد"[1]، ويتم حساب العائد المتوقع للاستثمار من خلال ضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه ويعبر عنه بالعلاقة التالية[2]:

$$\text{Expected rate of return} = \hat{r} = P_1 r_1 + P_2 r_2 + \quad + P_n r_n$$

$$= \sum_{i=1}^{n} P_i r_i$$

حيث أن:

- ✓ $\mathbf{P_i}$: يمثل احتمال حدوث العائد.
- ✓ $\mathbf{r_i}$: يمثل العائد المحتمل.

ج. **العائد المطلوب أو المرغوب فيه Required Return**: وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلائم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة وسوف يقبل المستثمر في الاستثمار بنوع من أنواع الاستثمارات المقترحة أمامه فإذا كان معدل العائد المتحقق أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد المتحقق أقل من أو يساوي معدل العائد المتوقع من الأصل فإنه يرفضها ويبحث عن فرص استثمارية أخرى تحقق عائد أعلى من المطلوب، ويمكن حسابه وفق الصيغة الرياضية التالية[3]:

معدل العائد المطلوب = المعدل الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر

---

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص37-38.

[2] Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, **Financial Management**: **Theory and Practice**, Thomson South-Western, 11th Edition, United States of America, 2005, p131.

[3] قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، **أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM) دراسة تطبيقية**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05، كلية الاقتصاد، جامعة التحدي، سيرت، ليبيا، 2005، ص6.

ويمكن التعبير عنه بالرموز وفق الآتي:

$$ER = R_f + (R_m \quad R_f)\,\beta_i$$

حيث أن:

- ✓ **ER**: يمثل العائد المطلوب من الاستثمار.
- ✓ $\mathbf{R_f}$: يمثل العائد الخالي من المخاطر.
- ✓ $\mathbf{R_m}$: يمثل عائد السوق.
- ✓ $\boldsymbol{\beta}$: معامل بيتا.

ثانيا: ماهية عائد المحفظة المالية.

1. تعريف عائد المحفظة المالية.

يقصد بعائد المحفظة: "الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة الإجمالية لهذه الأصول في بداية العام ممثلة في صورة نسبة مئوية (%)"[1].

إن عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية فهو عبارة عن: "مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة للمحفظة، وتنتج هذه المنافع عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة"[2].

يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية التي تُأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، وكما سبق ذكره فإن المحفظة هي أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية، وبالتالي فإن عائدها عبارة عن الوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية التي تُكوّن هذه المحفظة[3].

---

[1] محمد مطر، فايز تيّم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص206.

[2] محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل للتحليل الأساسي والفني**، مرجع سابق، ص216.

[3] حنفي عبد الغفار، **البورصات "أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، خيارات"**، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2005، ص121.

2. قياس عائد المحفظة المالية.

كون المحفظة عبارة عن مجموعة من الأصول المالية وجب علينا أولا التطرق لقياس العائد في حالة أصل مالي واحد، ومن ثم سنتطرق إلى العائد في حالة المحفظة المالية.

أ. قياس العائد في حالة أصل مالي واحد.

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

$$\text{معدل العائد للأصل المالي} = \frac{\text{توزيعات الأرباح لتلك المدة} + \left(\text{السعر في نهاية المدة} - \text{السعر في بداية المدة}\right)}{\text{السعر في بداية المدة}}$$

ويمكن التعبير عنها بالرموز وفق الآتي:

$$R_i = \frac{d_t + (p_t - p_{t-1})}{p_{t-1}}$$

حيث أن:

- ✓ R_i: معدل العائد للأصل i خلال الفترة t.
- ✓ d_t : توزيعات الأرباح خلال الفترة t.
- ✓ p_t : سعر الأصل في نهاية الفترة t.
- ✓ p_{t-1} : سعر الأصل في بداية الفترة $1 \quad t$.

ب. قياس العائد في حالة المحفظة المالية.

نميز بين نوعين من عوائد المحفظة عائد فعلي وعائد متوقع، وبما أن المحفظة المالية هي مجموع أوراق مالية لذا فإن عائدها هو مجموع عوائد المحفظة المالية، إلا أنه لا بد أن نبرز أن العائد الفعلي للأوراق المالية يستند

[1] ماليك غالية، **أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية "دراسة تطبيقية على مجموعة من الأسواق المالية خلال الفترة (2010-2013)"**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013، ص10.

على بيانات تاريخية فعلية وبالتالي فإن طريقة حسابه سهلة، أما حساب العوائد المتوقعة فيعتمد على توزيع احتمالي، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال.

- **العائد التاريخي:** يتطلب الأمر لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية كل من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية وأوزانها النسبية، لأن العائد التاريخي للمحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد تلك الأوراق المالية المكوّنة لهذه المحفظة، ويحسب العائد التاريخي للمحفظة بالعلاقة التالية[1]:

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

حيث أن:

- ✓ $\boldsymbol{R_p}$: عائد محفظة الأوراق المالية.
- ✓ $\boldsymbol{n}$: عدد الأصول المكونة للمحفظة الأوراق المالية.
- ✓ $\boldsymbol{W_i}$: الوزن النسبي للورقة المالية i في محفظة الأوراق المالية.
- ✓ $\boldsymbol{R_i}$: عائد الورقة المالية i.

- **العائد المتوقع للمحفظة المالية:** العائد المتوقع للمحفظة المالية $E(\quad_p)$ هو عبارة عن الوسط المرجح للعوائد المتوقعة على الاستثمارات أو الأصول الداخلية أو المكونة للمحفظة، ويتم الترجيح بنسبة أو وزن الأصل وفق العلاقة التالية[2]:

$$E(R_p) = (W_1 R_1)P_1 + (W_2 R_2)P_2 + \qquad + (W_n R_n)P_n$$

$$E(R_p) = \sum_{x=1}^{n} (W_i R_i)P_i$$

حيث أن:

[1] Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille (analyse quantitative de rentabilité et des risques)**, Pearson education, 2004, p12.

[2] Op.Cit, p12.

- ✓ $E(R_p)$: العائد المتوقع للمحفظة.
- ✓ n: عدد الأصول المكونة للمحفظة.
- ✓ W_i: الوزن النسبي للورقة المالية i في محفظة.
- ✓ R_i: عائد الورقة المالية i.
- ✓ P_i: احتمال حصول العائد i.

ثالثا: مخاطرة المحفظة المالية.

من المعروف أنه توجد علاقة وثيقة بين العائد والمخاطر، فكلما زاد مقدار المخاطر زاد العائد المحتمل، ومع ذلك فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الأعلى والتي تنطوي على القدر الأكبر من الخطورة يمكن أن يؤدى إلى الدمار إذا لم تسر الأمور كلها وفقا لما هو مخطط لها، ويعد تحديد خطر المحفظة المالية وتحليل أسبابها هو العامل الثاني بعد العائد لتحديد القيمة السوقية للمحفظة المالية، ويعتمد مقدار المخاطر التي يمكن تحملها على الكثير من العناصر مثل نمط الشخصية والأهداف الاستثمارية وحجم المحفظة وغيرها.

I. مفهوم المخاطرة وأركانها.

1. تعريف المخاطرة Risk.

يمكن تعريف مخاطر الاستثمار على أنها: "التقلبات المنتظمة أو غير المنتظمة، الدورية أو غير الدورية، الشاملة أو الجزئية التي تحدث في قيم الأصول الاستثمارية و / أو عوائدها المتوقعة في ظروف عدم التأكد السائدة في الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية على المستويين المحلي والدولي"[1].

تعرف المخاطرة بأنها: "التذبذب في العوائد والأرباح والذي قد يشمل الخسارة، وتحمل الاستثمارات نسباً متفاوتة من المخاطر، وبشكل عام، كلما زادت مستويات المخاطرة زاد معها احتمال تحقيق عوائد أعلى، وتحدد درجة تحمل الفرد للمخاطرة مستوى المخاطر التي يرغب في تحمّلِها أخذاً في الاعتبار أهدافه الاستثمارية والفترة الزمنية المقررة للاستثمار"[2].

---

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص253.

[2] هيئة السوق المالية، مرجع سابق، ص23، متوفر على الموقع:
http://www.cma.org.sa/IA/publ/AR_booklet_10/index.html#25/z، تاريخ الاطلاع: 2017/03/25

كما عرفت أيضا بأنها: "درجة التقلب في العائد المتوقع، وبتحديد آخر هو أن المخاطر هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياسا بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا، إذ قد ي تحقق أو لا، وعلى وفق درجة المخاطر، لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطر تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جدا في الحالات الاقتصادية"[1].

تعرف المخاطرة كذلك على أنها: "احتمال أن يكون العائد الحقيقي للسهم مختلفا عن العائد المتوقع ويشمل ذلك احتمال بعض أو كل الاستثمار الأصلي"[2].

وعليه يمكن التمييز بين مفهومي المخاطرة وعدم التأكد، إذ يعتمد الموضوع على درجة المعلومات والبيانات التاريخية المتوفرة، حيث يمكن قياس المخاطرة عن طريق توفر معلومات عن عوائد الأسهم خلال السنوات الماضية، أما حالة عدم التأكد فإنها تنشأ عن عدم توفر هذه المعلومات وبالتالي اللجوء إلى وضع تقديرات تخمينية حول العوائد.

2. أركان المخاطرة.

في ضوء مجموعة التعاريف السابقة للخطر فإنه يمكن أن نستخلص العناصر المميزة أو الأركان الأساسية للخطر التي تساعدنا في تحليل مفهوم الخطر كما يلي[3]:

- **عدم التأكد (Uncertainty)**: وهو شعور أو إحساس يتولد لدى الشخص نتيجة موقف معين أو يصاحب مرحلة اتخاذ قرار معين وتقديراته الشخصية للنتائج المتوقعة أو المحتملة، ولابد من إمكانية القياس الموضوعي لظاهرة عدم التأكد باستخدام نظرية الاحتمالات.

[1] حسن السلطان، **إدارة مخاطر الاستثمار المالي**، ماجستير إدارة أعمال، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2009/2008، ص6.

[2] المحفظة الوطنية للأوراق المالية، **إدارة المخاطر في بورصة عمّان (ASE's Risk Management)**، عمّان، الأردن، 2009، ص5، متوفر على الموقع: http://www.mahfaza.com.jo/files/Risk%20Management.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/03/25.

[3] عيد أحمد أبو بكر، وليد إسماعيل السيفو، **إدارة الخطر والتأمين**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009، ص21.

- **أن يكون نتيجة حادث مفاجئ (Loss must be unintentional)**: بمعنى أن يكون تحقق الخطر نتيجة حادث عرضي (غير إرادي)، بمعنى أنه يجب أن لا يكون متعمدا من جانب المؤمن له، أو أحد تابعيه.

- **الاحتمالية (Probability)**: بمعنى أن ينصب احتمال تحقق الخطر على المستقبل، بحيث يكون محتمل الحدوث فلا يكون مؤكد الحدوث ولا يكون مستحيل الحدوث، بمعنى أن احتمالية الخطر تقع بين الصفر والواحد.

II. أنواع المخاطر المالية ومصادرها.

1. أنواع المخاطر المالية.

أ. المخاطر النظامية Systemic Risks.

هي ذلك الجزء من مخاطر الورقة الذي يرجع إلى السوق والتي لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع، وتسمى أيضا بالمخاطر الغير قابلة للتنويع (Non-diversifiable Risk) أو المخاطر الخاصة بالسوق (Market Risk) أو المخاطر ذات الصلة (Relevant Risk)، وهي المخاطر الناجمة عن العوامل التي تؤثر في السوق بشكل عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة، ترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية كالحروب والكساد والتضخم وارتفاع معدلات أسعار الفائدة، حيث تتأثر أسعار جميع الأوراق المالية بهذه العوامل وبدرجات متفاوتة، وتكون درجة المخاطر المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية، وفي الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران، وفي الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الكلية"[1].

تعرف أيضا المخاطر النظامية بأنها: "المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع أحداث كبيرة تتأثر معها السوق بأكمله كحدوث حروب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي ولا

[1] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص150.

توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأسهم بتلك المخاطر"[1].

ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس بشكل خاص.
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.
- لا يمكن تجنبها بالتنويع.

ب. المخاطر غير النظامية Unsystemic Risks.

ينصرف مفهوم المخاطر الغير المنتظمة إلى: "ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمكن إرجاعه إلى ظروف المشروع أو الصناعة التي ينتمي إليها، وتؤدي هذه المخاطر شأنها شأن المخاطر العامة إلى تقلب التدفقات النقدية للمشروع، غير أنه نظراً لأن المخاطر غير المنتظمة ترتبط بظروف الشركة والصناعة يستطيع المستثمر تجنبها بوسائل عديدة أهمها تنويع استثماراته"[2].

كما تعرف أيضا على أنها: "المخاطرة التي تكمن في شركة أو قطاع معين مثل تذبذب صافي الأرباح، حيث تتعلق هذه المخاطرة بالعوامل التي تؤثر على شركة معينة دون غيرها من الشركات، ويتم احتساب المخاطر عن طريق حساب الانحراف المعياري لمعدل العوائد التاريخية لسهم الشركة، ويمكن إلغاء المخاطر غير النظامية عن طريق التنويع في الأسهم المستثمر بها، وبحسب ما تشير إليه أغلب الدراسات فإن 90% من المخاطر غير النظامية يمكن إلغائها أو السيطرة عليها عن طريق التنويع"[3].

---

[1] أمين السيد وأحمد لطفي، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2006، ص17.

[2] عاطف وليم أندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص331-332.

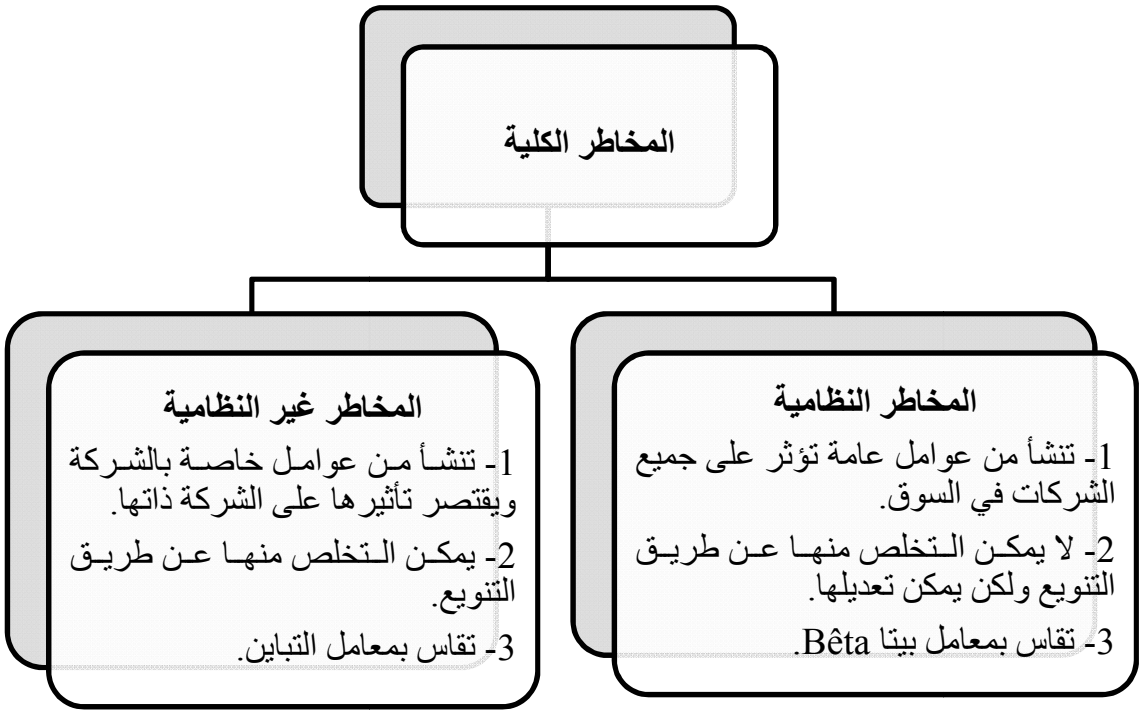
[3] المحفظة الوطنية للأوراق المالية، مرجع سابق، ص5.

ج. المخاطر الكلية Total Risk.

تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد علي الاستثمار (Return on Investement) في السوق المالية أو في مجال استثماري أخر، وأيضا عند جمع المخاطر النظامية مع المخاطر الغير النظامية فإنها ستشكل المخاطر الكلية أو مخاطر المحفظة (Portfolio Risk)، وهذه المخاطر هي التي سيتحملها المستثمر في الأوراق المالية، وباعتبار أن المستثمر يستطيع التأثير علي المخاطر الغير النظامية من خلال التنويع فانه لا يستطيع التأثير علي المخاطر النظامية، وبالتالي فأنه يمكن التقليل من المخاطر الكلية إلى أقصى درجة ممكنة والتي تتمثل في المخاطر النظامية[1].

يمكن التمييز بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (3–1): تصنيف المخاطر الكلية.



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المرجع: فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2003، ص168.

[1] الأخضر لقليطي وحمزة غربي، **إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية**، ملتقى دولي بعنوان: الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر،23–24 فيفري 2011، ص05.

2. مصادر المخاطر المالية.

أ. مصادر المخاطر النظامية.

- ✓ **مخاطر سعر (معدل) الفائدة Interest Rate Risk**: إن ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأسواق المالية، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها ووضع ثمنها كوديعة للبنك مثلا تدر عليه عائدا أكبر، وإن أي تغيير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بكل أكبر من تأثيره على أسعار الأوراق المالية قصيرة الأجل[1].

- ✓ **مخاطر القوة الشرائية Purchasing Power Risk**: هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد لتعكس على القيمة الشرائية لوحدة النقد فتُدنيّ قيمتها، أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر، ومن أكثر أدوات الاستثمار تعرضا لهذا النوع من المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها مثل السندات طويلة الأجل[2].

- ✓ **مخاطر السوق Market Risk**: هي إحدى المخاطر التي تتعلق بالأحداث التي تتعلق بالأحداث التي تؤثر على جميع الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق وتكون هذه الأحداث غير متوقعة وعادة تنشأ نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على السوق المالي وسوق رأس المال لأسباب اقتصادية، سياسية أو اجتماعية في بلد ما أو في البلدان التي ترتبط مع بعضها بعلاقات اقتصادية، وهذا النوع من الخطر لا يمكن السيطرة عليه من قبل المشروع[3].

---

[1] زياد رمضان، محفوظ جودة، **الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2000، ص284.

[2] محمد مطر، فايز تيّم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص45.

[3] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، مرجع سابق، ص163.

ب. مصادر المخاطر غير النظامية.

- ✓ **مخاطر الإدارة Management Risk**: هي تلك المخاطر التي تنشأ نتيجة لاتخاذ قرارات خاطئة في مجال الإنتاج أو التسويق أو الاستثمار، من شأنها أن تترك آثارا عكسية على القيمة السوقية للأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة، نتيجة لتأثيرها على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار في تلك الأوراق، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة قد يؤثر على أرباح المؤسسة، وهناك الكثير من البنوك أو المؤسسات المالية التي تعرضت للإفلاس بسبب الفشل في الوفاء بمتطلبات السيولة على الرغم من تحقيقها لأرباح جديدة، ولذلك يجب على الإدارة أن تسعى دائما إلى تحقيق الفعالية الإدارية[1].

- ✓ **مخاطر القطاع Sector Risk**: هي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع معين بشكل واضح دون أن يكون لها تأثير هام خارج نطاق هذا القطاع، وقد تنتج هذه مخاطر عن عوامل عديدة مثل عدم توفر المواد الخام أو عدم توفر قوانين تمس القطاعات المعنية مثل قوانين حماية البيئة، أو التغير في أذواق المستهلكين أو التوقف في استخدام منتج معين نتيجة لظهور اختراعات جديدة، ويختلف تأثير هذه المخاطر من قطاع لآخر ومن وقت لآخر، فقد يظهر في وقت معين تأثير عالي المخاطر ولكنه يكون قليل أو معدوم في أوقات أخرى[2].

ج. بعض المصادر الأخرى التي تسبب (مخاطر نظامية – غير نظامية) معاً.

- ✓ **مخاطر الرفع المالي Financial Leverage Risks**: تزيد الرافعة المالية لأي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، وتقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون وإجمالي الأصول، ومع افتراض تثبيت كافة الأمور والأشياء الأخرى فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام الشركة للرافعة المالية، وهو ما يطلق عليه بمخاطرة الرافعة المالية[3].

---

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص42-43.

[2] وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص176.

[3] طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر: أفراد – إدارات – شركات – بنوك – مخاطر الائتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص371.

- ✓ **مخاطر الرفع التشغيلي Operational Leverage Risks**: يقصد به زيادة توظيف الأموال في الأصول الثابتة كالآلات الإنتاجية وذلك بقصد خفض التكاليف المتغيرة للوحدة، وعند ذلك يحقق أي تغير صغير في المبيعات تغيرا كبيرا نسبيا في صافي الربح، وبالتالي إذا كانت المبيعات منخفضة تؤثر على حساب صافي الربح ولذلك قد تتسبب في وقوع خسارة، أي ترتبط مخاطر الرفع التشغيلي بالتغير الذي يحدث في هيكل تكاليف الشركة، فكلما زاد الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف يزيد الرفع التشغيلي والعكس صحيح[1].

رابعا: قياس مخاطرة المحفظة المالية.

1. مفهوم مخاطر المحفظة.

إن قرار الاستثمار لا يتوقف على العائد المتوقع فقط ولكن على المخاطر أيضا التي ينطوي عليها الاستثمار، ويقصد بمخاطر محفظة الاستثمارات: "درجة تقلب العائد المتولد من مجموع الاستثمارات التي تتكون منها تلك المحفظة، ومن المفيد الإشارة هنا إلى أن المخاطر التي تتعرض لها المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمارات الفردية المكونة لها (الأصول) بل أيضا على طبيعة العلاقات التي تربط بين عائد تلك الاستثمارات في كل نوع من أنواع الأوراق المالية"[2].

2. طرق قياس المخاطرة.

أ. قياس المخاطرة في حالة الاستثمارات الفردية.

- **في حالة المعلومات التاريخية.**

المخاطرة في حالة عدم التأكد تعني قياسها بناءاً على معلومات تاريخية، وكون هذه المعلومات حصلت في الماضي فلا مجال للشك فيها، والمخاطرة هنا تقاس بالنسبة لتشتت هذه المعلومات وعدم تجانسها وبالتالي تقياس بواسطة مقاييس التشتت، فكلما زاد التشتت يعني أن المخاطرة أكبر، وإن تقلب العوائد وتذبذبها هو جوهر المخاطرة، وهنا يستخدم التباين لقياس المخاطرة إذا كانت المتوسطات الحسابية لعوائد المشاريع المراد

[1] وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص181.

[2] حسين مصطفى هلالي، **كيف تنشأ وتدير وتقيم محفظة استثمارية**، ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية (ورشة عمل إدارة أسعار الصرف)، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، 6-10 مارس 2005، ص207.

المفاضلة بينها متساوية، أما في حالة عدم تساوي المتوسطات الحسابية فيتم قياس المخاطرة باستخدام معامل الاختلاف، ولابد هنا من التذكر بالمعلومات الإحصائية المتعلقة بالتباين ومعامل الاختلاف والانحراف المعياري، ويتم استخدام المعادلة التالية لإيجاد التباين (Variance)[1]:

$$Var = \sigma^2 = \frac{(R-\bar{R})^2}{N-1}$$

حيث أن:

- ✓ $\boldsymbol{\sigma^2}$: التباين.
- ✓ $\boldsymbol{R}$: القيمة أو العائد خلال فترة زمنية محددة.
- ✓ $\boldsymbol{\bar{R}}$: المتوسط الحسابي للعوائد خلال الفترة محل الدراسة.
- ✓ $\boldsymbol{N}$: عدد السنوات أو عدد فترات الدراسة.

أما الانحراف المعياري (Standard Deviation) الذي هو مؤشر للمخاطر الكلية ويقيس درجة التشتت عن متوسط العائد أو التدفقات النقدية المتوقعة، وكلما ارتفعت قيمة الانحراف المعياري زادت المخاطر[2]، فيقاس باستخدام المعادلة التالية[3]:

الإنحراف المعياري = جذر التباين

ويمكن صياغته وفق العلاقة الرياضية التالية:

$$\sigma = \sqrt{\frac{(R-\bar{R})^2}{N-1}}$$

أما معامل الاختلاف (Coefficient of Variation) فيستخدم كما ذكرنا سابقا عندما تختلف القيم المتوقعة للمشاريع، فيكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد ويحسب وفق العلاقة التالية[1]:

---

[1] محمد طنيب، محمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009، ص113.

[2] دريد كامل آل شبيب، **إدارة البنوك المعاصرة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2012، ص264.

[3] محمد طنيب، محمد عبيدات، مرجع سابق، ص114.

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الإنحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} \times 100$$

وبالصيغة الرياضية كالآتي:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}} \times 100$$

- **في حالة المعلومات المستقبلية.**

يقصد بقياس المخاطرة في حالة المعلومات المستقبلية قياس المخاطرة في حالة عدم التأكد، وحتى يتم قياس المخاطرة في حالة المعلومات المستقبلية لا بد من معرفة احتمال حدوث هذه المعلومات أو على الأقل يمكن التنبؤ بتلك الاحتمالات، وفي هذه الحالة يتم استخراج القيمة المتوقعة لحدوث الاحتمالات، ويتم استخدام هذه القيمة بدلاً من المتوسط الحسابي في معادلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، ويتم استخراج القيمة المتوقعة من خلال المعادلة التالية[2]:

$$\bar{R} = \sum_{i=1}^{n} R_i \times Pr_i$$

حيث أن:

- ✓ $\bar{R}$: القيمة المتوقعة للعائد.
- ✓ R_i: العائد خلال فترة زمنية محددة.
- ✓ Pr_i: احتمال حدوث العائد i.

أما الانحراف المعياري فيقاس وفق العلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (R_i \quad \bar{R})^2 \times Pr_i}$$

أما بالنسبة لمعامل الاختلاف فتبقى علاقته كما هي التي سبق التطرق إليها، إلاّ أننا أحللنا القيمة المتوقعة بدل الوسط الحسابي.

---

[1] سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص254-255.

[2] محمد طنيب، محمد عبيدات، مرجع سابق، ص115-116.

ب. قياس المخاطرة في حالة المحفظة المالية.

من أجل قياس المخاطرة المرتبط بمحفظة مالية معينة يجب دراسة التغير في معدلات عائدها، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات زادت المخاطر، ومن أهم وأكثر المعايير استعمالا لهذا الغرض ما يلي:

- **الانحراف المعياري:** حيث يعرف بأنه مقياس لتشتت القيم عن وسطها الحسابي، وفي إطار المحفظة المالية فهو يمثل مقدار تشتت العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة للعائد وفقا للحالة الاقتصادية السائدة وطبقا لاحتمال حدوثها، سواء كان مقدار التشتت أكبر أو أدنى من القيمة المتوقعة، حيث يعد الانحراف المعياري مقياس للخطر الكلي، لذا يعتبر مقياس لقياس خطر المحفظة الاستثمارية[1]، وقبل التطرق إلى معادلة الانحراف المعياري وفي حالة وجود محفظة متكونة من أصلين (A,B) لابد من التطرق أولاً إلى معامل الارتباط (Correlation Coefficient) بين هذين الأصلين وتصاغ علاقته بالمعادلة التالية[2]:

$$\rho_{a,b} = \frac{Cov\,(r_a, r_b)}{\sigma_a \sigma_b}$$

حيث أن:

- ✓ $\boldsymbol{\rho_{a,b}}$: معامل الارتباط بين الأصلين (A,B).
- ✓ $\boldsymbol{Cov\,(r_a, r_b)}$: الانحراف المشترك بين الأصلين (A,B).
- ✓ $\boldsymbol{\sigma_a}$: الانحراف المعياري للأصل A.
- ✓ $\boldsymbol{\sigma_b}$: الانحراف المعياري للأصل B.

[1] إسماعيل جميل الصعيدي، **العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية**، رسالة مقدمة استكمالا لمتطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011، ص25.

[2] Investopedia, **Correlation coefficient**, Available on website : http://www.investopedia.com/terms/c/correlationcoefficient.asp, Reading Date : 05/05/2017

ومنه فإن الانحراف المعياري يحسب وفق المعادلة التالية[1]:

$$\sigma_p = \sqrt{W_a^2 \sigma_a^2 + W_b^2 \sigma_b^2 + 2\, W_a W_b \sigma_a \sigma_b \rho_{a,b}}$$

حيث أن:

- ✓ $\boldsymbol{\sigma_p}$: الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.
- ✓ $\boldsymbol{W_a}$: الانحراف المعياري للأصل A.
- ✓ $\boldsymbol{W_b}$: الانحراف المعياري للأصل B.
- ✓ $\boldsymbol{\sigma_a}$: الانحراف المعياري للأصل A.
- ✓ $\boldsymbol{\sigma_b}$: الانحراف المعياري للأصل B.
- ✓ $\boldsymbol{\rho_{a,b}}$: معامل الارتباط بين الأصلين (A,B).

ولقياس مخاطرة محفظة مكونة من ثلاثة أصول (A,B,C) يتم استخدام معادلة الانحراف المعياري التالية[2]:

$$\sigma_p = \sqrt{W_a^2 \sigma_a^2 + W_b^2 \sigma_b^2 + W_c^2 \sigma_c^2 + 2\, W_a W_b \sigma_a \sigma_b \rho_{a,b} + 2\, W_a W_c \sigma_a \sigma_c \rho_{a,c} + 2\, W_b W_c \sigma_b \sigma_c \rho_{b,c}}$$

- **معامل الاختلاف:** يعرف بأنه حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعائد، أي أنه يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة للعائد، و يحسب وفقا للمعادلة الموالية[3]:

$$CV(R_p) = \frac{\sigma R_p}{E(R_p)} \times 100$$

[1] محمد طنيب، محمد عبيدات، مرجع سابق، ص119.

[2] مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010، ص225.

[3] منية خرباش، **أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص44.

حيث أن:

- ✓ $\mathbf{CV(R_p)}$: معامل الاختلاف المحفظة.
- ✓ $\mathbf{\sigma R_p}$: الانحراف المعياري للمحفظة.
- ✓ $\mathbf{E(R_p)}$: العائد المتوقع للمحفظة.

- **معامل بيتا للمحفظة Bêta Coefficient**: "يمكن القول بأن معامل بيتا (β) للمحفظة يمثل: "مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه معدل عائد السهم السوقي"[1].

ومنه يمكن صياغة علاقة معامل بيتا كما يلي[2]:

$$\beta_p = W_1\beta_1 + W_2\beta_2 + \quad + W_n\beta_n$$

$$\beta_p = W_i\beta_i$$

حيث أن:

- ✓ $\mathbf{\beta_p}$: معامل بيتا للمحفظة.
- ✓ $\mathbf{\beta_i}$: معاملات بيتا لأوراق المحفظة.
- ✓ $\mathbf{W_i}$: الوزن الاستثماري لكل ورقة في الاستثمار الإجمالي للمحفظة.

[1] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، مرجع سابق، ص122.

[2] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص221.

3. القيمة المعرضة للخطر (VaR) كمقياس للمخاطرة.

تقوم الإدارة الحديثة للمخاطرة على بعض الأساليب التي تستحق الاهتمام نظرا لدورها الأساسي ونأخذ على سبيل المثال القيمة المعرضة للخطر (VaR) Value At Risk.

أ. تعريف القيمة المعرضة للخطر.

لقد ظهر في أواخر الثمانينيات أسلوب القيمة المعرضة للخطر كأحد الأساليب المتقدمة لقياس مخاطر السوق حيث يعتمد هذا الأسلوب علي الاستفادة من خصائص منحني التوزيع الطبيعي من حيث الوسط والانحراف المعياري نظرا لأنه قد لوحظ أن التحركات في عوامل السوق تخضع لهذا المنحني وتمثل القيمة المعرضة للخطر "أقصى خسارة يمكن أن تحققها المحفظة في ظل الظروف العادية لتحركات عوامل السوق مع تحديد احتمال تحقق هذه الخسارة وقيمتها خلال فترة الاحتفاظ"[1].

يمكن تعريف القيمة المعرضة للخطر (VaR) بأنها عبارة عن: "مقياس للخسارة المحتملة التي قد تحدث لاستثمار ما أو محفظة استثمارية خلال فترة زمنية معينة، وتستخدم المؤسسات هذه القيمة من أجل معرفة حجم الاحتياطي الواجب اتخاذه من أجل تغطية خسائر المحفظة، وتتكون القيمة تحت الخطر من ثلاث (3) عناصر هي[2]:

- ✓ الإطار الزمني (Timeframe).
- ✓ درجة الثقة (Confidence Level).
- ✓ قيمة الخسارة (Loss Amount) (يعبر عنها أحيانا بنسبة %).

تعرف أيضا الـ (VaR) بأنها: "مقياس يستعمل لتحديد خطر السوق للمحفظة المالية، حيث تقيس لنا الخسارة القصوى المتوقعة التي يمكن تحمّلها خلال فترة زمنية محددة وإطار زمني معين (يوم، أسبوع،

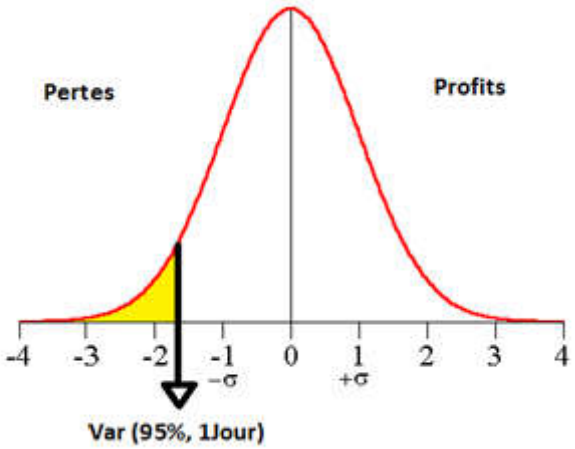
[1] زكريا صلاح علي، **مخاطر السوق.. الحقيقة الغائبة**، مجلة العالم اليوم، 2005، متوفر على الموقع: http://www.gn4me.com/alalamalyoum/inner.jsp?edition_id=651&art_id=930204، تاريخ الاطلاع، 2017/06/10

[2] Investopedia, **Value At Risk – VaR**, Available on Website : http://www.investopedia.com/terms/v/var.asp, Viewing Date : 10/06/2017

شهر...)، وتجيب القيمة المعرضة للخطر على التأكيد التالي: نحن على يقين بأنه عند درجة ثقة (X %) لن نتعرض لخسارة بأكثر من القيمة المعرضة للخطر (VaR) خلال الفترة (n) القادمة"[1].

باختصار يمكن القول أنه: عند درجة ثقة ما بين 95 % و99 % ما هي أكثر قيمة (نسبة) متوقعة يمكن خسارتها في استثمار معين خلال اليوم، الأسبوع أو العام القادم؟، ويمكن إعطاء مثال عن القيمة المعرضة للخطر في محفظة تتبع التوزيع الطبيعي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-2): القيمة المعرضة للخطر ليوم واحد بدرجة ثقة 95%.



Source : ABC Bourse, **La Value At Risk** (**VAR**), Disponible sur : http://www.abcbourse.com/apprendre/19_value_at_risk.html, Consulté le : 10/06/2017

[1] Hichem Bostangi & autres, **Value At Risk** « **Calcul de VaR avec intégration de scénarios de stress-tests** », Université Nice Sophia Antipolis, France, 2011/2012, p7.

ب. قياس القيمة المعرضة للخطر.

من بين طرق حساب القيمة المعرضة للخطر توجد ثلاث طرق رئيسية هي طريقة المحاكاة التاريخية (Historical Method) وطريقة التباين/التباين المشترك (Variance/Covariance Method) وطريقة محاكاة مونتي كارلو (Monte-Carlo Method)[1].

- **طريقة التباين/التباين المشترك.**

تعتمد طريقة التباين/التباين المشترك على بيانات إحصائية لخسائر سابقة خلال فترة زمنية محددة ويمكن حسابها وفق المعادلة التالية[2]:

$$VaR = P \times Z_x \times \sigma_j$$

حيث أن:

- ✓ **P**: تمثل قيمة المحفظة.
- ✓ $\mathbf{Z_x}$: تمثل درجة الثقة (باتباع جدول التوزيع الطبيعي).
- ✓ $\boldsymbol{\sigma_j}$: تمثل الانحراف المعياري للمحفظة.

- **طريقة المحاكاة التاريخية.**

إن أسلوب المحاكاة التاريخية يوفر إطار بسيط ومرن لتحليل المخاطر، حيث يعتمد ببساطة على إعادة تنظيم العوائد التاريخية الفعلية، ووضعها بالترتيب من الأسوأ إلى الأفضل، بعد ذلك يفترض أن التاريخ سوف يعيد نفسه، من منظور المخاطر[3].

---

[1] البنك المركزي المصري، **مخاطر أسعار العائد بالمحفظة لغير أغراض المتاجرة وفقا للدعامة الثانية من مقرارات بازل 2 (ورقة للمناقشة)**، قطاع الرقابة والإشراف، وحدة تطبيق مقررات بازل 2، ص15، متوفر على الموقع: http://www.cbe.org.eg/NR/rdonlyres/4EEE6271-CAC8-4028-80FF-0C10D53E3805/1352/IRRBB.pdf، تاريخ التحميل: 2017/06/10

[2] Hichem Bostangi & autres, Op.Cit, p11.

[3] David Harper, **An Introduction To Value at Risk** (**VAR**), Available on Website : http://www.investopedia.com/articles/04/092904.asp, Viewing Date : 10/06/2017

- **طريقة محاكاة مونتي كارلو.**

إن أسلوب تحليل محاكاة مونتي كارلو هو أسلوب احتمالي يقوم على تجربة الفرص المحتملة من خلال معاينة عشوائية، ويستخدم عندما يتضمن النظام عناصر واضحة لها فرصة للتأثير في سلوك النظام، وهو يستند إلى فكرة استخدام التجارب الإحصائية من أجل الحصول على حل تقريبي وجعله قابل للتطبيق على المسائل المعقدة، ويمكن تقسيم أسلوب مونتي كارلو إلى خمس خطوات رئيسة تتمثل فيما يلي[1]:

- تحديد التوزيع الاحتمالي للمتغيرات الهامة في النظام.
- تحديد التوزيع الاحتمالي لكل متغير.
- تحديد مجال من الأرقام العشوائية لكل متغير.
- توليد الأرقام العشوائية.
- القيام بالمحاكاة لسلسلة المحاولات.

[1] محمد عبد الحميد عبد الحي، **استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، الجمهورية العربية السورية، 2014، ص104.

خلاصة المحور الثالث:

تعتبر محفظة الأوراق المالية كتوليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية التمويلية، حيث يسعى المستثمر أو مالك المحفظة وهو بصدد تكوينها إلى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية المنوعة (أسهم، سندات...)، حتى تضمن له التخفيف من المخاطر المحيطة، وبالتالي لتشكيل محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة عدّة عوامل على رأسها العائد والمخاطرة، أي ضرورة الحصول على أعلى العوائد مع التقليل من المخاطر المحتملة أو المتوقعة قدر المستطاع، واللذان هما ركيزتين أساسيتين يُعتمد عليهما في اتخاذ القرار الاستثماري.

من هذا الأساس فإن المواءمة بين العائد والمخاطرة يعتبر من أهم التحديات التي يتعرض إليها المستثمر، بالتالي هذا يجعل من مواجهة هذه التحديات أهم أساسيات إدارة المحافظ الاستثمارية، وتعتبر هذه الأخيرة فنّا له أصوله وخبرة تُكتسب مع مرور الزمن، وعلم له نظريات ومناهج، واستراتيجيات تتغير بتغير الأهداف المرجوة منه، وهذا ما تم التطرق إليه في هذا المحور وتم تقسيمه لأربع عناصر ماهية العائد، وعائد المحفظة المالية، ومخاطرة المحفظة المالية وقياسها وأخيرا أسئلة المحور الثالث.

قائمة مراجع المحور الثالث:

- **المراجع بالعربية**

1. دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، الأردن، 2010، ص61.
2. سيرين سميح أبو رحمه، **السيولة المصرفية وأثرها في العائد والمخاطرة دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الفلسطينية**، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص38.
3. فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2003، ص177.
4. قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009، ص49.
5. زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2005، ص293.
6. دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، الأردن، 2012، ص188.
7. صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجربة جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2012/2011، ص63.
8. قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، **أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM) دراسة تطبيقية**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05، كلية الاقتصاد، جامعة التحدي، سيرت، ليبيا، 2005.
9. حنفي عبد الغفار، **البورصات "أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، خيارات"**، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2005.
10. ماليك غالية، **أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية "دراسة تطبيقية على مجموعة من الأسواق المالية خلال الفترة (2010-2013)"**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013.
11. هيئة السوق المالية، مرجع سابق، ص23، متوفر على الموقع:

http://www.cma.org.sa/IA/publ/AR_booklet_10/index.html#25/z
، تاريخ الاطلاع: 2017/03/25

12. حسن السلطان، **إدارة مخاطر الاستثمار المالي**، ماجستير إدارة أعمال، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2009/2008.

13. المحفظة الوطنية للأوراق المالية، **إدارة المخاطر في بورصة عمّان (ASE's Risk Management)**، عمّان، الأردن، 2009.

14. متوفر على الموقع: http://www.mahfaza.com.jo/files/Risk%20Management.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/03/25.

15. عيد أحمد أبو بكر، وليد إسماعيل السيفو، **إدارة الخطر والتأمين**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009.

16. أمين السيد وأحمد لطفي، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2006 .

17. عاطف وليم أندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.

18. الأخضر لقليطي وحمزة غربي، **إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية**، ملتقى دولي بعنوان: الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر،23-24 فيفري 2011.

19. زياد رمضان، محفوظ جودة، **الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2000.

20. طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر: أفراد – إدارات – شركات – بنوك – مخاطر الائتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.

21. حسين مصطفى هلالي، **كيف تنشأ وتدير وتقيم محفظة استثمارية**، ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية (ورشة عمل إدارة أسعار الصرف)، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، 6-10 مارس 2005.

22. محمد طنيب، محمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2009.

23. دريد كامل آل شبيب، **إدارة البنوك المعاصرة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2012.

24. إسماعيل جميل الصعيدي، **العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية**، رسالة مقدمة استكمالا لمتطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011

25. مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010.

26. منية خرباش، **أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص44.

27. زكريا صلاح علي، **مخاطر السوق.. الحقيقة الغائبة**، مجلة العالم اليوم، 2005، متوفر على الموقع: http://www.gn4me.com/alalamalyoum/inner.jsp?edition_id=651&art_id=930204، تاريخ الاطلاع، 2017/06/10

28. Investopedia, **Value At Risk – VaR**, Available on Website : http://www.investopedia.com/terms/v/var.asp, Viewing Date : 10/06/2017

29. البنك المركزي المصري، **مخاطر أسعار العائد بالمحفظة لغير أغراض المتاجرة وفقا للدعامة الثانية من مقررات بازل 2 (ورقة للمناقشة)**، قطاع الرقابة والإشراف، وحدة تطبيق مقررات بازل 2، ص15، متوفر على الموقع: http://www.cbe.org.eg/NR/rdonlyres/4EEE6271-CAC8-4028-80FF-0C10D53E3805/1352/IRRBB.pdf، تاريخ التحميل: 2017/06/10

30. محمد عبد الحميد عبد الحي، **استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، الجمهورية العربية السورية، 2014.

- **المراجع بالأجنبية**

1. Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, **Financial Management : Theory and Practice**, Thomson South-Western, 11th Edition, United States of America, 2005, p131.

2. Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille (analyse quantitative de rentabilité et des risques)**, Pearson education, 2004.
3. Investopedia, **Correlation coefficient**, Available on website : http://www.investopedia.com/terms/c/correlationcoefficient.asp , Reading Date : 05/05/2017
4. Hichem Bostangi & autres, **Value At Risk « Calcul de VaR avec intégration de scénarios de stress–tests »**, Université Nice Sophia Antipolis, France, 2011/2012.
5. [1] David Harper, **An Introduction To Value at Risk (VAR)**, Available on Website : http://www.investopedia.com/articles/04/092904.asp, Viewing Date : 10/06/2017

أسئلة المحور الثالث:

- **الأسئلة النظرية للمحور الثالث:**

1. عرف العائد وعائد المحفظة المالية، وميز بين العائد التاريخي والعائد المتوقع؟.

2. ما هو معامل الاختلاف؟ ، كيف يتم حسابه؟، ومتى يفضل على الانحراف المعياري عند المقارنة بين مخاطر الاستثمارات ؟.

3. اختر الإجابة الصحيحة من بين الإجابات التالية:

أ. النسبة الكلية للعائد الفعلي مكونة من :

- عائد الربح الرأسمالي والعائد الجاري (التوزيعات) ☐
- العائد الحسابي والعائد الهندسي ☐
- الربح الرأسمالي والدفعات النقدية ☐
- كل الإجابات السابقة صحيحة ☐
- كل الإجابات السابقة خاطئة ☐

ب. .....يقيس معدل التشتت حول القيم المتوقعة :

- معامل الاختلاف ☐
- الوسط الحسابي ☐
- الانحراف المعياري ☐
- الوسط الهندسي ☐

ت. علاوة المخاطرة للسهم:

- لا تساوي الصفر لأن المستثمرين ليسوا على استعداد للاستثمار في هذه الحالة ☐
- يجب أن تكون دائما موجبة نظريا ☐
- سالبة وذالك لمخاطرة الأسهم ☐

ث. ما هو معامل الارتباط المفضل بين عوائد السهمين يكونان محفظة مالية :

- 1,0+ ☐
- 0,5+ ☐
- 0,0+ ☐
- 1,0– ☐

4. تعتبر القيمة النعرضة للخطر VaR من أحدث طرق قياس المخاطرة، فما هي هذه الطريقة ؟ وما هي أنواعها وأدواتها؟

- **الأسئلة التطبيقية للمحور الثالث:**

تمرين01:

اشترى مستثمر أو مدير محفظة مالية 100 سهم من أسهم إحدى البنوك الرائجة في قطاع البنوك (البنك الجزائري الخارجي BEA) بسعر 30 وحدة نقدية (دج) للسهم الواحد، ثم باع الأسهم في نهاية السنة بمبلغ 33 وحدة نقدية (دج).

المطلوب:

1. أحسب العائد المتحصل عليه من قبل المستثمر.
2. أحسب معدل (% نسبة) العائد على السهم.

تمرين02: إليك عوائد 3 أصول مالية لمدة ثلاث سنوات:

السنوات	أسهم شركة Apple	أسهم شركة Bp	أسهم شركة Microsoft
1	15%	16%	1%
2	9%	10%	10%
3	3%	4%	19%

المطلوب:

1. حدد عائد اقتناء كل أصل (سهم) من الأصول الثلاث.
2. تحديد مخاطر كل أصل على حدى.
3. المفاضلة بين الأصول المالية الثلاث.

تمرين 03:

يرغب المدير المالي للشركة العربية للاستشارة المالية تقييم ثلاث استثمارات مستقبلية A,B ,C علما أنها تدير محفظة مالية لأحد المستثمرين وتحقق معدلات عائد حالية بـ 12 % ومخاطرة 6% ، أما العوائد والمخاطر المستقبلية المتوقعة على الاستثمارات الثلاث موضحة في الجدول التالي:

الاستثمار	العائد المتوقع	المخاطرة المتوقعة
A	13%	8%
B	11%	9%
C	9%	10%

المطلوب:

- حدد الاستثمار الذي سيقوم باختياره المدير المالي في الحالات التالية:

أ. إذا كان غير مبالي بالمخاطر.

ب. إذا كان مبالي بالمخاطر.

تمرين 04:

المعطيات التالية تظهر التوزيعات الاحتمالية للعائد المتوقع على الاستثمار لأحد المستثمرين، وبصفتك مدير محفظة الاستثمار لهذا المستثمر يطلب منك تحليل كل من السهمين J و H تبعا لحالة الاقتصاد:

الحالة الاقتصادية	الاحتمال Pi	عائد السهم H	عائد السهم J
ازدهار	0.2	%17	%19
اعتيادية	0.6	%9	%5
ركود	0.2	%18	%12

المطلوب: حساب كل من:

1. معدل العائد المتوقع لكل سهم.
2. الانحراف المعياري لكل سهم وكذا معامل الاختلاف له.
3. على ضوء النتائج السابقة حدد أي من السهمين يمكن الاستثمار فيه، وما هو السهم الأكثر خطورة، موضحا السبب؟.

تمرين 05:

فيما يلي المبالغ المستثمرة ومعدلات العائد المتوقعة للأسهم التالية والمكونة لمحفظة استثمارية:

السهم	المبلغ المستثمر	العائد المتوقع
A	15000ون	%12
B	23000ون	%3-
C	32000ون	%16
D	30000ون	%10

المطلوب:

1. بواسطة العوائد المتوقعة لكل سهم من الأسهم أحسب العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية.
2. ماذا سيكون عليه معدل العائد المتوقع للمحفظة إذا خفض المستثمر قيمة الاستثمار في C بـ 5 % وزاد قيمة الاستثمار في A بمعدل 8 %.

تمرين 06:

توفرت البيانات التالية عن محفظتين ماليتين تتكون كل منهما من سهمين:

المحفظة (أ)			**المحفظة (ب)**		
السهم	**قيمة الاستثمار**	**الانحراف المعياري**	**السهم**	**قيمة الاستثمار**	**الانحراف المعياري**
A	70000	0.2	C	60000	0.3
B	30000	0.3	D	40000	0.5
معامل الارتباط		0.0	معامل الارتباط		0.1-

المطلوب:

1. قياس مخاطرة كل محفظة على حدى.
2. استنادا إلى النتائج في السؤال الأول، ما هي المحفظة المفضلة لمستثمر يتصف بأنه متجنب للمخاطرة؟ ولماذا؟.

المحور الرابع: النظريات المفسرة للمحفظة المالية والمحفظة المثلى

مقدمة المحور الرابع:

إن المستثمر يرغب في تعظيم العوائد لاستثماراته عند أقل مستوى مخاطرة، وحتى يتمكن من التعامل مع هذا فيجب عليه إتباع بعض القواعد الأساسية أهمها أن المحفظة يجب أن تحتوي على مجموعة متنوعة من الاستثمارات بمعنى لا تحتوي على أسهم فقط أو سندات فقط، وبالتالي لا يمكن القول أن المحفظة تكون جيدة لمجرد أنها تحتوي على استثمارات فردية ذات نوعية جيدة ولكن المهم أن يتم إدارة المحفظة بشكل يساهم في تعظيم العائد بأدنى مستوى من المخاطر، وسوف يتم التطرق في هذا المحور إلى:

- **أولا: نظرية المحفظة الحديثة "نظرية ماركويتز (Modern Portfolio Theory).**
- **ثانيا: نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model).**
- **ثالثا: نظرية تسعير المراجحة Arbitrage Pricing Theory.**
- **رابعا: بناء المحفظة المالية المثلى.**
- **أسئلة المحور الرابع.**

المحور الرابع: النظريات المفسرة للمحفظة المالية والمحفظة المثلى.

أدى التطور البارز على مستوى المحافظ المالية إلى ظهور نظريات حديثة تسعى إلى دعم القرارات الاستثمارية في محاولة جادة للوصول إلى أهداف مدراء المحافظ، وتهدف معظم النظريات الرائدة في مجال المحافظ إلى محاولة إيجاد التوليفة الأنسب التي تحقق أعلى عائد وأقل مخاطرة.

أولا: نظرية المحفظة الحديثة "نظرية ماركويتز*" (Modern Portfolio Theory).

تعتبر النظرية الحديثة للمحفظة أو ما يطلق عليها بنظرية "ماركويتز" بمثابة ثورة فكرية في عالم التمويل والاستثمار وهي من بين أهم النظريات الناتجة عن التطور في التحليل المالي والمعنية بتوليفات الأصول المالية، وتفسر هذه النظرية أثر المخاطرة، الارتباط والتنويع في العائد المتوقع على مجموع الأصول.

1. التعريف بنظرية ماركويتز.

إن أساس نظرية المحفظة الحديثة يقوم على مبدأ التنويع (Diversification) إذ وجد أنه كلما تنوعت مكونات المحفظة أدى ذلك إلى تقليل مخاطرها فالدراسات المالية تشير إلى أن التنويع الذي تنطوي عليه محفظة مكونة من (40) سهما فأكثر يقلل (50 %) من المخاطر، ووفق نظرية المحفظة فإن عملية التنويع يجب أن تقوم على أسس علمية فالتنويع المجرد الذي يقوم على اقتناء مجموعة من الأوراق المالية لا على التعيين والذي يدعى (التنويع الساذج)، إذ أنه قد يؤدي إلى تخفيض المخاطر لكنه لا يقللها إلى الحد الأدنى بل إن هناك احتمال أن يزيدها.

إن محاولات وضع أسس علمية للتنويع قد قادت إلى ظهور نظرية المحفظة على يد "هاري ماركويتز" التي تعدّ تحولا أساسيا في الفكر المالي استحق عليها جائزة نوبل في الاقتصاد، وتقوم نظريته على أساس المفاضلة بين العوائد والمخاطر للاستثمارات المكونة للمحفظة، وكذلك على العلاقة بين هذه العوائد والمخاطر، وإنه نظر إلى المحفظة ككل أي إلى الاستثمارات المكوّنة لها كمجموعة وليست كاستثمارات فردية، حيث أن قرار إضافة أي أصل إلى المحفظة يكون مبنيا على أساس تأثيره على العائد أو على المخاطر أو عليهما معا، فالهدف النهائي هو بناء المحفظة الكفوءة[1].

---

* يعد "هاري ماركويتز Harry Markowitz" من أصحاب الفكر المستنير والمتميز في مجال التمويل والاستثمار، وينسب إليه الفضل في ابتكار نظرية محفظة الاستثمار عام 1952 والتي حصل بموجبها على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1990 بالمشاركة مع Merton Miller وWilliam Sharpe.

[1] عبد العزيز شويش عبد الحميد وآخرون، **دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية "دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 4، العراق، 2010، ص3.

2. فروض نظرية ماركويتز.

تركز نظرية المحفظة لماركويتز على مجموعة من الافتراضات المرتبطة بسلوك المستثمر ويمكن توضيحها في ما يلي[2]:

- ✓ إن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد.
- ✓ إن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة.
- ✓ ينظر المستثمر للمخاطر على أساس كونها تمثل التقلب في العائد المتوقع.
- ✓ إن المستثمر يتخذ قراراه الاستثماري على أساس متغيرين هما العائد والمخاطرة، ولذلك فإن منحنى المنفعة هو دالة للعائد المتوقع والتباين المتوقع للعوائد.
- ✓ عند مستوى مخاطر محددة، فإن المستثمرين يفضلون العوائد الأعلى وبنفس الوقت فإنه عند مستوى عائد متوقع فإن المستثمرين يفضلون المخاطر الأقل من المخاطر الأعلى.

وضمن هذه الافتراضات، فإن الأصل الواحد أو محفظة أصول معينة يمكن أن تعتبر على أنها محفظة كفؤة إذا لم يكن هناك أصول أو محفظة أصول تعطي عائد متوقع أعلى بنفس درجة المخاطر أو أقل، أو بمخاطرة أقل مع نفس مستوى العائد أو أعلى منه، لذا يمكن تحديد المفهوم البسيط للمحفظة الكفؤة بأنها المحفظة التي تعظم العائد لمستوى معين من المخاطرة، أو تخفض المخاطرة عند مستوى معين من العائد.

ثانيا: نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model).

من ضمن النماذج الاستثمارية المهمة التي يلجأ إليها المستثمرين في اتخاذ قراراهم الاستثماري هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والمعروف اختصارا في الأدبيات المالية بـ (CAPM) الذي يعود الفضل في صياغته إلى وليام شارب (Sharp) عام 1964 الذي نال بسبب جهوده هذه على جائزة نوبل.

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو من بين أهم المفاهيم النظرية في التمويل وهو يعكس العلاقة بين المخاطر والعائد في بيئة سوق كفء، وهو يعتبر ثمرة لنموذج ماركوتز وأسهل منه في التطبيق، وقد أضاف هذا النموذج إمكانية الحصول على معدل عائد خالي من المخاطرة كما أنه وسع من مفهوم المحافظ الاستثمارية الكفوءة في السوق بشكل عام وتقييم الأوراق المالية بشكل خاص، ويمكن تطبيق هذا النموذج على مستوى

[2] مؤيد عبد الرحمان الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص200.

الاقتصاد الكلي إذ يفصّل العلاقة بين عائد ومخاطرة المحفظة وكذلك إمكانية تطبيقه على مستوى الاقتصاد الجزئي حيث يحلل العلاقة بين عائد ومخاطرة أصل معين[3].

I. التعريف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM وأهم فروضه.

1. فروض نموذج CAPM.

يعتمد في بناء هذا النموذج على عدد من الفروض مثل فرض السوق التام والتي تصف سلوك المستثمر بالرشد والعقلانية وأن المعلومات في السوق متاحة لجميع المتعاملين دون استثناء، وبشكل عام فإن مجموعة الفروض التي يقوم عليها النموذج هي كالآتي[4]:

- ✓ إن المستثمر يجري تقييمه للمحافظ الاستثمارية البديلة على أساس متغيرين هما العائد والمخاطرة، ولكي يتحقق هذا الشرط يجب أن يكون التوزيع الاحتمالي للعائد توزيع طبيعي.
- ✓ إن تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد فقط لفترة واحدة، ومثل هذا الشرط من شأنه أن يتيح فرصة أفضل لتقدير العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.
- ✓ إن المستثمر يسعى دائما للمزيد من العائد، فلو أنه أعطي الاختيار بين محفظتين متماثلتين من جميع النواحي عدا العائد فسوف يختار المحفظة التي يتولد عنها أقصى عائد.
- ✓ إن المستثمر بطبيعته يكره المخاطر (Risk Averse).
- ✓ إن الأصول المالية قابلة للتجزئة أي أن المستثمر يمكنه شراء أي كمية يرغبها في ورقة معينة، مهما تضائل حجم تلك الكمية.
- ✓ إن المستثمر يمكنه أن يقرض ويقترض على أساس يساوي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، هذه إضافة إلى أن ذلك المعدل متماثل لكافة المستثمرين.
- ✓ لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفة للمعاملات.
- ✓ إن المعلومات تصل إلى المستثمرين بسرعة ودون تكلفة.
- ✓ إن للمستثمرين توقعات متماثلة أو متجانسة، بمعنى أن لديهم نفس التصور بشأن العوائد المتوقعة للأوراق المالية المتداولة والانحرافات المعيارية لها والتغاير.

---

[3] مؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص239.

[4] حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004، ص158-159.

وعلى وفق هذه الفروض يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد معدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين في الأوراق المالية، ورغم أن مجموعة هذه الفروض يفتقد في الجزء الأكبر منها إلى حقيقة وواقعية وجودها أو الشك في ذلك في الحياة الاقتصادية، إلا أن ذلك لا يقلل من أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث يعطي نتائج هامة في تحديد العائد الذي يسعى إليه المستثمرون في الأوراق المالية أي إمكانية التنبؤ بالعائد في ضوء التحديد لحجم المخاطر النظامية (المنظمة).

2. تعريف نموذج CAPM.

هو النموذج الذي يستخدم لتحليل العلاقة بين المخاطر ومعدل العائد وهو وسيلة تحليلية تستخدم من قبل إدارة المحافظ الاستثمارية، ويعتبر خط الأوراق المالية هو تمثيل بياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقوم على مبدأ العلاقة بين العائد والمخاطر وأن العائد المطلوب على الاستثمار وفقا لهذا النموذج يتكون من جزئين أساسيين هما[5]:

- ✓ العائد الخالي من المخاطر باعتباره حد أدنى من العائد الذي يمكن تحقيقه دون مخاطر تذكر.
- ✓ علاوة المخاطر باعتبار الاستثمار يحقق عائد أكثر من العائد الخالي من المخاطر وهذه العلاوة تتحقق بسبب قبول المستثمر بأن يتحمل المخاطر.

يعكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة بين العائد والمخاطر باستخدام معامل البيتا كمقياس للمخاطر، وهو نموذج تسعير الأصول لمجموعة صغيرة من المستثمرين أو لمجموعات مختلفة في أوقات مختلفة وأن الأسعار تحددها هذه المجموعات أو الفئات والتي استلمت المعلومات أولا وفي حقيقة الأمر فإن هذا النموذج لا يستخدم المخاطر الكلية بل يقتصر على البيتا (β) أي المخاطر المنتظمة مونها تتأثر بالظروف العامة للسوق ولا يمكن لأي شركة أن تتخلص منها مقارنة بالمخاطر غير المنتظمة التي تستطيع المحفظة التخلص منها عند تنويع الأوراق المالية ورفع كفاءة أداء إدارة الشركات[6].

[5] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص200.

[6] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص201.

II. معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

تهتم نظرية رأس المال أو الأصول الرأسمالية في تحديد الأصول التي تتشكل منها المحفظة الاستثمارية بالاستناد على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة بيتا (β) ويمكن التعبير عن عناصر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ($CAPM$) بالصيغة الرياضية التالية[7]:

معدل العائد = معدل العائد الخالي من المخاطرة + علاوة المخاطرة

ويمكن التعبير عنها بالرموز وفق الآتي[8]:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \ (E(R_m) \quad R_f)$$

حيث أن:

- ✓ $\mathbf{E(R_i)}$: معدل العائد المطلوب على الاستثمار بالسهم.
- ✓ $\mathbf{R_f}$: معدل العائد الخالي من الخطر.
- ✓ $\boldsymbol{\beta_i}$: معامل بيتا للسهم (i).
- ✓ $\mathbf{E(R_m)}$: العائد المتوقع على محفظة السوق.

يمكن تفسير المعادلة السابقة على أساس أن العائد المطلوب لسهم أو محفظة معينة يتكون من جزأين:

أ. العائد الخالي من المخاطر (مخاطر عدم القدرة على السداد)

ب. علاوة مخاطر السهم والتي تساوي معامل بيتا السهم مضروبا بعلاوة مخاطر السوق $(E(R_m) \quad R_f)$ ، وهذه العلاوة هي مقدار العائد الإضافي الذي سيحصل عليه المستثمر، زيادة على العائد الذي يخلو من المخاطر، نتيجة لقبوله الاستثمار في هذا السهم.

وقاعدة القرار حسب المعادلة السابقة هي[9]:

- إذا كان عائد السهم الفعلي أقل من العائد المطلوب يكون السهم غير جذاب للاستثمار لأنه يعطي عائد أقل مما هو متوقع منه بالنسبة للمخاطر التي يتصف بها.

---

[7] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص160.

[8] عماد عبد الحسين دلول، **تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، بغداد، العراق، 2010، ص45، متوفر على الموقع: http://ecoadmin-mag.com/uploads/files/2014-03/1395823146_2.pdf تاريخ التحميل: 2017/04/28.

[9] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص154.

- إذا كان عائد السهم الفعلي أكبر من العائد المطلوب يكون السهم جذاب للاستثمار لأنه يعطي عائد أكبر مما هو متوقع منه بالنسبة للمخاطر التي يتصف بها.
- أما إذا كان عائد السهم الفعلي مساويا للعائد المطلوب فإنه يتماشى مع الوضع العادي السائد في السوق ولذلك فإنه لا بأس من الاستثمار فيه.

يتكون نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من عناصر أساسية تتمثل في (معدل العائد الخالي من المخاطرة، عائد محفظة السوق، معامل بيتا)، والتي سيتم تناولها بشيء من التفصيل كما يأتي:

1. معدل العائد الخالي من الخطر (R_f) Risk Free Rate.

إن مفهوم الاستثمار الخالي من المخاطرة وفقاً لتحليل ماركويتز هو أن المستثمر الذي يشتري استثماراً في بداية الفترة يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة الزمنية المحددة للاستثمار، ويمثل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق منافع حاضرة نظراً لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الدولة ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة، حيث يعتبر عائد هذه الأوراق المالية عائدا مؤكداً حيث أن إصدارها يتم من قبل جهات يصعب أن تعجز في سداد ما عليها من التزامات لحامل الأوراق المالية، وينطبق هذا الوصف على الأوراق المالية التي تصدرها الدولة إذا كان تاريخ استحقاقها ينتهي بانتهاء الفترة المحددة للاستثمار، ففي هذه الحالة سوف يضمن المستثمر أن يحصل في نهاية المدة على العائد الذي يتوقعه في أول المدة، ويكون هذا العائد خالياً من المخاطر التالية[10]:

- **مخاطر عدم القدرة على السداد Credit or Default Risk.**

لا تخضع السندات التي تصدرها الدولة لمثل هذا النوع من المخاطر، حيث تعد الدولة هم المدين الوحيد الذي يمكنه تجنب الفشل في سداد الالتزامات حيث أن آخر مرحلة لمواجهة ذلك وهو ـم تقوم بطبع المزيد من الأوراق المالية لسداد ما عليها من التزامات.

- **مخاطر التضخم (Inflation Risk).**

هي عبارة عن نسبة يضيفها المستثمرون إلى معدل العائد الحقيقي لتأخذ بنظر الاعتبار التغيرات المستقبلية للقوة الشرائية للنقود.

[10] قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، مرجع سابق، ص8-9.

- **علاوة السيولة.**

وهي قدرة الأصل المالي على التحول إلى نقد بسرعة وبدون خسارة قياسا بتكلفة الشراء، إذاً فهي مقياس لدرجة بيع الأصل في السوق، فإذا كان الأصل الاستثماري منخفض السيولة فإن المستثمرين يضيفون علاوة (علاوة السيولة) جديدة على السعر لتعويض ذلك.

2. معدل عائد محفظة السوق ($\overline{R}_M$) Rate of Return on Market Portfolio.

تعرف محفظة السوق بأنها المحفظة التي تتميز بالتنويع إلى أقصى حد خلال فترة زمنية معينة، ويقصد بالحد الأقصى للتنويع أن يتم استغلال جميع الفرص المتاحة للتخلص من المخاطر (غير المنتظمة)، وان المخاطر المتاحة لاستثماراتها هي مخاطر السوق، وتتضمن محفظة السوق الاستثمار في جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق، ويقصد بعائد محفظة السوق (عائد السوق R_M) في هذا الصدد عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويثار التساؤل هنا بشأن تقدير عائد السوق إذا لم توجد سوق للأوراق المالية وللتغلب على هذا المشكلة يمكن للمحلل المالي أن يقوم باستخدام البيانات التاريخية المتوفرة لعدد من السنوات (الميزانيات العمومية) للشركات المراد تقييمها[11]، ويمكن التعبير عن عائد السوق رياضياً كالآتي[12]:

$$\overline{R}_m = \sum_{j=1}^{n} \frac{R_m}{n}$$

حيث أن:

- ✓ $\overline{R}_m$: متوسط معدل العائد لمحفظة السوق المالية.
- ✓ R_m: معدل العائد المتحقق لمحفظة السوق المالية.
- ✓ n: عدد الأسهم التي تُكوّن محفظة السوق المالية.

3. معامل بيتا (β) Coefficient Of Beta.

يعتبر معامل بيتا أحد المكونات الرئيسية لتطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لاستخدامه في تقييم المشاريع الاستثمارية حيث أنه يعبر عن المخاطر المنتظمة، ويعتبر معامل بيتا من أشهر المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) فهو يقيس مدى تأثر عائد السهم بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وتختلف الأسهم في مخاطرتها وفي قيمة معامل بيتا، فالأسهم التي تمتلك معامل (β) أكبر من واحد ($\beta > 1$)

---

[11] قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، مرجع سابق، ص9.

[12] محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار Investment Portfolios Management**، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013، ص79.

تسمى بالأسهم الهجومية أو المجازفة (Aggressive Stock) أي ينطوي عائدها على مخاطر أكبر من مخاطر محفظة السوق، أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من الواحد الصحيح ($\beta < 1$) يطلق على السهم أنه دفاعي أو محافظ (Defensive Stock) أي ينطوي عائده على مخاطر أقل من مخاطر عائد محفظة السوق، والأسهم التي لها معامل بيتا مساوياً للواحد ($\beta = 1$) فهي التي تكون درجة تقلب هذه العوائد بنفس درجة تقلب عائد محفظة السوق (RM)[13]، ويمكن احتساب قيمة معامل بيتا للمخاطر المنتظمة وفق المعادلة الرياضية التالية[14]:

$$\beta_j = \frac{\rho_{j,m}\sigma_j\sigma_m}{\sigma^2{}_m}$$

$$\beta_j = \frac{\rho_{j,m}\sigma_j}{\sigma_m}$$

حيث أن:

- ✓ $\boldsymbol{\beta_j}$: معامل بيتا للسهم j.
- ✓ $\boldsymbol{\rho_{j,m}}$: معامل الارتباط بين عائد السهم j وعائد السوق m.
- ✓ $\boldsymbol{\sigma_j}$: الانحراف المعياري لعائد السهم j.
- ✓ $\boldsymbol{\sigma_m}$: الانحراف المعياري لعائد السوق m.

من الجدير بالذكر أن معامل بيتا للسوق يساوي دائما واحد صحيح، حيث يمكن إثبات ذلك رياضيا وذلك عن طريق استخدام المعادلة السابقة وعلى النحو التالي[15]:

$$\beta_m = \frac{\rho_{m,m}\sigma_m}{\sigma_m}$$

$$\beta_m = \rho_{m,m}$$

$1 = \rho_{m,m} = \beta_m$ (لأن معامل ارتباط الأصل مع نفسه يساوي واحد صحيح).

III. خط سوق الأوراق المالية (Security Market Line).

يعتبر خط سوق الأوراق المالية (SML) واحدا من أهم المفاهيم المالية الحديثة حيث يستخدم لوصف العلاقة الخطية بين المخاطرة النظامية والعائد المتوقع في السوق المالي ويعبر خط سوق الأوراق المالية عن المنحنى الذي يمثل معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهو عبارة عن خط مستقيم يبين العائد المطلوب لكل مستوى

[13] قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، مرجع سابق، ص9-10.

[14] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص150.

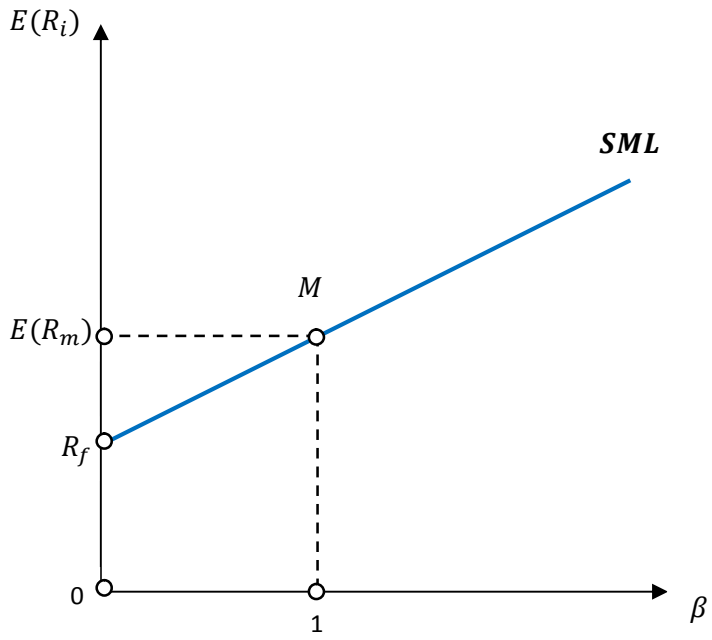
[15] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص151.

من مستويات المخاطر السوقية (البيتا)، ويتم رسم هذا المنحنى على شكل رسم بياني توضع فيه البيتا على المحور الأفقي والعائد المطلوب على المحور الرأسي، بعد ذلك نحتاج لنقطتين لرسم منحنى السوق[16]:

- ✓ **النقطة الأولى**: هي النقطة التي تمثل العائد الذي يخلو من المخاطرة ومخاطرته دائما تساوي صفرا لأنه لا توجد له مخاطر (هذه النقطة ممثلة في الشكل رقم (2-2) بـ R_f).
- ✓ **النقطة الثانية**: هي النقطة التي تمثل العائد السوقي ومخاطرته دائما تساوي واحد صحيح، كما تم إثباته رياضيا سابقا (وهي ممثلة في الشكل رقم (2-2) بـ M).

بعد تحديد إحداثيات هاتين النقطتين يتم وصلهما ببعضهما البعض على شكل خط مستقيم فتحصل على خط سوق الأوراق المالية (SML)، ويبين هذا الخط كيفية ارتفاع العائد المطلوب بارتفاع المخاطرة (البيتا)، فإذا كان ميل خط السوق يمثل نسبة تجنب المخاطرة، فإنه بارتفاع درجة تجنب المخاطرة لمعدل المستثمرين سوف يزداد انحدار ميل خط سوق الأوراق المالية، ترتفع علاوة المخاطر بجميع الأسهم، يرتفع معدل العائد المطلوب على جميع الأسهم، ويمكن توضيح خط سوق الأوراق المالية (SML) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (4-1): خط سوق الأوراق المالية.



Source : James Bradfield, **Introduction to the Economics of Financial Markets**, Oxford University Press, USA, 2007, p213.

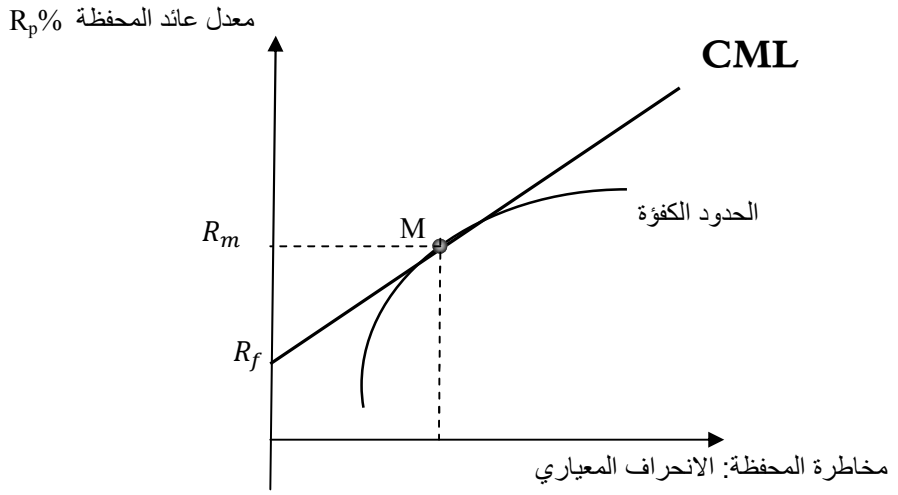
[16] نفس المرجع، ص155-156.

IV. خط سوق رأس المال (Capital Market Line).

يعكس خط سوق رأس المال (CML) الاتجاهات الكلية للمستثمرين فيما يتعلق بالمخاطرة ويوضح العلاقة بين مخاطر محفظة فعالة ومعدل العائد المتوقع عليها، غير أن اهتمام المستثمرين والمدراء ينصب بالدرجة الأولى على عائد أصل بعينه والمخاطر الملازمة له.

يعرف خط سوق رأس المال بأنه: "مجموعة الفرص الاستثمارية المتاحة (Linear Efficient Sets) عندما تكون تصورات المستثمرين متجانسة، ولأي مستثمر يرغب بالاستثمار متأتية من العلاقة بين الاستثمار الخالي من المخاطر (R_f) مع محفظة السوق"[17]، ويوضح الشكل التالي العلاقة بين مخاطر المحفظة (المحور الأفقي) والعائد المتوقع (المحور العمودي):

الشكل رقم (4-2): خط سوق رأس المال.



Source : **La théorie moderne du portefeuille** : **La Capital Market Line**, disponible sur le site : http://www.captaineconomics.fr/-theorie-portefeuille-capital-market-line-taux-sans-risque, Consulté le: 22/05/2017.

إن النقطة M هي نقطة تماس تبين محفظة تتضمن أوراق مالية خطرة فقط، وإلى يمين النقطة M سيكون أي مستثمر يستخدم الهامش Margin لزيادة عوائده، مع الإشارة إلى أن استمرار استخدام الهامش سيؤدي إلى زيادة المخاطر وبالتالي يصبح الخط المار على النقطة M هو الحد الكفؤ.

[17] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص84.

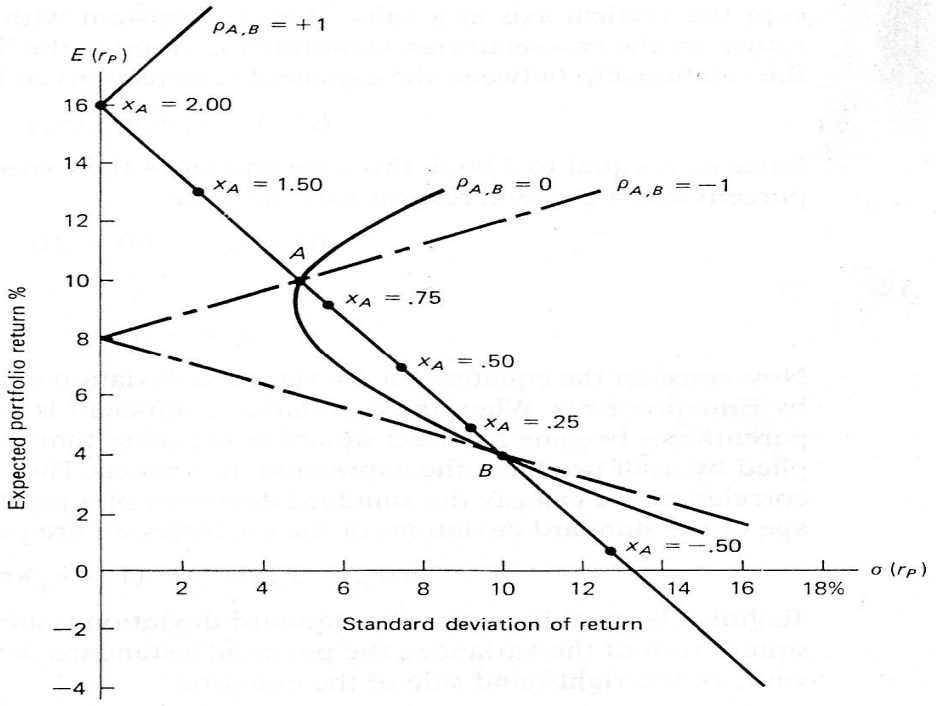
إن المجموعات المؤتلفة من العائد والمخاطرة على هذا الخط تمثل أفضل محافظ ممكن الحصول عليها، وهذه المجموعات تتراوح بين المحافظ عديمة المخاطرة (بمعنى لها عائد خالي من المخاطر) والمحافظ التي فيها الأوراق المالي التي يتم شراؤها بالهامش.

V. مجموعة الفرص الاستثمارية Combination Lines.

مجموعة الفرص الاستثمارية هي عبارة عن رسم بياني يمثل العلاقة بين عائد (R_p) ومخاطر (σ_j) محفظة متكونة من أصلين باعتبار تنوع أوزان المحفظة[18]، ولرسمه يجب أولا حساب العائد على المحفظة لتشكيلة مختلفة من الأوراق أو الأصول ثم يتم حساب الانحراف المعياري للمحفظة، بالتالي فإن (Combination Line) يوضح لنا كيفية تغير كل من العائد المتوقع والخطر لمحفظة مكونة من أصلين عندما نغير في أوزانهم.

والشكل التالي يوضح لنا مجموعة الفرص الاستثمارية عند جملة من معاملات الارتباط:

الشكل رقم (4-3): مجموعة الفرص الاستثمارية عند جملة من معاملات الارتباط.



Source : Robert A. Haugen, **Modern Investment Theory**, 5th Edition, Prentice Hall, 2001, p66.

[18] David Huang, **Combining Individual Securities Into Portfolios** (**Chapter 4**), College of Business Administration, California State University Sacramento, USA, p12, Available on Website : http://www.csus.edu/indiv/h/huangd/CH04MGMT1362004.ppt, Download Date : 30/05/2017.

يوضح الشكل السابق مجموعة الفرص الاستثمارية عند ارتباط إيجابي تام ($\rho=1$) حيث أن التنويع في هذه الحالة لا يقدم للمستثمر أي فائدة تذكر وهي الحالة الوحيدة التي لا تظهر فيها مزايا التنويع، أما في الحالات التي يقل فيها معامل الارتباط عن الواحد الصحيح فإن الانحراف المعياري يكون أقل من الوسطي المثقل للانحرافات المعيارية لمجموعة الأصول، وهكذا تنشأ مزايا التنويع عندما لا تكون العلاقة بين عوائد الأصول الداخلة في تركيب المحفظة علاقة ارتباط كامل.

إن الشكل السابق يبين جميع الحالات التي يشملها مجال قيم الارتباط [0، 1]، بدءاً من الوضعية التي تتحقق فيها أكبر مزايا التنويع (معامل الارتباط أقل من الصفر) إلى الوضعية التي تنعدم فيها هذه المزايا (معامل الارتباط يساوي الواحد).

VI. أوجه القصور في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

ظهرت دراسات شككت بصحة وصلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية حيث تم توجيه انتقادات لها يمكن تلخيصها في النقاط التالية[19]:

- يحاول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التنبؤ بمتغير ليس من السهل الوقوف عليه وهو العائد المتوقع على الأصل.
- يقتصر النموذج على فترة زمنية واحدة أي أنه يصف الطريقة التي يبني بها المستثمرون توقعاتهم عن فترة مستقبلية واحدة، ولا يعالج الكيفية التي يمكن أن تتغير بها توقعاتهم بين فترة وأخرى.
- إن نموذج CAPM يعامل بيتا كحد ثابت لكن الدراسات الميدانية تشير إلى أن بيتا يتغير مع الزمن وذلك مع دخول الشركات في استثمارات وقطاعات جديدة وتغير هيكل رأس المال فيها.
- لا يحدد النموذج طول الفترة الزمنية الواحدة، فهو لا يبين للمستثمر ما إن كان عليه إجراء اختباراته الخاصة باستخدام العوائد التاريخية اليومية أو الأسبوعية أو الشهرية أو السنوية.
- أيضا هنالك قصور فيما يتعلق بمعدل العائد الخالي من المخاطرة، إذ لا يوجد استثمار يخلو تماما من المخاطرة، كما أن عوائد الأصول الخالية من المخاطرة التي يعتمدها النموذج تتقلب مع الزمن ولا تبقى ثابتة كما يفترض النموذج، كما أن النموذج لا يتصدى لمسألة اختيار أذونات الخزينة قصيرة الأجل أو سندات الخزينة قصيرة الأجل كممثل للأصل الخالي من المخاطرة.

[19] محمد مجد الدين باكير، مرجع سابق، ص202.

- كذلك فيما يخص مفهوم محفظة السوق، فهي عبارة عن مجموعة مثقلة بقيمة جميع الأصول في الاقتصاد، ويفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن جميع الأصول في الاقتصاد قابلة للتداول لكن توجد آلية تسمح للمستثمرين بحيازة جميع أشكال الأصول المتاحة في الاقتصاد بالنسب الصحيحة، في الواقع يجب استخدام ممثل لمحفظة السوق وذلك بحساب معاملات بيتا للأوراق المالية فرادى من خلال حساب تباينها المشترك مع الأصل الممثل لمحفظة السوق.

ثالثا: نظرية تسعير المراجحة Arbitrage Pricing Theory.

طور خلال السبعينات نموذج آخر يفسر العلاقة بين المخاطرة النظامية والعائد المتوقع يطلق عليه اسم نموذج أو نظرية تسعير المراجحة (APT)، وقد طرح هذا النموذج من قبل الاقتصادي ستيفان روس (Stephen Ross) عام (1976)، حيث أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) يفترض على العموم أن هناك عاملا واحدا (عائد محفظة السوق) هو الذي يستخدم في تفسير عوائد الورقة المالية، أما (APT) فقد سمح باستخدام العديد من العوامل لتفسير عوائد الورقة المالية، ويسمى هذا النموذج بنموذج العامل الواحد (One or K- Factor Model) أو نموذج العوامل المتعددة (Multifactor Model)[20].

1. مفهوم المراجحة The Concept of Arbitrage.

المراجحة بمفهومها البسيط هي عملية لزيادة العوائد بدون تكاليف بواسطة الاستفادة من فرصة عدم كفاءة التسعير Inefficient Price Relationship، بعبارة أخرى تعني الاستفادة من التباين النسبي بين أسعار اثنين أو أكثر من الأوراق المالية وذلك للحصول على ربح اقتصادي عديم الخطورة، وإن فرصة المراجحة عديمة الخطورة هذه تتحقق عندما يستطيع أحد المستثمرين بناء محفظة استثمارية صفرية يحصل فيها على ربح مؤكد.

وعلى هذا الأساس فإن المراجحة (Arbitrage) هي عملية شراء بضاعة أو ورقة مالية ثم بيعها بنفس الوقت (آنيا) بسوق آخر بسعر أعلى يحقق منها ربحا، وهذا الربح يطلق عليه ربح المراجحة (Arbitrage Profit)[21].

تعرف المراجحة أيضا بأنها: "استغلال حالة اختلال التسعير النسبي بين ورقتين ماليتين أو أكثر للحصول على ربح اقتصادي دون مخاطرة"[22].

---

[20] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص105.

[21] مؤيد عبد الرحمان الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص274.

[22] محمد مجد الدين باكير، مرجع سابق، ص156.

بالتالي فإن نظرية تسعير المراجحة ترى بأن العائد المتوقع من الأصل يتأثر بجملة من عوامل المخاطرة وليس بمخاطرة السوق فقط، حيث يرتبط عائد الورقة المالية خطيا بعدد من عوامل المخاطرة، لكن هذه النظرية لا تشير صراحة إلى ماهية هذه العوامل كما أنها تركز على إمكانية التخلص من المخاطرة غير النظامية بما يسمح للمستثمر بالحصول على بدل أو عائد لقاء قبول عوامل المخاطرة النظامية فقط[23].

2. فروض نظرية تسعير المراجحة Assumption of APT.

إن نظرية تسعير المراجحة (APT) هي نظرية للتوازن تحجم العلاقة بين عائد الورقة المالية والعوامل المؤثرة في ذلك العائد وهي تعتمد بالتالي على مسائل ملائمة للافتراضات المتعلقة بسلوك عوائد الأوراق المالية، ويمكن الإشارة إلى أهم تلك الافتراضات فيما يلي[24]:

- ✓ وجود منافسة كاملة في السوق وعدم احتكار السوق وهذا يعني أن السوق حرة، وطبقا لهذا الافتراض فإن الأوراق المالية تُسعّر عن بشكل لا يؤدي إلى خلق فرص للمراجحة وبالتالي لا توجد تكلفة للمعاملات أو للضرائب كما لا توجد قيود على البيع المكشوف.
- ✓ إن لعائد الورقة المالية علاقة خطية بمجموعة من العوامل الإجمالية وبالتالي فإن مجموعة العوامل هذه هي التي ستحدد عائد الورقة وليس مجرد عامل واحد.
- ✓ عدم وجود مخاطر تحيط بفرص المراجحة وفي حالة وجود مثل هذه الفرص فإن المراجحون سيلجأون إلى الاستفادة منها مما يؤدي بالتالي إلى اختفائها طبقا لقانون السعر الواحد.
- ✓ يمكن لمستثمر أن يقرض ويقترض بمعدل مساوي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة (Risk Free Rate)، بمعنى أن الحد الأدنى للعائد الذي سيقبله المستثمر من عملية الاستثمار هو ذلك الذي يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر.
- ✓ إن المستثمرون يفضلون دائما المزيد من الثروة.

3. معادلة نموذج (APT).

يتم تطبيق نظرية المراجحة لتقييم أداء المحافظ طبقا لمجموعة الخطوات التالية[25]:

- ✓ تحديد العوامل المتوقع تأثيرها على عائد المحفظة سواء كانت عوامل اقتصادية، سوقية، اجتماعية، أخرى وذلك بالاعتماد على الخبرة والتقدير الشخصي للقائم بعملية التحليل.

---

[23] نفس المرجع، ص156.

[24] مؤيد عبد الرحمان الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص275.

[25] محمد عنتر أحمد أحمد، مرجع سابق، ص179-180.

- ✓ تقدير قيم بيتا التي تعبر عن درجة تأثير كل من العوامل السابق تحديدها على عائد المحفظة.
- ✓ تقدير القيم المتوقعة لكل من العوامل السابق تحديدها.
- ✓ حساب الفرق بين متوسط العائد الفعلي للمحفظة لفترة زمنية وبين العائد المقدر لها طبقا لنظرية المراجحة عند نفس المخاطر.
- ✓ تحليل النتائج التي يتم التوصل إليها للحكم على مستوى أداء المحفظة وترتيب المحافظ موضع التقييم.

تبدأ النظرية بافتراض أن معدل أي ورقة مالية هو الدالة الخطية لتحرك مجموعة من العوامل الأساسية التي تعم بتأثيرها على جميع الأوراق المالية، والصيغة الرياضية لنموذج (APT) هي[26]:

$$E(r_j) = r_f + b_{j1}RP_1 + b_{j2}RP_2 + b_{j3}RP_3 + b_{j4}RP_4 + \dots + b_{jn}RP_n$$

حيث أن:

- ✓ **E(rj)**: العائد المطلوب للاستثمار
- ✓ $\mathbf{R_f}$: معدل العائد الخالي من المخاطرة.
- ✓ $\mathbf{b_j}$: حساسية (Sensitivity) عائد الأصل لتحركات عامل المخاطرة المشترك.
- ✓ **RP**: علاوة المخاطرة المرتبطة بالعامل المشترك.

4. الانتقادات الموجهة لنظرية تسعير المراجحة APT.

يلاحظ أنه على الرغم من أن التقييم طبقًا لنظرية المراجحة قد يكون أكثر مرونة وشمولا من نظيره طبقًا لنموذج CAPM لتعدد العوامل المؤثرة على عائد المحفظة وعدم تحديدها بشكل قاطع بالنظرية، إلا أنه يؤخذ عليها ما يلي[27]:

- ✓ عدم تحديد العوامل المؤثرة على عائد المحفظة بالنظرية وتركها لخبرة القائم بالتحليل يعني التحيز الشخصي حيث أن كل فرد يقوم بالتحليل قد يختار العوامل التي تحقق له النتائج التي يرغبها ويستبعد تلك التي قد تتعارض مع الاتجاه الذي يرغب أن يتخذه البحث، وأنه إذا اختلف الشخص القائم بالتحليل فيعني ذلك أن العوامل المحددة قد تختلف أيضا، وبالتالي التوصل إلى نتائج متباينة لتقييم أداء نفس المحافظ لمجرد اختلاف القائم بالتحليل الأمر الذي يشير إلى انخفاض الدقة والموضوعية.

---

[26] Financial Dictionary, **Arbitrage Pricing Theory** (**APT**), Available on Website : http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/stock-valuation/arbitrage-pricing-theory-apt-2544, Viewing Date : 12/06/2017

[27] محمد عنتر أحمد أحمد، مرجع سابق، ص180.

- ✓ تعاني نظرية المراجحة من بعض الانتقادات الموجهة لنموذج CAPM كعدم واقعية الاقتراض الخاص بتساوي معدل الاقتراض والإقراض ووجود خطين في الواقع العملي أحدهما للإقراض والثاني للاقتراض وبالتالي وجود قيمتين لبيتا لنفس المحفظة مع عدم دقة تقدير العائد المطلوب للمحفظة المستخدمة للمقارنة بالعائد الفعلي، إلى غير ذلك من الانتقادات التي قد تقلل من دقة تقييم أداء المحفظة.

رابعا: بناء المحفظة المالية المثلى.

لكي يتم الاستثمار في أسواق المال بصورة ناجحة وسليمة لابد حينها من اختيار المحفظة المالية المثلى التي تعتمد على الأسس العلمية الصحيحة لاختيار الأصول الاستثمارية المناسبة وذلك عن طريق المزج أو التوفيق بين الأوراق المالية لغرض التنويع بالاستثمار في أكثر من أصل واحد ذي مخاطرة والتي تستند على عدّة قيود ومحددات وضوابط.

I. مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى.

قبل التطرق لمفهوم المحفظة المثلى لابد من أن نتناول أولا مفهومي منحنى السواء، والحدود الكفؤة.

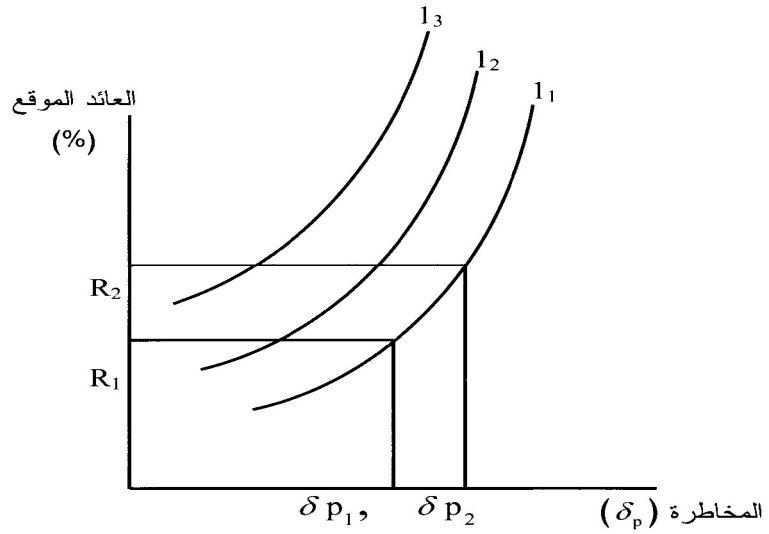
1. منحنيات السواء للمستثمر Indifference Curves.

تعد هذه المنحنيات من أهم الأدوات التي تستخدم في تحديد سلوك المستثمر، وهو المنحنى الذي يبن الإشباع أو المنفعة التي يحصل عليها المستثمر من خلال اختياره لأوراق مالية مختلفة، يعكس هذا المنحنى العلاقة بين العائد والمخاطرة والتي هي علاقة طردية يعني أن كل زيادة في العائد تقود إلى زيادة في المخاطر وبعبارة أخرى لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة في معدل العائد، ويتوقف مقدار هذه الزيادة على طبيعة المستثمر، ومقدار الإشباع الذي يرغب في تحقيقه[28]، وكلما كان ميل منحنى السواء أكبر كلما كانت اتجاهات المستثمر فيما يتعلق بالمخاطر أكثر سلبية.

ويعد منحنى السواء هو المحل الهندسي لجميع التوليفات الممكنة من الأوراق المالية التي لها نفس الجاذبية للمستثمر، وتتباين هذه التوليفات على المنحنى من حيث نسبة الموارد المخصصة لكل ورقة مالية تتكون منها التوليفة، ويمكن توضيح منحنيات سواء تفضيل المستثمر للعائد والمخاطرة من خلال الشكل التالي:

[28] غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص103-105.

الشكل رقم (4-4): منحنيات سواء تفضيل المستثمر للعائد والمخاطرة.



Source : Kapil Sheeba, **Financial Management**, Pearson Education India, 2011, p151.

يبين الشكل السابق ثلاث منحنيات سواء I_1، I_2، I_3، فمثلا على منحنى السواء I_1 فإن المستثمر سيكون مستعدا لقبول أقل عائد وتحمل أقل قدر من المخاطرة، وقد نجد نفس المستثمر أيضا يكون مستعدا لتحمل مخاطر أكبر لقاء عائد أعلى، وأن العائد الإضافي هنا سيكون كافيا لزيادة قدرة المستثمر على مخاطر إضافية، ولهذا السبب فإن المستثمر لا يميز بين البديلين.

بعبارة أخرى إن كل منحنى سواء يمثل مستوى مختلف لرغبة المستثمر لمجموعة العائد والمخاطرة (Risk-Return Combination)، ولكن بلا شك فإن المجموعة المفضلة للعائد والمخاطرة تعين بواسطة الحد الكفؤ، بمعنى آخر إن منحنيات السواء على الحد الكفؤ هي التي تحدد المحفظة المثلى للمستثمر.

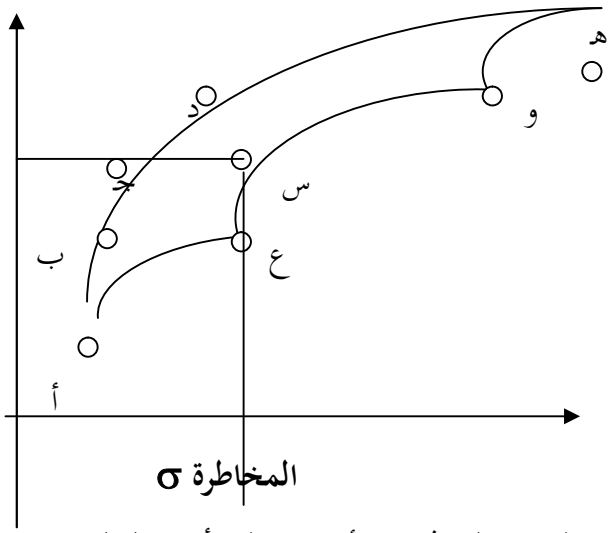
2. الحدود الكفؤة.

من أجل اختيار الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة، يجب الاعتماد على مقاييس الاستثمار المزدوج والمتمثلة في تحقيق أعلى عائد متوقع لمستوى معين من المخاطرة، أو مخاطرة أقل لمستوى معين من العائد المتوقع، وهذه المقاييس تعرف بمقاييس العائد والمخاطرة، والتي تؤدي إلى اختيار مجموعة من الأوراق المالية الكفؤة التي تكون لنا ما يعرف بمنحنى الاستثمار الكفء.

ويعرف منحنى الاستثمار الكفء بأنه: "الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد بنفس درجة المخاطرة أو أقل ويرسم هذا المنحنى عن طريق العلاقة بين العائد و المخاطرة لعدد من الأوراق المالية حيث تقع

عليه المحافظ المحصورة ما بين أقل انحراف معياري وأقل عائد"، ويمكن توضيح ذلك من خلال المنحنى البياني التالي[29]:

الشكل رقم (4-5): مجموعة المحافظ الكفؤة.



المصدر: منية خرباش، **أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص23.

من خلال الشكل فإن المنحنى (أ ب ج د هـ) يعبر عن مجموعة المحافظ الكفؤة، إذ أنه لا توجد محفظة على الجانب الأيسر من مجموعة المحافظ الكفؤة، حيث أنها تقع خارج المجوعة الممكن تحقيقها، أما المحافظ التي تقع على يمين مجموعة المحافظ الكفؤة فإنها تكون غير كفؤة، لأن هناك محافظ أخرى تحقق عائدا أكبر عند نفس مستوى الخطر أو أن لها مستوى أقل من الخطر عند نفس مستوى العائد، حيث نلاحظ أن المحفظة (ج) توفر نفس العائد الذي تحققه المحفظة (س) ولكن بدرجة خطر أقل، وفي نفس الوقت نجد أن المحفظة (د) لها نفس مستوى الخطر المحفظة (س) ولكن تحقق عائد أكبر[30].

3. تعريف المحفظة المالية المثلى.

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

[29] منية خرباش، مرجع سابق، ص22.

[30] منية خرباش، مرجع سابق، ص23

معين، لأن الميول والاتجاهات تختلف بين المستثمرين ذاتهم، ولكن إذا أردنا أن نعرف المحفظة المثلى بشكل عام: "هي تلك المحفظة التي يتم اختيار الأسهم التي في جعبتها وفقا لقواعد معينة"[31].

المحفظة الاستثمارية المثلى هي: "تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها[32]، وتحقق المحفظة المثلى أعلى عائد ممكن عند درجة معينة من المخاطرة أو أقل مخاطرة ممكنة عند درجة معينة من العوائد"[33].

تعرف المحفظة الاستثمارية المثلى على أنها: "تلك الحفظة الاستثمارية من بين مجموعة المحافظ الكفؤة التي تتناسب مع نموذج (دالة) التباين ما بين العائد/المخاطر (Return/Risk Trade off)، لأن لكل مستثمر دالة مختلفة عن الآخر، ولابد من مراعاة ذلك عند اختيار المحفظة"[34].

ارتبط مفهوم المحفظة المثلى بنتائج المزج بين الأوراق المالية وفقا لمفهوم قواعد الهيمنة ولذلك فيمكن القول أن المحفظة المثلى هي: "تلك المحفظة التي تستطيع إدارتها اختيار الأوراق المالية التي تحقق أكبر عائد بأقل مخاطر"[35].

4. مواصفات المحفظة المالية المثلى.

يمكن تحديد إطار عام لمواصفات المحفظة المثلى بما يلي[36]:

- تحقق للمستثمر توازناً معقولا بين عنصري العائد والأمان أو المخاطرة.
- تتسم أصولها بقدر كاف من التنويع الايجابي مع مراعاة أن لا تقتصر أهداف مدير المحفظة على مجرد تنويع أصولها فقط، بل تشمل أيضاً التنويع الجغرافي لأدوات الاستثمار فيها بما في ذلك آجال هذه الأدوات والعملات الأجنبية المقومة بها، وذلك حتى يكون بالإمكان تخفيض معظم المخاطر غير المنتظمة التي تتعرض لها الاستثمارات بما فيها المخاطر السياسية، ومخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي.

---

[31] محمد صالح جابر، مرجع سابق، ص294.

[32] محمد طنيب، محمد عبيدات، مرجع سابق، ص118.

[33] Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, Op.Cit, p963.

[34] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص225.

[35] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص162.

[36] محمد مطر، فايز تيّم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص208.

- أن تحقق أدوات المحفظة حداً أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق مما يوفر لمديرها ميزة المرونة Flexibility التي تمكنه من إجراء أية تعديلات جوهرية يراها مدير المحفظة ضرورية وبأقل قدر من الخسائر.

II. بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية هي[37]:

- إذا ما خُيّر هذا المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان له نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطر الأقل.
- إذا خُيّر بين محفظتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، فإنه حينئذ سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.
- إما إذا خُيّر بين محفظتين استثماريتين وكانت الأولى منهما مثلاً أعلى عائدا وفي الوقت نفسه أثل مخاطرة من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

ولبناء المحفظة الاستثمارية المثلى على هذه المبادئ الثلاثة، يتطلب الأمر من المستثمر أو مدير المحفظة أن يحدد أولا ما يعرف بمنحنى المحافظ المثلى والذي يطلق عليه الباحثون مصطلح المنحنى الكفء Efficient Frontier ويمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى، ويرسم عن طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصري العائد والمخاطرة، وذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة، وذلك مع مراعاة افتراض أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة هي فقط مع النوع الخطر بحيث لا يوجد بينها أدوات استثمار خالية من المخاطر(Risk-Free)[38].

III. آليات تكوين محفظة استثمارية مثلى.

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماما لرغبة المستثمر واحتياجاته لابد من التحديد المسبق للقيود والضوابط المفروضة على تكوينها، بالإضافة إلى مبادئ ومراحل تشكيلها.

---

[37] محمد مطر ، مرجع نفسه، ص209.

[38] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، مرجع سابق، ص113.

1. قيود تكوين محفظة مالية.

يتعرض المستثمر في سعيه لتحقيق أهداف المحفظة إلى عدد من القيود التي تحد من حركة إدارته للمحفظة، ومن هذه القيود نذكر ما يلي[39]:

أ. **قيود زمنية:** ونعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له (قصير أم متوسط).

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

ج. **قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة:** وذلك بشكل مفاجئ أو في أجل قصير الأمر الذي يؤدي بالمستثمر إلى التخلص من بعض الأوراق المالية، وفي هذه الحالة لابد عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.

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

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

2. ضوابط تكوين محفظة مالية.

بجوار قيود ومحددات تكوين المحفظة يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية[40]:

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلى الاقتراض.
- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة بحيث يحتوي على أسهم الشركات ذات درجة مخاطرة منخفضة بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها، على أن تحتوي المحفظة أيضا على جزء من

---

[39] بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، "دراسة حالة بنك BNP PARIBAS"**، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007، ص5.

[40] عصام حسين، مرجع سابق، ص209.

الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعا وكل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر.

- يجب تحديد الفترة الزمنية للاستثمار مسبقا، وأن يتم تحديد نوع الاستثمار من حيث المدة، فهل هو استثمار قصير الأجل أو طويل الأجل؟.
- يجب على المستثمر بين الفترة والأخرى أن يجري تغيرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر اكبر، أو بالعكس حسب ظروف السوق، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر، أو قد تتحسن القمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلى زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له، مما يجعل مسألة إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية مسألة لا مفر منها.
- تحقيق مستوى ملائم في التنويع بين قطاعات الصناعة، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى وإن كان رأس المال الخاص بالمستثمر صغيرا، فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة المالية انخفضت المخاطر، فمثلا محفظة فيها أسهم ثلاث شركات مختلفة القطاعات تكون أقل مخاطرة من محفظة فيها أسهم شركتين فقط وهكذا.
- يجب على المستثمر أن يقارن أداء محفظته مع أداء أحد مؤشرات السوق مثل (مؤشر إن بور500 أو مؤشر داو جونز).

3. مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة.

هناك عدة مبادئ لابد للمستثمر صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليتحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة، سنذكر بعض منها على سبيل الذكر لا على سبيل الحصر[41]:

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

[41] بوزيد سارة، مرجع سابق، ص6-7.

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

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

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

هـ. **مبدأ التنويع:** إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة، ويمكن أن يأخذ التنويع عدة أشكالا أهمها:

- ✓ تنويع قطاعي (تنويع قطاعات، النشاط الاقتصادي).
- ✓ تنويع سوقي (أسواق حاضرة/ مستقبلية، أسواق محلية/ أجنبية).
- ✓ التنويع في الأوراق المالية (أسهم/ سندات...).
- ✓ التنويع في نوعية الورقة المالية:
  - أسهم ممتازة / أسهم عادية.
  - سندات الشركات / سندات حكومية.
  - سندات متغيرة الفائدة / سندات ثابتة الفائدة.
  - سندات المساهمة / شهادات الاستثمار.

4. محددات تكوين محفظة مالية.

هناك مجموعة من المحددات المتداخلة التي تلعب دورا كبيرا في التأثير على فاعلية تكوين المحفظة المالية، ويمكن تناولها كما يأتي[42]:

أ. **النمو**: إن النمو هو المعدل الذي تتزايد فيه الأصول المالية خلال فترة زمنية من الاستثمار، فإذا كان المستثمر يرغب بالحصول على معدل نمو ثابت ومستقر، فقد يولي الاهتمام بالاستثمار بالأوراق المالية قصيرة الأجل، أما إذا كان يرغب بالحصول على معدل نمو عالي خلال مدة من الوقت، فعليه الاستثمار بالأوراق المالية طويلة الأجل أو في صناديق الاستثمار.

ب. **العائد**: وهو الفائدة أو الربح على السهم الذي يحصل عليه المستثمر من جراء استثماراته في الأوراق المالية وأهمية العائد تختلف من فرد إلى آخر حسب احتياجاته.

ج. **المخاطرة**: تعتبر المخاطرة محدداً مهما للاستثمار، فدرجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر تختلف من فرد لآخر، فالمستثمرون المحافظون سوف يبحثون عن فرص استثمارية تقدم لهم بعض الإجراءات الآمنة للسيطرة على عوائدهم، مثل سندات الخزينة، أما المستثمرون الذين يرغبون في تحمل مخاطر عالية كما هو الحال بالاستثمارات في العقود الآجلة أو الخيارات.

إنّ جميع المحددات أعلاه (النمو، والعائد، والمخاطرة) سوف تتغير خلال فترة الاستثمار، ولذلك تتطلب دراستها وأخذها بنظر الاعتبار عند بناء أو تكوين المحفظة المالية، لكي يكون قرار الاستثمار مبنيا على أسس صحيحة لتجنب مخاطر الاستثمار وتحقيق عوائد مناسبة.

[42] قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص192.

خلاصة المحور الرابع:

لقد قدم نموذج **ماركويتز** في نظريته المعروفة، مبدأ التنويع في بناء المحافظ الاستثمارية في إطار المنفعة القصوى التي يحققها هذا المبدأ وقد أدى هذا النموذج فيما بعد إلى تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM من قبل كل من **شارب ولينتر وموسين**، ويعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من بين المفاهيم الهامة في النظرية المالية وهو يعكس العلاقة بين المخاطرة والعائد في ظل سوق كفء لكن كل نظرية اقتصادية صالحة في حدود فرضياتها ولهذا ظهرت نظرية تسعير المراجحة APT على يد العالم **روس** 1976 من خلال سعيه إلى إضافة عوامل أخرى في تفسيره لعوائد السهم وهذا ما تم التطرق إليه في العناصر الثلاث الأولى في هذا المحور.

أما العنصر الرابع في هذا المحور والمتمثل في بناء المحفظة المالية المثلى انطلاقا من مفهوم المحفظة الاستثمارية أو مالية المثلى وصولا لآليات تكوين محفظة استثمارية أو مالية مثلى وفي الأخير تم التطرق لمجموعة من الأسئلة النظرية والتطبيقية للمحور الرابع.

قائمة مراجع المحور الرابع:

- **المراجع بالعربية:**

1. بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، "دراسة حالة بنك BNP PARIBAS"**، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007، ص5.
2. حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004.
3. عبد العزيز شويش عبد الحميد وآخرون، **دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية "دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 4، العراق، 2010.
4. عماد عبد الحسين دلول، **تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، بغداد، العراق، 2010، ص45، متوفر على الموقع:-http://ecoadmin mag.com/uploads/files/2014-03/1395823146_2.pdf تاريخ التحميل: 2017/04/28.
5. محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار Investment Portfolios Management**، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013.

- **المراجع بالأجنبية:**

1. David Huang, **Combining Individual Securities Into Portfolios** (**Chapter4**), College of Business Administration, California State University Sacramento, USA, p12, Available on Website : http://www.csus.edu/indiv/h/huangd/CH04MGMT1362004.ppt, Download Date : 30/05/2017.
2. Financial Dictionary, **Arbitrage Pricing Theory** (**APT**), Available on Website : http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/stock-valuation/arbitrage-pricing-theory-apt-2544, Viewing Date : 12/06/2017

أسئلة المحور الرابع:

- **الأسئلة النظرية للمحور الرابع:**

اختر الإجابة الصحيحة من بين الإجابات التالية :

1. تنسب نظرية المحفظة إلى .....الذي وضعها عام 1952م:

أ. **ماركويتز Morkwitz** ☐

ب. **شارب Sharp** ☐

ت. **فيشر Ficher** ☐

2. المحفظة الكفءة هي المحفظة التي:

أ. تعظم العائد عند مستوى معين من المخاطر ☐

ب. تعظم العائد عند كل مستويات المخاطر ☐

ت. تقلل المخاطر عند مستوى معين من العائد ☐

ث. تقلل العائد عند مستوى معين من المخاطر ☐

3. يعتبر خط سوق الأوراق المالية SML تمثيلا بيانيا لـ:

أ. نظرية ماركويتز Morkwitz ☐

ب. نظرية تسعير المراجحة APT ☐

ت. نظرية تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ☐

ث. نظرية العرض والطلب. ☐

4. الفرق بين عائد السوق والعائد الخال من الخطر يعرف بأنه :

أ. بيتا Beta ☐

ب. علاوة المخاطرة ☐

ت. العائد الخال من المخاطرة ☐

ث. التباين ☐

5. ماذا نقصد بنظرية المحفظة؟، وما هي فروض هذه النظرية عند **ماركويتز Morkwitz** ؟.

6. ما هي علاقة التنويع بنموذج ماركويتز؟ ، وما هي المخاطر التي يمكن تقليلها عن طريق التنويع؟.

7. ما هي الإضافة التي قدمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM إلى نظرية المحفظة أو النظرية المالية؟ وما هي افتراضات CAPM؟.

8. ماذا نقصد بكل من خط سوق رأس المال CML، وخط سوق الأوراق الماليةSML ؟، إذا كان يوجد اختلاف بينهما ناقش هذا الاختلاف في بضعة أسطر؟.

9. كيف يتم تطبيق نظرية المراجحة APT لاحتساب العائد المطلوب المعدل بالمخاطرة؟.

10. كيف يمكن التمييز بين نظرية المراجحة APT ونظرية تسعير الأصول الرأسمالية CAPM؟.

11. في تسعير المراجحة عوائد الأوراق المالية تعتمد على:

أ. عائد السوق والتقلب في السهم استجابة لحركة السوق ☐

ب. بيتا الورقة المالية ☐

ت. عدة متغيرات إضافة لتقلبات السوق ☐

ث. كل ما سبق ☐

12. طبقا لنظرية المراجحة APT فإن حساسية أصل معين للتغير في عامل المخاطرة يفسر بنفس طريقة .....في نظرية تسعير الأصول الرأسمالية CAPM:

أ. المعدل الخال من المخاطرة ☐

ب. المنحنى البياني ☐

ت. الانحراف المعياري ☐

13. ما هي أهم المعوقات التي تواجه المستثمرين أومدراء المحافظ في تقييم الأوراق المالية عند تطبيق نظرية المراجحة APT ؟.

- **الأسئلة التطبيقية للمحور الرابع:**

تمرين01:

بهدف الاستفادة من مبدأ التنويع يرغب مستثمر بتوظيف ما لديه من أموال في محفظة مالية مكونة من سهمين فقط من الأسهم الثلاث المتاحة أمامه وقد توفرت لديك المعلومات التالية عن هذه الأسهم :

الأسهم	الانحراف المعياري	معامل الارتباط
A	0.12	A,B=0.02
B	0.08	A,C=0.04
C	0.1	B,C=0.00

المطلوب:

باعتبارك متخصص في تحليل الاستثمارات المالية ما هي النصيحة التي يمكن أن تقدمها للمستثمر كأفضل خيار متمثل في محفظة مكونة من سهمين تخفض له مجموع المخاطر إذا افترضنا أن مبلغ الاستثمار موزع بالتساوي بين السهمين.

تمرين 02:

ترغب شركة للاستشارات المالية في قياس مخاطرة محفظتين استثماريتين Portfolio one، Portfolio two تتكون كل منهما من خمسة أصول وقد توفرت البيانات التالية:

الأصول	Portfolio one		Portfolio two	
	وزن الاستثمار	beta	وزن الاستثمار	beta
1	0.1	1.65	0.1	0.8
2	0.3	1.00	0.1	1
3	0.2	1.3	0.2	0.65
4	0.2	1.1	0.1	0.75
5	0.2	1.25	0.5	1.05

المطلوب:

1. أحسب بيتا beta لكل من المحفظتين الأولى والثانية.
2. بناءا على السؤال الأول أي المحفظتين تكون ذات مخاطرة أعلى؟.

تمرين 03:

محفظة مكونة من 20 سهم لشركات مختلفة في عدة قطاعات، استثمر أحد المستثمرين فيها بمبلغ 10000 وحدة نقدية (دج) في كل سهم وبيتا هذه المحفظة هي 1.2 ، وقد قرر المستثمر بيع أحد الأسهم الذي له بيتا 0.7 بقيمة 10000وحدة نقدية (دج) واستخدم المبلغ المتحصل عليه من عملية البيع في شراء سهم آخر له بيتا تساوي 1.4.

المطلوب: أحسب بيتا المحفظة الجديدة؟

تمرين 04:

بافتراض معدل العائد الخال من المخاطرة 9 % وأن معدل عائد السوق هو 13 % ولدينا السهمين A وB :

أ. أرسم خط سوق الأوراق المالية SML مؤشرا المخاطر النظامية على المحور الأفقي والعائد المطلوب لكل من السهمين A و B على المحور العمودي.

ب. أحسب العائد المطلوب لكل من السهمين A وB عندما تكون بيتا السهم A هي 0.8 و بيتا السهم B هي 1.3.

ت. استنادا إلى نتائجك في السؤال –ب– أشر إلى بيتا والعائد المطلوب لكل من السهمين A وB على الرسم البياني في –أ–.

تمرين 05:

أتيحت أمامك المعطيات التالية عن العائد المتوقع وبيتا لكل من السهمين A وB:

الأسهم	العائد المتوقع	بيتا Beta
A	%11	0.9
B	%15	1.2

معطيات إضافية: معدل العائد الخال من المخاطرة هو 5 %.

المطلوب:

أ. أحسب نسبة علاوة المخاطرة لكل من السهمين A و B .

ب. استنادا لنتائج السؤال الأول حدد أي من السهمين سيكون مسعرا بأعلى من قيمته قياسا إلى الآخر.

المحور الخامس:

استراتيجيات إدارة المحافظ المالية وتقييم أدائها

مقدمة المحور الخامس:

إن إدارة المحفظة المالية في الشركات والمؤسسات المالية هي النشاط الرئيسي الموالي لنشاط الشركة، ليس فقط لما يحققه من دخل وإيرادات ولكن أيضا لتحقيق عوامل التوازن والاستقرار المالي والحيوية والفعالية للشركة، وحتى يتمكن مدير المحفظة من حسن إدارة المحفظة، يحتاج إلى تحديد مسبق للسياسات المعتمدة في إدارة المحافظ المالية، إضافة إلى تحديد أهم مراحل وطرق تسيير وتقييم المحافظ المالية، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المحور:

- **أولا: مفهوم إدارة المحفظة.**
- **ثانيا: سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة المالية.**
- **ثالثا: مراحل إدارة المحفظة المالية والعوامل المؤثرة فيها.**
- **رابعا: العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة المحفظة.**
- **خامسا: تقييم أداء المحافظ المالية.**

المحور الخامس: استراتيجيات إدارة المحافظ المالية وتقييم أدائها

أولا: مفهوم إدارة المحفظة.

تعتبر إدارة المحفظة المالية عملية مستمرة، فحالما تُوجّه الأموال إلى الأدوات والأصول الاستثمارية يبدأ العمل الفعلي في متابعة أوضاع المحفظة وتحديثها على ضوء متغيرات البيئة المحيطة والتغيرات التي تطرأ على متطلبات المستثمر.

ويطلق البعض أحيانا على إدارة المحفظة مصطلح "عملية الاستثمار Investment Process" أو "عملية إدارة الاستثمار Investment Management Process" أو "إدارة محفظة الاستثمار Investment Portfolio Management"، أو غير ذلك من المسميات التي تدور حول موضوع واحد وهو "إدارة محفظة الأوراق المالية Portfolio Management"[1].

وتشير إدارة محفظة الأوراق المالية إلى: "كيفية اتخاذ القرارات الخاصة بتحديد الأوراق المالية التي يتم الاستثمار فيها ونسب الأموال المستثمرة لكل منها والتوقيت الملائم لذلك، فهي عملية متكاملة تتضمن مجموعة أنشطة يتم تطبيقها بطريقة مرتبة Logically Orderly، وتتسم بأنها مستمرة ومنتظمة Continuos & Systematic وديناميكية ومرنة Dynamic & Flexible وتمتد لتشمل كافة المحافظ الاستثمارية وعند تطبيق مختلف أنماط الاستثمار"[2].

وتتسم عملية إدارة المحفظة بالبساطة من ناحية كونها قرارا مثل باقي القرارات يتخذ من خلال المراحل المتتابعة من تخطيط يليه التنفيذ ثم المتابعة والتقييم Planning, Implementing, and Monitoring، ومن ناحية أخرى فهي تتسم بأنها عملية صعبة ومعقدة عند ممارستها في الواقع العملي لظهور متغيرات يصعب التحكم فيها، وقد ينظر البعض إلى عملية إدارة المحفظة على أنها: "أحد أشكال التخطيط المالي الذي يتم من خلاله صياغة الأهداف المالية ثم تطوير الاستراتيجيات البديلة لبلوغ تلك الأهداف ثم اختيار الإستراتيجية الأكثر ملائمة وتطبيقها"[3].

---

[1] William F. Sharpe & Others, **Fundamentals of Investments**, 3rd edition, Prentice Hall, United States, 2001, p573.

[2] محمد عنتر أحمد أحمد، **نموذج مقترح لمحددات أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار العاملة بسوق المال المصري**، بحث مقدم للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2003، ص96.

[3] محمد عنتر أحمد أحمد، مرجع سابق، ص96-97.

تعرف أيضا إدارة المحفظة بأنها: "تلك الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي هي أساسا ترجمة لأهداف المستثمر، إن طبيعة هذه الأنشطة تتمثل في كيفية الحصول على رأس المال للمحفظة وزيادته وتحديد أهداف المحفظة من عملية الاستثمار وحصر الأوراق المالية والأدوات الأخرى التي تستثمر بها أموالها[4].

كما يمكن تعريف إدارة المحفظة الاستثمارية على أنها: "التنظيم الصحيح والسليم بين عناصر المحفظة لتعمل كل عناصرها بشكل متكامل، ويجب على مدير المحفظة (Portfolio Manager) أن تتوفر فيه مواصفات ومقاييس ممتازة تجعله قادراً على إدارة المحفظة لتصل إلى أهدافها، والإدارة هنا مسؤولية كبيرة تقع على عاتق المدير الذي تلتقي عنده كل النقاط وتتفرع عنده كل التعقيدات والمشاكل، ومن مهام المدير مثلاً[5]:

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

---

[4] دريد كامل آل شبيب، **ادارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار المسير للنشر والتوزيع، الأردن،2010، ص37.

[5] محمد شاكر، **ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وإدارتها**، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة، ص20-21.

وبغرض نجاح عملية الاستثمار في المحفظة لا بد من تحديد الخطوات التي يقوم بها مدير المحفظة والذي يقوم بإدارة أموال المستثمرين بكفاءة، ولغرض إدارة المحفظة المالية بكفاءة يتطلب الأمر ما يلي[6]:

1. تحديد حجم رأسمال المحفظة.

عادة تتكون المحفظة الاستثمارية من رأسمال يتم تحديده في ضوء الأهداف التي ترغب المحفظة في تحقيقها ويفضل أن يكون رأسمال المحفظة ممول بالملكية وليس بالاقتراض.

2. التخطيط للمحفظة.

يعتمد على تحديد أهداف المحفظة في تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطر، مع تحقيق السيولة بالإضافة إلى المحافظة على رأس المال الحقيقي والحصول على تدفقات داخلية مستمرة وتحقيق هدف المزج بين الأصول المكونة للمحفظة على وفق المخاطر التي يقبل بها المستثمرين.

أن تعمل إدارة المحفظة على تحقيق رغبة المستثمر وميوله في العائد والمخاطر، فإن تحديد هدف تحقيق نمو في رأسمال المحفظة سوف يستبعد الأدوات الاستثمارية التي تحقق مكاسب آنية وجارية ويكون التوجه نحو تحقيق مكاسب مستقبلية.

وبالتأكيد ستعكس قائمة الأدوات الاستثمارية هذه الرغبة حتى لا تدخل إدارة المحفظة في شراء أدوات استثمارية لا تلبي ميول وحاجات المستثمرين، كما أن مهمة التخطيط تركز على اعتماد أسلوب اختيار البدائل الاستثمارية واتخاذ السياسات الاستثمارية لتحقيق كفاءة إدارة المحفظة من خلال توفير الموارد البشرية المتخصصة بالاستثمار والتي تتحمل المسؤولية في إعداد البرامج الاستثمارية لعملائها حسب احتياجاتهم، وعليهم القيام بالموازنة بين الحصول على العائد والمحافظة على قيمة الأصل وتحقيق الزيادة في القيمة والتحوط من مخاطر التضخم والاعتبارات الضريبية.

3. القيام بتحليل الاستثمارات.

هنا لا بد من قيام إدارة المحفظة بالتحليل الاقتصادي الشامل والتحليل القطاعي ثم تشخيص أولي للأوراق المالية التي سيتم ضمها إلى مكونات المحفظة ثم يعقب ذلك القيام بالتحليل المالي لكل ورقة مالية يتم اختيارها.

4. اختيار مكونات المحفظة.

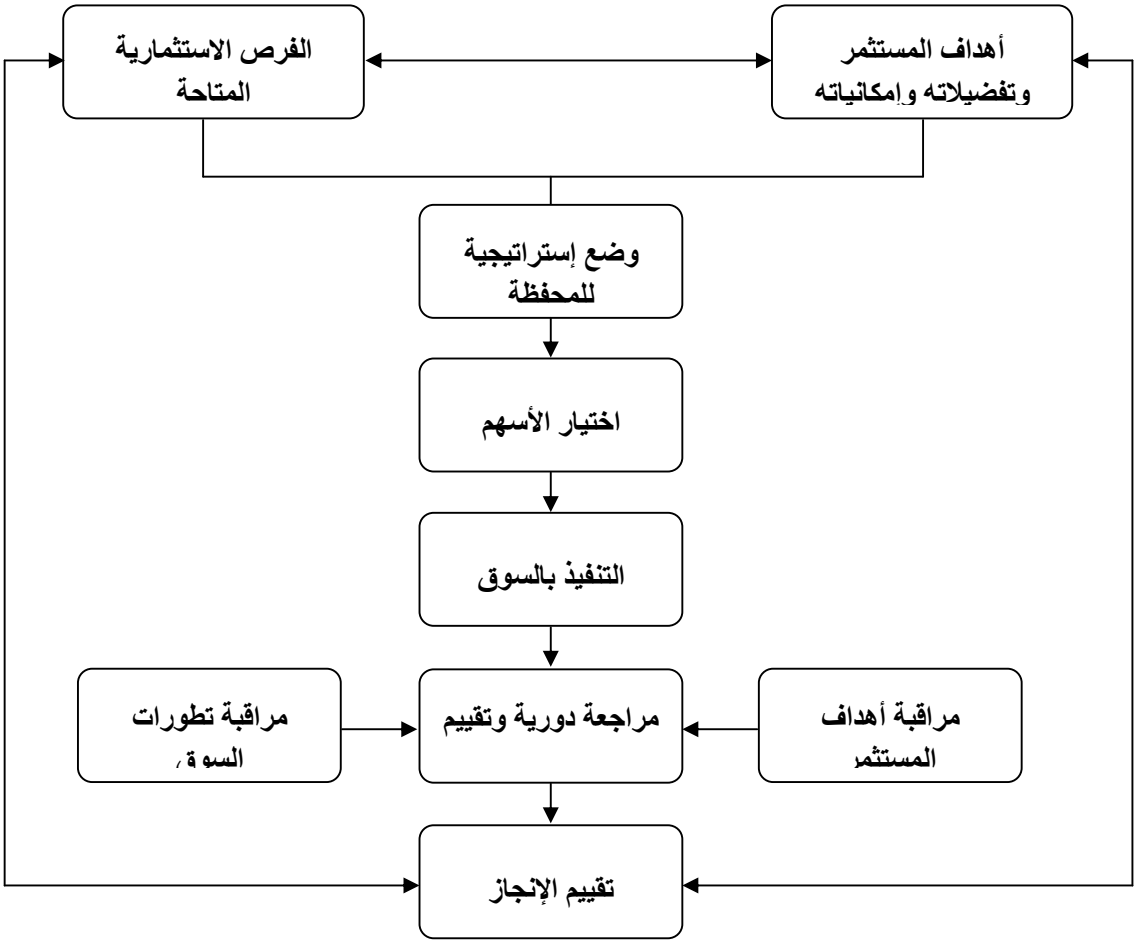
يكون من خلال اتخاذ قرار اختيار الأدوات الاستثمارية والتشكيلة المناسبة وبعد ذلك اتخاذ قرار المزج الرئيسي للأصول التي تتكون منها المحفظة.

---

[6] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص40-42.

بعد بناء المحفظة تستمر إدارتها في مراقبة السوق وحركة الأسعار للأصول والأوراق المالية وتأثير ذلك على المحفظة وقيمتها وعوائدها وطبيعة القرارات التي ستتخذها بهذا الشأن، ونقصد بها متابعة الأحداث المحيطة بالبيئة الاستثمارية باستمرار، وهذا يعتبر عامل مهم وأساسي لإدارة المحفظة الاستثمارية وكذلك لا يقل أهمية عن الرقابة المستمرة على الأدوات الاستثمارية المتكونة منها هذه المحفظة، ويتم تقييم الإنجازات التي نفذتها إدارة المحفظة خلال الفترة وقياس كفاءة القرارات المتخذة وتحديد الإيجابيات فيها والسلبيات ومقارنة الإنجازات والنتائج بالأهداف التي ترغب المحفظة في تحقيقها، والشكل التالي يوضح لنا عملية إدارة المحفظة:

الشكل رقم (5-1): مخطط يوضح عملية إدارة المحفظة (تركيب، مراقبة، تقييم ومراجعة).



المصدر: محمد صالح جابر، **الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2005، ص283.

5. امتيازات إدارة المحفظة المالية.

تمنح المحافظ المالية للمستثمر عدة امتيازات نذكر منها ما يلي[7]:

- ✓ **القدرة الشرائية للمحفظة:** تتمتع المحفظة المالية بالقدرة الشرائية في عدة خيارات استثمارية بسبب الأموال المجمعة فيها، ومن خلال التنويع بهذه الطريقة يتم تقليل عنصر المخاطرة في حال عدم قدرة أحد أو أكثر من هذه الموجودات على تحقيق العائد المرجو منها.
- ✓ **القدرة على الشراء والبيع بكميات:** إن المحفظة قادرة على الشراء والبيع بكميات بسبب القدرة الشرائية المجتمعة فيها، الأمر الذي يمكنها من الشراء بأسعار منخفضة وهي ميزة لا يتمتع بها المستثمر العادي.
- ✓ **خبرة مدير المحفظة:** إن الخبرة المتوفرة لدى مدير المحفظة هي ميزة لا يتمتع بها المستثمر الشخصي، كما أن الموارد المتاحة لمديري المحافظ غير ممكنة للمستثمرين العاديين، ومنها القدرة على زيادة هذه الشركات ودراسة أوضاعها المالية.
- ✓ **الاستفادة من الاستثمار بالأسواق العالمية:** يقوم مدير المحفظة بالإدارة الإدارية للمحفظة، الأمر الذي يعفي المستثمر من المتابعة اليومية للأعمال الورقية، هذه العوامل مجتمعة (التنويع، خفض التكلفة والإدارة المؤهلة)، تجعل من المحافظ المالية إحدى أفضل الوسائل للاستفادة من الاستثمار في الأسواق العالمية، ولكن ليس بالضرورة كل المحافظ تلائم المستثمرين.

ثانيا: سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة المالية.

تقوم سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة المالية على أساس أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات الزمنية على الأقل، ومرجع هذا الاعتقاد هو خبرة ومهارة تحليلية لدى المستثمر أو معلومات لا تتاح للآخرين، يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية أو تقليل المخاطر.

I. سياسات إدارة المحفظة المالية.

تختلف السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية طبقا لأهداف وغايات المحفظة، فمن هذه السياسات الربح السريع مع تحمل المخاطرة العالية أو الربح القليل مع الأمان والاستقرار أو حل وسط ما بين السياسة الأولى والسياسة الثانية، ويمكن حصر السياسات المتبعة في إدارة المحافظ المالية على النحو الآتي:

[7] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية "البورصة"**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2008، ص204-205.

1. السياسة الهجومية (المخاطِرة).

يتوجه إلى هذه السياسة المستثمر المضارب لأن هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان ومنه فإن اهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشكّلة للمحفظة والتي يطلق عليها "محافظ رأس المال"، أما عن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل 80 % إلى 90 % من قيمة المحفظة[8].

2. السياسة الدفاعية (المتحفظة).

في هذه السياسة المستثمر يكون جد متحفظ اتجاه عنصر المخاطرة، الأمر الذي يدفعه إلى إعطاء الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، لذا نجد المستثمر في هذه السياسة يركز على الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ "محفظة الدخل"، حيث تتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60 % إلى 80 % من رأسمال المحفظة[9].

3. السياسة المتوازنة.

يتبنى هذه السياسة غالبية مديري المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطر، وذلك بإتباع ما يعرف في عالم الاستثمار بقاعدة الرجل الحريص، بذلك يوزعون رأس مال المحفظة على أدوات استثمارية منوعة بكيفية تحقق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لتحقيق أرباح رأسمالية عند حلول فرصة مناسبة لذلك ويطلق على المحفظة الملائمة لهذه السياسة مصطلح المحفظة المتوازنة، وتتكون قاعدتها الأساسية من تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل تتمتع بدرجة عالية من السيولة كأذونات الخزانة وشهادات الإيداع بجانب أدوات استثمار طويلة الأجل كالسندات والأسهم، بما يتيح لمديرها انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلب أسعار الفائدة من جانب إلى آخر[10].

---

[8] صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجربة جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2012/2011، ص155.

[9] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص227.

[10] حسن السلطان، مرجع سابق، ص32.

II. إستراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية.

يقصد بإستراتيجية الاستثمار أفضل طريقة لتحقيق أهداف وطموحات المستثمرين، وتتنوع هذه الاستراتيجيات تبعا لاختلاف نظرة المستثمرين إلى فرضية الكفاءة السوقية ومدى تحققها على أرض الواقع، ويتوافر العديد من استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية نذكر منها ما يلي:

1. الإدارة الساكنة أو السلبية (Passive Strategy).

إن إدارة محفظة الأسهم السلبية هي إستراتيجية "شراء وحيازة" طويلة الأجل، تُبنى على اعتقاد المستثمر بكفاءة السوق، إذ يشتري المستثمر الأسهم التي تحقق له عائدا يُحاكي عائد أحد المؤشرات العامة مع مرور الزمن، ويسمى هذا المنهج في الاستثمار "الربط بالمؤشر" لأنه يحاول أن يربط أداء المحفظة بأداء أحد المؤشرات، وهنا يجب على المستثمر مراجعة المحفظة بين الحين والآخر لأنه وذلك لضرورة إعادة استثمار الأرباح المحققة ولأن الأسهم الداخلة في المؤشر قد تكون عرضة للاندماج أو الخروج من المؤشر لتحل أسهم أخرى محلها، وبالتالي فإن الغاية من محفظة المؤشر ليست محاولة تخطي أداء المؤشر وإنما محاكاة هذا الأداء[11]، ويمكن تقسيم أساليب الإدارة السلبية كما يلي:

- **أسلوب المحاكاة التامة (Full Replication)**: في إطار هذا الأسلوب فإن المستثمر يشكل محفظة مشابهة تماما لمؤشر الأسعار أي أنه يتم شراء نفس الأسهم المكونة للمؤشر بنفس النسب التي يعتمدها المؤشر أيضا، ومن الجدير بالذكر أن إتباع هذا الأسلوب يتطلب من المستثمر إعادة استثمار الأرباح الموزعة على استثماراته في نفس مكونات المحفظة مع الاحتفاظ بنفس نسب الاستثمار، كما يتطلب منه متابعة أي تغير في مكونات المؤشر وذلك ليقوم بعكس هذا التغير على مكونات محفظته، ويعاني هذا الأسلوب في تنفيذ الإستراتيجية الساكنة من عيبين جوهريين وهما[12]:
  - ✓ أن المستثمر يكون بحاجة إلى الاستثمار في عدد كبير من الأوراق المالية (نفس عدد الشركات التي تدخل في عينة المؤشر).
  - ✓ أن إعادة الاستثمار للأرباح الموزعة قد لا تكون ممكنة بدقة، كما أنه هناك عمولات إضافية على إعادة الاستثمار.

---

[11] محمد مجد الدين باكير، مرجع سابق، ص305.

[12] عبد الرؤوف ربابعة، **بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر**، ص25، متوفر على الموقع: http://www.kantakji.com/media/6858/562.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/04/19.

- **أسلوب العينة (Sample)**: إن تقنية أسلوب العينة تتصدى لمشكلة تعدد إصدارات الأسهم، حيث يمكن تطبيق تقنيات العينة على إدارة المحافظ السلبية، وذلك بأن يشتري المستثمر عينة تمثل الأسهم المدرجة في المؤشر المرجعي، فالأسهم التي ترتفع نسبة تمثيلها في المؤشر يرتفع أيضا وزنها في هذه المحفظة، ويشتري المستثمر الأسهم التي ينخفض تمثيلها في المؤشر بحيث تقارب خصائصها الإجمالية (بيتا وتوزيعات الأرباح...) خصائص المؤشر المختار، ومن سلبيات أسلوب العينة أن عوائد المحفظة لا تتبع عوائد المؤشر المرجعي بالصورة نفسها التي تقدمها تقنية المحاكاة[13].
- **أسلوب الانتقاء (Selection)**: وفقاً لهذا الأسلوب فإن المستثمر يقوم باختيار مجموعة من الاستثمارات الإستراتيجية ليتم شراؤها والاحتفاظ بها لفترة طويلة معتمداً على ما توفره هذه الاستثمارات من أرباح موزعة وارتفاعات في قيمتها السوقية، وهي استراتيجية مهمة وأساسية لكل الاستراتيجيات الاستثمارية الأخرى حيث تفيد بأن على المستثمر، وبمجرد توفر الأموال المخصصة أن يسارع في الشراء دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها، كما أن عليه أن يقوم ببيعها حينما يشاء دون انتظار، فالسوق كفء وليس هناك فرصة أمام أحد لتحقيق أرباح متميزة على حساب الآخرين[14].

2. الإدارة النشطة (الإيجابية).

نقصد بالإدارة النشطة تلك الإدارات التي ترغب وتضع هدفاً لها أن تتجاوز معدل العائد الذي تأمُل الإدارة السلبية المرتبطة بأداء مؤشر معين أن تحققه، و هذا يتعلق إلى حد كبير بطبيعة العلاقة بين مدير المحفظة و العميل من حيث اتخاذ قرارات استثمارية وفق متطلبات المستثمر، وعليه يكون قياس الأداء مقارنة مع متطلبات هذا العميل دون أخر، ويأخذ بعين الاعتبار مدير المحفظة أهداف ورغبات المستثمر ومقدرته على تحمل الضغط والخطر، والذي في كثير من الأحيان يتطلب بناء مرجع مناسب لهذه الغاية[15]، ويمكن تقسيم أساليب الإدارة الإيجابية كما يلي:

---

[13] محمد مجد الدين باكير، مرجع سابق، ص306.

[14] ريمة العمري بلفيطج وآخرون، **اختبار عملي لأداء إستراتيجية Dow10 للاستثمار في بورصة عمّان**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، الأردن، 2012، ص438.

[15] محمد شاكر، مرجع سابق، ص22.

- **أسلوب توقيت السوق (Market Timing)**: يقضي هذا الأسلوب بدخول السوق المالي أو الخروج منه من خلال نقل وتحويل المبالغ المستثمرة فيما بين مختلف الأصول المالية المتاحة، بناء على مخرجات نظام توقيت السوق المستخدم والتي تأتي على شكل تواريخ وفترات محددة لأوضاع السوق المتوقعة، وبالتالي فإنه يمكن للمستثمر تحقيق عوائد غير عادية في حالة إدراكه للوقت المناسب للدخول للسوق أو الخروج منه، موجها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الأصول وإعادة استخدام الأموال في شراء الأسهم[16].
- **أسلوب البحث عن الأسهم (Stock Picking)**: ويقوم المستثمر وفق هذا الأسلوب بالبحث عن أي أسهم مسعرة بأقل من قيمتها العادلة وذلك لتحقيق أسلوب الشراء بالسعر المنخفض والبيع بالسعر المرتفع.
- **الأسلوب القطاعي (Sector Rotation)**: يقضي بإعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين، لحساب أو على حساب أسهم الشركات التي تنتمي للقطاعات الأخرى، حيث يقوم المستثمر بإعادة توزيع الأسهم في محفظته وفقا للحالة الاقتصادية العامة ودرجة المخاطرة التي يستعد لتحملها، كالاستثمار في أسهم العقارات مثلاً ثم الانتقال إلى أسهم النقل وهكذا بحسب توقعات المستثمر للسوق[17].

يمكن القول أن ما يحدد الإستراتيجية التي لا بد للمستثمر من انتهاجها (أو أي توليفة بين الإستراتيجيتين الإيجابية والسلبية) هو اختيار المستثمر بين البديل الذي تنخفض تكلفته وتقل عوائده والبديل ذي التكلفة المرتفعة الذي ترتفع عوائده.

ثالثا: مراحل إدارة المحفظة المالية والعوامل المؤثرة فيها.

تعتبر عملية إدارة المحافظ عملية صنع قرارات بواسطة مراقبة تحركات عمليات الاستثمار وقد اختلف الباحثون في عملية تقسيم مراحل وخطوات اتخاذ القرارات الاستثمارية وكذا وضع إطار عام لإدارة المحافظ لتحديد مراحل محددة يمر فيها القرار ليخرج قرارا صحيحا ناجحا.

[16] ريمة العمري بلفيطج وآخرون، مرجع سابق، ص438.

[17] عبد الرؤوف ربابعة، مرجع سابق، ص ص 26-27.

I. المراحل الأساسية لإدارة المحفظة.

يتم إدارة المحفظة المالية من خلال ثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها كما يلي[18]:

1. تحديد أهداف المستثمر.

تتمثل الأهداف الأساسية التي يأخذها بعين الاعتبار فيما يلي:

- ✓ **حفظ رأس المال:** عندما يُقبل المستثمر على الاستثمار، فإن هدفه يكون على الأقل الحفاظ على رأسماله ليس فقط بالقيمة المستثمرة نفسها ولكن الحفاظ أيضا على القوة الشرائية للأموال المستثمرة، فالمستثمر الذي يفضل الاستثمار بأمان، يجب عليه اختيار محفظة مكونة من سندات الخزينة وسندات ذات جودة عالية، بحيث يضمن له ذلك حماية مثلى لرأس ماله عكس المحافظ التي تتكون من أسهم فإنها لا تضمن الحماية لرأس المال لأنها تنطوي على مخاطرة كبيرة.
- ✓ **العائد:** إن الهدف الأساسي للمستثمر هو الحصول على عائد دوري، مستمر ومرتفع نسبيا، وعليه يجب اختيار محفظة تتكون من سندات وأسهم والتي تقوم بتوزيعات مرتفعة، بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال.
- ✓ **السيولة والقابلية للتداول:** تتصف الأوراق المالية بقابلية التداول إذا كان بالإمكان بيعها وبسهولة وبسرعة، ويعتبر حيازة أوراق المالية ذات سيولة عالية وتجنب الأوراق المالية ذات التداول البطيء مهم جدا لأن هذه الأخيرة تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة.
- ✓ **سهولة التمييز:** تتطلب بعض الأوراق المالية متابعة مستمرة من المستثمر والقيام بدراسات تحليلية لاتخاذ قرار بشأنها، وهذا النوع من الأوراق المالية يستلزم وقتا وجهدا وتكاليف كبيرة لتسييرها، وبالتالي فالمستثمر الذي لا يريد بذل جهد كبير في تسيير محفظته عليه تجنب الأوراق المالية المعقدة التسيير.
- ✓ **المزايا الجبائية:** تعتبر الضرائب أحد العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية، وذلك لأن المعالجة الجبائية تختلف من فرصة استثمارية إلى أخرى، وعليه فالمستثمر يسعى إلى توظيف أمواله في الأوراق المالية ذات المعالجة الجبائية المميزة، بمعنى أن المستثمر يقارن بين البدائل الاستثمارية ويختار أفضلها على أساس العائد.

[18] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص228-230.

2. تحليل مختلف الفرص الاستثمارية.

يقوم المستثمر بحصر مختلف الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، وتجميع كل المعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها وترتيبها وفقاً إلى أهداف المستثمر، وذلك بهدف تشكيل محفظة تعكس أهدافه الاستثمارية، وفي هذه المرحلة توجد ثلاث قرارات أساسية يتخذها مدير الاستثمار للمحفظة وهي:

أ. توزيع الأصول (Asset Allocation).

تبدأ الخطوة الأولى في هذه المرحلة من إدارة المحفظة الاستثمارية بتحديد النسبة المئوية من إجمالي أصول المحفظة التي ستخصص للاستثمار في الأسهم، فيما يتم الاحتفاظ بالنسبة المتبقية على شكل سيولة نقدية، ويتم اتخاذ هذا القرار الهام بناء على توقعات مدير المحفظة لاتجاه سوق الأسهم، فإذا رأى المدير أن أداء السوق سيرتفع في الفترة القادمة فإنه يترتب عليه التوجع إلى رفع نسبة الاستثمار في الأسهم إلى حد أقصى هو 100% من المحفظة، والعكس صحيح أي أنه في حالة التوقعات بهبوط السوق فإنه يتوجه إلى تحويل جزء من استثماراته إلى سيولة نقدية لتجنب الوقوع في الخسارة.

وهذه العملية (توزيع الأصول) تؤثر بدرجة كبيرة على أداء المحفظة الاستثمارية وهي أهم قرار يتم اتخاذه، لكن عمليا يكون من النادر أن يلجأ مديرو المحافظ المحترفون إلى تحويل جميع أصولهم إلى سيولة نقدية، إذ يعتبر ذلك من المخالف لأساسيات الاستثمار، حيث أن عودة ارتفاع السوق المفاجئة ستفوت فرصة كبيرة لارتفاع المحفظة، لكن المعتاد هو خفض نسبة الأسهم إلى مستوى يتناسب مع النسبة المتوقعة لانخفاض السوق (تتراوح عادة ما بين 0 إلى 40%).

وتتطلب عملية توزيع الأصول مراعاة جميع العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم، وخاصة العوامل الاقتصادي منها مثل: أسعار النفط والسيولة المالية وأسعار الفائدة وانعكاساتها المؤثرة بشكل مباشر أو غير مباشر على أرباح الشركات وبالتالي على اتجاه سوق الأسهم.

ب. انتقاء الأسهم (Stock Selection).

بعد الانتهاء من توزيع الأصول وتحديد النسبة المخصصة للأسهم، يأتي دور الخطوة الثانية وهي عملية انتقاء الأسهم التي ستتكون منها المحفظة الاستثمارية، إذ يجب اختيار الأسهم الناجحة وتحديد نسبة شرائها وفقا لنسب معينة متوافقة مع حجم الشركة حيث تؤثر عملية انتقاء الأسهم على تحقيق الأرباح.

وتتطلب عملية اختيار الأسهم دراسة تحليلية وافية للوضع المالي المتوقع للشركات المساهمة حيث يتوجب تتبع ظهور قوائمها المالية وتحليل النسب المالية ووضع الشركات ونشاطاتها حيث أن جميع هذه الأمور تؤثر في قرار شراء أو بيع سهم ما.

ج. التوقيت الاستثماري (Timing).

بعد التحديد لنسبة الأسهم ونسبة السيولة للمحفظة، واختيار الأسهم المراد الاستثمار بها، يبقى تحديد الوقت المناسب لشراء هذه الأسهم، حيث تؤثر هذه العملية على نسبة الأرباح التي سيتم تحقيقها، وفي الواقع فإن التوقيت الاستثماري يعتبر مهما لدى كثير من المتعاملين في سوق الأسهم وخصوصا المضاربين الذين تنصب جميع قراراتهم الاستثمارية على هذه الخطوة فقط، حيث يلاحظ امتلاكهم للأسهم لفترات قصيرة، حيث أن تغير الأسعار اليومي أقل بكثير من التغيرات على المدى الطويل.

3. تقييم كفاءة المحفظة المالية.

بعد تكوين المحفظة يقوم المستثمر بتقييم كفاءتها على ضوء النتائج المحصل عليها والتغيرات الحاصلة في وضعية المستثمر.

رابعا: العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة المحفظة.

لغرض الوصول إلى بناء محفظة مالية مثلى لا بد من أن نأخذ بنظر الاعتبار المحددات والعوامل التي تؤثر على بناء هذه المحفظة، وإذا كنا نرغب في تكوين محفظة جيدة فمن الأنسب التركيز على النمو طويل الأجل، وفيما يلي أهم العوامل المؤثرة في المحفظة[19]:

أ. أهمية نمو رأسمال المحفظة.

أي المعدل الذي يتزايد فيه رأسمال المحفظة خلال فترة الاستثمار في الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة، فإذا كان الهدف هو الوصول إلى زيادة رأسمال المحفظة بعد فترة قصيرة فإننا نبحث عن فرصة توفر لنا معدل نمو ثابتا وآمنا يحقق هذا الهدف، أما إذا كنا نرغب في الاستثمار طويل الأجل فبإمكاننا أن نضع رأسمال المحفظة في الأوراق المالية التي يمكن أن تقدم لنا معدل نمو عاليا خلال مدة طويلة من الوقت.

إن الاستثمار في الأوراق المالية الطويلة الأجل يتأثر بالعديد من المخاطر مثل معدل التضخم، وإن ما يهم هنا ليس تباطؤ معدلات النمو خلال فترة معينة من الوقت وإنما إذا كنا نحقق معدل نمو مرتفعا مع مرور الوقت.

[19] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص18-19.

ب. العائد أو نمو الأرباح والعوائد الناجمة عن الاستثمار في الأوراق المالية.

يمكن أن يختلف في أهميته اعتمادا على طبيعة الورقة المالية والهدف من الاستثمار فيها، فالسندات يمكن أن تعطي فائدة بنسبة مئوية ثابتة أما الأسهم فهي تحقق عائدا متغيرا، وإذا كنا نستثمر للأجل الطويل فإننا قد نبحث أيضا عن استثمارات تُنتِج عائدا ملائما بحيث يمكِّننا ذلك من تحقيق الرضا على قيمة استثماراتنا.

ت. المخاطرة.

أي احتمال خسارة بعض أو كل استثماراتنا، فكل مستثمر لديه مستوى متفاوت ومختلف من المخاطر، فالمستثمرون المحافظون سوف يبحثون عن فرص تقدم لهم بعض الأدوات تمكنهم من السيطرة على عوائدهم، مثل سندات التوفير ذات المعدل المضمون من العوائد، وقد يختار المستثمرون المحافظون أن يتركوا بعض الفرص ذات النمو العالي، وذلك من أجل المحافظة على نقودهم في استثمارات بمعدل عوائد مضمونة بدرجة أكبر.

هناك قوى كثيرة تؤثر على مستوى الخطورة منها أسعار الفائدة المتغيرة فعندما تنخفض أسعار الفائدة يرتفع سعر السهم وبالعكس بالنسبة للاستثمار في السندات، وكذلك فإن رأسمال المحفظة المستثمر في الأسهم العادية سوف يتحمل بعض المخاطر، فمثلا عندما يكون هناك رواج اقتصادي عندها تكون الأرباح جيدة للشركة وسيؤدي ذلك إلى ارتفاع عائد أسهمها وقد يعني ذلك أيضا ارتفاع قيمة الأسهم، أما إذا ضعف الاقتصاد أو إذا تعرضت الشركة التي تمتلك أسهما لدعاية سلبية فإن سعر السهم قد ينخفض.

إن توقع تحمل بعض المخاطر يعني ثبات استثماراتنا خلال فترة الانكماش في قيمة الأسهم، على أساس أن السعر سوف يعود للارتفاع، وأن قيمة أسهمنا سوف تحتفظ بمعدل نمو عال بمرور الوقت، وقد يقبل المستثمرون لأجل طويل أن يتحملوا قدرا محددا من عدم الثبات لغرض تحقيق هدفهم النهائي بالحصول على عائد عالٍ.

وبسبب جميع هذه العوامل فإن مقدار النمو والعائد والمخاطر سوف تتغير خلال فترة الاستثمار في المحفظة، وإن وجود خطة إستراتيجية لإدارة أموال المحفظة المالية مبنية على أساس صحيح هو المفتاح لتحديد إمكانياتنا وقدرتنا على الاعتماد على النفس وتأمين المحافظة على الأموال المستثمرة وتحقيق النمو والعائد المطلوب، حيث يمكنك تقييم الوضع المالي الراهن الذي تعيش به وبناء خططنا واختياراتنا المستقبلية اعتمادا عليه بحيث تكون استثماراتنا طويلة الأمد وواقعية لبناء المحفظة الكفؤة التي تحقق أقصى عائد بأقل مخاطر محسوبة.

ث. الاعتبارات الفنية في إدارة المحفظة المالية.

لغرض بناء محفظة استثمارية مثلى لا بد من أن نأخذ بعين الاعتبار الالتزام بالعناصر التالية أثناء وبعد عملية الإنشاء والبناء للمحفظة وهي[20]:

- ✓ الاعتماد على رأس المال الخاص للمحفظة في تمويل استثماراتها دون اللجوء إلى الاقتراض من الغير.
- ✓ يجب أن يكون مزيج الأوراق المالية ملائم لأهداف المحفظة وللمخاطر التي تحددها إدارة المحفظة ويكون التنويع بين أوراقها ذو معامل ارتباط سالب، فتُكوّن المحفظة من أسهم منخفضة المخاطر بعد أن تحدد إدارة المحفظة مستوى المخاطر التي يقبلها المستثمر، وتحتوي كذلك على الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد والمخاطرة بها مرتفعين وفقا لقدرة المستثمر على تحملها.
- ✓ يجب تحديد دورة الاستثمار أي الفترة الزمنية للاستثمار مسبقا، ويتم اختيار أنواع الاستثمارات التي تتلاءم مع تلك المدة أي هل هي استثمارات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.
- ✓ إمكانية إجراء التغييرات في في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت الظروف الاقتصادية أو ظروف الشركات أو القطاع الذي تنتمي إليه الأوراق المالية في المحفظة وبشكل يسمح لها بتحمل مخاطر أكبر أو بالعكس حسب ظروف السوق أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر، أو قد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلى زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له بحيث تصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها.
- ✓ تحقيق مستوى ملائم من التنويع بين القطاعات التي تتشكل منها الأوراق المالية داخل المحفظة، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى إن كان رأس المال المستثمر صغيرا، وهذا يتمثل في الحكمة القائلة "لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة"، فكلما زاد تنوع الاستثمار في قطاعات مختلفة أدّى إلى انخفاض المخاطر.
- ✓ الظروف الشخصية للمستثمر من حيث العمر والوضع الاجتماعي للمستثمر ومعدل دخله وطبيعة النظام الاقتصادي ومنحنى الاستهلاك والنظرة النفسية للأموال ومدى تقبل فكرة المخاطر.

[20] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص20-21.

خامسا: تقييم أداء المحافظ المالية.

يكون الهدف عادة من قيام أي شخص بعملية استثمارية الحصول على عوائد مقابل تحمل ذلك الشخص مخاطر عنها، إلاّ أن السؤال المهم يبقى دائما عن كيفية قياس مستوى أداء هذه العملية، وهل أن العائد المرتفع يعني بالضرورة أداء مرتفعاً.

I. أهم مؤشرات حساب أداء المحفظة المالية.

يعتمد قياس أداء المحفظة المالية على أخذ عنصري العائد والمخاطرة معاً بنظر الاعتبار حيث أن ترتيب المحافظ وفقاً لمعدلات العوائد المتحققة عنها فقط سيعني إهمال دور المهارة الإدارية في المساعدة على تقليل مخاطرة المحفظة ومن ثم فإن ذلك سيعكس صورة غير حقيقية عن أداء المحفظة المالية، ويتطلب قياس أداء المحفظة وجود مؤشر يساعد على ترتيب المحافظ وفقاً لأدائها الاستثماري ويأخذ بنظر الاعتبار عنصري العائد والمخاطرة معاً، وفي هذا الميدان قدمت عدة مؤشرات لاحتساب أداء المحافظ المالية أهمها:

1. مقياس شارب (Sharpe Measure).

أ. حساب نسبة شارب.

يقوم هذا المقياس على أساس قسمة متوسط العوائد الإضافية للمحفظة على الانحراف المعياري، ويمكن صياغته في المعادلة التالية[21]:

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{\overline{Rp} - \overline{Rf}}{\sigma p}$$

حيث أن:

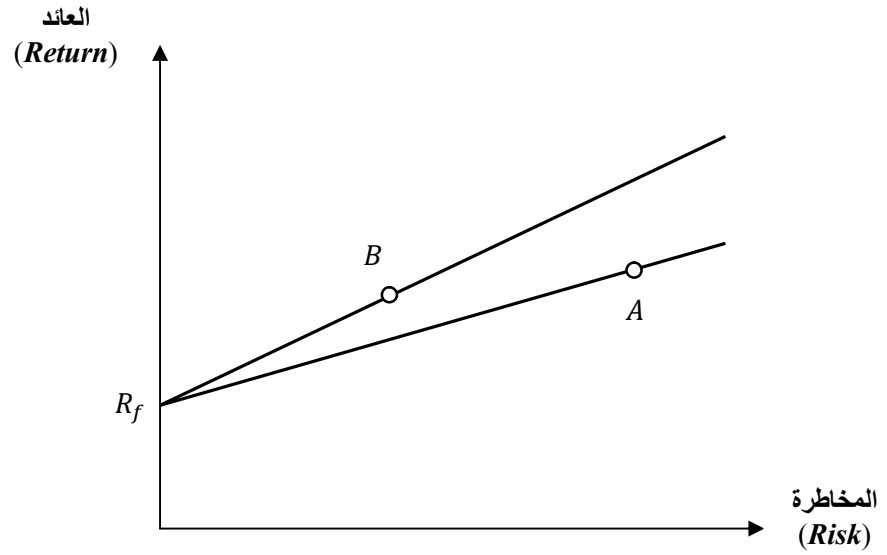
- ✓ $\overline{Rp}$: يمثل متوسط عوائد المحفظة خلال الفترة.
- ✓ $\overline{Rf}$: يمثل متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال الفترة.
- ✓ σp: هو الانحراف المعياري لعوائد المحفظة خلال الفترة.

من الواضح أن هذا المؤشر يقيس عملياً مستوى كفاءة الأداء في المحفظة في تحقيق عائد إضافي عن مستوى العائد الخالي من المخاطر والذي يمثل سعر الفائدة على الأدوات الحكومية قصيرة الأجل وفي حال عدم توفره يمكن استبداله بسعر الفائدة على الودائع، واستخدام الانحراف المعياري للعائد في هذه المعادلة البسيطة يعني أن هذا القياس يأخذ في الاعتبار المخاطر الكلية التي تواجه المحفظة، وبطبيعة الحال فإن قيمة المؤشر العالية تعني أداء عاليا

[21] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص22-23.

في المحفظة، خاصة حين يستخدم هذا القياس لغايات المقارنة بين عدد من المحافظ، وبالنسبة لهذا المقياس فإنه لا يجري تصنيف المخاطر بين منتظمة وغير منتظمة بل تؤخذ كلها وحدة واحدة من خلال استخدام الانحراف المعياري، والشكل التالي يوضح متغيرات نسبة شارب:

الشكل رقم (5–2): نسبة شارب.



Source : Carl R. Bacon, **Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution**, The Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Ltd, USA, 2005, p52.

يوضح الشكل السابق أن نسبة شارب تعتمد على اثنين من المتغيرات، فالمحور العمودي يمثل عائد للمحفظة، والمحور الأفقي يمثل المخاطرة، والنقطة الثابتة على المحور العمودي هي معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) وهي تمثل نقطة انطلاق طبيعية لجميع المستثمرين، إذ يمكن للمستثمر تحقيق هذا العائد من دون التعرض لأي مخاطرة، ومن المهم ضمان استخدام نفس معدل العائد الخالي من المخاطرة لجميع المحافظ لأغراض المقارنة.

ويتم رسم خطّين مستقيمين من نقطة ثابتة على المحور العمودي وهو معدل العائد الخالي من المخاطرة أحدهما للنقطة A والثاني للنقطة B، وتمثل النقطتين العوائد السنوية والمخاطرة السنوية للمحفظة A والمحفظة B على التوالي.

بالطبع فإن المستثمرين يفضلون أن يكونوا في الربع الأعلى في أعلى اليسار من الشكل والذي يعني العائد المرتفع والمخاطرة المنخفضة، ويحدّد ميل الخط كيف يكون البعد نحو ربع الدائرة الأيسر لكل محفظة، وكذلك يحدد الانحدار درجة الميل في أعلى الجهة اليسرى التي يذهب إليها المستثمر وهذا الانحدار يسمى نسبة شارب.

ب. عيوب مقياس شارب.

من عيوب مقياس شارب نذكر ما يلي[22]:

- ✓ إن أسلوب نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط، أو من سندات فقط.
- ✓ إن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة الكلية، ويرى البعض أن المحفظة أساسا تقوم على فكرة التنويع، وإذا ما توفر التنويع الجيد داخل المحفظة، فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة، وتبقى فقط المخاطر المنتظمة التي تقاس من خلال بيتا وليس من خلال الانحراف المعياري.

2. مقياس ترينور (Treynor Measure).

يختلف مقياس ترينور عن مقياس شارب في مقام المعادلة، حيث يقوم على أساس قسمة متوسط العوائد الإضافية للمحفظة على معامل بيتا، ويعتمد هذا المقياس على معامل بيتا للمحفظة وليس على الانحراف المعياري وبالتالي فإنه يفحص الأداء في المحفظة من زاوية مدى قدرة الإدارة على تنويع الاستثمارات على نحو يمكن معه التخلص إلى حد بعيد من المخاطر غير المنتظمة، وتحسب نسبة ترينور وفق الصيغة الآتية[23]:

$$\text{Treynor Ratio} = \frac{\overline{Rp} - \overline{Rf}}{\beta p}$$

حيث أن:

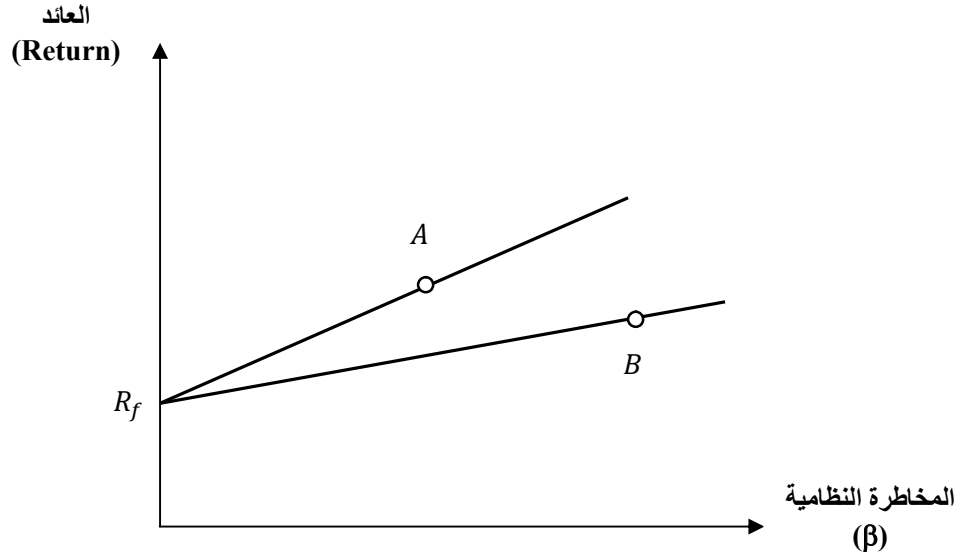
- ✓ $\overline{Rp}$: يمثل متوسط عوائد المحفظة خلال الفترة.
- ✓ $\overline{Rf}$: يمثل متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال الفترة.
- ✓ βp: هو معامل بيتا للمحفظة خلال الفترة.

[22] إسماعيل جميل الصعيدي، مرجع سابق، ص32.

[23] مجدي مليجى عبد الحكيم مليجى، مرجع سابق، ص23.

تعدّ نسبة ترينور من النسب المشهورة جدا ولكن ربما استخدامها قليل لأنها تتجاهل المخاطرة الخاصة بالشركة وتركز على المخاطر النظامية، وفي كون المحفظة منوعة بشكل كامل، ومع عدم وجود خطر خاص بالشركة فإن نسبة شارب وترينور سوف تكون بمنزلة واحدة، والشكل التالي يوضح نسبة ترينور:

الشكل رقم (5-3): نسبة ترينور.



Source : Carl R. Bacon, **Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution**, The Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Ltd, USA, 2005, p67.

يوضح الشكل السابق أن المحور الأفقي أو مقام نسبة ترينور (βp) تمثل المخاطرة النظامية وتتجاهل المخاطرة غير النظامية الخاصة بالشركة، وكلما كانت نسبة ترينور كبيرة كلما دل ذلك على ارتفاع عائد المحفظة بالعلاقة إلى مخاطرتها النظامية، وبالتالي فإن ذلك يعني الأداء الجيد للمحفظة.

3. مقياس جنسن (Jensen Measure).

قدم جنسن نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بآلفا جنسن (Jensen's Alpha)، وتقوم فكرة هذا المقياس على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد وهما[24]:

- **المقدار الأول:** يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى بالعائد الإضافي (Excess Return).

[24] ريمة العمري بلفيطج وآخرون، **اختبار عملي لأداء إستراتيجية Dow10 للاستثمار في بورصة عمّان**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، الأردن، 2012، ص447.

- **المقدار الثاني**: يمثل حاصل ضرب معامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والتي يمكن أن تسمى علاوة خطر السوق.

وقد تم اشتقاق مقياس جنسن من معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، ويقاس أداء المحفظة تبعا لهذا المقياس وفق المعادلة التالية[25]:

$$\alpha_p = \overline{R_p} \quad [\overline{R_f} + \beta_p (\overline{R_m} \quad \overline{R_f})]$$

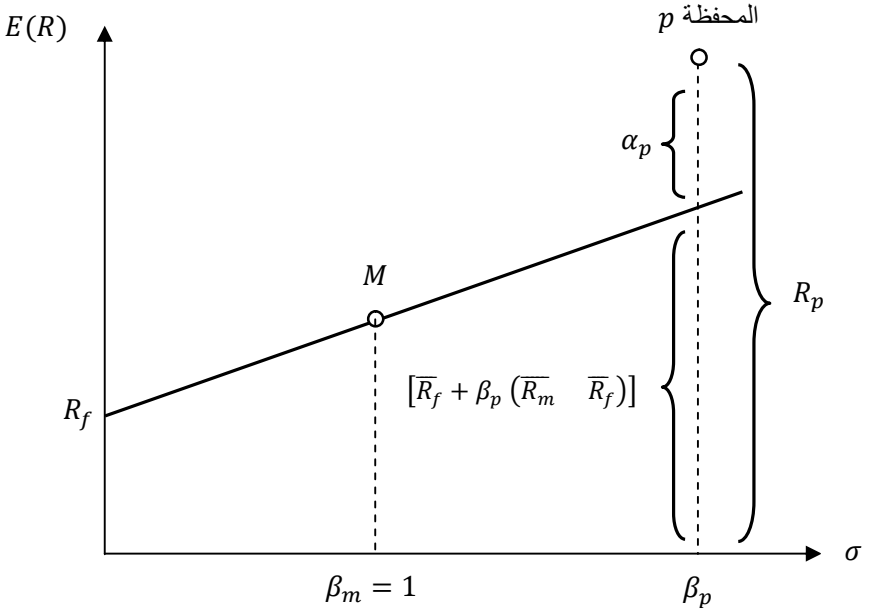
حيث أن:

- ✓ $\overline{R_p}$: عائد المحفظة.
- ✓ $\overline{R_f}$: العائد الخالي من المخاطر.
- ✓ β_p: بيتا المحفظة.
- ✓ $\overline{R_m}$: عائد السوق.

تشير المعادلة السابقة إلى أنّه إذا كان α_p أكبر من الصفر (موجب) $\alpha_p > 0$ فإن أداء المحفظة في مستوى جيّد، أمّا إذا كان α_p أقل من الصفر (سالب) $\alpha_p < 0$ فإن أداء المحفظة سيّء، أما إذا كانت قيمة α_p تساوي الصفر $\alpha_p = 0$ فيشير ذلك إلى التوازن، أي أنّ أداء المحفظة لا يختلف عن أداء السوق، وكلما كانت قيمة α_p موجبة كلما كان ذلك أفضل، والشكل التالي يوضح لنا مقياس جنسن:

[25] ABC Bourse, **L'alpha de Jensen**, Disponible sur: http://www.abcbourse.com/apprendre/19_alpha_de_jensen.html, Consulté le: 09/06/2017

الشكل رقم (5-4): مقياس جنسن.



Source : François Longin, **Mesures de performance**, Cours FIN 260 « Gestion de portefeuille », ESSEC Business School, France, p15.

II. قياس أداء مدير المحفظة المالية.

تخضع إدارة المحفظة المالية إلى شخص مسؤول عنها يسمى "**مدير المحفظة**"، وقد يكون هذا الأخير مالكا لها كما قد يكون مأجورا، وحينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه وبنك مالك أو مالكي المحفظة، ولعل أهم القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي والذي يتم من خلال تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا لرأسمالها الكلي، وتبرز في هذا مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنويع وبدرجة تحقق هدفه الرئيسي في تعظيم العائد المتوقع للمحفظة مع تخفيض مخاطرها المرجحة إلى حدّها الأدنى[26].

[26] محمد مطر، فايز تيّم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص169.

1. أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية.

تقتضي المبادئ للاستثمار أن يتم إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية، وكذلك الإنجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمر بقصد التعرف على نقاط القوة فيها لتدعيمها، وتشخيص مواطن الضعف لعلاجها، وفي تقييم أداء إدارة المحفظة الاستثمارية لا بد من أخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية[27]:

أ. يجب أن تقاس قيمة صافي أصول المحفظة على أساس القيمة السوقية أو العادلة للأصول، وليس على أساس قيمة تكلفتها التاريخية.

ب. أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات، وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل بيتا للمحفظة بعين الاعتبار.

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

د. يجب احتساب عائد الاستثمارات بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات هذا يعني وجوب احتساب القيمة المخصوصة لهذه التدفقات وذلك بمراعاة توقيت حدوثها.

هـ. يجب الأخذ بعين الاعتبار عند عملية التقييم كلا من العائد والمخاطرة.

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

ز. من المفيد أن تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاسا بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها مثل:

- ✓ مؤشر Dow Jones الصناعي والذي يحوي ثلاثون سهما من الشركات العملاقة في الولايات المتحدة.
- ✓ مؤشر Standard & Poor والذي يحوي هو الآخر 500 سهما من الشركات الكبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية.
- ✓ مؤشر Nasdaq والذي يخص شركات التكنولوجيا في الولايات المتحدة أيضا.

[27] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، مرجع سابق، ص139-140.

- ✓ ومن المؤشرات الأخرى مثلا مؤشر Nikkei ببورصة طوكيو، ومؤشر The Financial Tomes في بورصة لندن.

2. خطوات قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية.

يتم قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية عبر الخطوات الرئيسية التالية:

أ. **تحديد قيمة مؤشر أداء المدير**: يحدد هذا المؤشر وفق العلاقة التالية[28]:

$$R = \frac{R_p - R_f}{\sigma_P}$$

حيث أن:

- ✓ R_p: معدّل العائد المرجّح للمحفظة.
- ✓ R_f: معدل العائد للأصل عديم المخاطرة.
- ✓ σ_P: المخاطرة المرجّحة للمحفظة.

إن ارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع أداء مدير المحفظة والعكس بالعكس.

ب. تصنيف أداء مدير المحفظة الاستثمارية.

يرتبط القرار الاستثماري بأداء مدير المحفظة، لأن القرار الاستثماري دائماً له علاقة مباشرة مع صاحب القرار وقدرته على تحمل المخاطر في حالة زيادة العائد المتوقع، (يتم تصنيف أداء مدير المحفظة بواسطة خط السوق) ويمكن تصنيف أداء مدير المحفظة على النحو التالي[29]:

أ. **أداء جيد**: ويكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية جيد عندما يكون العائد للمحفظة أعلى من خط السوق.

ب. **أداء مقبول**: ويكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية مقبول عندما يكون العائد للمحفظة على خط السوق.

ج. **أداء غير مقبول**: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية غير مقبول عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق.

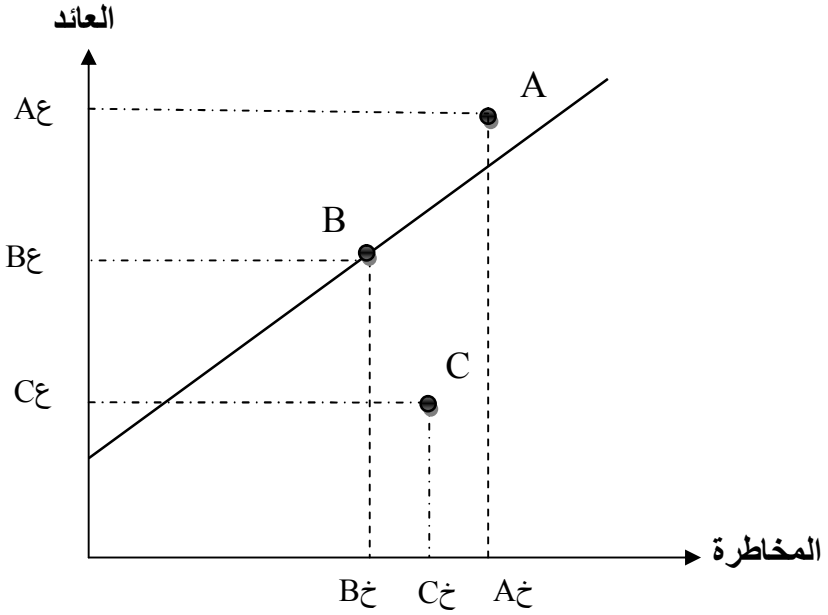
ويمكن توضيح أداء مدير المحفظة من خلال الشكل التالي:

---

[28] محمد مطر، فايز تيّم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص186.

[29] سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية "دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011"**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص: مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2011، ص46.

الشكل رقم (5-5): تصنيف أداء مدير المحفظة.



المصدر: غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013، ص223.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن[30]:

أ. أداء المحفظة (A) نعتبره جيداً لأنه يفوق متوسط العائد على السوق يقع أعلى من خط السوق، وقد حقق أعلى عائد هو (عA) وبمخاطرة (خA).

ب. أما أداء المحفظة (B) فهو مقبول حيث تقع هذه المحفظة على خط السوق أي أن معدل عائد المحفظة يساوي معدل عائد السوق عند مستوى المخاطرة في (B)، أي أن المحفظة (B) حققت عوائد عB بمخاطرة معقولة وهي (خB).

ج. أما أداء المحفظة (C) فهو غير مقبول لسبب أن عوائد هذه المحفظة أقل من متوسط العوائد للسوق وهي أقل من المتوسط.

د. إذا قارنا المحفظة (B) والمحفظة (C) نجد أن المحفظة (B) قد حققت عوائد (عB) والمحفظة (C) حققت عوائد (عC) ولكن بأقل مخاطرة وهي (خB) بدل (خC)، وهذا يدل على أن مدير المحفظة (B) قد كانت قراراته أكثر صحة ودقة، وتأثير هذه القرارات على تحقيق عوائد مالية والتي تسمى بتأثير الإدارة Management Influance والتي تعتمد على عاملين هما:

[30] غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص224.

- **التوقيت**: ويعني أن مدير المحفظة (B) قد استغل التوقيت الجيد لبيع وشراء الأوراق المالية وهذا ما تم توضيحه في الفصل السابق حيث تريد أن تحتفظ في الأوراق المالية ذات الخطورة العالية في حالة الرواج وتتخلص من الأوراق المالية ذات المخاطرة القليلة لتكون الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية أكثر حساسية في الرواج الاقتصادي، وفي حالة الكساد وهو القيام بالعكس حيث نريد أن نتخلص من الأوراق المالية الأكثر خطورة ونحتفظ بالأوراق المالية الأقل خطورة من أجل تخفيض الخسائر والمحافظة على وضع المحفظة كما هو.
- **الاختيار الصحيح**: هو اختيار السهم الذي يحقق عائد أعلى من معدل عائد السوق بشكل عام.

خلاصة المحور الخامس:

تعتبر المحفظة المالية والتي هي جزء من المحفظة الاستثمارية، من أهم الأدوات الاستثمارية التي ظهرت حديثا، وهي مجموعة الأصول المختلفة المالية، تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة هذا الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار سلة تحقيق اكبر عائد على مستوى مخاطر مقبولة وهما المعياران الأساسيان في تحديد أمثلية المحفظة ولبلوغ هذا الهدف ينسي أهدافه المسطرة على أسسا وسياسات للوصول إلى الطريق الصحيح لمواجهة مختلف المخاطر أو الحد منها وهذا ما تم التطرق إليه في عناصر هذا المحور بشيء من التفصيل، إضافة لأسئلة المحور الخامس في الأخير.

قائمة مراجع المحور الخامس:

- **المراجع بالعربية:**

1. ريمة العمري بلفيطج وآخرون، **اختبار عملي لأداء إستراتيجية Dow10 للاستثمار في بورصة عمّان**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، الأردن، 2012.
2. سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية "دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011"**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص: مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2011.
3. دريد كامل آل شبيب، **ادارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار المسير للنشر والتوزيع، الأردن،2010، ص37.
4. صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجربة جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2012/2011، ص155.
5. عبد الرؤوف ربابعة، **بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر**، ص25، متوفر على الموقع: http://www.kantakji.com/media/6858/562.pdf، تاريخ الاطلاع: 2017/04/19.
6. عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية "البورصة"**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2008.
7. محمد شاكر، **ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وإدارتها**، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة.
8. محمد عنتر أحمد أحمد، **نموذج مقترح لمحددات أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار العاملة بسوق المال المصري**، بحث مقدم للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2003.

- **المراجع بالأجنبية:**

1. William F. Sharpe & Others, **Fundamentals of Investments**, 3rd edition, Prentice Hall, United States, 2001.
2. ABC Bourse, **L'alpha de Jensen**, Disponible sur: http://www.abcbourse.com/apprendre/19_alpha_de_jensen.html, Consulté le: 09/06/2017

أسئلة المحور الخامس:

- **الأسئلة النظرية للمحور الخامس:**

1. ماذا نقصد بإدارة المحفظة المالية ؟ وما هي أهم متطلبات إدارتها؟.

2. ما الفرق بين سياسات إدارة المحافظ المالية واستراتيجياتها؟ وفيما تتمثل عناصر كل واحدة منها؟

3. اختر الإجابة الصحيحة من الإجابات التالية:

أ. المراحل الأساسية لإدارة المحافظ المالية هي:

- تحديد الأهداف ثم تحليل الفرص ثم تقييم الكفاءة ☐
- تحديد الفرص ثم اختيار الأصول المكونة ثم تحقيق الأهداف ☐
- توزيع الأصول ثم تحقيق العوائد ثم تقييم الكفاءة ☐

ب. من العوامل المؤثرة على إدارة المحفظة المالية ما يلي:

- نمو رأس المال والموائمة بين عنصري العائد والمخاطرة
- تحقيق السيولة من دون الاهتمام بأهمية نمو الأرباح ورأس المال
- الحالة النفسية السائدة في الأسواق المالية وكذا المتغيرات الاقتصادية الكبرى

4. .....يقيس أداء المحفظة المالية ، ويمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع بواسطة نظرية تسعير الأصول الرأسمالية CAPM:

- مقياس ترينور ☐
- مقياس شارب ☐
- مقياس جنسن ☐

5. محفظة لها نسبة شارب أعلى سيكون لها أكبر:

- علاوة مخاطر كلية ☐
- مخاطر كلية نسبة إلى العلاوة ☐
- علاوة نسبة للمخاطرة النظامية ☐
- مخاطرة نظامية نسبة إلى العلاوة ☐

6. مقياس الأداء الذي يكون هو الأفضل لكل هو الحالات:

- مقياس ترينور ☐
- مقياس شارب ☐
- جنسن ألفا ☐
- لا يوجد مقياس يكون الأفضل دائما ☐

7. .....يقيس أداء المحفظة المالية، ويمثل نسبة علاوة مخاطرة المحفظة إلى بيتا المحفظة:

- مقياس ترينور ☐
- مقياس شارب ☐
- مقياس جنسن ☐
- مقياس جنسن –شارب ☐

8. قارن بين الأساليب الثلاث المعروفة لقياس أداء محفظة مالية على أساس تعديل المخاطرة.

9. ما المقصود بمحفظة شارب **Sharp** المثلى ؟ وما العلاقة بينها وبين الحد الكفؤ **لماركويتز Markowitz** ؟.

- **الأسئلة التطبيقية للمحور الخامس:**

تمرين01:

لتكن بيتا لمحفظة مالية 0.9 والعائد المتوقع 11% وانحراف معياري % 24 ، فإذا كان العائد المتوقع للسوق هو 12 % والمعدل الخال من المخاطرة 5 %، أحسب:

- نسبة شارب للمحفظة
- نسبة ترينور للمحفظة
- جنسن ألفا للمحفظة.
- قارن بين كل النسب أو المؤشرات المحصل عليها.

تمرين 02:

أحسب جنسن ألفا للمحافظ المالية الثلاث H، F،G استناد إلى بيانات العائد ، وعندما يمثل كل من F ,M محفظة السوق والمعدل الخال من المخاطرة هو مبين كتالي في الجدول:

المحفظة	متوسط العائد	بيتا
F	11%	0.8
G	16%	1.1
H	21%	1.4
M	16%	1
F	6%	0.0

- ما هي أفضل نسبة جنسن ألفا للمحافظ المالية الثلاث H، F،G؟.

تمرين 03:

استخدم المعلومات التالية للإجابة عن الأسئلة:

المحفظة	متوسط العائد	الانحراف المعياري	بيتا
A	16.5%	29%	0.8
B	9.8%	16%	1.1
C	13%	22%	1.4
D	11%	18%	1
السوق	12%	20%	0.0

بافتراض أن كل محفظة تستثمر فقط في أحد الأسهم العادية، وأن معدل العائد الخال من المخاطرة هو 4 %.

المطلوب:

أ. أحسب نسبة شارب للمحفظة B

ب. أحسب نسبة ترينور للمحفظة A

ت. أحسب نسبة جنسن ألفا للمحفظة C

ث. أي من المحافظ الأربعة لها أعلى نسبة ترينور ؟.

ج. أي من المحافظ الأربعة لها أعلى نسبة شارب أعلى ؟.

ح. أي من المحافظ الأربعة لها أعلى نسبة جنسن ألفا أعلى ؟.

خ. بافتراض أنك استثمرت في المحفظة A والمحفظة C بالتساوي، هل يمكنك احتساب جنسن ألفا للمحفظة الجديد؟ ولماذا؟

د. بافتراض أنك استثمرت في المحفظة A والمحفظة C بالتساوي، هل يمكنك احتساب نسبة ترينور للمحفظة الجديد؟ ولماذا؟

ذ. بافتراض أنك استثمرت في المحفظة A والمحفظة C بالتساوي، هل يمكنك احتساب نسبة شارب للمحفظة الجديد؟ ولماذا؟