جامعـــة يحي فارس بالمدية.
كليــة العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير.
قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

تقييم أداء المحفظة الاستثمارية في البورصة الجزائر

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية.
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي.

من إعداد الطالب:
– رحماني عثمان.

تحت إشراف الأستاذ:
– د. بن عيشوش محمد

السنة الجامعية: 2021/2020

جامعـــة يحي فارس بالمدية.
كليــة العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير.
قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

تقييم أداء المحفظة الاستثمارية في البورصة الجزائر

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية.
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي.

من إعداد الطالب:
– رحماني عثمان.

تحت إشراف الأستاذ:
– د. بن عيشوش محمد.

السنة الجامعية: 2021/2020.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَٰنِ الرَّحِيمِ



شكر وعرفان

اشكر المنعم عز وجل الذي وفقني في إتمام هذه المذكرة

هو الله ربي الذي ما أصبح وما أمسى بي من نعمة ما حييت فمنه وحده

فله الحمد وله الشكر

ومصداقا لقول الحبيب المصطفى صلى الله عليه وسلم –من صنع إليه معروف فقال لفاعله جزاك الله خيرا فقد ابلغ في الثناء أجازه الترميذي.

نتوجه بالشكر الجزيل لأستاذنا المشرف "**محمد بن عيشوش**" أستاذ بجامعة يحيى فارس المدية على قبوله الإشراف على هذه المذكرة، وعلى ما قدمه لي من توجيهات من الناحية المنهجية أو من ناحية المضمون العلمي، كما نتوجه بالشكر الجزيل إلى أساتذة لجنة المناقشة على تفضلهم وقبولهم مناقشة مذكرتي.

والى كل من تعاون، وقف معنا ودعمنا من بعيد أو قريب على إنجاز هذه المذكرة بجهده ووقته ودعائه...

الإهداء

الحمد لله برب العلمين والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين

اهدي هذا العمل إلى:

من ربتني وأنارت دربي وأعانتني بالصلوات والدعوات إلى

أغلى إنسان في هذا الوجود

أمي الحبيبة أطال الله في عمرها

من حملت اسمه ودعمني بدعائه ورضاه في كل الأطوار

أبي الغالي أطال الله في عمره

إلى الذين زينوا حياتي وتقاسموا معي رحم أمي

إلى كل من تمنى لي التوفيق وساعدني ولو بالكلمة الطيبة

إلى كل من كان قريبا منّي بدعواته، توجيهاته ونصائحه

إلى كل من يعرفني أو يحمل لقب: **رحماني**.

إلى من نسيه قلمي وحفظته في قلبي


لكم كل التقدير والاحترام


عثمان

المستخلص

المستخلص:

ركزت هذه الدراسة على التعرف على تقييم أداء المحفظة الاستثمارية في البورصة –دراسة حالة بورصة الجزائر–، بحيث هدف الى التعرف على المحفظة الاستثمارية والمحفظة المثلى، وإبراز قدرة عدد من نماذج على التنبؤ بأداء المحفظة الاستثمارية المستقبلي، وإختيار أحسنها وفق أسس وأساليب علمية، ونجد من بين هذه المقاييس والمؤشرات مؤشر ترنر وجونسن، وقامت هذه الدراسة على عينة من بيانات تداول للشركات المكونة للمحافظ في بورصة الجزائر.

ولقد أوضحت الدراسة أن مؤشر ترينر وجونسون لهما دور هام في قياس أداء الحافظة، من خلال مساهمتهما في اختيار الحافظة ذات الأداء الأحسن، ولكن ليس بضرورة أن تكون الحافظة المختارة لمؤشر الأول هي نفسها المختارة من قبل المؤشر الثاني، كما يمكن أن تكون الحافظة ذات الأداء الأحسن غير كافية لتغطية مخاطر المستثمر.

الكلمات المفتاحية : أداء المحفظة الاستثمارية، المحفظة المثلى، بورصة الجزائر.

Abstract:

This study focused on identifying the evaluation of the performance of the investment portfolio in the stock exchange - the case study of the Algerian Stock Exchange -, which aimed to identify the investment portfolio and the optimal portfolio, and to highlight the ability of a number of models to predict the performance of the future investment portfolio, and to choose the best of them according to scientific foundations and methods. Among these measures and indicators is the Turnerogensen index, and this study is based on a sample of the trading data of the companies that make up the portfolios on the Algeria Stock Exchange.

The study showed that the Trainer and Johnson index have an important role in measuring the performance of the portfolio, through their contribution to selecting the portfolio with the best performance, but it is not necessary for the portfolio chosen for the first indicator to be the same as the one chosen by the second indicator, and it can also be the portfolio with the best performance Insufficient to cover the investor's risk.

The keywords The performance of the investment portfolio, optimal wallet, Algeria Stock Exchange

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر والعرفان:	
إهداء:	
المستخلص:	
فهرس المحتويات:	
فهرس الجداول:	
فهرس الأشكال:	
فهرس الملاحق:	
مقدمة:	أ – ح
الفصل الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية.	**2-39**
تمهيد:	**2**
المبحث الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية.	**3**
المطلب الأول: المحفظة الاستثمارية.	**3**
المطلب الثاني: أنواع المحفظة الاستثمارية ووظائفها.	**7**
المطلب الثالث: تكوين المحفظة الاستثمارية.	**11**
المبحث الثاني :المحفظة الاستثمارية المثلى.	**29**
المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية المثلى.	**29**
المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.	**32**
المطلب الثالث: اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء.	**34**
الخلاصة:	**39**
الفصل الثاني:مؤشرات ونماذج المحفظة الاستثمارية.	**41-64**
تمهيد:	**41**
المبحث الأول: إدارة المحفظة الاستثمارية.	**42**
المطلب الأول: أسس وخطوات إدارة المحفظة الاستثمارية.	**42**
المطلب الثاني: مهام وأسباب إدارة المحافظ الاستثمارية.	**46**
المطلب الثالث: مؤشرات تقيم أداء المحفظة الاستثمارية واستراتيجياتها.	**47**
المبحث الثاني: نماذج تقييم أداء المحفظة الاستثمارية.	**56**

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
المطلب الأول: نموذج شارب Sharp.	56
المطلب الثاني: نموذج ترينر Treyner ونموذج جونسن Jensen .	57
المطلب الثالث: نموذج فاما Fama .	60
الخلاصة :	64
الفصل الثالث: قياس أداء المحفظة المالية في بورصة الجزائر	89-66
تمهيد:	66
المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.	67
المطلب الأول: نشأة ومؤسسات ومهنيون بورصة الجزائر.	67
المطلب الثاني: سير والإدراج في بورصة الجزائر.	71
المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر.	80
المبحث الثاني: تطبيق قياس أداء المحافظ في بورصة الجزائر.	84
المطلب الأول: قياس أداء محافظ الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	84
الخلاصة:	89
الخاتمة:	91
قائمة المراجع:	95
قائمة الملاحق:	104

فهرس الجداول

فهرس الجداول.

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	الفرق بين السند والأسهم	27
1-3	وصف معدل العائد على المحفظة (A) في بورصة الجزائر	84
2-3	وصف معدل العائد على المحفظة (B) في بورصة الجزائر	85
3-3	وصف معدل العائد على المحفظة (C) في بورصة الجزائر	85
4-3	وصف لمعامل بيتا للمحفظة (A) في بورصة الجزائر	86
5-3	وصف لمعامل بيتا للمحفظة (B) في بورصة الجزائر	86
6-3	وصف لمعامل بيتا للمحفظة (C) في بورصة الجزائر87	87
7-3	قياس أداء المحافظ في بورصة الجزائر وفقا لمقياس ترينور	87

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال.

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	مكونات رأس مال المحفظة الاستثمارية	5
2-1	منحنى المحافظ(الخط الفعال).	30
3-1	تحديد نقطة المحفظة المثلى بيانيا	30
4-1	تحديد المحفظة المثلى في ظل افتراض وجود الأصول الخطرة	31
5-1	الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من الخطر	33
6-1	الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته	33
7-1	الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر	34
8-1	منحنى السواء المستثمر محافظ.	35
9-1	منحى السواء لمستثمر محايد	35
10-1	منحنى السواء لمستثمر يحب المخاطر	36
11-1	منحنى السواء للمستثمر الأكثر تجنبا للمحافظ ذات المخاطر العالية.	36
12-1	منحى السواء للمستثمر الأقل تجنبا للمحافظ ذات المخاطر العالية	37
13-1	منحنى المستثمر الكفء	38
1-2	النموذج العام لإدارة المحفظة الاستثمارية	45
2-2	نسبة شارب الموجبة والسالبة	49
3-2	قياس الأداء حسبsharpe	56
4-2	الطريقة البيانية لـ " ترينور" لخط الانحدار	58
5-2	خطوط انحدار قيمتين مختلفتين في التطاير	59
6-2	تقييم الانتقالية	62
1-3	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	71

فهرس الملاحق

فهرس الملاحق

رقم	عنوان	الصفحة
1	بيانات تداول للشركات المكونة للمحافظ محل الدراسة.	**104**

مقدمة

التغيرات المحلية والعالمية التي طرأت على الاقتصاديات المعاصرة أدت إلى وجود استثمارات كبيرة الحجم تتطلب أموال ضخمة وطاقات كبيرة، كما عرفت تنوعا في المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، حيث يتميزون بامتلاكهم لفوائض مالية ولهم فرص أو عدة اختيارات لتوظيف واستثمار هذه الفوائض، ولعل أهم تلك الفرص المتاحة في الاقتصاد المعاصر هو الاستثمار في الأوراق المالية،و من أهم الأدوات الاستثمارية في الوقت الحالي تكوين محفظة استثمارية والتي وضع نظريتها (هاري ماركويتز) عام 1952، والمحفظة الاستثمارية هي عبارة عن مجموعة من الأدوات الاستثمارية المختارة، يدير هذه المحفظة شخص ذو دراية وخبرة في مجال الاستثمار، وقد تكون جميع أصول المحفظة الاستثمارية أصول حقيقية مثل السمع والمعادن الثمينة والممتلكات العينية، وقد تكون جميع أصول المحفظة الاستثمارية أدوات مالية كالأسهم والسندات والخيارات... الخ، وفي معظم الأحيان يتم الجمع بين الأصول الحقيقية والأدوات المالية لتكوين المحفظة الاستثمارية.

بما أن الهدف من تشكيل الحافظة هو تعظيم العائد وتدنيت المخاطر فلابد من إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية وكذلك الانجازات المحققة لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف على مواطن القوة لتدعيمها وتشخيص مواطن الضعف لمعالجتها وتطويرها، ويمكننا في هذا الإطار الاعتماد على الأسلوب المزدوج الذي يقيس أداء الحافظة بالنظر إلى العائد والمخاطرة، ومن بين الأساليب المزدوجة نذكر :مقياس شارب، مقياس ترينو، مقياس جنسن.

إن الإدارة الجيدة للمحافظ الاستثمارية تستلزم القيام بمجموعة من التحليلات سواء على المستوى الاقتصادي الكلي أو على مستوى الشركات المصدرة للأوراق المالية، أو بدراسة تحركات أسعار هذه الأوراق بناءا على قيمها التاريخية، وهنا نميز بين نوعني من التحليلات وهي التحليل الأساسي والتحليل الفني.

ومن أهم القرارات الإستراتيجية في بناء المحفظة الاستثمارية ما يعرف بقرار المزج الرئيسي، يتم بموجبه تحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة، ويشمل قرار المزج الرئيسي تحديد أنواع الأصول التي تتشكل منيا المحفظة، والوزن النسبي لكل أصل في المحفظة، والقطاعات التي سيتم الاستثمار فيها والأصول في كل قطاع والتي ستدخل في هيكل المحفظة، لكن هذا التوزيع قد يعاد ترتيبو في المستقبل وذلك إذا ما استجدت ظروف تستدعي ذلك.

تكتسي البورصة أهميتها في اقتصاديات الدول المتقدمة باعتبارها الأداة التي تدفع بعجلة الاقتصاد نحو التنمية الاقتصادية الشاملة، حيث تقوم البورصة بدور هام في استحداث نوعيات جديدة من الأوراق المالية التي تناسب رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المدخرة ذات الفوائض المالية، وكذا رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية ذات الاحتياج المالي، إلا أن التغيرات الاقتصادية العشوائية الحاصلة على مستوى البورصة أصبحت تحدث اختلالات على مستوى القرارات الاستثمارية، فمثلا أزمة الرهن العقاري أبعدت المستثمرين من البورصة نتيجة لتدهور قيمة السوقية للاستثمارات وبالتالي عدم التفرقة بين الاستثمارات الجيدة والغير جيدة، ولذلك كان من الضروري إعادة تقديم النماذج أو النظريات التي تبين للمستثمرين الماليين طرق اختيار استثماراتهم المثلى وبالتالي العودة إلى الاستثمار في البورصة.

إن التغيرات الحالية جعلت من البورصات أهم هيأة يمكنها القيام بإدارة المحفظة المالية، هذا وتجدر الإشارة إلى أن نطاق عمل البورصة كمدير لمحفظة عملائه لا يتوقف عند هذا الحد فقط، إذ يمكنه تقدمي خدمات أخرى كحفظ الأوراق المالية مسك حسابات عملائه المتعلقة بالأوراق المالية، الإشراف على عمليات التسوية والمقاصة المتعلقة بموجودات المحفظة المالية.

– إشكالية الدراسة:

بناء على ما تقدم يمكن طرح الإشكالية الرئيسية كالتالي:

ما هي الطرق والأساليب المستعملة في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية في بورصة الجزائر؟

الأسئلة الفرعية:

للتوصل إلى الإجابة عن الإشكالية الرئيسية نستعين بالأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هو المحفظة الاستثمارية ؟ وما هي مكوناتها؟
2. كيف يتم بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية ؟ وما هي أهم نماذج تقييمها؟
3. بماذا يقاس أداء المحافظ المشكلة في بورصة الجزائر؟

– فرضيات الدراسة:

للإجابة على السؤال الرئيسي وكذا الأسئلة الفرعية السابقة، قمت بصياغة مجموعة من الفرضيات نعتبرها إجابات أولية غير يقينية، وهي كما يلي:

1. المحافظ الاستثمارية عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية المكونة من أوراق الملكية، أوراق الدين وأوراق المهجنة؛
2. تبنى المحفظة الاستثمارية استنادا على أداء المؤشرات في السوق،وأهم نماذجها هي نموذج ترينو ونموذج شارب ونموذج جونسن ونموذج فاما.
3. تقاس أداء المحافظ المشكلة في كل من بورصة الجزائر بمؤشر شارب ومؤشر ترينور.

– أهمية الدراسة:

تبرز أهمية البحث من انه فيما سبق كانت الحافظة المالية أداة استثمارية فقط مثلها مثل أي أصل مالي (أسهم، سندات)، لكن مع التطورات الحاصلة في عالم الاستثمار أصبح للحافظة المالية دور مزدوج، فهي أداة استثمارية، و أداة لتغطية و تقليل المخاطر، وبما أن الحافظة المالية قد لا تحقق النتائج المرغوب بها من حيث العائد والخطر، كان لابد من تطوير نماذج وتقديم مؤشرات ونسب تسمح بإدارة وتقييم حافظة الأوراق المالية.

– أهداف الدراسة:

بناء على تحديد المشكلة موضوع البحث وفرضيات الدراسة، فإن الأهداف التي أسعى إلى تحقيقها من خلال هذه الدراسة، تكمن فيما يلي:

الغرض من هذا البحث هو إبراز الدور الذي تلعبه البورصات في جمال إدارة المحافظ المالية، باعتباره دور جديد ووظيفة حديثة أصبحت تزاولها البورصات اليوم، حيث فرضتها عليها التغيرات المحلية العالمية، الأمر الذي

أوجب على البورصات التوجه إلى مجالات حديثة وكذا إحداث تغيرات جوهرية على مستواها من ناحية الأداء والسياسات والعمليات والنتائج والتوجهات بغرض زيادة فعالية تعاملها وتوسيع هامش ربحها، والهدف من كل ذلك هو محاولة تجنيب أصحاب الأموال(أفراد، مؤسسات، أو بنوك أو غريها) المخاطر المحتملة وتحقيق العوائد المجزية، نظرا للتغيرات الدورية في البيئة الاقتصادية التي تحدثها تدفقات رؤوس الأموال في الأسواق المالية على المستثمر ولذلك تم تجسيد أهداف هذا البحث في الأسباب التي أدت اختياره ونذكر منها:

1. الوقوف على واقع المناخ الاستثماري بالبورصة؛

2. توضيح أهم المفاهيم المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية؛

3. تجنب مخاطر المحفظة الاستثمارية مع تحديد السياسات التي تتبعها المحفظة الاستثمارية للحد منها؛

4. تسليط الضوء على أعلية استخدام المؤشرات يف تقييم المحفظة الاستثمارية؛

5. تسعري الأوراق المالية وفق لنموذج تسعري الأصول الرأسمالية ونموذج التسعير بالمراجحة في بورصة الجزائر.

– مبررات اختيار الدراسة:

هناك عدة مبررات ودوافع دعتنا لاختيار هذا الموضوع والبحث فيه دون غيره من المواضيع، أهمها:

1. ارتباط هذا الموضوع بتخصص (الاقتصاد النقدي والبنكي)، وكذلك رغبتي في دراسة هذا الموضوع؛
2. نقص الدراسات والبحوث التي تناولت تقييم أداء المحفظة الاستثمارية في البورصة الجزائر؛
3. أهمية الموضوع وذلك من خلال إبراز أداء المحفظة الاستثمارية؛

– منهج وأدوات الدراسة:

حتى نتمكن من الإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية واختبار الفرضيات المطروحة، سوف يتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في دراسة الجوانب النظرية، بالإضافة إلى استخدام أسلوب دراسة الحالة، حيث تم اختيار بورصة الجزائر، وهذا المنهج يمكنني من تقييم وضعية حافظة الأوراق المالية بشيء من التفصيل لتوصل إلى نتيجة واضحة بشأنها، فاستعنت في هذا الصدد بأدوات التحليل القياسي، الإحصاء الكلاسيكي وعلى شبكة الإنترنيت من أجل الحصول على معلومات حول بورصة الجزائر.

– حدود الدراسة:

تقتصر الدراسة في جانبها النظري على نشأة وتطور المحفظة الاستثمارية، وجرت الدراسة التطبيقية حول بورصة الجزائر وبالتحديد حول أداء محافظ الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة من 07 جانفي 2021 إلى 01 جويلية 2021.

– الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات والأبحاث العلمية الأكاديمية النظرية والتطبيقية التي سبقت دراستي هذه، والتي عالجت موضوع تقييم أداء المحافظ الاستثمارية ومن جوانب عدة، ونذكر منها:

1. دراسة بن العايش حسان بعنوان: تشكيل وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية، لقد أوضحت الدراسة النماذج والمؤشرات المستعملة لتقييم وقياس أداء الحافظة المالية من الجانب النظري، دون تطبيق هذه الأدوات على حافظة حقيقية بعذر عدم وجود سوق مالي حقيقي في الجزائر لإجراء الدراسة.

2. دراسة فيصل حمدي بعنوان تسيري المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، سنة 2006 ،ركزت هذه المذكرة على التخلص من المخاطر غير النظامية كجانب من تسيري الحافظة، ولكنه لم تتطرق إلى قياس أدائها.

3. دراسة حمداوي الطاوس بعنوان الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر لسنة 2008 ،جاءت هذه الدراسة لتوضيح كيفية الاستثمار في الأوراق المالية وإمكانية إدارة المخاطر المحيطة.

– صعوبات الدراسة:

واجهنا أثناء البحث عدة صعوبات معظمها في الجانب التطبيقي من أهمها صعوبة الحصول على المعلومات والبيانات الكافية لمعالجة الموضوع والمرتبطة بالبورصة محل الدراسة ، وكذلك نقص المعلومات المتعلقة بموضوع أداء المحافظ الاستثمارية.

بالإضافة إلى نظرا أهمية الموضوع واتساع نطاقه وكذا صعوبته نوعا ما، فإنه يتطلب متسعا من الوقت لإلمام بمختلف جوانبه وهو الذي لم يكن في متناولنا نظرا للالتزامات الدراسية الأخرى وكذا تحضير الجانب التطبيقي، إذ يجب التدقيق جيدا في الأرقام والنسب المالية عند حسابها من أجل الوصول للنتائج المرجوة.

– هيكل الدراسة:

للإجابة على إشكالية البحث واختبار صحة الفرضيات المطروحة، سوف نقوم بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول:

المقدمة.

الفصل الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية.

من خلال الفصل الأول سوف أتناول مفاهيم متعلقة المحفظة الاستثمارية، أهميتها، أنواعها المختلفة، بالإضافة إلى مكوناتها واليات تكوين المحفظة الاستثمارية، كما سوف أتطرق إلى المحفظة الاستثمارية المثلى وأهم مبادئها واختيارها بيانيا وعن طريق منحنى السواء .

الفصل الثاني: مؤشرات ونماذج تقييم المحفظة الاستثمارية.

حيث سوف أتطرق في هذا الفصل إلى إدارة المحفظة الاستثمارية من خلال تقديم أسس وخطوات إدارة المحفظة الاستثمارية، وأستعرض أهم مؤشرات واستراتجيات وسياسات المحفظة الاستثمارية، كما سوف أقدم نماذجها.

الفصل الثالث: قياس أداء المحفظة المالية في بورصة الجزائر

في الفصل الأخير، سوف أقوم بعرض قياس أداء المحفظة المالية في بورصة الجزائر، من خلال تقديم بورصة الجزائر في المبحث الأول، نشأتها ومؤسساتها ومهنيون بها، كيفية سير والإدراج فيها، والمتدخلون فيها، وأتطرق إلى تطبيق قياس أداء المحافظ في بورصة الجزائر.

الخاتمة.

الفصل الأول:

ماهية المحفظة الاستثمارية

مقدمة:

موضوع المحافظ الاستثمارية من المواضيع التي شكلت حيزا كبيرا في حقل الإدارة المالية لما له من جوانب عديدة يمكن التطرق لها ودراستها من جهة، ومن جهة أخرى لما تحققه المحفظة الاستثمارية من مردودية للمستثمر إذ ما تمت إدارتها بشكل كفء، حيث تعد من أكثر التنظيمات التي أخذت حيزا مهما في الدراسات الاستثمارية واتخذت صيغا وأشكال متعددة وهذا يتطلب تحديدا دقيقا لكافة عناصرها وأنواعها، ويعد الباحث ماركوتز من الأوائل الذين نظروا في أدبيات المحفظة ووضع نظريتها و قواعدها الأساسية ليسترشد بها المستثمر ومديرو المحافظ المالية والهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب.

ولهذا سأتطرق في هذا الفصل إلى:

- **المبحث الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية.**
- **المبحث الثاني: تكوين المحفظة الاستثمارية.**

المبحث الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

يعتبر الاستثمار عملية إدارية لها أهدافها ووسائلها وهي تتطلب استخدام استراتجيات وقدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية، وهي قبل ذلك تحتاج إلى التعرف على القدرات والخبرات والاحتياجات الذاتية، وكأي عملية إدارية أخرى فالاستثمار بحاجة إلى التخطيط وإلى ضرورة التقدم بخطوات مدروسة ومحسوبة بعناية والأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطرة وظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ القرار.

المطلب الأول: المحفظة الاستثمارية

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد، وعلى هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية من خلالها يتم تحديد المعايير التي يتم على أساسها اختيار الاستثمار المناسب، وبالمقابل يخضع هذا لتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنويع، وهذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها.

أولا_تعريف المحفظة الاستثمارية

التعريف الأول: هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أداة مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع وغيرها، كما تضم أدوات حقيقية: كالعقارات والمعادن النفيسة، وكل ما لا يوجد للانتفاع والاستهلاك المظهري بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح، حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة[1].

التعريف الثاني: هي بمثابة أداة مركبة تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وقد يكون مالكا لها كما قد يكون مأجور[2].

التعريف الثالث: هي تشكيلة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك تجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صوك....) تتباين وتختلف من حيث القيمة ومعدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها[3].

تعرف محفظة الاستثمار على أنها المجموعة الممزوجة من الأوراق المالية المختلفة، أو هي تلك المحفظة التي تضمن مجموعة من الاستثمارات الفردية[4] .

---

[1] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص185.

[2] محمد مطر، فايزة تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 169.

[3] وليد محمد علي كرمون، **أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة**، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2012، ص62.

[4] محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة: سوق المال، التحليل الأساسي، التحليل الفني، أدوات التحليل المالي، مؤشرات أداء السوق، اتجاهات الأسعار، محفظة الاستثمار**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر،2011، ص409.

مجموعة من الموجودات المتمثلة بالأسهم والسندات الممسوكة من المستثمر[1].

مفهوم المحفظة في الاشتقاق اللغوي، ما ورد في معاجم اللغة فان كلمة " المحفظة" تعني في الأصل كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش يحتفظ فيه قطع من النقود والأوراق المهمة الأخرى، وعند سماع كلمة النقود التي تحملها معنا، وبطاقة الائتمان واثبات الشخصية ورخصة السياقة وأي وثائق أخرى نرى أن لها أهمية والتي يتطلب منها حملها باستمرار بين العائد والمخاطرة[2].

مفهوم المحفظة الاستثمارية اصطلاحا"كل ما يملكه المستثمر من أصول و موجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها او المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة"[3].

ثانيا_خصائص المحفظة الاستثمارية:

تمتاز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع كما تختلف من حيث الجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية وهي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات، الذهب والفضة والمشاريع الاقتصادية، وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، أذنات الخزينة والخيارات أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد و المخاطر وأخرى مرتفعة العوائد والمخاطر.

كما تمتاز الأصول الحقيقية أو الاستثمارات الحقيقية بمجموعة من الخصائص منها[4]:

1. عدم تجانسها لذلك فإنها تحتاج إلى نوع من لخبرة والتخصص في كل مجال من مجالاتها.

2. منخفضة السيولة وذلك لصعوبة تحويلها إلى نقد خلال فترة زمنية محددة وبدون خسارة.

3. ارتفاع نفقات كنفقات النقل والتخزين...الخ .

أما الاستثمارات المالية فيقصد بها الحقوق على الثروة ويترتب في حيازتها حق مالي يخول لصاحبها المطالبة بأصل حقيقي، وعادة ما يكون هذا الحق مرفق بصك أو مستند قانوني، ومن أمثلة الاستثمارات في الأصول المالية: الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد والسوق المالي.

أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد ولكنها منخفضة المخاطر، وأخرى مرتفعة المخاطر كثيرة العوائد، وعلى الرغم من أن المحفظة الاستثمارية بمفهومها الواسع تشمل كل الموجودات والأصول الاستثمارية إلا أنها بمفهومها الضيق يمكن أن تكون أكثر تخصصا بحيث تشمل فقط بعض الأدوات الاستثمارية التي تهدف إلى تفادي المخاطر الكبيرة التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار عن طريق التنويع الذي

---

[1] Ross, Stephen ; Westerfield, Randolph.w.and Jordan, d, Bradford :(Fundamentals of Corporate Finance) 4^{th}.ed Irwine/Mc Graw-Hill Companies,1998.p370.

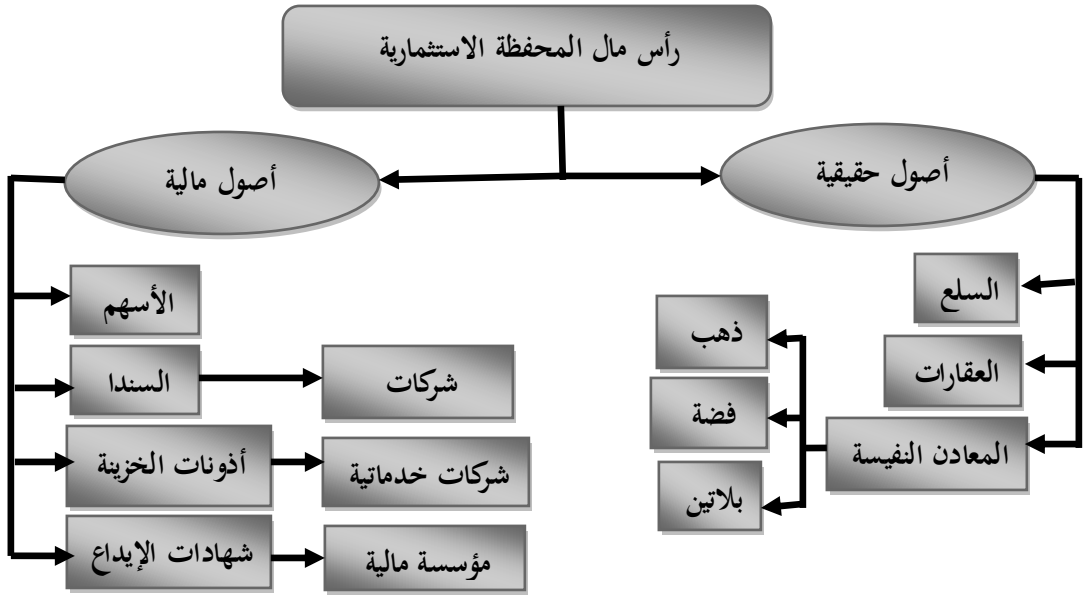
[2] عبد القادر حوة، **بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة**، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010/2009، ص 126.

[3] وليد الصافي، انس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص204.

[4] بن موسى كمال، " **المحفظة الاستثمارية: تكوينها مخاطرها**"، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد الثالث، 2004، ص37.

يعتمد عليه مبدأ المحفظة مع ضمان حد مقبول من الدخل ونمو مضطرد من رأس المال بالإضافة إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من مميزات الاستثمار الناجح أي زيادة القيمة السوقية لرأس المال.

الشكل رقم 1-1: مكونات رأس مال المحفظة الاستثمارية.



المصدر:ناظم محمد نوري الشمري وآخرون " **أساسيات الاستثمار العيني و المالي**"،الطبعة التاسعة،الأردن، 1999، ص45.

ثالثا_أهمية المحفظة الاستثمارية:

ويمكن حصرا أهمية المحفظة الاستثمارية في النقاط التالية[1]:

1. توافر فائض مالية لدى مختلف القطاعات أو المؤسسات سواء كانت صناعية أو تجارية أو خدمية، أفراد كانوا أو مؤسسات إنتاجية أو مالية؛

2. توسع نشاط المؤسسات المالية ومؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة، وكذلك التوسع في تقديم الخدمات والنصائح الاستثمارية إلى المستثمرين إضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الداخلية والخارجية نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي وازدهار تكنولوجيا المعلومات واستخدام الانترانت في التداول؛

3. الاهتمام بتحقيق مبدأ الفرص البديلة، أي العمل على استغلال رأس المال الفائض الاستغلال الأمثل بغرض، تحقيق الربح، حتى ولو كان الاستثمار في نشاط مختلف عن النشاط الأصلي للمؤسسة المولدة للأموال.

4. توسع نشاط بعض المؤسسات ذات الطبيعة الخاصة التي بالأموال، مما أدى إلى تراكم الأموال بأحجام كبيرة لديها كمؤسسات تامين وصناديق التامين والتقاعد والتوفير، حيث تتراكم لديها الفوائض المالية، نتيجة لوجود التزامات تترتب عليها، يتطلب الأمر قيامها باستثمار هذه الفوائض لي تستطيع الإيفاء بالالتزامات المالية

[1] غازي فلاح المعني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المنهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 18.

المختلفة في الحجم والوقت المناسبين، من ما يتطلب إيجاد أدوات استثمارية ومحافظ استثمارية حاجات هذه المؤسسة.

رابعا_أهداف المحفظة الاستثمارية

تتمثل أهداف المحفظة الاستثمارية فيما يلي[1]:

1. درجة عالية من الآمان: يعني الحفاظ على رأس المال مع ضمان دخل معين، وهذا لصيانة القدرة الشرائية لرأس المال، لهذا فهي تشكل من سندات ذات دخل ثابت و أخرى ذات دخل متغير؛

مثلا شركات تأمين الحياة تهتم بضمان انتظام معدل العائد أكثر من اهتمامها بالسيولة، فمحافظها متكونة خاصة من سندات ذات الأجل الطويل؛

2. الدخل المنتظم: إذا كان الهدف من المحفظة هو ضمان دخل منتظم، فإن جزء كبير من المحفظة يكون من السندات من الدرجة الأولى أو من سندات الخزينة، أو أسهم توزع دخل منتظم؛

3. التحفظ: يعني العمل على ضمان قيمة رأس المال، في نفس الوقت ضمان دخل مع ين فيجب أن تكون المحفظة متنوعة، فالاختيار يكون بين انتظام الدخل و نمو الدخل و بالمثل يجب التحكيم بين دخل قصير المدى ودخل طويل المدى؛

4. النمو: إذا كان المستثمر يريد شراء أوراق مالية متوسطة الأجل ولم يكن بحاجة إلى السيولة بسرعة، يستطيع استعمال رأس ماله في شراء أوراق مالية ذات أرباح عالية، لكن بالمقابل يمكنه تحمل مخاطر عالية.

إن الشركات التي تستثمر في هذا النوع من المحافظ تتصف بما يلي[2]:

أ. استثمارات عالية؛

ب. معدل نمو المبيعات أعلى بالمقارنة مع القطاع؛

ت. معدل عالي للمردودية؛

ث. نظام مالي متوازن؛

ج. إهتلاكات مرتفعة؛

ح. قدرة هائلة للتمويل الذاتي.

[1] غازي فلاح المعني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، مرجع سابق، ص19.

[2] تلي سعيدة، "**التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية: دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة عمان**"، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2008-2009 ،ص ص15-16.

المطلب الثاني: أنواع المحفظة الاستثمارية ووظائفها

تتعدد أنواع المحافظ تبعا لتعدد مكوناتها وأساليب إدارتها وأهدافها ورغبات المستثمرين فيها، لذلك يمكن تقسيم المحافظ وفقا لمعايير محددة، حيث سنتعرف على أهم أنواع المحفظة الاستثمارية، بالإضافة إلى الوظائف المختلفة التي تقوم بها.

أولا_أنواع المحفظة الاستثمارية

يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية إلى الأنواع التالية[1]:

1. معيار الملكية.

أ. **المحافظ الخاصة–محافظ العملاء:** هي المحافظ التي تم تشكيلها بناء على طلب العملاء وحسب رغباتهم، حيث يحدد المستثمر في هذا النوع من المحافظ لمدير المحفظة، الأدوات التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها، وكيفية إدارتها، بحيث يكون دور المدير دورا تنفيذيا، يعمل بتوجيهات العميل، وقد يترك العميل في هذا النوع من المحافظ أيضا لمدير المحفظة حرية التصرف، وفق ما تقضيه ظروف السوق ومتطلبات الاستثمار والمستجدات فيه، والذي بدوره يجب أن يجعل هذه المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمتان والسيولة والربحية؛

ب. **محافظ عامة (محافظ المؤسسات):** هي محافظ لمؤسسات استثمارية عامة مكونة من أدوات استثمارية متنوعة على شكل صناديق مشتركة أو شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام، ويكون المستثمر مساهم في رأس مال الشركة، وليس له دور في إدارة المحفظة ألا بقدر ما نسبة ملكية من الأسهم.

2. معيار الأدوات المستخدمة.

وتنقسم المحافظ بناء الأدوات المستخدمة فيها إلى:

أ. **محافظ الأدوات التقليدية:** مثل الأسهم، السندات، شهادات الإبداع وإسناد القروض والأوراق المستحدثة المعادن النفيسة؛

ب. **محافظ العملات الأجنبية**، تنقسم إلي[2]:

- **المحفظة النقدية:** تتكون عادة من مزيج من ودائع أو شهادات إيداع بالعملات الأجنبية المختلفة تقدر قيمتها بمائة ألف دولار فما فوق؛
- **المحفظة المركبة:** تتكون من مزيج من العملات الأجنبية مستثمرة في أوراق نقدية وأوراق مالية مختلفة محررة بالعملات الأجنبية وتقدر قيمتها بمليون دولار فأكثر؛

[1] منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص211.

[2] بن موسى كمال، مرجع سابق، ص37.

➢ **محفظة المحور الأمريكي**: وتتضمن الاستثمار بالدولار الأمريكي بشكل خاص، والأورو دولار أي الدولار الأمريكي الموجود في أوبا؛

– **محفظة المحور الأوربي**: وتتضمن الاستثمار بالعملات الأوروبية، ألان أصبحت هناك عملة واحدة وهي الأورو؛

– **محفظة المحور المختلط المتوازنة**: وتتضمن الاستثمار بمزيج من عملات الاتجاهين الأمريكي والأوربي ويقع الاستثمار في حقوق السحب الخاصة ضمن هذا الاتجاه[1].

3. معيار الأهداف.

أ. محفظة الدخل: ترتكز على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، حيث أن غالبية الأشخاص الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكون من صغار المستثمرين والذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطر واو كانت هذه المخاطر تنطوي على عوائد أكبر[2]؛

ب. محفظة النمو أو الربح: وهي المحافظ التي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق ربح رأسمالي كالاستثمار في الأسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نموا متواصلا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربة[3]؛

ت. المحفظة المتوازنة : وهي تهدف إلي تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين قصير الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد، وهذا يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط والمخاطر[4].

---

[1] بن موسى كمال، مرجع سابق، ص37.

[2] حسين خربوش، آخرون، **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق**، مؤسسات التجهيز المكتبة، الأردن، 1996، ص67.

[3] قصوري هاجر، قوارطة لبنى، **تاثير العوامل السلوكية في تقييم أداء المحافظ المالية دراسة حالة–بورصة باريس للقيم المقولة–للفترة 2010–**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2013/2012، ص18.

[4] عبد الرزاق قاسم، أحمد العلى، **إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية**، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010–2011، ص77.

ث. من حيث مكوناتها:

حسب هذا المعيار يمكن تصنيفها إلى نوعين [1]:

- **محافظ شاملة:** هي التي تحتوي على أوراق مالية متعددة وليست مقتصرة على شكل معين كالأسهم فقط أو السندات فقط، كما أنها شاملة من حيث التنوع الجغرافي وغير مقتصرة على منطقة جغرافية معينة؛
- **محافظ متخصصة:** هي محافظ خاصة وعكس الأولى وتكون مقتصرة إما على الأسهم فقط أو السندات وتعمل في نطاق جغرافي محدد.

4. معيار جنسية الأدوات التي تدخل في تكوينها.

أ. محافظ محلية: وتشمل على أدوات استثمارية التي تم إصدارها عن طريق الشركات الوطنية و الحكومية والتي تتداول في الأسواق المحلية فقط؛

ب. محافظ دولية: وتشمل على أدوات استثمارية لشركات وحكومات أجنبية.

بالإضافة إلى هذه الأنواع هناك محافظ تختلف باختلاف تواريخ الاستحقاق الأوراق المالية المتكونة منها أوراق مالية طويلة أو قصيرة، كما أن هناك محافظ تختلف حسب المخاطر، منها محافظ أوراق مالية ذات مخاطر وأخرى خالية من المخاطر، ويمكن إنشاء محافظ مختلفة بين النوعين.

إذن من خلال ما سبق نستنتج أن المحافظ الاستثمارية (المالية) تبنى على أساس مبدأ التنويع، لتحقيق هدف التوازن بين العائد و المخاطرة.

فالخطر الكلي للمحفظة يتمثل في[2]:

- **الخطر غير المنتظم:** وهو الخاص بالمحفظة بعينها؛
- **الخطر المنتظم:** وهو الخاص بخطر السوق.

بحيث يمكن تخفيض الخطر الأول عن طريق التنويع القطاعي للمحفظة، أما الخطر الثاني فيمكن تخفيضه عن طريق التنويع الدولي (أي الاستثمار في البورصات الدولية المختلفة).

---

[1] عبو ريبعة، عبو عمر، بوفليح نبيل، **مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية –دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي**، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي العدد 01 – مارس 2017، جامعة المسيلة، ص 101.

[2] محمد صالح جابر، **الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل لنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2005، ص 281.

5. كما يمكن تصنيف هذه المحافظ وفق كل من معيار نوع الأوراق المالية التي تحتويها، الأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها في آن واحد، وهي كالتالي[1]:

أ. **محافظ العائد المنتظم (الدخل)**: يتأتى الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ باه المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم، الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تذر أعلى عائد، لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلى الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة، وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلا شهريا أو سنويا، ويتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة؛

ب. **محافظ الربح والعائد (المختلطة)**: تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معني، لذا فهي تجتمع بين أوراق مالية التي تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلا كبريا وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلى المزج بني العائد والخطر؛

ت. **المحافظ التقليدية**: هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق، وهذا يعين يحتمل درجة معينة من المخاطر، هذه المحافظ تتكون يف معظمها من أسهم، وتتميز عن المحافظ لسابقة يف أهنا محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق؛

ث. **المحفظة المهاجمة**: هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطرة كبيرة، لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص؛

ج. **المحفظة الحذرة**: هذا النوع من المحافظ يهدف إلي تأمين وضمان زيادة في رأس المال يفي نفس الوقت تحقيق عائد معني، ولهذا فهي تعتمد يف تشكيلها على محاولة التوفيق بين انتظام العوائد ومنه الدخل، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكيم بني الدخل والعائد المحقق في المدى القصر، والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل؛

ح. **المحفظة المضاربة**: تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبرية مع تحمل مخاطر كبرية، لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة اكبر.

[1] Blanche Souci-roubi, L eexique de Banque, Dalloz, 1993, p03.

ثانيا_وظائف المحفظة الاستثمارية

تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية على إنجاز مهمات عديدة، أهمها[1]:

1. تحديد أنواع الأصول الاستثمارية على بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية وكل ذلك بناءا على مسوحات أولية للأسواق المالية والفرص المتاحة؛

2. تعزيز قيم موجودات المحفظة الاستثمارية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات و العمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر؛

3. توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط والعقلانية مع القبول بهامش ضروري للمخاطرة وذلك بالاستناد إلى تنويع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية؛

4. إقرار السياسة الاستثمارية لما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة؛

5. دراسة التغذية الخلفية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية والايجابية لهذه القرارات؛

6. توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وإنجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداء والتداول الحر للأدوات الاستثمارية؛

7. بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق؛

8. تحصين المحفظة وعمليات الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية، خاصة بالنسبة للضرائب المختلفة وهو ما يكون بالابتعاد عن أي تصرف يتم عن التهرب الضريبي أو أي مخالفة مالية أو إدارية أخرى؛

9. صياغة الخطط المختلفة بما فيها الخطط الإستراتيجية طويلة الأجل، والقصيرة الأجل والتي تتعلق عادة بالتداول اليومي للأوراق المالية، مهما كانت فترة الخطة وأهدافها فعلى الإدارة أن تظهر العوائد المتوقعة والتكاليف المباشرة لكل أداة يتم الاستثمار فيها مع ربط الموارد الفعلية والكامنة.

المطلب الثالث: تكوين المحفظة الاستثمارية

يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مقومات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق، خطر الأوراق المالية المكونة للمحفظة والتنويع، وهي العوامل التي يجب على الراغبين في تكوين محافظ مالية أن يضعوها في الحساب حتى يتحقق الهدف المرجو من الاستثمار.

[1] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات،" **الاستثمار في البورصة: أسهم – سندات – أوراق مالية**"، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2006 ،ص 78.

أولا_آليات تكوين المحفظة الاستثمارية

لتكوين حافظة استثمارية يجب على المستثمر أن يأخذ بعني اعتبار المبادئ وعليه أن يمر بمجموعة من المراحل كما أنه يتعرض لبعض القيود والضوابط والشروط.

1. قيود تكوين المحفظة الاستثمارية

ويمكن التمييز بين القيود التالية[1]:

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 إنتهاز 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 وإلتزامية: 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؛

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.

2. مبادئ تكوين المحفظة الاستثمارية

من أجل تكوين محفظة الاستثمارية ينبغي الأخذ بالمبادئ التالية[2]:

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

[1] محسن أحمد الخيضري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، ابتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص 68.

[2] محمد إسماعيل حميد، **أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات**، دار النهضة العربية، ص324.

ب. مبدأ التنويع: يعين ذلك أن تتضمن المحفظة أنواعا مختلفة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، بالإضافة إلى أنه لا يجب المبالغة في التنويع، إذا ينصح الخبراء على أن تكون المحفظة مكونة من 40 إلى 30 ورقة مالية فقط، لان كثرة التنويع قد يؤدي إلى مشاكل منها[1]:

- صعوبة إدارة المحفظة من حيث الحاجة إلى التحليل المستمر للمركز المالي وتتبع ربحية عدد كبير من الشركات المصدرة للأوراق التي تتضمنها المحفظة؛
- ارتفاع تكاليف إدارة المحفظة سواء من حيث استخدام المتخصصين في التحليل المالي والفني لمكونات المحفظة بجانب ارتفاع تكاليف البحث عن استثمارات جديدة؛
- صعوبة اتخاذ قرارات استثمارية سليمة لأن المغالاة في التنويع قد يدفع المستثمر إلى استثمار أمواله في أوراق مالية ذات مخاطر لاتتناسب مع العائد المتوقع.

يمكن أن يأخذ التنويع عدة أشكال أهمها:

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

ت. مبدأ الارتباط: يقصد به درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المختلفة التي تتكون منها المحفظة، حيث وحسب ماركويتز فإنه كلما كان معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية سالب ويقترب من (1-) لما كانت المحفظة أكثر كفاءة وبالتالي انخفاض لتدبدب في عوائدها؛

ث. مبدأ الشمول: يقصد به اشتمال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات، سندات حكومية، اذونات الخزينة...، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة؛

ج.مبدأ الجودة: نقصد 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 يعين توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص تروجيها .

[1] سعيد سيف النصر، **دور البنوك التجارية في إستثمار أموال العملاء**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، ص107.

3. مراحل تكوين المحفظة الاستثمارية

إن إختيار المحفظة المالية يتم عبر ثالث مراحل[1]:

أ. إختيار الأفق الزمني: يمكن القول بأن نماذج لمحفظة تحدد مدة زمنية معينة لحمل الأسهم، ولا يتم خلال هذه المدة أية صفقة للأسهم، وقد تم تحديد الحد الأدنى لألفق الزمني مع المعلومات المتوفرة، وتكلفة تحليل تلك المعلومات ب06 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 وتكلفة التحليل قريبة من الواقع، ويذهب في هذا الاتجاه كل من kritzman و rich حيث يؤكدان على ضرورة وجود مدة زمنية مناسبة وتنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد؛

ب. 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؛

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

4. ضوابط وقيود تكوين المحفظة الاستثمارية:

يخضع المستثمر أو مدير المحفظة عند تكوين المحفظة لمجموعة من الضوابط يمكن إيجازها فيما يلي[2]:

أ. ضوابط وقيود زمنية: تتمثل في المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمار فيه وقد تكون هذه المدة قصيرة، متوسط أو طويلة الأجل، مع الإشارة إلى أنه كلما زادت مدة الاستثمار كلما زاد ذلك من الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية؛

ب. ضوابط وقيود مالية: تتمثل في حجم ونوع الأموال المتاحة للمستثمر (مدير المحفظة) التي من خلالها يتم شراء مزيج مناسب من الأوراق المالية أكبر، فضال عن تجنب التعرض لضغط الحاجة إلى المال بغرض توفير السيولة لصاحب المحفظة؛

---

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

[2] حسام الدين، **كيف تبني محفظتك الاستثمارية**، منتديات الخليج، ص3 أنظر إلى الموقع- :
http//www.thegulfbiz.com/showthread.php ?t=111151

ت. ضوابط وقيود الحاجة إلى تسبيل المحفظة: كثيرا ما يضع صاحب المحفظة قيدا على مدير المحفظة في شكل إمكانية إجراء تسبيل جزء أو كامل المحفظة في الآجال القصيرة لاعتبارات معينة، مما يجعل مدير المحفظة يختار أنواع معينة من الأوراق المالية التي تمكنه من تحقيق هذا القيد كالأسهم والسندات التي يكون الطلب عليها كبير في البورصة؛

ث. ضوابط وقيود ضريبية والتزاميه: على المستثمر أن يأخذ بعني الاعتبار في تكوين محفظته الاستثمارية القوانين والتشريعات التي تعطي مزايا وإعفاءات ضريبية للأوراق المالية أو لشركات بذاتها أو مناطق جغرافية معينة، بالإضافة إلى مدة هذه المزايا والإعفاءات؛

ج. ضوابط وقيود المخاطرة: على المستمر أن يختار الأوراق المالية التي تتناسب فيها درجة المخاطرة مع قدرته على تحملها؛

ح. ضوابط وقيود نفسية ومعنوية: تتأثر اتجاهات وقرارات المستثمرين بالتفضيلات والميولات والنوازع العاطفية لكل منهم، وبالتالي فهي تؤثر في تكوين المحفظة للمستثمر.

5. مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية في المحفظة: إن عملية اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع ثروة المستثمر بين أنواع الأصول الاستثمارية أو ما يسمى تخصيص الموجودات يعد من أهم القرارات في إدارة المحفظة الاستثمارية وجزء مهم من مراحل تكوين المحفظة، وعملية تكوين المحفظة الاستثمارية تمر بأربعة مراحل هي:

أ. التخطيط أو وضع خطة الاستثمار: يعتبر التخطيط الاستثماري ووضع الخطة الاستثمارية بمثابة حجر الأساس الذي سيبنى عليه كافة القرارات التي ستتخذ لاحقا بما في ذلك قرار تخصيص الموجودات، وأثناء وضع الخطة يحدد المستثمر أهدافه الاستثمارية التي يجب أن تتمتع بالواقعية وتحديد نوع المخاطر المستعدة لتحملها والعائد المتوقع من استثماره بما يلائم احتياجاته وظروفه، علما أن هذه الخطوة يجب أن تراجع بشكل دوري وأن تعدل بما يتلائم مع ظروف المتغيرة ومع حاجيات وأهداف المستثمر، والتخطيط الاستثماري خطوة مهمة وضرورية لأي مستثمر مهما كان حجم الأموال المستثمرة؛

ب. دراسة السوق والاتجاهات المستقبلية: وهي الخطوة الثانية في عملية إدارة المحفظة الاستثمارية حيث على المستثمر دراسة الظروف المالية والاقتصادية المتغيرة وتوقع الاتجاهات المستقبلية وبالتالي تحديد الإستراتيجية المثلى للاستثمار، وبما أن هذه الظروف تتغير باستمرار فإن المحفظة تتطلب متابعة مستمرة وتعديل مستمر لتبقى متلائمة مع التغيرات في الأسواق وهذا ما يعرف بعملية التنبؤ وهو ما سوف نركز عليه خلال هذه الدراسة بشكل معمق[1]؛

ت. تكوين المحفظة: بالاعتماد على الخطة الاستثمارية الموضوعية وعلى تنبؤات السوق المالي يتم تطبيق إستراتيجية الاستثمار وتحديد كيف يتم تخصيص الأموال المتوفرة بين الأصول والأوراق المالية المختلفة التي تقلل المخاطر وتحقق احتياجات وأهداف المستثمر؛

[1] حسام الدين، **كيف تبني محفظتك الاستثمارية** ،مرجع سابق، ص213.

ث. المتابعة وتقييم الأداء: وهي من أهم إدارة المحفظة وفيها يتم متابعة أداء المحفظة بشكل عام وأداء كل أصل من الأصول المكونة لها بشكل خاص، كما يجب متابعة احتياجات وأهداف المستثمر وظروف السوق ومقارنة النتائج الفعلية بالتوقعات، ومن ثم التعديل على السياسات الاستثمارية وعلى مكونات المحفظة بما يتناسب مع النتائج التي يتم الوصول إليها[1].

6. شروط تكوين المحفظة:

يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط المهمة التي تضمن النجاح في تكوين المحفظة الاستثمارية وعند إجراء أي تعديل على الأصول المكونة لها ومن تلك الشروط[2]:

أ. اختيار الأصول المكونة للمحفظة على أساس دراسة كل المعلومات المتوفرة عن حالة السوق وعن الأصول المنتقاة ودراسة البيئة الاستثمارية؛

ب. محاولة الحفاظ على ربحية المحفظة وقيمتها السوقية وذلك بالعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تحقق أهداف المستثمر بشكل أفضل؛

ت. توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال العقلانية والتحوط وتحديد هامش معين لتقبل المخاطرة وذلك بتنويع الأصول المكونة بطريقة عملية والعمل بشفافية؛

ث. التنبؤ بأداء المحفظة الاستثمارية بطرق عملية ومقارنة النتائج الفعلية بالنتائج المتوقعة وذلك للوصول إلى أفضل النتائج في المستقبل، وبخاصة للمستثمرين المؤسساتيين؛

ج. دراسة حساسية الأصول المكونة للمحفظة تجاه القرارات الاقتصادية كمؤشرات السوق والاقتصاد بشكل عام؛

ح. إتباع سياسة ومنهجية محددة مسبقا لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتعديل هذه السياسة عند كل تغير في الظروف المحيطة وفي احتياجات المستثمر؛

خ. توفر قدر جيد من السيولة النقدية لواجهة الظروف المتغيرة في السوق والاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة.

[1] حسام الدين، **كيف تبني محفظتك الاستثمارية** ،مرجع سابق، ص213.

[2] معروف، هوشار، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر، الأردن، 2003، ص222.

7. التحليلات الأساسية لتكوين المحفظة الاستثمارية:

أ. التحليل الأساسي: يعتبر من أهم الواجبات التي يقوم بها أي مستثمر قبل تكوين محفظته الاستثمارية ويعرف التحليل الأساسي على انه دراسة الظروف المحيطة بالجهة المصدرة للأدوات الاستثمارية، سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العمة أو الظروف الصناعة التي تنتمي إليها أو ظروف تلك الجهة بحد ذاتها و الهدف من هذا التحليل هو الحصول على معلومات قد تفيد في التنبؤ واتخاذ القرار الاستثماري الأمثل بناء على الأرباح المحققة، والتي تعتبر محددا أساسيا للقيمة السوقية للأدوات الاستثمارية التي تصدرها تلك الجهة؛

إن القيمة السوقية للأدوات الاستثمارية تحدد عن طريق دراسة عدة مراحل هي[1]:

– **المتغيرات الدولية:** يجب على المستثمر أن يكون على إطلاع بكافة المتغيرات الدولية السياسية منها و الاقتصادية والتي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على الهيكل الاقتصادي و الإنتاجي للدولة التي سيقوم بالاستثمار فيها أو شراء الأدوات الاستثمارية التي تتكون محفظة منها حتى يتخذ قراره الاستثماري بشكل صحيح وبما يناسب الظروف المتغيرة؛

– **المتغيرات الاقتصادية المحلية:** على المستثمر أن يتعرف الأوضاع و الظروف الاقتصادية والمحلية وعلى المؤشرات الاقتصادية وتأثير كل منها على الأسواق المالية وعلى الأدوات الاستثمارية التي من الممكن أن تكون محفظته الاستثمارية ومن هذه المتغيرات (التضخم– الانكماش–النمو الاقتصادي– معدلات البطالة– معدلات الفائدة– عرض النقود– سعر الصرف)؛

– **ظروف الصناعة:** إن للمتغيرات الاقتصادية الكلية أثر كبير في الأسواق المالية وأسعار الأسهم، ولكن هذا الأثر يختلف حسب كل قطاع أو صناعة، فالصناعات التي تعتمد على مواد أولية مستوردة مثلا تكون أكثر تأثير بالتغيرات بأسعار الصرف مقارنة بغيرها من الصناعات، ولهذا السبب تظهر أهمية تحليل ظروف الصناعة بالنسبة للمحلل من أجل تحديد القيمة الحقيقية للأوراق؛

– **تحليل الشركة:** يتأثر سعر السهم بأداء الشركة المصدرة له، فزيادة الأرباح في الشركة تؤدي لزيادة التوزيعات وزيادة القيمة السوقية للسهم، ويجب اتخاذ قرار الشراء بعد المقارنة بين القيمة العادلة و القيمة السوقية لأسهم الشركة، ويعتمد تحليل وضعية الشركة على ثلاث مبادئ أساسية:

– مقارنة أداء الشكة مع الشركات الأخرى المنافسة داخل الصناعة؛

– خصائص الإدارة ومدى قدرتها على تحقيق الأهداف الموضوعية؛

– تحليل المركز المالي للشركة.

[1] بشار الشعراني، **التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان لأوراق المالية)** مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015، ص 51.

ب. التحليل الفني: يركز على دراسة التغيرات في السعر للوصل إلى تنبؤات حول ما سيكون عليه السعر مستقبلا، وفلسفة التحليل الفني تقوم على فكرة أن القيمة السوقية للسهم تتحدد بتفاعل قوى العرض و الطلب، وهذه القوى تحكمها عوامل متعددة، وأن السوق يأخذ كل هذه العوامل بعين الاعتبار ويعطي وزن لكل متغير يؤثر على العرض والطلب، وأن الأسعار تتحرك لفترات طويلة في اتجاه معين وأي تغير في الأسعار يرجع في الأساس للتغير بين العرض والطلب، وأن الأسعار تتحرك لفترات طويلة في اتجاه معين وأي تغير في الأسعار يرجع في الأساس للتغير بين العرض والطلب، ويستخدم المحلل مجموعة من الأدوات للقيام بالتحليل الفني لمؤشرات السوق منها[1]:

➢ **أدوات التحليل الفني:**

– **الرسوم البيانية:** يوجد العديد من الرسوم البيانية المستخدمة في التحليل الفني أهمها (الخط البياني، الأعمدة البيانية، الشموع اليابانية، مخططات point and figure)؛

– **أدوات التحليل الفني لأسعار السوق:** وتهدف هذه الأدوات ألي قياس المتانة النسبية للسوق وتحديد اتجاهات وحركات الأسعار فيه، وهناك ثلاث أنواع من المقاييس تستخدم لهذا الغرض؛

– **مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين (Inverstor Sentiment)**: تعتبر هذه المقاييس مؤشرات عن الاتجاهات مؤشرات عن الاتجاه المستقبلي لحركة أسعار الأسهم والسندات وأهم هذه المقاييس مؤشر بارون الذي تنشره أسبوعيا مجلة باون وحسب بالمعادلة التالية:

$$\mathbf{Pr}=\frac{r_H}{r_w}\times 100$$

حيث:

Pr: مؤشر الثقة.

r_H :عائد السندات مرتفعة الجودة

r_w: عائد السندات متوسط الجودة.

إن ارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل أن الحالة الاقتصادية جيدة وبالتالي التوقيت مناسب للشراء، والعكس صحيح.

– **مقاييس وجهة النظر المضادة (Contrary Opinion)**: تقوم هذه القواعد عمى فكرة أن معظم المستثمرين يتخذون قرارات خاطئة عندما تكون الأسعار في السوق في طريقها إلى التحول، لذلك على المستثمر أن يحدد قرارات هؤلاء المستثمرين ويتخذ قرارات معاكسة، ومن أكثر المقاييس شيوعا مؤشر توازن الكميات

[1] بشار الشعراني، **التنبوأ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان لأوراق المالية)**، مرجع سابق، ص51.

الكسرية حيث أن الكميات الكسرية هي صفقات البيع والشراء التي لا تتجاوز المئة سهم ويحسب بالمعادلة:

$$\mathbf{P_{DD}}=\frac{S_{DD}}{C_{DD}}$$

حيث:

$\mathbf{P_{DD}}$: مؤشر توازن الكميات الكسرية.

S_{DD} : مبيعات الكميات الكسرية.

C_{DD} : مشتريات الكميات الكسرية.

إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتها وبالتالي كلما زادت قيمة المؤشر فإن على المستثمر الذي يعمل بوجهة النظر المضادة أن يقوم بعملية الشراء، ويقوم بعلمية البيع في حال انخفضت قيمة المؤشر لأقل من الواحد الصحيح.

– قاييس المستثمر المحترف: يسود الاعتقاد أن الصفقات التي يقوم بها المستثمر المحترف هي التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكبار المالك والمتخصصين، لذلك يستحسن تقليد قراراتهم الاستثمارية، ويمكن معرفة اتجاهات قرارات المستثمرين المحترفين اعتمادا على المعادلة التالية[1]:

$$\mathbf{RC}=\frac{S_S}{\sum S_S}$$

حيث:

RC: نسبة البيع عمى المكشوف لمتخصص.

S_S : المبيعات عمى المكشوف لمتخصص.

$\sum S_S$: مجموع المبيعات عمى المكشوف.

إذا ارتفعت قيمة المؤشر عن 1.6 فذلك مؤشر على انخفاض في الأسعار، وفي حال انخفاض عن 1.45 فذلك دليل على ارتفاع وشيك في الأسعار، وما بين هذين الرقمين يكون هناك حالة من ثبات في الأسعار، ويمكن أيضا الاعتماد على مؤشر الكميات الكبيرة = عدد الصفقات بأسعار صعودية / عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية، وكلما ازداد هذا المؤشر فإنه يدل على حالة ازدهار ورواج.

ومن المشاكل التي تحد من تقديم هذه النسب لمعلومات ذات منفعة أنها ليست مؤشرات طويلة الأجل ولأن هناك فارق زمني بين حدوث العمليات ونشر بياناتها وبسبب لجوء المتخصصين لتغطية اتجاهاتهم

➢ **أدوات التحميل الفني لأسهم المنشآت:** من أهم هذه الأدوات)خريطة القوة النسبية – خرائط الأعمدة البيانية – خرائط مستويات الدعم والمقاومة – خريطة الرأس والأكتاف.

[1] بشار الشعراني، **التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان لأوراق المالية)** ، مرجع سابق، ص 52.

ثانيا_مكونات المحفظة الاستثمارية:

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

1. أوراق الملكية.

أ. تعريف السهم.

التعريف الأول: هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصته في رأس المال الشركة[1].

التعريف الثاني :عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عيني[2].

التعريف الثالث: لأسهم تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون[3].

من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتب هبا وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال.

ب. خصائص السهم: يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

- **الأسهم متساوية القيمة** : يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية تكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس المؤسسة بقيم مختلفة[4]؛
- **عدم القابلية للتجزئة:** يمكن لأكثر من مساهم أن يشترك في ملكية السهم، ولكن يجب أن ينوب عنهم شخص واحد فقط ليمثلهم أمام الشركة، فالسهم من الأوراق المالية غير القابلة للتجزئة؛

[1] ضياء مجيد الموسوي، **البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات**، مؤسسة شهاب الجامعية، مصر، 2003، ص44.

[2] بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص25.

[3] هوشيار معروف كاكامولا، **الاستثمار والأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 78.

[4] شعبان محمد إسلام البرواري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، الطبعة الأولى، دار الفكر، سوريا، 2002، ص75.

➢ **القابلية للتداول بالطرق التجارية:** توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها؛

➢ **المسؤولية المحددة:** مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما حيث تكون مسؤوليته غير محدودة[1]؛

➢ **تقادم حق المساهم:** لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في اليوم التالي الذي يبدأ وينتقل فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال[2]؛

➢ **مخزون للقيمة:** تتزايد قيمة الورقة المالية بزيادة نجاح الشركة المصدرة لهذا السهم فضلا عما تدار لحاملها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد أمواله بأقل خسارة ممكنة[3].

ج. **أنواع الأسهم** : يمكن تقسيم الأسهم لأنواع مختلفة، لكن ما يهمنا هو تقسيم الأسهم على أساسين هما:

➢ **تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار** .

و تقسم إلى 3 أنواع :

– **أسهم لحاملة:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها ومن أهم مزايا هذا الشكل أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، ومن أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع [4]؛

– **السهم الاسمي:** يصدر هذا النوع باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل باسمه في سجلات المؤسسة[5]؛

– **السهم ألإذني أو الأمر:**أسهم تتضمن عبارة(الأمر)، وتتداول بطريق التظهير كسائر السندات التي تحمل شرط الأمر، وهي نادرة بل أقل حتى من الأسهم لحاملها مع ندرة الأخيرة، وهذا هو السهم الأذني إذ يكتب اسم صاحب الحق مسبوقا بعبارة أو لإذن[6].

---

[1] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2004، ص120.

[2] وليد أحمد صافي، **سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية حالة تطبيقية: سوق عمان المالي**، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 1997/1996، ص123

[3] محمد الصيرفي، **البورصات**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص154.

[4] مراد كاظم، **البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية**، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1993، ص34.

[5] Paul jacques lehmann,"bourse et marchés financiers", Dunod, 2ème édition, paris, 2005, p11

[6] احمد بن محمد الخليل، **الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي**، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، للمملكة العربية السعودية، ص150.

➢ **تقسيم الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم.**

– **الأسهم النقدية:** وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتّداول بالطرق التّجارية إلا بعد تأسيس المؤسسة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها؛

– **الأسهم العينية:** وهي التي تمثل حصة عينية من رأس مال المؤسسات المساهمة العامة كالمساهمة على شكل عقار أو مصنع... إلخ، مقدرة ومصادق عليها من الجمعية العامة التأسيسية، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين؛

– **الأسهم المختلطة:** وهي تلك التي تدفع بعض من قيمتها عينا والباقي يدفع نقدا[1].

➢ **تقسيم السهم على أساس الحقوق المرتبة عليها بالنسبة لحاملها:**

تقسم إلى نوعين:

– **الأسهم العادية:** السهم العادي هو ورقة مالية طويلة الأجل وهو عبارة عن مستند ملكية يخول لحامله الحق في إمتلاك جزء من ممتلكات المؤسسة التي أصدرته وتكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصا نقدية في رأس المال المؤسسة، كما قد تكون عينية إذا مثلت حصصا عينية في رأس المال[2]؛

– **الأسهم الممتازة:** تجمع بين خصائص الملكية والمديونية، فهي تعد ملكية كالسهم العادي له قيمة اسمية ودفترية وسوقية وهو بذلك يمثل حصة في ملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المتحققة للشركة، ثم أنه يتمتع بالدخل الثابت مثلها مثل السندات، ويتمثل هذا النصيب الثابت من الأرباح السنوية يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة في حالة تحقيق الشركة الأرباح وعليه فهي أداة مالية تجمع بين صفات الملكية(الأسهم العادية) وصفقات أوراق الدين(السندات)[3].

---

[1] عيواج مختار، **بورصة الأوراق المالية ودورها في خصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية –دراسة حالة الجزائر–**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013/2012، ص20.

[2] رفيق مزاهدية، **الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثرها على فرص التويع الاستثماري**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر –باتنة–، الجزائر، 2015/2014، ص27.

[3] عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، ، الأردن، 2010، ص162.

2. أدوات الدين.

وتتمثل أدوات الدين في السندات وهي :

أ. السندات .

التعريف الأول: بأنها ورقة مالية ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها سداد القرض وفوائده وفقا إلى شروط الإصدار[1].

التعريف الثاني: هو عبارة عن صك قابل للتداول يمثل قرضا وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات، ويعتبر حامل السند دائن للشركة[2].

التعريف الثالث: هي عبارة عن اتفاق مكتوب ومختوم بختم الطرف الذي أصدره، ويقتضي بموجبه بدفع مبلغ معني إلى حامله بتاريخ محدد مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين[3].

وعليه يمكن تعريف السندات على أنها صك قابل للتداول يصدر من المؤسسات أو الدولة وهياكلها، لا يعطى لحامله حق الحصول على الأرباح ولكن لديه فائدة دورية متفق عليها في تواريخ محددة بين الطرفي

ب. الخصائص الرئيسية للسند .

تتمثل فيما يلي:

- تمثل السندات ديون في ذمة الجهة المصدرة لها، وحاملها يكون دائنا لتلك الجهة؛
- لسندات هي صكوك متساوية القيمة الاسمية، وهي قابلة للتداول؛
- تحصل أصحاب السندات على فائدة سنوية بالمعدل المحدد في السند، سواء حققت الشركة أرباحا؛
- تسدد قيمة السندات في تاريخ الاستحقاق المحدد من قبل الشركة المصدرة أو تحملت خسائر؛
- حقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، على اعتبار أن هذه الفوائد تدخل ضمن التكاليف التي تتحملها الشركة؛
- عند تصفية الشركة لحملة السندات الأولوية في الحصول على حقوقهم؛
- توفير المرونة التمويلية للشركة من خلال خاصية الاستدعاء التي تمكّن من استردادها قبل تاريخ الاستحقاق.

ت. أنواع السندات .

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة منها:

---

[1] زياد رمضان ومروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص106.

[2] أحمد محمد لطفي احمد، **معاملات البورصة(بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية)**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص95.

[3] ربيعة عبو، **دور نماذج التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الاسواق المالية–دراسة حالة الأسواق المالية العربية الناشئة–**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية ،التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2020/12/02، ص51.

➢ **تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار**، تقسم السندات على هذا الأساس إلى[1]:

– **السندات العامة:** وهي قروض صادرة عن الخزينة العامة للدولة كطرف مدين، وأما الدائنون فهم البنوك والمؤسسات العامة أو الخاصة والأفراد، ويتم إصدارها من أجل تمويل المشاريع التنموية سواء كانت اقتصادية أم اجتماعية، ومقارنة بالسندات الأخرى فإنها تعتبر أكثر أمانا وسيولة، لأنها مضمونة بالسلطة العمومية، وتصدر في الغالب بشرط إعفاء فوائدها من ضريبة الدخل؛

– **السندات الخاصة:** وهي السندات التي تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة ما يدعو إلى انضمام مساهمين جدد، الأمر الذي يقلل بدوره من الربح المنتظر توزيعه؛

ومن أهم مزايا السندات الخاصة، أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية وبالمقابل، فإن من أهم عيوبها أن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بمخاطرة الائتمان والمترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين؛

– **السندات أهلية:** تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية و السندات المضمونة بعقار؛

– **السندات حكومية:** (أو سندات الخزينة المركزية) وهي وثائق الدين العام طويلة الأجل تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة، وتلجأ الحكومات إل هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التقليدية (الرسوم والضرائب ودخول الدومين العام) وتفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدال من الإصدار الجديدة لتمويل هذا العجز[2].

➢ **تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار** : تقسم السندات من زاوية الشكل إلى[3]:

– **سندات لحامله** : يكون السند لحامله عند ما يصدر خال من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها؛

---

[1] قحايرية سيف الدين، **التمويل بالسندات وأثره على الأداء المالي للمؤسسة دراسة حالة سونلغاز –الجزائر–**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار –عنابة–، الجزائر، 2016/2015، ص115.

[2] بن مسعود بن لخضر، **عقود الخيار ودورها في تقليل من مخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009–2014**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر –بسكرة– الجزائر، 2015/2014، ص178.

[3] احمد بن محمد الخليل، **معاملات البورصة(بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية)**، مرجع سابق، ص87.

– **سندات اسمية أو مسجلة** : ويكون السند اسمي أو مسجلا متى حمل اسم مالكه كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كل من الدين والفائدة، أو أن تكون مسجلا تسجيلا جزئيا ويقتصر التسجيل هنا على تسجيل أصل الدين فقط[1].

➢ **تقسيم السندات على أساس الأجل** : تقسم السندات حسب طول أجلها إلى[2]:

– **سندات قصيرة الأجل** : وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا ويعتبر هذه النوع أداة تمويل قصيرة الأجل فهي تتداول في سوق النقد، ومن بينها سندات الخزينة، وتتمتع السندات القصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها ، لذا فهي تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

– **سندات متوسطة الأجل**: يزيد أجل استحقاقها عن سنة ولا يتعدى 7 سنوات؛

– **سندات الطويلة الأجل** : وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 سنوات وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى، ومن أمثلة عليها السندات العقارية.

➢ **تقسيم السندات على أساس الضمان** : تصدر السندات إما مضمونة أو غير مضمونة حيث أن[3]:

– **السندات المضمونة**: مثل السندات العقارية تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته؛

– **السندات الغير مضمونة**: يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين، ويطلق على السندات الغير مضمونة – السندات العادية – والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة .

تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء، يوجد نوعان هما [4]:

سندات غير قابلة للاستدعاء : وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار؛

سندات قابلة للاستدعاء : وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة الاستدعاء، قصد تشجيع المستثمر على شرائها، وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح بها بالاستدعاء.

فهناك سندات قابليتها للاستدعاء مطلقة أي أن الجهة المصدرة لها الحرية المطلقة في استدعاء السند في أي لحظة تريده بعد إصداره، وهذا النوع نادر جدا.

---

[1] احمد بن محمد الخليل، **معاملات البورصة(بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية)**، مرجع سابق، ص87.

[2] بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري–دراسة حالة بنك BNP PARIBAS –**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري– قسنطينة، الجزائر، 2007/2006، ص117.

[3] قحايرية سيف الدين، **التمويل بالسندات وأثره على الأداء المالي للمؤسسة دراسة حالة سونلغاز –الجزائر –**، مرجع سابق، ص91.

[4] منير ابراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص 36.

بينما الشائع هي السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5 و 10 سنوات من تاريخ الإصدار، وبذلك لا يحق للشركة استدعاء السند قبل مضي المهلة، ولكن بمجرد انتهاء المهلة تصبح لها الحرية المطلقة في الاستدعاء[1].

➢ **تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل**: تقسم السندات بشكل عام إلى نوعين [2]:

– **السندات الغير قابلة للتحويل**: مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل وتصدر في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل؛

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

➢ **تقسيم السندات حسب معدل العائد**: نميز نوعان وهما[3]:

– **سندات ذات المعدل الثابت**: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق؛

– **سندات ذات المعدل المتغير**: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

➢ **تقسيم حسب السندات حسب ما تحققه الشركة**، تنقسم إلي[4]:

– **سندات عادية**: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطه؛

– **سندات الدخل**: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

---

[1] منير ابراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، مرجع سابق، ص 36.

[2] دفع الله المكي حسن الرضى، **مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013–2018)**، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، 2018، ص18

[3] بوكساني رشيد،، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، مرجع سابق، ص61.

[4] عبده محمد مصطفى محمد، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، ص 15.

الجدول رقم1-1: الفرق بين السند والأسهم.

السند	الأسهم
السند أداة دين لحامله على الجهة المقترضة . ● لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها . ● حامل السند له الحق في الحصول على قيمة الفائدة سواء حققت الشركة ربحا أو خسارة ● لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة ويترتب على العجز على دفعها إفلاس الشركة . ● تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح بإعتبار هذه الفوائد من النفقات التي تتحملها الشركة . ● إن الدخل الذي تحققه السندات لحامليها لا ينمو فهو محدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة	السهم أداة ملكية لحامله في رأس مال الشركة. ● حامل السهم له حق التدخل في شؤون الشركة من خلال الجمعية العامة . ● يرتبط حصول حامل السهم على الأرباح بالأوضاع المالية وربحية الشركة . ● يمكن تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك تصفية الشركة . ● لا يجوز خصم أرباح السهم من النتيجة الخاضعة للضريبة بإعتبار أن توزيع الربح على المساهمين لا يعتبر عبأ على الشركة . ● حامل السهم ينمو دخله بنمو الأرباح وحجمها المحقق .

المصدر: ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، " **أساسيات الإستثمار العيني و المالي** "، دار وائل للنشر و الطباعة، عمان، 1999، ص 261.

3. الأوراق الهجينة: هي الأوراق مالية جديدة، مزجت بين خصائص الأسهم، وبالتالي لا يمكن اعتبار أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

أنواع الأوراق الهجينة:

➢ **الأسهم الممتازة:** اتضح من خلال الدراسة السابقة للأسهم الممتازة أنها تجمع بين خصائص الأسهم العادية من حيث أنها تعبر عن ملكية المستثمر وعدم وجود تاريخ استحقاق لها وحصولها على توزيعات الأرباح، وخصائص السندات من حيث ثبات العائد وزيادة درجة المخاطر المالية للشركة مصدرة الأسهم، لهذا فإن العائد على الأسهم الممتازة في الغالب سوف يكون اقل من العائد على الأسهم العادية ولكنه أكبر من العائد على السندات.

وبهذه الصفة فإنها تقع تقريبا وفقا لتصنيف معظم علماء التمويل من حيث الحقوق والالتزامات والامتيازات ما بين الأسهم العادية والسندات، ولأنها تجمع بين صفات هذا وذلك فقد أطلق عليها اسم الأوراق الهجينة[1]؛

[1] مروان عطون، **الأسواق النقدية والمالية ومشكلتها في عالم النقد والمال**، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص87.

➢ **شهادات الاستثمار:** وتعرف على أنها شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية، وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة، إذن فهي سهم عادي ليس له حق التصويت.

سندات المساهمة: وعبارة أوراق هجينة بين السندات والأسهم، وذلك لأنها عبارة عن جزء من رأس المال، ولها عائد ثابت يمثل صفة من السندات، وأيضا لديها عائد متغير يمثل صفة من الأسهم؛

➢ **سندات المساهمة:** عبارة أوراق هجينة بين السندات والأسهم، وذلك لأنها عبارة عن جزء من رأس المال، ولها عائد ثابت يمثل صفة من السندات، وأيضا لديها عائد متغير يمثل صفة من الأسهم؛

➢ **الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:** تمثل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس مال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي[1].

[1] بوعبد الله علي، **أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر –بسكرة–، الجزائر، 2014/2013، ص27.

المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية المثلى

إنه لمن الصعب تحديد مفهوم الحافظة المثلى تتميز بمواصفات تتماشى مع وجهة نظر جميع المستثمرين، لان الحافظة المثلى تكون من وجهة نظر مستثمر معني فقط، له ميول واتجاهات خاصة، وبتالي فهي تختلف عن الحافظة المثلى لمستثمر آخر الذي يتصف بسلوك وميول مختلف.

المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية المثلى

ليس للمحفظة المثلى مفهوما مطلقا، وإنما هو نسبي، وذلك لاختلاف وجهات نظر المستثمرين إذ يمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد على أنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها.

التعريف الثاني: المحفظة التي تحقق للمستثمر أكبر قدر من الإشباع، والتي تحقق المواءمة والموازنة بين العائد والمخاطرة، فقد يرغب المستثمر في تحقيق عائد متواضع مقابل مخاطرة محدودة، والعكس قد يرغب في تحقيق عائد أعلى مصحوبا بمخاطر أعلى.

التعريف الثالث: المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع.

التعريف الرابع: هي تلك المحفظة من بين المحافظ الكفؤة التي تتناسب مع نموذج (دالة) التبادل مابين العائد والمخاطرة[1].

أولا_مميزات المحفظة المثلى

تتميز المحفظة المثلى بمجموعة من الخصائص وهي:

1. أن تحقق للمستثمر توازنا معقولا بين عنصري العائد والأمان؛

2. أن تتسم أصولها بقدر كافي من التنويع الكفء أو تنويع ماركوز وعدم الاقتصار على تنويع الأصول فقط بل تشمل أيضا التنويع الجغرافي بما في ذلك آجال هذه الأصول والعملات الأجنبية؛

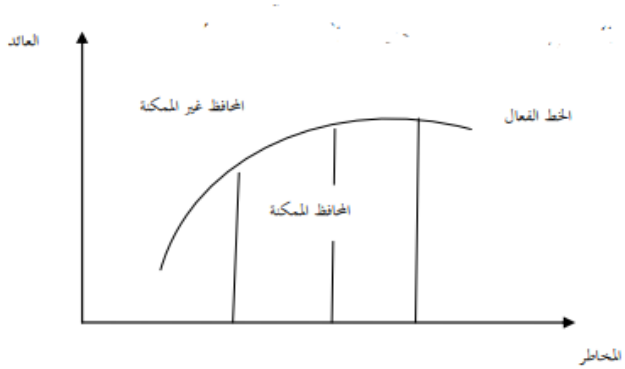
3. أن تحقق أصول المحفظة حدا ادني من السيولة أو القابلية للتسويق مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء تعديلات جوهرية يراها ضرورية وبأقل قدر من الخسائر.

[1] زيان سعاد، **دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2015/2014، ص ص 125-126.

ثانيا_تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى بيانيا

لبناء المحفظة المثلى على المبادئ السابقة يتطلب الأمر من مدير المحفظة أن يحدد أوال ما يعرف بمنحنى المحافظ أو الخط الفعال وهو الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد وبنفس درجات المخاطرة أو أقل، ويرسم هذا المنحنى عن طريق العالقة بين العائد والمخاطر وذلك من واقع معلومات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجملات استثمار مختلفة، ويمكن تمثيل هذا الخط بيانيا كما يلي[1]:

الشكل رقم1-2:منحنى المحافظ(الخط الفعال).

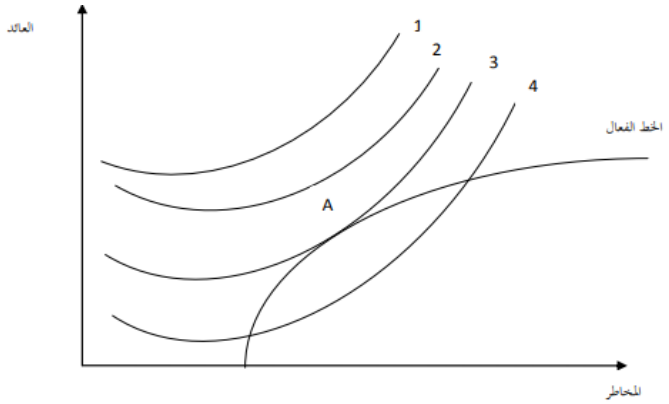


المصدر: دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص35.

نلاحظ من خلال الشكل أن الخط الفعال يقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر إلى جزئني رئيسين جزء يقع أعلى الخط الفعال ويمثل مجموعة المحافظ غري الممكنة وجزء يقع أدن اخلط الفعال ويمثل مجموعة المحافظ الممكنة في حني أن المحافظ الكفؤة هي التي تكون على الخط الفعال.

لغرض اختيار الموقع الذي يمثل المحفظة المثلى البد من الاستعانة بمنحنيات السواء وتتحدد المحفظة المثلى للمستثمر عند نقطة التماس ألحد منحنيات السواء مع اخلط الفعال، كما يظهر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم1-3: تحديد نقطة المحفظة المثلى بيانيا.



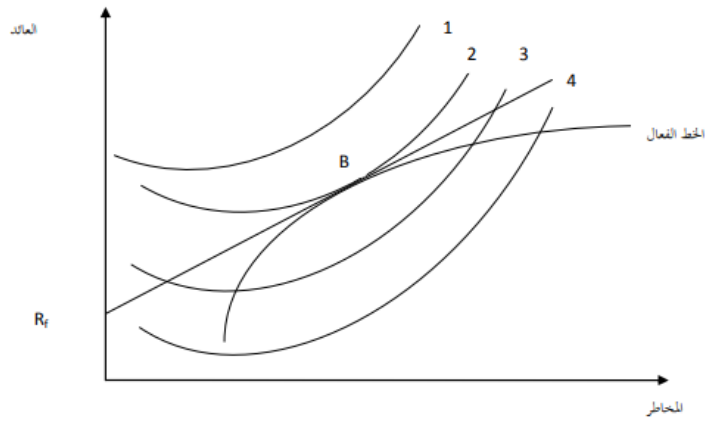
المصدر: محمد مطر، فايزة تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى**، دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن، 2005،ص212.

[1] محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى**، مرجع سابق، ص209.

نلاحظ من خلال الشكل أن النقطة A هي نقطة تماس منحنى السواء مع الخط الفعال، وتختلف المحفظة المثلى من مستثمر لآخر حسب ميله وعلاقة تفضيله للمخاطر والعائد، وكلما كان المستثمر أكثر تجنبا للمخاطر كانت منحنيات السواء أكثر تفلطحا وكانت المحفظة المثلى أقرب إلى الجزء الأعلى من المحافظ الكفؤة (أي تمتاز بدرجة مخاطر عالية وعائد مرتفع) أما إذا كان أقل تجنبا للمخاطر كانت منحنيات السواء ذات ميل كبري والمحفظة المثلى أقرب إلى الجزء الأدنى للمحفظة الكفؤة (أي تتميز بدرجة مخاطرة منخفضة وعائد متدن)

التحديد السابق للمحفظة المثلى كان في ظل افتراض أن الأصول المشكلة للمحفظة هي أصول خطرة لكن في الواقع العملي توجد بعض الأصول الخالية من المخاطر مثل أذون الخزانة والسندات الحكومية قصيرة الأجل، لذلك يكون على مدير المحفظة في ظل هذه الظروف الوصول بمزايا تنويع أصول المحفظة لحدها الأقصى بهدف تعظيم الربح، كما أن إضافة أصل أو أكثر من هذا النوع سيوفر لمدير المحفظة مرونة أكبر تتيح له بالتحرك على منحنى سواء أعلى من سابقه، كما يظهر من خلال الشكل التالي[1]:

الشكل رقم1-4: تحديد المحفظة المثلى في ظل افتراض وجود الأصول الخطرة.



المصدر:محمد مطر، فايزة تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى**، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2005، ص213.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن مدير المحفظة استطاع نقل موقع المحفظة المثلى من منحنى السواء (1-3)إلى (1-4) وتحديد النقطة B كنقطة تماس منحنى السواء مع الخط الفعال، ويمثل R_Fالعائد المتوقع للمحفظة إذا كانت جميع أصولها خالية من المخاطر.

[1] محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى**، مرجع سابق، ص209.

المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

نستطيع القول أن المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية[1]:

1. تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد وألمان؛

2. تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الايجابي؛

3. أن تحقق أدوات المحفظة حّد ن السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

أولا_مبادئ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

تتمثل مبادئ المحفظة الاستثمارية المثلى[2]:

1. إختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد؛

2. إختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة؛

3. إختيار المحفظة ذات الأعلى عائد والأقل مخاطرة في باقي الحالات.

ثانيا_اختيار المحفظة المثلى

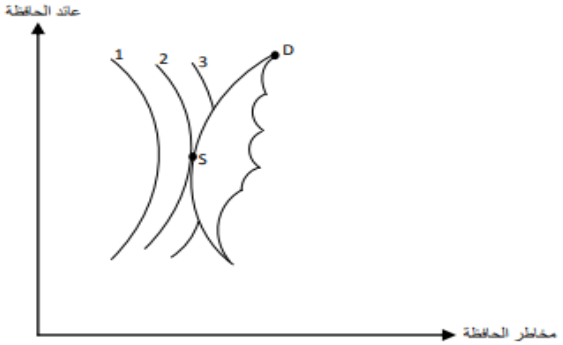
يمكن القول أن هناك العديد من المحافظ المثلى ويتم تحديد الحافظة المناسبة تبعا لسلوك المستثمر وسيظهر ذلك من خلال ما يلي:

1. الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من الخطر: المستثمر الذي ينفر من الخطر هو الذي إلا إذا كان يقابلها قدر من العائد يفوق ما حصل عليه مقابل وحدة المخاطر السابقة، ويتم تحديد الحافظة لهذا المستثمر بنقطة تماس الحد الكفء مع منحى السواء وهو المنحنى الأوسط، إذ بعدها يتناقص العائد لكل وحدة إضافية من المخاطر أما قبلها فيتحقق له عائد يفوق العائد المحقق عن الوحدة السابقة، ومن ثم فيستمر قبول المخاطر حتى يصل إلى النقطة التي يقع عليها الحافظة"S"؛

[1] زيان سعاد، **دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية**، مرجع سابق، ص 126.

[2] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007،ص226.

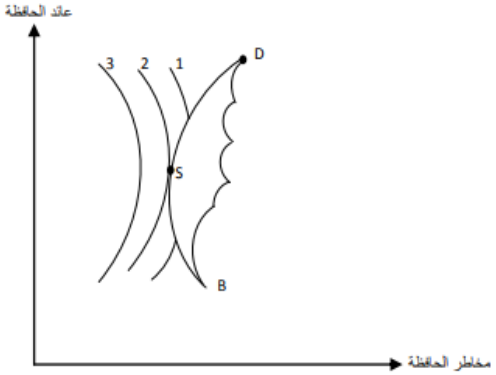
الشكل رقم1-5: الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من الخطر



المصدر:جابر نذير، **تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية**، شهادة ماجستير، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007،ص90.

2. حافظة الخطر المثلى للمستثمر المتشدد في كراهية المخاطر:إن نقطة تماس منحى السواء للمستثمر المتشدد في كراهيته المخاطر تمس الحد الكفء، في نقطة أدنى من تلك التي حدثت فيها التماس في حالة المستثمر الذي ينفر من المخاطر حيث يمل الحد الكفء عند هذه النقطة أكبر يعني هذا أنه يرفض قبول وحدة إضافية من المخاطر إلا بحصوله على العائد الذي يطلبه المستثمر الغير محب للمخاطر في المقابل وحدة إضافة مماثلة من المخاطر.

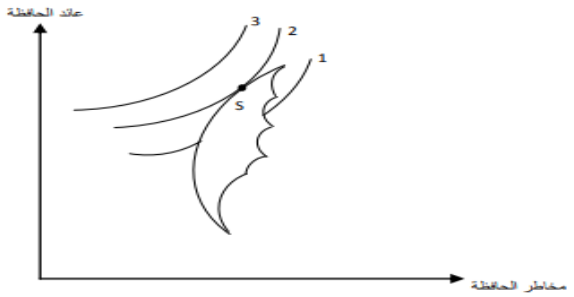
الشكل رقم1-6: الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته



المصدر:جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، شهادة ماجستير، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007 ،ص90.

3. الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر: ما بالنسبة للمستثمر المتساهل في كراهيته للمخاطر فإن الحافظة التي تقع عليها اختياره وفقا لمنحى السواء هي عند نقطة أعلى على الحد الكفء مقارنة بموقع الحافظة الخطرة المثلى، وكما يبدو فإن هذا المستثمر لا يمانع في قبول وحدة إضافية من المخاطر في مقابل عائد اقل من العائد الذي حصل عليه **للتعويض عن الوحدة السابقة من المخاطر**.

الشكل رقم1-7: الحافظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر.



المصدر:جابر نذير، **تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية**، شهادة ماجستير، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007، ص91.

المطلب الثالث: اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء

تلعب منحنيات السواء دورا هاما في مساعدة المستثمر على اختيار المحفظة التي تكون أقل مخاطر وأكبر عائد أي المحفظة المثلى في نظر كل مستثمر.

أولا_تعريف منحنيات السواء: منحنى السواء للمستثمر هو المنحنى الذي يوضح العلاقة بين العائد والمخاطر التي يفضلها المستثمر، وهناك عدد لا متناهي من منحنيات السواء ولكل منحنى يناسبه مستوى منفعة ميعن كما، أنه ليس لمنحنيات السواء نقاط تقاطع ويتحدد شكلها بحسب طبيعة وسلوك المستثمر اتجاه الخطر[1].

ثانيا_خصائص منحنيات السواء.تتمثل في[2]:

1. اتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمني إلى اليسار، يعكس العالقة الطردية بين المخاطرة والعائد؛

2. مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معني لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر؛

3. المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أي محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله، وبلغة الاقتصاديين، المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

ثالثا_فرضيات منحنيات السواء.

1. فرض عدم التشبع: يقصد به أن المستثمر يفضل دائما الاستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، وعند المفاضلة بين استثمارين نختار الاستثمار ذو العائد الأكبر؛

2. فرض كراهية المخاطرة: يعين أنه لو أتيحت للمستثمر المفاضلة بين إستثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلّها مخاطرة.

---

[1] بن العايش حسان، **تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2010/2009، ص24.

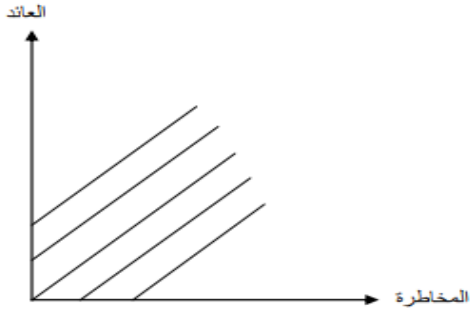
[2] منير ابراهيم هندي، "**الفكر الحديث في مجال الاستثمار**"، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1996، ص 303.

ثالثا_أنواع منحنيات السواء.

سنذكر من خلال ما يلي بعض أنواع منحنيات السواء[1]:

1. منحنى السواء المستثمر حذر:

الشكل رقم1-8:منحنى السواء المستثمر محافظ.



المصدر:دريد كامل أل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص156 .

يمثل الشكل رقم أكثر المنحنيات رغبة من قبل المستثمرين تحت ضوء العلاقة بين العائد والمخاطرة، بحيث يمكن الانتقال من منحنى إلى منحنى الذي يليه إذا لم تجد إدارة الحافظة منفعتها في المنحنى الأول، وهذا حسب وجهة نظر المستثمر فيما يخص تحقيق المنفعة من احد هذه المنتجات.

2. منحى السواء لمستثمر محايد:

الشكل رقم1-9: منحى السواء لمستثمر محاي.



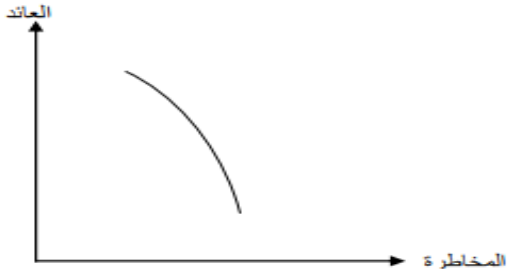
المصدر:بن العايش حسان، **تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2010/2009، ص24.

يبين هذا المنحنى أن المستوى المخاطرة التي يكون المستثمر مستعد لتحملها لا تتغير أيا كان معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقعه، ولهذا يتخذ شكل مستقيم موازي لمحور المخاطر معبرا عن علاقة ثابتة بينهما.

[1] بن العايش حسان، **تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص25.

3. منحنى سواء المستثمر يحب المخاطر.

الشكل رقم1-10: منحنى السواء لمستثمر يحب المخاطر.

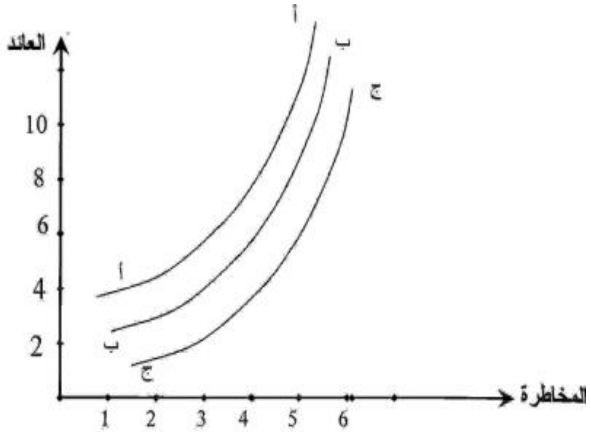


المصدر: بن العايش حسان، **تشكيل وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2010/2009، ص25.

يبين هذا الشكل منحنى السواء المميز لسلوك مستثمر يحب الخطر، والعلاقة بين العائد ودرجة المخاطر هي علاقة عكسية بمعنى أن المستثمر المحب للخطر يبدي اهتماما متناقصا اتجاه عنصر المخاطرة كلما توقع عائد أعلى على المستثمر[1].

4. منحنى السواء للمستثمر الأكثر تجنبا للمحافظ ذات المخاطر العالية.

الشكل رقم1-11: منحنى السواء للمستثمر الأكثر تجنبا للمحافظ ذات المخاطر العالية.

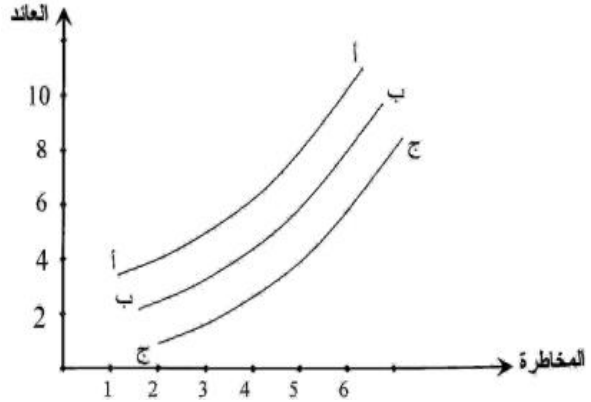


المصدر:نعمان محصول، **تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري**، مذكرة ماجستير، كلية علوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2007/2006، ص84.

[1] بن العايش حسان، **تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص25

5. منحى السواء للمستثمر الأقل تجنبا للمحافظ ذات المخاطر العالية.

الشكل رقم1-12:منحى السواء للمستثمر الأقل تجنبا للمحافظ ذات المخاطر العالية.



المصدر:نعمان محصول، **تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري**، مذكرة ماجستير، كلية علوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2007/2006، ص85.

رابعا_بناء الحد الكفء:

إن توفر عدد غير محدود من الأوراق المالية يمكن من بناء عدد غري متناهي من التشكيلات تتفاوت من حيث نسبة الموارد المالية المخصصة لكل ورقة.

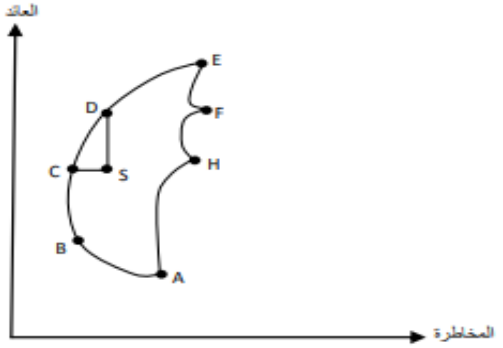
ويطلق على هذه المجموعة من التشكيلات بالمجموعة المتاحة أو الممكنة من الاستثمارات، ويمكن للمستثمر تفادي تقييم هذا العدد اللامتناهي من الاستثمار للاختيار الأفضل من بينها من خلال إتباع المجموعة الممكنة من الاستثمارات من خلال الشرطين التالين[1]:

أ. اختيار التشكيلة التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معني من المخاطر؛

ب. اختيار التشكيلة التي تتعرض لمخاطر في ظل مستوى معني من العائد.

[1] سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012/2011، ص81.

الشكل رقم1-13: منحنى المستثمر الكفء.



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005/2004 ،ص293.

يتكون الحد الكفء في الشكل السابق من المحافظ.B-C-D-E.

وهي مجموعة المحافظ الفئة بمعنى أن هذه المحافظ تحقق أعلى عائد من غريها عند نفس المستوى من المخاطر، أو تحقق مخاطر أقل من غريها عند نفس مستوى العائد.

لإثبات ذلك نأخذ الحافظة "S" ،فمن خلالها نلاحظ أن الحافظة " C" توفر نفس العائد الذي تحققه "S" ولكن بدرجة خطر أقل، ومن جهة أخرى جند أن الحافظة" D" لها نفس مستوى خطر الحافظة" S" ولكنها عائد أكبر[1].

[1] سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011**، مرجع سابق، ص81.

الخلاصة:

تعتبر المحفظة الاستثمارية من أهم الأدوات الاستثمارية التي ظهرت حديثا، وهي مجموعة من الأصول المختلطة المالية والحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة، هذا الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار تشكيلة تحقق أكرب عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، ومها المعيارين الأساسيين في تحديد كفاءة لمحفظة .ولبلوغ هذا الهدف، يتم اللجوء عادة إلى التنويع وإدراج بعض الأصول الغير خطرة، وتنجح هذه السياسة عندما يكون معامل الارتباط بين الأصول معدوما أو ضعيفا. إلا انه البد من اعتماد نماذج التسيير التي تضمن الإدارة الجيدة للمحفظة واختيار مكوناتها، فالاختيار الأمثل لمكونات المحفظة من الأوراق المالية يساعد على تدنيه حجم المخاطرة دون التضحية بالعائد المتوقع

من خلال هذا الفصل توصلت إلى النتائج التالية:

- المحفظة الاستثمارية لها مفهومين المفهوم الواسع الذي يشمل الأصول الحقيقية والمالية، أما المفهوم المتخصص الذي يرتبط بالأصول المالية فقط.
- يتوقف اختيار السياسة المتبعة في إدارة الحافظة على تفضيل عنصري العائد والمخاطرة.
- تعبر محفظة الأوراق المالية تشكيلة من الأصول المالية لكل وزن نسبي، تخضع لإدارة شخص تدار قد يكون ملكها أو أجير

الفصل الثاني:
مؤشرات ونماذج المحفظة الاستثمارية.

مقدمة:

مما لا شك فيه أن السياسات والاستراتيجيات التي يتبناها مدير حافظة الأوراق المالية ستؤثر على تشكيلة أصولها، حيث تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سلوكات وتفضيلات المستثمرين، والأهداف المرجوة من تكوين الحافظة، وهذه الأهداف يتم تحقيقها من خلال بناء ومراجعة حافظة الأوراق المالية ولقد تعددت مداخل تقييم أداء حافظة الأوراق المالية نماذجها نتيجة لتطور نظرية الحافظة، وتقتضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم إخضاع القرارات، وكذلك الانجازات المحققة لعملية تقييم مستمرة بقصد التعرف على النقاط القوة لتدعيمها واكتشاف نقاط الضعف لتحسينها، يتم هذا في إطار السعي للوصول للحافظة المثلى، لأن المستثمر يحاول دائما تعظيم المنفعة المتوقعة من الاستثمار أي الحصول على أقصى قدر ممكن من المكاسب مع تحمل اقل قدر من المخاطر.

هناك العديد من الباحثين الذين وجهوا اهتمامهم إلي موضوع المحافظ المالية وعلى رأسهم ماركويتز، هذا الأخير الذي يعتبر أول من تعرض إلي ذلك في محاولة منه للوصول إلي طريقة للتخفيض من المخاطر التي تتعرض ذلا المحافظ المالية إذ توصل إلي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وعلى إثره ظهرت نماذج ونظريات أخرى أهمها نموذج التسعير بالمراجحة.

ولهذا سأتطرق في هذا الفصل إلي:

- **المبحث الأول: إدارة المحفظة الاستثمارية.**
- **المبحث الثاني: نماذج تقييم أداء المحفظة الاستثمارية.**

المبحث الأول: بناء المحفظة الاستثمارية

تمثل إدارة المحفظة الاستثمارية وسيلة من وسائل الاستثمار الجيد التي تمكن المستثمرين من تلبية رغباهتم وهذا عن طريق المواءمة بين الربحية والسيولة والألمان، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث تناول أسس وخطوات إدارة المحفظة وكذلك سياسات واستراتيجيات إدارتها وفي الأخير نماذج تقييم إدارة المحفظة الاستثمارية.

المطلب الأول: أسس وخطوات إدارة المحفظة الاستثمارية

إدارة المحفظة هي تلك الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات تتلاءم مع أهداف المحفظة، والتي هي عبارة عن ترجمة لأهداف المستثمر، لذلك تعتبر مهمة إدارة المحفظة كبيرة جدا لكونها تقرر اختيار التوقيت الملائم لاتخاذ قرار البيع والشراء للأوراق المالية وطبيعة المزج بين الأدوات المختارة.

أولا_أسس إدارة المحفظة الاستثمارية وقياسها

تتمثل أسس إدارة المحفظة الاستثمارية في[1]:

1. **التخطيط**: يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المنتظمة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك آثارها على رأس مال المستثمر ولهذا تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبدائل متاحة تنسجم وأهداف المستثمر؛
2. **التوقيت**: تعني اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق أو الخروج منه، فلا يقوم بالشراء إلا عندما تنخفض الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العلمية على أن يتزامن قرار البيع والشراء أو الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية؛
3. **التحفظ والتعقل**: جيب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء المحفظة الاستثمارية وهذا طبقا إلى مبدأ المنفعة وعلى المستثمر أن لا يتجاوز حدود التحفظ والتعقل حتى لو كان يريد تحقيق أرباح عالية وتقبل درجة مخاطر مرتفعة إلا أنه لا يتجاوز حدود إمكانياته وقدراته؛
4. **المتابعة والمراقبة**: تعين متابعة أسعار الأدوات الاستثمارية في السوق بشكل مستمر وذلك لمحاولة تجنب الخسائر في حالة انخفاض الأسعار، في حين أن المراقبة تعين إعادة النظر في الأصول المشكلة للمحفظة الاستثمارية من وقت لآخر؛
5. **الاعتماد على المتخصصين**: أي الاعتماد على أصحاب الخبرات المالية لمساعدة المستثمر على المحفظة إدارة الاستثمارية ويوجد العديد من المؤسسات المالية والادخارية التي تقوم بعمل إدارة المحفظة لحساب غري مقابل الحصول على عمولة.

[1] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوي، الأردن، 2010، ص194.

ثانيا_خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية

لغرض جناح عملية الاستثمار في المحفظة لابد من تحديد الخطوات التي يقوم بها مدير المحفظة لإدارة أمواله بكفاءة، ويمكن إجمال هذه الخطوات فيما يلي[1]:

1. تخطيط المحفظة: تعين تحديد الأهداف التي تسعى الإدارة لتحقيقها والوسيلة المستخدمة في ذلك وتتلاءم هذه الأهداف مع رغبات المستثمرين وميولهم ويتم ذلك في ضوء إمكانيات المحفظة والتخطيط يتم من خلال:

أ. تحديد موقع المستثمر: أي تحديد رأسمال الذي ينوي المستثمر وضعه في المحفظة ولابد أن يكون ممول بالملكية وليس بالاقتراض؛

ب. تحديد موقع مدير المحفظة: يجب أن يتحلى المدير بشخصية مميزة قادرة على اتخاذ الرأي الحكيم وأن يكون ملما الماما واسعا بكل الظروف حتى يتمكن من اتخاذ القرار الأمثل؛

ت. وضع مقاييس للاستثمار: ويتم عن طريق ترجمة ما يريده المستثمر وما يريد أن يحصل عليه وما يحاول مدير المحفظة تحقيقه، تعتمد هذه الخطوة على إيجاد مقاييس للمخاطرة والعائد أي تحديد حجم المخاطر الممكن للمستثمر القبول بها وتحديد العائد الذي يرضي رغبات المستثمر.

2. تحليل الاستثمارات: لابد من قيام إدارة المحفظة بالتحليل الاقتصادي الشامل والتحليل القطاعي ثم التشخيص الأولي للأوراق المالية التي سيتم ضمها إلى مكونات المحفظة، ثم يعقب ذلك القيام بالتحليل المالي لكل ورقة مالية يتم اختيارها؛

أ. التحليل الاقتصادي: ويقصد به تحليل البيانات والمعلومات عن الاقتصاد الكلي وعن القطاعات والشركات المساهمة فيه لتسهيل مهمة اتخاذ قرار اختيار الأصول المشكلة للمحفظة، ويركز هذا التحليل على

دراسة اتجاهات السياستين المالية والنقدية للدولة ومدى تأثيرها على الاقتصاد بشكل عام وعلى الشركة بشكل خاص لأن طبيعة السياستين تعطينا مؤشرا عن أداء الاقتصاد واتجاهاته في الفترة القادمة مما يحدد التوقيت الملائم في اتخاذ قرار الشراء والبيع وكذا طبيعة الأدوات المراد ضمها للمحفظة؛

[1] دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، مرجع سابق، ص299.

ومن أهم المؤشرات المستخدمة في عمليات التحليل الاقتصادي هي[1]:

- **مؤشرات تسبق الأحداث الاقتصادية:** وهي المؤشرات التي تعطي انطباعات أولية عن ما سيحدث في الاقتصاد خلال المراحل القادمة مثل معدلات التغير في الأسعار، اتجاه عرض النقد والطلب عليه، حجم المبيعات؛
- **مؤشرات مواكبة للأحداث الاقتصادية:** وهي المؤشرات التي تعزز الانطباع الأولي الذي يكون لدى إدارة المحفظة عن حالة السوق مثل مبيعات القطاع الصناعي والتجاري ولخدماتي، صافي دخل الفرد؛
- **مؤشرات لاحقة للأحداث الاقتصادية:** وهي التي تبني مدى كون الرواج أو الكساد فعلي أو مزيف ومن هذه المؤشرات المخزون السلعي(ارتفاع حجم المخزون السلعي يعين أن الرواج زائف وغري حقيقي)، معدل التغير يف الفائدة على القروض (في حالة الرواج يزداد الطلب على الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع معدل أسعار الفائدة)؛

ب. التحليل القطاعي: يقوم على أساس اختيار القطاع أو الصناعة المكونة للمحفظة الاستثمارية فيفرز هذا التحليل الأدوات الاستثمارية على أساس القطاعات كالقطاع الزراعي، الصناعي والمالي؛

ت. التشخيص الأولي: هي الخطوة التي يتم من خلالها تحديد مجموعة الأدوات التي تم الحصول عليها في ضوء المعلومات والبيانات الناتجة من التحليل الاقتصادي والقطاعي وهنا يدخل عنصر الكفاءة ولا خبرة لإدارة المحفظة؛

ث. التحليل المالي: بعد تحديد الأدوات الاستثمارية من أسهم الشركات المختارة نقوم بالتحليل المالي وذلك باستخدام النسب المالية، قائمة مصادر واستخدامات الأموال، قائمة التدفق النقدي والقيمة المضافة إلى غير ذلك؛

3. اختيار المحفظة: هي الخطوة الأولى العملية في تأسيس وإدارة المحفظة حيث تتكون من عنصرين رئيسين وهما :

أ. قرار المزج الرئيسي: ويقصد به توزيع رأسمال على أنواع رئيسية من الاستثمارات ثم توزيع آخر إلى استثمارات فرعية متخصصة بحيث يتم التوزيع على الأسهم والسندات وتخصص جزء كنقدية لمواجهة الطوارئ أو الصفقات السريعة، ويأخذ هذا القرار من أعلى مستوى من الإدارة إما من مجلس الإدارة أو من المدير العام؛

ب. اختيار الأوراق المالية: يتم اختيارها بناءا على توزيع رأس المال وذلك من خلال قرارات المزج الرئيسي واعتمادا على الخطوات السابقة أي التخطيط وتحليل الاستثمارات؛

4. تقييم المحفظة: يتعلق بفحص القيمة السوقية ألصول المحفظة خلال فترة زمنية وذلك من أجل مقارنة الانجازات والنتائج بالأهداف المرغوب تحقيقها ويتم تقييمها بخطوتين:

أ.قياس الانجاز: يتم بفحص القيمة السوقية ومقارنتها بفترة زمنية سابقة بحيث يستطيع المدير معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترت لأخرى؛

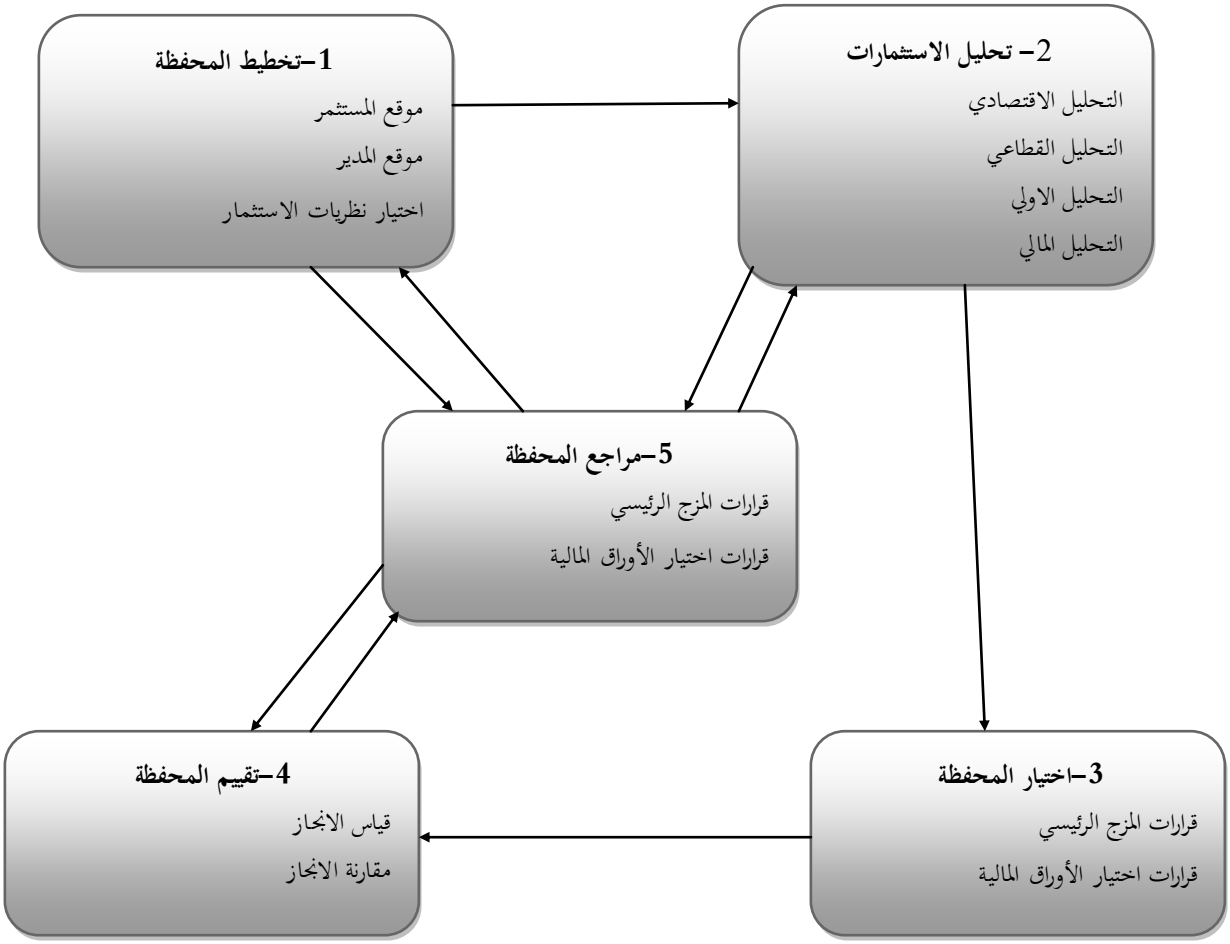
ب. مقارنة الانجاز: وهي محاولة للحكم على مدى صحة قرارات مدير المحفظة وجناحها في زيادة ثروة المحفظة، ويتم بالمقارنة مع محافظ أخرى أو المقارنة بمعدلات السوق أو معايري أخرى تقدمها بعض شركات الخبرة.

[1] دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، مرجع سابق، ص ص 300 -304.

5. مراجعة المحفظة: تعتبر عملية مراجعة وتنقيح المحفظة المركز الرئيسي لعمل وإدارة المحفظة وهو العنصر الذي يجعل الإدارة متحركة وعلى أساسها تتغير قرارات امزج الرئيسي واختيار الأوراق المالية[1].

يمكن تلخيص الخطوات السابقة لإدارة المحفظة في المخطط التالي والذي يطلق عليه النموذج العام لإدارة المحفظة.

الشكل رقم2-1: النموذج العام لإدارة المحفظة الاستثمارية.



المصدر: غازي فلاح الممني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار للنهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص43.

[1] دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، مرجع سابق، ص305.

المطلب الثاني: مهام وأسباب إدارة المحافظ الاستثمارية

سأتطرق في هذا المطلب إلى مهام وأسباب الحافظ الاستثمارية.

أولا_مهام إدارة المحافظ الاستثمارية

وتسعى إدارة المحافظ الاستثمارية لإنجاز مهام عديدة أهما[1]:

1. تحديد أنواع الأصول الاستثمارية مع بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكمية، ويتم ذلك من خلال مسوحات أولية للأسواق المالية وللفرص المتاحة؛

2. تعزيز قيمة أصول المحفظة الاستثمارية من خلال الحافظ عمى ربحية هذه الأصول والعمل على إعداد خطط دقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر؛

3. توفير الأمان لمحفظة الاستثمارية من خلال مزيج هادف بين العقلانية والتحوط مع قبول درجة من المخاطر وذلك من خلال التنويع بالاستثمارات الخطرة والأقل مخاطرة؛

4. إقرار السياسة الاستثمارية وبما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة؛

5. دراسة التغذية العكسية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية والإيجابية لهذه القرارات؛

6. توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق؛

7. تحصين المحفظة وعملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية وخاصة بالنسبة للضرائب المختلفة؛

8. بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلي أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق[2].

ثانيا_أسباب أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية.

تكمن أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية في الأسباب التالية[3]:

1. تدفق رأس المال إلي مختلف الشركات الاستثمارية والصناعية وجميع هذه النفقات الكبيرة في رأس المال توجو إلي الاستثمار في الاسم والسندات؛

2. اهتمام المستثمرين بالربح السريع مما تطلب إيجاد أسلوب علمي جيد لتحقيق هذا الهدف؛

---

[1] عبد الجواد، محمد عوض، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة – أسهم –سندات– أوراق مالية**"، الطبعة الأولى، دار المنهاج لمنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص26.

[2] توفيق عوض شبير، **بناء محافظ استثمارية بالاستخدام نماذج أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**، مذكرة ماجستار، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2015، ص44.

[3] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**،مرجع سابق،، ص189.

3. توسع الشركات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلي المستثمرين وخصوصا الاستثمار في الأسهم والسندات.

المطلب الثالث: مؤشرات تقيم أداء المحفظة الاستثمارية واستراتيجياتها

يتطلب قياس أداء المحفظة الاستثمارية وجود مؤشر يساعد على ترتيب المحافظ وفقا لأدائها الاستثماري ويأخذ بعني الاعتبار عنصري العائد والمخاطرة معا، من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس أداء المحفظة الاستثمارية هي الأسلوب البسيط والمزدوج.

أولا_مؤشرات تقيم أداء المحفظة الاستثمارية.

يتطلب قياس أداء المحفظة الاستثمارية وجود مؤشر يساعد على ترتيب المحافظ وفقا لأدائها الاستثماري ويأخذ بعني الاعتبار عنصري العائد والمخاطرة معا، من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس أداء المحفظة الاستثمارية هي الأسلوب البسيط والمزدوج.

1. الأسلوب البسيط لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية: يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة[1]، ويناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته ويمكن تحديد مقياس أداء مدير المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة لوحدها؛

ويعطى بالعالقة التالية[2]:

$$R=D_t+(P_t-P_{t-1})/P_{t-1}$$

حيث:

R: العائد على الاستثمار

D_t : العائد على الاستثمار

P_t : سعر الأصل في الزمن t(سعر البيع)

P_{t-1}: سعر الأصل في الزمن $t-1$ (سعر الشراء)

إن الأسلوب البسيط مل يأخذ بعني الاعتبار بالمخاطر سواء المنتظمة وغري المنتظمة وإنما اقتصر على معدل العائد على الاستثمار، وهذا يعتبر غير كاف لتقييم الأداء فيمكن أن جند معدل عائد مرتفع مقابل مخاطر عالية جدا، كما يمكن أن جند معدل عائد بنفس المقدار ولكن بمخاطر أقل، وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يعرف بالأسلوب المزدوج أو العلمي.

[1] عازي فالح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، مرجع سابق، ص 225.

[2] N. amenc, V.lesourd, " **Théorie du Portefeuille et Analyse de sa performance**", édition Economica, Paris,France, 2002, P38.

2. **الأسلوب المزدوج لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية:** يعتمد هذا الأسلوب على معدل العائد للمحفظة مع مخاطر المحفظة، ويندرج تحت هذا الأسلوب مقاييس(نماذج) أخرى لتقييم الأداء ومن أهمها مقياس ترينور، شارب، جنسن وفاما؛

أ. **نموذج ترينو:** قدم ترينور في عام 1965 نموذجه الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، بحيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها تنويعا جيدا وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا [1]، ويتم حسابه بالصيغة التالية [2]:

$$T=\frac{R_P-R_F}{B_b}$$

حيث:

T: مقياس ترينور

R_P :معدل العائد على الاستثمار في المحفظة.

R_Fمعدل العائد الخالي من الخطر.

R_P-R_F : علاوة المخاطر.

B_b : معامل بيتا للمحفظة $\sum_{i=1}^{n} wb_{i=B_b}$

تمثل W :نسبة الورقة المالية في المحفظة.

b_i: معامل بيتا للورقة المالية

n: عدد الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية.

ب. **نوذج شارب Sharpe Model** :قدم وليام شارب عام 1966 مقياسا مركبا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، يقوم على أساس قياس العائد والخطر ويطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، ويقيس مقدار الفائض في العائد لكل وحدة من المخاطر المتعلقة بالمحفظة خلال فترة زمنية معينة، ويتم حسابه وفقا للمعادلة التالية [3]:

$$S=\frac{R_P-R_F}{\delta_p}$$

حيث:

S: مقياس شارب.

R_P :معدل العائد على الاستثمار في المحفظة.

R_F: معدل العائد الخالي من الخطر.

δ_p: مخاطر المحفظة مقاسة بالانحراف المعياري.

---

[1] رياض محمد الشحات، **إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات**، جامعة المنصورة، مصر، 2007، ص 266.

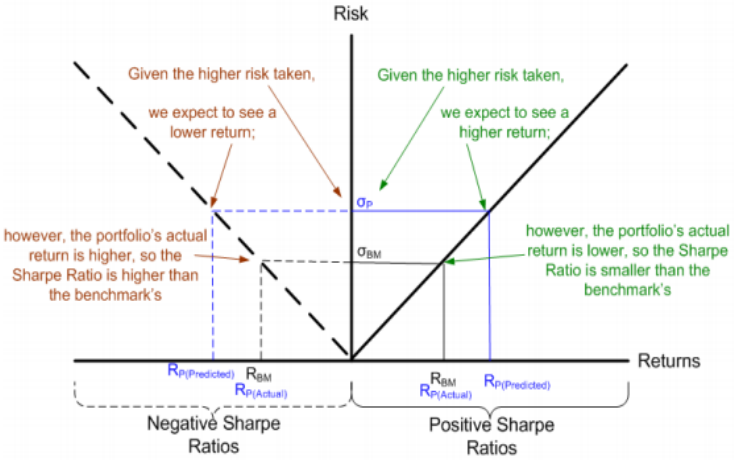
[2] لبنى محمد أبو العال، **صناديق الاستثمار في مصر كأداة ادخار واستثمار**، مقالة في جملة المال والتجارة، المجلد 27 ،العدد 314 ،مصر، 1995 ،ص 11.

[3] صياد هادية، غومة نصيرة، مساعيد سيدي حمزة، **تقييم أداء محفظة قطاع شركات التامين في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008–2018 –دراسة قياسية للسوق المالي السعودي 2008–2018–**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي، الجزائر، 2019/2018، ص 27.

$R_P - R_F$: علاوة المخاطر.

بالتالي فإن مقياس شارب يقيس علاوة مخاطرة المحفظة إلى المخاطر الكلية والتي يعرب عنها بالانحراف المعياري كما أنه لم يفرق بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل، ويتم استخدام نموذج شارب في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود مماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط.[1]

الشكل رقم2-3:نسبة شارب الموجبة والسالبة.



المصدر: لورين إبراهيم القاضي، **أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية "دراسة اختيارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة من 2012-2014**، مذكرة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، مايو2016، ص 25.

ت. نموذج جنسن: قدم جنسن عام 1968 نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد المقدار الأول يمثل الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من الخطر وهو ما يعرف بالعائد الإضافي أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في علاوة الخطر المعرب عنها بالفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من الخطر، ويمكن التعبير عنها بالصيغة التالية[2]:

[1] انظر :

- حسن إسماعيل فارس، مؤشر **مقترح لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار ألسواق رأس المال العربية**، مقالة في جملة الشروق للعلوم التجارية، العدد الأول، جوان 2007 ،ص 125.

- ظاهر لفى النويران، **بناء المحافظ الاستثمارية وفقا لتفضيلات المستثمرين تجاه العائد والمخاطرة في بورصة عمان دراسة تطبيقية**، مذكرة ماجستير، جامعة آل البيت، الأردن، 2002 ،ص 70.

- نعمان محصول، نور الدين **محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة**، مجلة دراسات العدد الاقتصادي(ISSN:4652-1112) المجلد 15 العدد 02 جوان 2018، جامعة الأغواط، ص85.

[2] بن أعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية –** مذكرة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2013 ،ص .175

حيث:

α : معامل جنسن لقياس أداء المحفظة.

R_M :عائد السوق.

$(R_p - R_f)$:العائد الإضافي.

$(R_M - R_f)$: علاوة خطر السوق.

إذا كان $\alpha > 0$ يشري إلى الأداء الجيد للمحفظة وإذا كانت $\alpha < 0$ يشري إلى الأداء السيئ للمحفظة أما إذا كانت $\alpha = 0$ أداء المحفظة مقبول ويوازي أداء السوق.

ث. نموذج فاما: قدم فاما عام 1972 نموذجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع والذي يوضح عالقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر، ويمكن التعبير عن معادلة منحنى السوق المتوقع كما يلي [1]:

$$R_p = R_F + \left(\frac{R_M - R_F}{\delta_M}\right)\left(\frac{cov(R_p, R_M)}{\delta_M}\right)$$

إن استخدام نموذج فاما للحكم على أداء المحفظة يمكن تجزئته إلى عنصرين رئيستي وهما [2]:

- **تقييم الانتقائية:** هو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار مكونات المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية والمعبر عنه بالفرق بين عائد السوق وعائد المحفظ؛
- **تقييم الخطر**: يعتبر الجزء الثاني في علاقة فاما ويتم قياسه بإجراء مقارنة بين عائد المحفظة المراد تقيمها وعائد المحفظة المنوعة تنويعا ساذجا، ويمكن أن يتجزأ هذا الخطر بدوره إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة واختيارات المدير المسؤول عن المحفظة من جهة أخرى وبالتالي يصبح الخطر مكون من خطر المدير وخطر المستثمر.

ج. مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر RAP :تعتبر مقاييس شارب وترينور مقاييس جيدة عند تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بينما يصبح تقييم أداء محفظة واحدة باستخدام هذه المقاييس أمرا صعبا، وعلى ذلك قدم Frcanco Madigliam & Leahعام 1997 مقياس الأداء المعدل بالمخاطر ويسمى M^2 وهو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة استثمارية أمرا سهلا [3].

---

[1] عبو ربيعة ، **مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية –دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي**، مرجع سابق، ص 107.

[2] محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، مصر، 2001 ،ص 290.

[3] جلال إبراهيم العبد، **محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية**، مقالة في جملة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد 53 ،العدد الأول، جامعة الإسكندرية، مصر، جانفي 2016، ص 25.

ويعطى بالعالقة التالية[1]:

$$\mathbf{RAP}=R_F+(R_P-R_F)[\frac{\delta_M}{\delta_P}]$$

حيث:

RAP: معامل الأداء المعدل بالمخاطر.

R_F: معدل الخالي من المخاطر

R_P: متوسط عائد المحفظة.

$\boldsymbol{\delta_M}$: الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق.

$\boldsymbol{\delta_P}$: الانحراف المعياري محل التقييم.

$[\frac{\delta_M}{\delta_P}]$:العلاقة النسبية بين مخاطر محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم.

(R_P-R_F): مقدار العائد الاضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم في سندات حكومية خالية من المخاطر.

2. مؤشرات السوق كأداة لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية.

أ. تعريف المؤشر.

التعريف الأول: المؤشر هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين وتحديد المؤشر في البداية، ويعتبر مقياسا شاملا لاجتاه السوق الذي يعكس اتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم أي قياس حالة السوق بصفة عامة[2].

التعريف الثاني: المؤشر هو تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة عالقة بين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معني أو محفظة مالية مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى[3].

[1] انظر:

- عمر عبو، **الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار –دراسة تجارب دولية–**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بولعي شلف، الجزائر، 2015/2015، ص160.

- جلال إبراهيم العبد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 25.

[2] عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، ، الأردن، 2010، ص 174.

[3] صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012/2011، ص 114.

يمكن تصنيف المؤشرات التي تقيس الأداء داخل السوق إلى نوعني وهما[1]:

- **المؤشرات العامة:** هي التي تقيس حالة السوق بصفة عامة أو أدائه بشكل عام مثل مؤشر داوجونز، مؤشر ستاند آندبور 500 ومؤشر نيكاي؛
- **بالمؤشرات القطاعية:** وهي التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة مثل مؤشر داوجونز لصناعة النقل أو مؤشر ستاند آندبور لصناعة الخدمات العامة.

ب. استخدامات المؤشر.

يساعد المؤشر في تقييم أداء المحفظة من خلال ما يلي[2]:

- إعطاء فكرة عن أداء المحفظة الاستثمارية التي يمتلكها المستثمر: بحيث يمكن لمدير المحفظة تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى؛
- تعادل مؤشرات محفظة أوراق مالية متنوعة : يعتبر التنويع بالمحفظة من أساسيات تكوين المحفظة على المستوى المحلي والدولي حيث أن كل ورقة مالية تحتوي على خطر محدد فإن مبدأ التنويع يسمح بتخفيض الأخطار ضمن المحفظة وخصوصا الخطر الكلي، وطبقا لذلك فإن مؤشر السوق يحتوي في الواقع على أوراق مالية يتم تنويعها بصورة جيدة على القطاعات الاقتصادية المختلفة التي تحقق هذا الهدف؛
- **استخدام المؤشر في تقييم مخاطر المحفظة:** المقصود بمخاطر المحفظة هي المخاطر المنتظمة أو العامة فقط والتي من الصعب السيطرة عليها والمعبر عنها بمعامل بيتا والمقاسة بواسطة معدل العائد على المحفظة ومعدل عائد السوق وهذا الأخير الذي يقاس بواسطة المؤشر الذي يعكس حالة السوق بشكل عام؛
- **التنبؤ بحالة السوق:** يمكن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تعكس حالة السوق واليت تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ على السوق، فإذا توصل هذا المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه ذلك من التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار داخل السوق.

[1] محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة: سوق المال، التحليل الأساسي**، مرجع سابق، ص 374.

[2] ربيعة عبو، **مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية –دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي**، مرجع سابق، ص 109.

ثانيا_إستراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية:

تمثل إستراتجية الاستثمار في الأوراق المالية السبيل الذي يسلكه المستثمر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الخاصة بتحديد أهداف الاستثمار وكيفية اختيار وتكوين المحفظة الاستثمارية فضلا عن تحديد المخصصات المالية للأصول واختيار التوقيت الملائم للاستثمار المتمثل في وقت الدخول والخروج ومواعيد إحلال الأصول الاستثمارية، وتتنوع استراتجيات الاستثمار في السوق المالية تبعا اختلاف نظرة المستثمرين إلى فرضية الكفاءة السوقية ومدى تحقيقها ويمكن التمييز بين إستراتيجيتين، إستراتيجية الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق وإستراتجية أخرى لا تعترف بكفاءة السوق[1].

1. الإستراتجية الساكنة (السلبية): تتضمن إستراتجية شراء الأصل وحيازته ويشترط إتباع هذه الإستراتجية توفر شرطي الكفاءة وتجانس التوقعات، وذلك باعتبار أنه في ظل كفاءة السوق تكون الأصول مسعرة بصورة صحيحة وتعكس القيمة الحقيقية للأصل المالي، أما في حالة تجانس توقعات المستثمرين بشأن العوائد على الأصول والمخاطر المرتبطة بها فإنه سيكون مقنعا بحيازة بعض التوليفات من الأصول الخالية من المخاطر،ومن أبرز أساليب هذه الإستراتجية ما يلي[2]:

أ. إستراتجية الشراء والاحتفاظ: تقضي أنه بمجرد توفر الأموال فإنه على المستثمر أن يسارع في الشراء دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق ملائمة كما أنه عليه أن يتخلص منها في الوقت المناسب، ويف ظل هذه الإستراتجية فإنه على المستثمر أن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافها وفي إطار مستوى المخاطر التي يستطيع تحملها وعلى المستثمر أن يجري تغييرا في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح بتحمل مخاطر أكبر أو أقل؛

ب. إستراتجية صناديق المؤشرات: تقضي تلك الإستراتجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة ألحد مؤشرات السوق وبنفس نسبة الأسهم لكل شركة داخل المؤشر وبالتالي ضمان تحقيق عائد يماثل عائد المؤشر والتي يعرب عن متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق؛

2. الإستراتجية النشطة(الايجابية): هي تقوم على فروض معاكسة تماما للفروض التي قامت عليها الإستراتجية لسابقة حيث أنها لا تعترف بأن القيمة السوقية للأصل المالي تعكس قيمته الحقيقية وبالتالي عدم توفر شرط الكفاءة، وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية بالنسبة للبعض منهم وهو الهدف من تكوين المحفظة والأساس المعتمد عليه في اختيار الوراق المالية المكونة لها؛

[1] محمد مجد الدين باكري، **محافظ الاستثمار إدارتها واستراتيجياتها**، دار النشر، شعاع للنشر والعلوم، سورية، 2008، ص 33.

[2] حسن إسماعيل فارس، **آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية**، مقالة في جملة الشروق للعلوم التجارية، العدد الثاني، جامعة الإسكندرية، مصر، جوان 2008، ص ص 126-127.

ومن أهم أساليبها نجد[1]:

أ. إستراتجية اختيار الأوراق المالية: تقتضي هذه الإستراتجية القيام بالتحليل الأساسي والفني وكذا سبل تقييم الأوراق المالية بهدف تحديد القيمة الحقيقية لها ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار ضمها للمحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة وعن ظروف كل صناعة والوقوف على أفضل الشركات التي تنتمي للصناعة، فضال عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم والتي على ضوئها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية؛

ب. إستراتجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: هي تلك التي الإستراتجية تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم شركات تنتمي إلى قطاعات أخرى؛

ت. إستراتجية توقيت السوق: تقتضي بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية أو يقلل المخاطرة إذا أدرك وقت دخوله للسوق ووقت خروجه موجها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية و أذون الخزانة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم.

رابعا_سياسة المحفظة الاستثمارية:

تتمثل فيما يلي[2]:

1. السياسة الهجومية: هذه السياسة يتوجه إليها 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 المشكلة للمحفظة، ويطلق على هذا النوع من المحافظ "محافظ رأس المال"، أما عن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80 %إلى 90 % من قيمة المحفظة؛

[1] ماجد أحمد عطا الله، **إدارة الاستثمار** ، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص ص 141-142.

[2] يعقوب مضاوي عبد الرحيم الأمين، **محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني)دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية)**، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم التكنولوجيا، ابريل2019، ص17

2. السياسة الدفاعية: 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 قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60 %إلى 80 %من رأس مال المحفظة[1]؛

3. السياسة المتوازنة تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين ويتبناها المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق استقرار نسبي في المحفظة، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة، وتتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية القصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، إضافة إلى الأدوات الاستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة والسندات الطويلة الأجل، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى[2].

[1] آلاء مصطفى برادعي، **تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية مدى مساهمة المؤشرات المعمول فيها حاليا في التقييم الفعلي والفعال لمدير المحفظة**، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2013، ص99.

[2] صيام، أحمد زكريا، **مبادئ الاستثمار**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2003، ص 91.

المبحث الثاني: نماذج تقييم أداء المحفظة الاستثمارية.

سنقوم الآن بعرض مؤشرات تقييم أداء الحافظة المالية، وبتالي نكون قد مررنا إلى المرحلة الأخيرة من سيرورة تسيير حافظة الأوراق المالية

وفي هذا الصدد تعددت مداخل تقديم حافظة الأوراق المالية وسوف نتعرض فيما يلي إلى أربعة نماذج أساسية متمثلة في نموذج شارب SHAREP، نموذج ترينر TREYNOR،نموذج جونسون JENSENونموذج فاما Fama .

المطلب الأول: نموذج شاربSharp.

قدم وليام شارب، مقياسا مركبا لقياس أداء حافظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء الحافظة أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد.

وتوضح المعادلة التالية نموذج sharpe

$$S=\frac{E(R)P-RF}{\sigma P}$$

حيث :

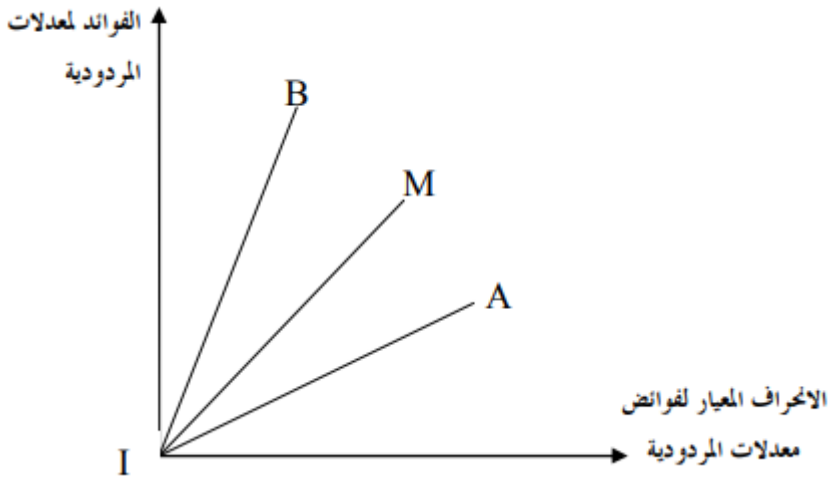
S: تشير إلى قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، والتي تعكس أداء حافظة الأوراق المالية محل التقييم؛

$E(R)P$:تشير إلى متوسط عائد الحافظة؛

RF :تشير إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر؛

σP :تشير مخاطر الحافظة مقاسة من خلال الانحراف المعياري لعوائد الحافظة[1].

الشكل رقم2-4: قياس الأداء حسب sharpe.



المصدر: فيصل حمدي، **تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب**، مذكرة مقدمة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص63.

[1] محمد صالح الحناوي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية** ،الدار الجامعية،، الطبعة الثانية، مصر،1997،ص63.

تشكل A و B حافظتين

تمثل النقطة I الاستثمار في أذن خزانة وباعتبار أن هذا الاستثمار لا يحتوى على أي خطر فإن نقطة I تقع في المبدأ.

يمكننا أن نفترض وجود حافظتين تقع الأولى بين النقطة I و A ، مما يعني أن هذه مشكلة جزئيا من سندات الخزانة والبقية من الحافظةA

أما النقطة الثانية فتقع بين نقطتين I و B مما يعني أنها تحتوي على سندات الخزانة والباقي من الحافظة B وبالتالي فإن IA و IB يشكلان خطي المحافظ الممكنة، ومن خلال المنحنى نستخلص ما يلي[1]:

الحافظة B أحسن من الحافظة A لأن تركيبة الحافظة B و أذونات الخزينة(I) أحسن من تركيبة الحافظة A و أذونات الخزانة (I)من حيث الخطر والعوائد؛

تحقق الحافظة B أداء أعلى من أداء السوق الممثل بالحافظةM .

أولا_عيوب مؤشر: Sharpe .

1. لا يمكن استخدام مؤشر شارب Sharpe إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة؛

2. يعتمد مؤشر Sharpe على الانحراف المعياري لقياس المخاطر، بالرغم من أن بناء الحافظة على مبدأ التنويع، فإنه لا وجود للمخاطر الخاصة، لتبقى المخاطر العامة والتي تقاس من خلال معامل بيتاβ .

المطلب الثاني: نموذج ترينرTreyner ونموذج جونسنJensen

أولا_نموذج ترينرTreyner .

كما رأينا النموذج السابق الذي يجمع بين المخاطر الخاصة والمخاطر العامة وبالتالي يتجاوز نظرية التنوع، أما هذا النموذج فيقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والغير منتظمة، وبالتالي يفترض أن تكون المحافظ متنوعة تنويعا جيدا، وبهذا يتم القضاء على المخاطر الغير المنتظمة، ويقوم هذا النموذج بقياس المخاطر المنتظمة عن طريق معامل بيتا، و يأخذ نموذج ترينر الشكل التالي[2]:

$$R = (R_B - R_F)/\beta$$

$$B = (cov(R_B - R_M)/\sigma_m$$

R : قيمة المؤشر المكافئة إلى نسبة التقلب في العائد؛

R_B: متوسط عائد الحافظة؛

R_F: معدل العائد لاستثمارات المالية من المخاطر؛

---

[1] بخالد عائشة، **التنويع كأداة لتدنئة المخاطر الغير نظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي 2007**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010/2009، ص87.

[2] جابر نذير، **تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية**،مرجع سابق، ص89.

σ_m: الانحراف.

تعتبر βمقياس للخطر المنتظم بالنسبة لكل أصل من الأصل المتداولة

فإذا كان [1]:

1. أكبر من الواحد معنى ذلك أن الأصول المالية المعنية أكثر تأثيرا بتذبذبات السوق؛

2. تساوي الواحد فإنها تدل على أن الأصل المالي المعني يتغير بنفس الأهمية مثل السوق؛

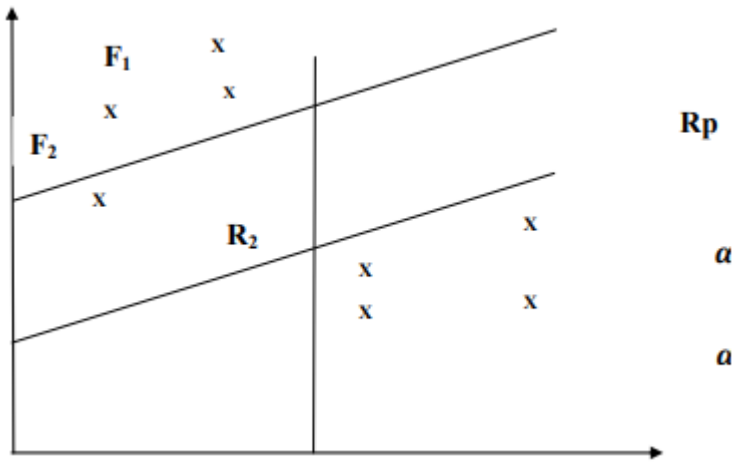
3. أما إذا كانت أصغر من الواحد فإنها تدل على أن هذا الأصل المالي معدوم الحساسية أو ضعيف بالنسبة للتذبذبات التي قد يشهدها السوق.

تستند الطريقة البيانية لـ " ترينور" لخط الانحدار أو المستقيم المميز على مردودية محفظة أو المؤشر، حيث تمثل كل قيمة x مرد ودية محفظة أو مردودية المؤشر في فترة معينة.

نفترض وجود قيمتني ماليتين F1، F2حيث يظهر خطي انحدارهما في الشكل: خطوط الانحدار لسهمين لهما نفس الطول.

و يوضح الشكل التالي ما يلي:

الشكل رقم2-5: الطريقة البيانية لـ " ترينور" لخط الانحدار.



المصدر سعيدة تلي، ص60.

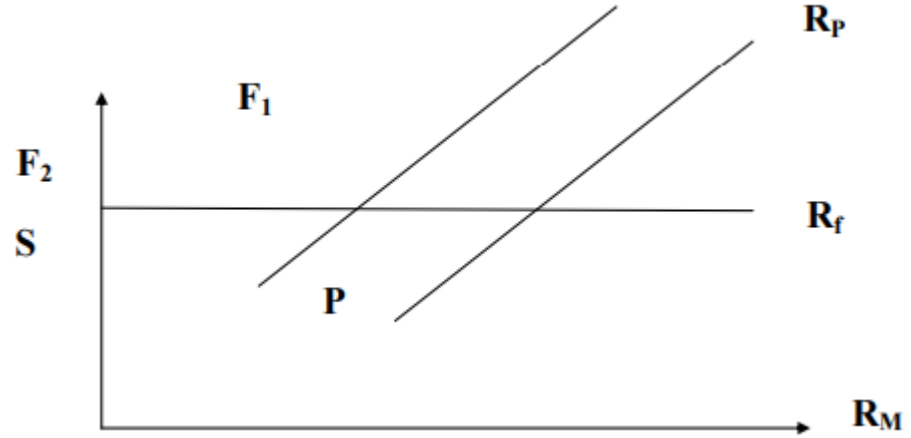
من الواضح بيانيا أن القيمة f_1أحسن أداء من القيمةf_2 ، بما أنه مهما كانت مردودية مؤشر السوق فإن القيمة R_1 الموفقة ل F_1 تكون أعلى من القيمة R_2الموفقة F_2.

[1] جابر نذير، **تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية**،مرجع سابق، ص90.

في حالة توازي خطوط انحدار القيم المنقولة، تكون مقارنة أدائها سهلة وتتم من خلال المعلمة للقيم.تكون معادلة خطي انحدار القيمتين f_1 ،f_2بالترتيب كما يلي[1]:

أما في حالة اختلاف تطاير القيمتين فإن المسألة أكثر تعقيدا، فإذا اعتبرنا أن خطي انحدارf_1 ، f_2 المبين في الشكل السابق، مع إضافة خط انحدار الاستثمار بدون خطر.$R_F.S$.

الشكل رقم2-6: خطوط انحدار قيمتين مختلفتين في التطاير.



المصدر: تلي، سعيدة **التنبؤ بالمردودية لتسيري المحفظة المالية دراسة قياسية ألسهم مسعرة يف بورصة تونس**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرابح ورقلة، الجزائر،200/2008، ص61.

يوضح الشكل السابق أن المحور الأفقي أو مقام النسبة تمثل المخاطر النظامية وتتجاهل المخاطرة غير النظامية الخاصة بالشركة وكلما كانت نسبة ترينور كبيرة كلما دل ذلك على ارتفاع عائد المحفظة بالعلاقة إلى مخطرتها النظامية، وبالتالي فأن ذلك يعين الأداء الجيد للمحفظة.

ثانيا_نموذج جونسنJensen

قدم جنسن نموذجا لقياس أداء حافظة الأوراق المالية عرف بمعامل∝ ، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين العائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد الحافظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي[2].

[1] تلي سعيدة، **التنبؤ بالمردودية لتسيري المحفظة المالية دراسة قياسية ألسهم مسعرة يف بورصة تونس** مرجع سابق، ص61.

[2] محمد صالح الحناوي، **، تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، مرجع سابق، ص305.

أما بالنسبة للمقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معاملβ في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي يطلق عليها علاوة السوق، وعلى ذلك يظهر نموذج jensen كما توضحه العلاقة التالية[1]:

$$\propto= \left[(E(RF) - RF) - \beta[Rm - RF]\right]$$

حيث تشير R_m إلى متوسط عائد السوق

تظهر المعادلة السابقة أن معامل إما أن يكون موجبا ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للحافظة، أو أن يكون سالبا، ويشير إلى الأداء السلبي للحافظة، أما في حالة مساواته للصفر فهذا يدل إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد الحافظة عن عائد السوق.

المطلب الثالث: نموذج فاما Fama .

قدم fama هو الأخر نموذجا لتقييم أداء المحافظ حيث يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتمثلة في مستويات الخطر، كما يقوم النموذج على أساس التبوء بمنحنى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي حافظة.

ويمكن صياغة معادلة منحى السوق المتوقع من خلال المعادلة التالية :

$$E_{(RPM)} = R_F + \left[\frac{E_{(R_M)} - R_F}{\sigma M}\right] \frac{COV\left(E_{(RPM)}\right).E_{(RM)}}{\sigma M}$$

حيث:

$E_{(RPM)}$: العائد المتوقع للحافظة؛

R_F :معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر؛

$E_{(RM)}$:تمثل العائد المتوقع على حافظة السوق؛

σM :تشير إلى الانحراف المعياري لعائد حافظة السوق.

وطبقا لمعادلة السابقة فإن العائد المتوقع على الحافظة M يعادل معدل العائد على الاستثمارات الخالية من الخطر مضافا إليها بدل الخطر والمتمثل في المقدار:

$$\frac{E_{(RM)} - R_F}{\sigma M}$$

والذي يطلق عليه أيضا تعسير السوق لوحدة المخاطر مضروبا في مخاطر الأصل أو الحافظة والذي يتم قياسه بالمقدار التالي:

$$\frac{COV\left(E_{(RPM)}, E_{(RM)}\right)}{\sigma M}$$

إن معادلة مخاطر السوق المتوقع تقوم على فرضية الأسواق الكاملة

[1] بن العياش حسان، تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص 95-96.

حيث يشير Km إلى مخاطر الحافظة M والتي يتم حسابها من خلال قسمة التباين المشترك للعائد التاريخي لحافظة السوق مع العائد التاريخي للمحافظة M مقسوما على الانحراف المعياري للعائد التاريخي لحافظة السوق.

أولا_مكونات نموذج Fama .

أ. **تقييم الانتقالية:** نفترض أن R_P هو العائد على الحافظة محل التقييم و RFM هو العائد لحافظة مكونة من أصل خال من الخطر وحافظة السوق والتي لها نفس مستوى الخطر للحافظة محل التقييم، فإن أداء الحافظة محل التقييم في هذه الحالة يمكن قياسه من خلال الانتقالية والتي تمثل الفرق بين عائد الحافظة وعائد حافظة السوق وعلى ذلك فإن[1]:

عائد الانتقالية $= RFm - R_P$

وكما يوضح الشكل الموالي فإن عائد الانتقالية هو مقياس لكيفية انتقاء واختيار الحافظة

وفي الواقع فان عائد الانتقالية وفقا للمعادلة السابقة هو جزء من مكونات عائد الأداء الكلي لحافظة الأوراق المالية، حيث يتم قياس الأداء الكلي للحافظة من خلال المعالة التالية:

الأداء الكلي:

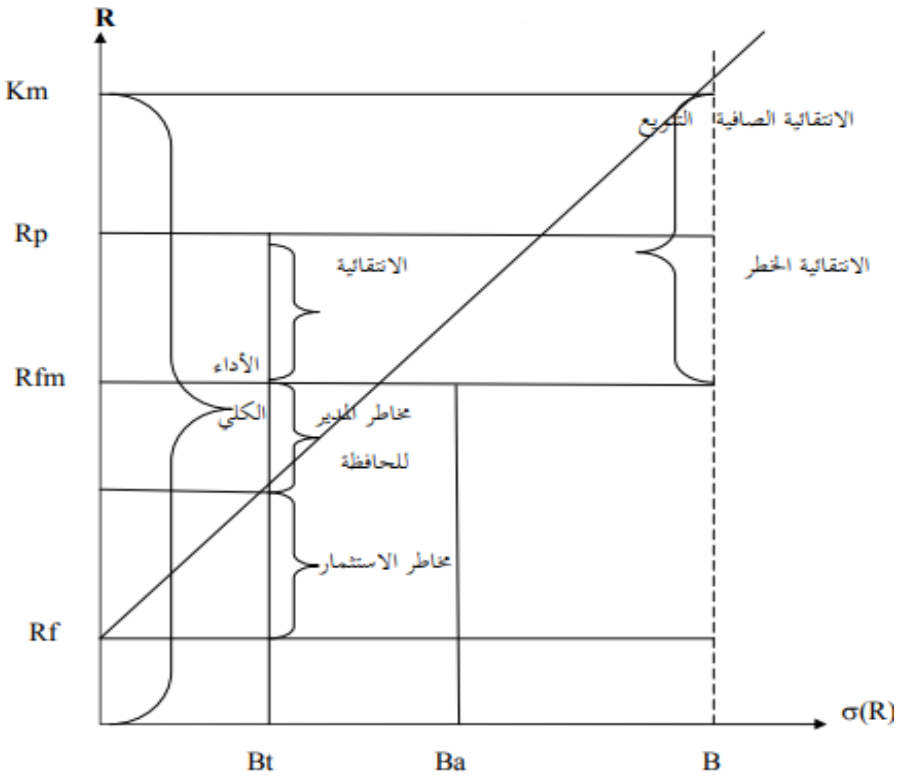
R

ويلاحظ أن المقدار الأول في المعادلة يقيس العائد الناجم من انتقاد مكونات الحافظة، في حين أن المقدار الثاني من نفس المعادلة يقيس العائد المقابل لمخاطر الحافظة.

إن مضمون المعادلة (1)هو أن (العائد) الأداء الحالي للحافظة يتمثل في العائد الإضافي عن العائد الخالي من الخطر، وهو العائد المقابل لمستوى خطر الحافظة والذي يقاس بالفرق بين عائد الحافظة تنطوي على أصل خالي من الخطر وحافظة السوق والعائد على الاستثمار الخالي من الخطر الذي يشار إليه بالمقدار $(RF - RF_m)$فإذا كانت هناك أي عوائد إضافية لحافظة فإنها ترجع على العائد الناتج، من الانتقائية مدير الحافظة لمكونات الحافظة كما يوضحه الشكل التالي:

[1] محمد صالح الحناوي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص309.

الشكل رقم2-7: تقييم الانتقالية.



المصدر: محمد صالح الحناوي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية** ،الدار الجامعية،، الطبعة الثانية، مصر،1997 ص309.

1. **تقييم التنويع**: لكل من مقياس Sharpe ومقياس Traynar وجهة نظر خاصة بقياس المخاطر، ولكن في الأخير يصلان إلى نفس النتائج، بحيث يعتمد Sharpe على الانحراف المعياري كمقياس لمخاطر الحافظة، وعلى عكس Traynar فإنه يعتمد على معامل B ، لأنه يعتقد بضرورة تنويع الحافظة بشكل جيد لكي لا تنطوي أي من المخاطر الخاصة.

وعليه يمكن القول أنه إذا كانت حافظة ما منوعة تنويعا جيدا فإن المخاطر الكلية لهذه الحافظة تعادل المخاطر العامة، وهذا يتم تحقيق تطابق في النتائج بالنسبة للمقياسين.

ولتوضيح الفكرة نفترض أن أحد مديري المحافظ حاول اختيار بعض الأسهم التي تم تقييمها بأقل من قيمتها ولكن في نفس الوقت كان يوجد تنويع في هذه الأسهم، فإن الفرق في العائد هذه الحافظة وعائد حافظة منوعة بشكل جيد يرجع إلى تأثير الانتقالية، والواقع أن عائد الانتقالية في هذه الحالة يمكن تقسيمه إلى نوعين من العائد[1]:

أ. العائد الناجم عن الانتقالية الصافية ؛

ب. العائد الناجم عن التنويع .

[1] محمد صالح الحناوي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص309.

ويظهر عائد الانتقالية كما توضحه المعادلة (2)التي سنصل إليها.

عائد الانتقائية = صافي عائد الانتقالية + عائد التنويع

$$\text{صافي عائد الانتقالية} = [\mathrm{RP} - \mathrm{RF_m}] + [\mathrm{K_m} - \mathrm{RF_m}] \dots\dots\dots (1)$$

$$= RP - K_m \dots\dots (2)$$

حيث يشير K_m إلى عائد توليفة من أصل خالي من الخطر وحافظة السوق، حيث يعادل هذا العائد حافظة محل التقييم، لذلك فإن مقياس التنويع يجب أن يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنويع) تعادل المخاطر العامة (المنتظمة)B ، وعندئذ(σ) فإذا كانت الحافظة منوعة تنويعا كاملا، فإن المخاطر الكلية فإن عائد الحافظة المكونة من أصل خالي من الخطر وحافظة السوق K_m يساوي تماما العائد $\mathrm{RF_m}$،وبتالي فإن العائد الناجم عن التنويع يساوي صفر، وبالنظر إلى الشكل السابق يتضح أن عائد صافي الانتقالية يعادل أو يقل 4عن عائد الانتقالية (وهذا يعني أنها سيتساويان إذا كانت الحافظة منوعة تنويعا كاملا).

2. تقييم الخطر:

يمكن تقييم خطر الحافظة من خلال[1]:

إذا فرضنا أن المستثمر يهدف إلى تحمل مستوى معين من الخطر في حافظة الأوراق المالية Bt وفي ظل الافتراض فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضا عن مستوى الخطر (وهو العائد الكلي الذي يزيد عن العائد الخالي من الخطر) ويمكن قياسه كالأتي :

الخطر = خطر المدير + خطر المستمر

$$\mathrm{R_{fm}} - \mathrm{R_f} = [\mathrm{R_{fm}} - \mathrm{R_P}] += [\mathrm{R_m} - \mathrm{R_F}]$$

حيث يشير $\mathrm{R_P}$إلى العائد على الحافظة التي تم تنويعها بشكل ساذج لتحقيق مستوى معين من مخاطر السوقB، فإذا كان خطر الحافظة يعال الخطر المستهدف بمعنى أن $B_a = B_t$ فعند هذا الحد فإنه لا يوجد مخاطر.

أما إذا كان هناك فرق بينB_t وB_{a} فإن مخاطر المدير تتمثل في العائد الذي يجب على المدير تحقيقه والذي يعوض مخاطر قراراته ومقدارB_{a} والذي يختلف عن مستوى خطر مستهدف B_t.

[1] بن العياش حسان تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص99-100.

الخلاصة:

يعتبر مؤشر الأسواق المالية الأساس في إدارة المحفظة الاستثمارية، فعندما يكون المؤشر مرتفعا تكون الأسعار في زيادة حيث يدلنا المؤشر على أداء المحفظة أو أداء مدراء المحافظ الاستثمارية، كذلك يمكن أن يدلنا المؤشر على حالة السوق في المستقبل وما ستكون عليه الأسعار في المستقبل، بالإضافة إلى أنه يساعد في تقدير مخاطر المحفظة الاستثمارية .ويوضح المؤشر كذلك مستوى التنويع في المحفظة، ويتم إعطاء وزن لكل عامل يعكس حساسية الورق المالية لهذا العامل ويرجع ذلك لتقدير الشخص لحجم المخاطر وفي الأخير يأتي تقييم أداء المحفظة المالية الذي يعد إحدى الخطوات المهمة لتحليل الأداء الاستثماري، عن طريق كل من مؤشر ترينو، شارب، وفاما، هذا للحكم أداء المحفظة المالية.

من خلال هذا الفصل توصلت إلى النتائج التالية:

- هناك مجموعة من السياسات والاستراتيجيات والتي يؤدي استخدامها إلى التقليل من المخاطر، من أهم هذه السياسات السياسة الهجومية، الدفاعية والمتوازنة، أما فيما يخص الاستراتيجيات هناك إستراتيجيتين رئيسيتين مها: الإستراتيجية الساكنة (السلبية) الإستراتيجية النشطة (الايجابية).
- استعمال مؤشرات قياس أداء حافظة الأوراق المالية، إجراء التحليل المقارن مابين المحافظ واختيار أفضل.
- من أهم النماذج المستخدمة في اتخاذ القرار الاستثماري مها نموذج تسعري الأصول الرأسمالية ونموذج تسعري المراجحة.
- هناك مجموعة من الأساليب والنماذج المستخدمة في تقييم أداء المحفظة من أهمها مقياس شارب، ترينيور، جنسن، فاما ومؤشر المعدل بالمخاطر.

الفصل الثالث:
قياس أداء المحفظة المالية في بورصة الجزائر.

تمهيد:

دخلت الجزائر عهد الإصلاحات منذ الثمانينات قصد الانتقال من اقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، وذلك بغرض محاولة السلطات العمومية توفير مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالي، خاصة مع التحسن النسبي الذي تشهده الجزائر اقتصاديا وأمنيا مما قلل من مخاطر الاستثمار، إذ تغيرت التشريعات في هذا الاتجاه وأقرت قانونا جديدا للمنافسة وآخر للاستثمار تميز بأنه أكثر وضوحا واستقرار من حيث سياسات وأولويات الاستثمار.

أساسه تشجيع القطاع الخاص في كافة المجالات وضمان الشفافية والمنافسة النزيهة بين المتعاملين، وسهلت إجراءات الحصول على تراخيص الاستثمار والتعامل مع الجهات الرسمية، وقامت بفتح بورصة الشيء الذي يزيد من فرص الاستثمار في سوق المال الجزائرية، وذلك للسماح لها باحتلال مكانة جيدة على المستوى العربي أولا والعالمي ثانيا، وأمام هذا المطلب وجب على الجزائر وضع سوق الأوراق المالية

بعد التطرق في الفصلين النظريين إلى عموميات حول محفظة الأوراق المالية والمفاهيم المتعلقة بقياس أدائها ومختلف مؤشرات قياس الأداء، فسنخصص هذا الفصل للجانب التطبيقي لمعرفة كيفية قياس أداء المحافظ المالية في الواقع العملي وبالتحديد في بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

من هذا المنطلق سنحاول الوصول إلى قياس أداء محفظة الأوراق المالية من خلال التطرق إلى النقاط التالية:

- **المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.**
- **المبحث الثاني: قياس أداء المحافظ المُشَكَّلَة في كل من بورصة الجزائر بمؤشر شارب ومؤشر ترينور.**

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها كعدم وجود قواعد وثقافة بورصية فيها، وغياب الشفافية والإفصاح، وعدم توفير معلومات مالية كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة، وضعف الكفاءة المعلوماتية، إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت إلى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر.

المطلب الأول: نشأة ومؤسسات ومهنيون بورصة الجزائر.

مرت بورصة الجزائر ببعض المراحل والتي نوجزها فيما يلي[1]:

أولا_نشأة بورصة الجزائر.

1. فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 وسجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988، وفي الواقع هذه الإصلاحات الاقتصادية، التي تنبأ بالانتقال إلى اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة وهي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الادخار وتوجيهه لتمويل التنمية الاقتصادية.

في حين يجب التذكير بأن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية المؤرخة في 1975/09/26 وذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الاستقلال (الاشتراكية) واختيار نظام اقتصادي مركزي.

في حين نجد أنه في 1988/01/12 تم تعديل لجزء من القانون التجاري ونشر العديد من القوانين من بينها " قانون 88-01 " المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، والقانون " 88-03 " وكذا 88-04 المعدلين والمكملين للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 1975/09/26 الخاصة بالقانون التجاري والمتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانون 88 -01 جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية، أي أن الدولة لا دخل لها في التسيير، منذ و أن أصبحت المؤسسات العمومية الاقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في شكل " spa " أو شركات ذات أسهم، قانون 88-03 المتضمن لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة (حاليا الشركات القابضة) (les Holding).

والمتمثلة في:

ص 1: صندوق المواد الغذائية الفلاحية؛

ص2: صندوق مناجم الفحم والري؛

ص 3: صندوق التجهيز؛

ص4: صندوق البناء؛

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

ص5: صندوق الكيمياء، البتروكمياء، الصيدلية؛

ص6: صندوق الاتصال، الإلكترونيك والإعلام الآلي؛

ص7: صندوق الصناعات المختلفة؛

ص8:صندوق الخدمات.

هذه الصناديق الثمانية مكلفة بالحفظ والتسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسير إلى الاستقلالية المالية، هذه القوانين قدمت إمكانية لقبول الأسهم بين صناديق المساهمة والمؤسسات العمومية الاقتصادية.

في 1990/12/09م بعد قرار الحكومة و طريق عضو ذو أهلية قانونية الجمعية العامة لصناديق المساهمة وشركة القيم المنقولة (M.V.B) أنشأ بعقد موثق على شكل شركة مساهمة من بينها صناديق كانت مساهمة رأسمالها كان يقدر بثلاثة مئة و عشرون ألف دينار جزائري =(320.000 DA) للاكتتاب أو الاشتراك موزعة بين صناديق المساهمة الثمانية، الهدف الأساسي لهذه الشركة تمثل في مباشرة العمل لمنظمة تسمح بعمل سوق التفاوض للقيم المنقولة في أحسن الشروط، لكن هذه الشركة (S.V.M) بقيت متوقفة بسبب الصعوبات التنظيمية التي لا تنبأ بهذا الفرع من التفاوض، في 1991/05/28م ظهر شكل جديد للبورصة وهذا بعد الإعلان الرسمي عن المراسيم التشريعية الثلاثة والتي تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة.

2. مراحل انجاز بورصة الجزائر.

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية[1]:

1. المرحلة الأولى: 1990 –1992: اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومنه جملة هذه الإجراءات هي إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها ب320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية :

أ. مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة؛

ب. مرسوم تنفيذي رقم 177 – 91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021, 14.30

2. المرحلة الثانية : 1992 – 1999: لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة B.V.M .

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرة حيث اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93 -08 المؤرخ في 25-04-1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93 -10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل نشاط أي بورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.

ثانيا_المؤسسات ومهنيو بورصة الجزائر.

1. تعريف شركة تسيير بورصة القيم: يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم ، المعروفة اختصاراً SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997، وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها.

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

2. المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

أ. البنوك الوطنية: بنك التنمية المحليةBDL، البنك الخارجي الجزائريBEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR، القرض الشعبي الجزائريCPA، البنك الوطني الجزائريBNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياطCNEP Banqu؛

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

ت. البنك الخاص: يونيون بنك UB؛

[1] بورصة القيم المنقولة 14.30, 12/06/2021 http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV

3. المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

أ. بنك التنمية المحلية(BDL) ؛

ب. البنك الخارجي الجزائري(BEA) ؛

ت. بنك الفلاحة والتنمية الريفية(BADR) ؛

ث. القرض الشعبي الجزائري(CPA) ؛

ج. البنك الوطني الجزائري(BNA) ؛

ح. الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنكCNEP؛

خ. BNP PARISBAS El Djazair؛

د. Societé Générale Algérie؛

ذ. Tell Markets؛

ر. البركة بنك الجزائر Al Baraka Banque Algérie ؛

ز. السلام بنك للجزائر Al Salam Bank Algeria ؛

1. مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

أ. التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛

ب. التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛

ت. نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها[1](COSOB) .

ثالثا_الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر:

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

الشكل رقم 3-1: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر.



المصدر: بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

المطلب الثاني: سير والإدراج في بورصة الجزائر.

تتمثل سير بورصة الجزائر والإدراج فيها فيما يلي[1]:

أولا_شروط القبول:

1. السوق الرسمي:

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

ب. أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛

ت. أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛

ث. أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛

ج. أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛

-يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛

[1] ورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

ح. إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة؛

خ. وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة؛

د. ضمان التكفّل بعمليات تحويل السندات؛

ذ. تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛

ر. العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛

ز. الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛

س. ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

2. سوق السندات:

تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل الى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

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

3. سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و عادة الشروط اللازمة لتلبيتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن[1]:

أ. تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعيّن، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مرقي البورصة"؛

ب. تفتح رأسمالها بنسبة 10٪ كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة ؛

ت. تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التّابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج ؛

ث. تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط، وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشّركة التي تطلب الإدراج في سوق

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللّجوء العلني إلى الادخار.

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

4. المستثمرون المؤسّساتيون:

هي الهيئات المكلفة بالتّوظيف الجماعي للقيم المنقولة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيّرة للأصول.

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

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

ب. تنويع مصادر التمويل؛

ت. يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها؛

ث. توسيع نطاق المساهمين؛

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

ح. تعزيز الشهرة؛

خ. تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي؛

وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها:

- **تثمين الموارد البشرية:** فالشركة التي تندرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءًا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية؛
- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية؛

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

- تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنّب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة؛
- التغيير في نظام " حوكمة الشركات" ؛
- تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات " حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

ثانيا_مزايا الإدراج:

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

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

2. تنويع مصادر التمويل يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها؛

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

4. تعزيز الشهرة تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها:

أ. تثمين الموارد البشرية: فالشركة التي تندرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءًا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية؛

ب. تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنّب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة؛

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

ثالثا_عملية الإدراج في البورصة.

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

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

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

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

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

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

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

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

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021, 14.30

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

ج. إعداد مشروع المذكرة الإعلامية :

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

ح. إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على[1]:

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

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

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

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

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات[1].

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

رابعا_التكلفة والجباية:

تنطوي عملية الإدراج في البورصة على مصاريف يتغير مبلغها تبعا ل[1]:

1. حجم العملية؛

2. أسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختارة؛

3. حجم الجهد المبذول في الاتصالات المالية.

وهي تشمل:

أ. الرسوم المدفوعة للمتدخلين في البورصة وهم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي والوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق، وهي ملخصة في الجدول أدناه،

ب. عمولات وأتعاب المرافقة والتوظيف والاستشارات المالية والقانونية،

ت. مصاريف الإشهار والاتصال؛

الهيئة الرسوم والمصاريف

➢ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تأشيرة المذكرة الإعلامية:

تقدر الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ب 0.075٪ من مبلغ الإصدار أو من العرض العلني، على أن لا تتجاوز خمسة (5) ملايين دينار جزائري.

➢ **شركة تسيير بورصة القيم القبول في البورصة**

- تقدّر نسبة العمولة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم ب 0.05٪ من المبلغ الاسمي المقبول. ولا يجوز أن يتعدى مبلغ هذه العمولة 2500000 دينار جزائري.
- مصاريف تسجيل السند في التسعيرة.

- التسجيل الأولي.....400000 دينار جزائري
- التسجيل الإضافي.....100000 دينار جزائري
- استبدال وتعديل.....100000 دينار جزائري
- مصاريف البقاء في التسعيرة..... 200000 دينار جزائري بالنسبة للأسهم 30000.....دينار جزائري بالنسبة للسندات
- مصاريف تنظيم العرض العلني للشراء

– الجزء الثابت: ..... 1000000 دينار جزائري

– الجزء المتغير: .....100000 دينار جزائري لكل حصة متكوّنة من 1000 أمر تتم معالجته.

[1] بورصة القيم المنقولة 14.30, 12/06/2021 http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV

– المؤتمن المركزي على السندات مصاريف الانضمام إلى المؤتمن المركزي على السندات تقدر نسبة المصاريف ب 0.01٪ من رأس المال الاجتماعي،

– يكون الحد الأدنى للأموال المحصّلة هو 20000 دينار جزائري والحد الأقصى هو 200000 دينار جزائري. الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مصاريف تتعلق بالخدمات التي يقدمها الوسيط في عمليات البورصة المرافق والبنوك الأخرى التي تشكّل نقابة التوظيف (لجنة التوظيف).

➢ الجباية

وفقا للقانون رقم 09 – 09 المؤرّخ في 13 محرّم عام 1431 الموافق 30 ديسمبر سنة 2009 المتضمّن قانون المالية لسنة: 2010

المادة 32 « : تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات الحواصل وفوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الأسهم والأوراق المالئلة المحققة في إطار عملية الدخول للبورصة. تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالدخول للبورصة» .

وفقا للقانون رقم 13 – 08 المؤرّخ في 27 سفر عام 1435 الموافق 30 ديسمبر سنة 2013 المتضمّن قانون المالية لسنة: 2014

المادة« : 66 تستفيد الشركات التي تسعر أسهمها العادية في البورصة rمن تخفيض على الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصةلمدة خمس (5) سنوات ، وذلك ابتداء من أوّل يناير سنة 2014».

وفقاً للقانون رقم 14 – 10 المؤرّخ في 08 ربيع الأول عام 1436 الموافق 30 ديسمبر سنة 2014 المتضمّن قانون المالية لسنة: 2015

المادة 73":تعد لأحكام المادة63 من القانون رقم02-11 المؤرخ في24 ديسمبر سنة2002 والمتضمن قانون المالية لسنة المعدلة بموجب المادة 67 من القانون رقم 13 – 08 المؤرخ في30 ديسمبر سنة 2013 والمتضمن قانون المالية لسنة2014 وتحرر كما يأتي[1]:

1. المادة 63 :تعفى من الضريبة على الدخل الاجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، نواتج و فوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات المائلة والأوراق المائلة للخزينة المسعرة في البورصة في لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2013.....(بدون تغيير حتى)في القيم المنقولة.

تعفى من الضريبة على الدخل الاجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات نواتج و فوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات المائلة والأوراق المائلة للخزينة المسعرة في البورصة أو المتداولة في سوق

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

منظمة لأجل أدنى يقدر بخمس (5) سنوات والصادرة خلال فترة خمس (5) سنوات والصادرة خلال فترة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2013 (بدون تغيير حتى) هذه المرحلة.

أدرج قانون المالية لعام 2021 ، ولا سيما المادة 133 منه ، مقياسًا ضريبيًا للشركات التي يتم إدراج أسهمها العادية في البورصة ، من أجل تشجيع الترويج

لتمويل الشركات عبر البورصة. وبالتالي، تستفيد الشركات المدرجة من تخفيض في ضريبة دخل الشركات (IBS) يساوي معدل افتتاح رأس مال أسهمها في سوق الأوراق المالية، لمدة 3 سنوات اعتبارًا من 1 جانفي 2021.

2. المادة 133: تعدل أحكام المادة66 من القانون رقم 13-08 المؤرخ في 27 صفر عام 1435 الموافق 30 ديسمبر 2013 و المتضمن قانون المالية لسنة 2014، و تحرر كما يلي:

"المادة 66: تستفيد الشركات التي تسعر أسهمها العادية في البورصة، من تخفيض في الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصة، لمدة ثلاث (03) سنوات، ابتداء من أول جانفي سنة 2021".

المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر.

أولا_لجنة المراقبة:

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتهاCOSOB

1. الدور: تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولا سيما من خلال الحرص على[1]:

أ. حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛

ب. السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، خُولت هذه اللجنة بالسلطات التالية:

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

2. التشكيل:

أ. تتشكل من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات،

ب. ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

[1] بورصة القيم المنقولة 14.30, 12/06/2021 http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV

3. السلطات: خولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل انجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، وسلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية.

4. السلطة التنظيمية:

تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب[1]:

أ. التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛

ب. اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛

ت. شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛

ث. القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛

ج. القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات؛

ح. تسيير محفظة القيم المنقولة.

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

5. سلطة المراقبة والإشراف:

وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

أ. الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛

ب. قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛

ت. السير الحسن للسوق.

6. السلطة التأديبية والتحكيمية: تنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل.

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

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

أ. الوسطاء في عمليات البورصة؛

ب. الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة(SGBV) ؛

ت. الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

ث. الوسطاء في عمليات البورصة و الجهات المصدرة.

ثانيا_المؤتمن المركزي:

1. الدور: تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية[1]:

أ. فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين؛

ب. مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛

ت. إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدِرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...)؛

ث. الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية :ISIN) الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)؛

ج. نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

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

ثالثا_الوسطاء في عمليات البورصة:

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

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

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

انظر لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة 2 ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.

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

ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجيBEA ، والبنك الوطني

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

الجزائريBNA ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنكCNEP-Banque ، والقرض الشعبي الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائر BNP، Paribas El djazair, Société Générale Algérie، وشركة خاصة Tell Markets.

1. **المهام** :كلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي[1]:

أ. توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية لجهة المصدرة؛

ب. لتداول في السوق لحساب زبائنهم؛

ت. تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛

ث. نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛

ج. عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛

وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين...

[1] بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV 12/06/2021 ,14.30

المبحث الثاني: تطبيق قياس أداء المحافظ في بورصة الجزائر

على المستثمر الجيد دائما أن يأخذ بعين الاعتبار خلال تكوينه للمحفظة الاستثمارية العائد والمخاطرة، فيجب عليه تكوين المحفظة ذات الأكبر عائد وأقل مخاطرة وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث من خلال قياس أداء المحافظ واستنتاج أفضل محفظة.

المطلب الأول: قياس أداء محافظ الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

سنتناول في هذا المطلب كل من عائد المحفظة، بيتا المحفظة وكذا قياس الأداء باستخدام نموذج شارب ونموذج ترينور في بورصة الجزائر.

أولا_معدل العائد على المحفظة

المحفظة (A) مكونة بالتساوي (أوزان متساوية) من أسهم (4) شركات مدرجة في بورصة الجزائر، فكان معدل العائد لكل شركة للفترة الممتدة من 07 جانفي 2021 إلى 01 جويلية 2021 كالتالي:

الجدول رقم (3-1): وصف معدل العائد على المحفظة (A) في بورصة الجزائر

المحفظة (A)	العوائد
بيوفارم	3.84%
م.ت.ف الأوراسي	1.82%
أليانس للتأمينات	7.08%
صيدال	-1.81%
عائد المحفظة (Rpa)	2.19%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق 01

من خلال الجدول نلاحظ أن شركة صيدال قد حققت ادنى عائد سنوي بنسبة (-1.81%) في حين شركة مجمع تسيير فندق الاوراسي حقق عائد قدر ب 1.82%، بينما حققت باقي الشركات قيم ايجابية فبنسبة لشركة أليانس للتأمينات حققت عائد بنسبة (7.07%)، بينما بلغ عائد شركة بيوفارم نسبة (3.84%) أما فيما يتعلق بعائد لمحفظة (A) فقد قُدِّر بنسبة (2.19%).

وبافتراض أن المستثمر أراد تكوين محفظة (B) لأسهم بالتساوي في شركة بيوفارم وشركة أليانس، فيكون عائد هذه المحفظة كالتالي:

الجدول رقم (3-2): وصف معدل العائد على المحفظة (B) في بورصة الجزائر

المحفظة (B)	العوائد
أليانس للتأمينات	7.08%
بيوفارم	3.84%
العائد على المحفظة (RpB)	5.46%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق 01

قُدِّرَ معدل العائد على المحفظة (B) بنسبة (5.46%)، إذ يتميز بأنه موجب والأفضل مقارنة بمعدل العائد على المحفظة (A) .

وفيما إذا أراد المستثمر أن يستثمر في المحفظة (C) والتي تحتوي على أسهم في شركة أن سي أ رويبة وشركة **صيدال** بأوزان متساوية، فيكون عائد هذه المحفظة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-3): وصف معدل العائد على المحفظة (C) في بورصة الجزائر

المحفظة (C)	العوائد
صيدال	-1.81%
م.ت.ف الأوراسي	1.82%
العائد على المحفظة (RpC)	00.00%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق 01

بلغ معدل العائد على المحفظة (C) نسبة (00.00%) وهي نسبة اقل من نسبة العائد على المحفظة (A).

من خلال المقارنة بين عوائد المحافظ الثلاث، يتبين أن المحفظة (B) هي الأحسن من حيث معامل العائد.

ثانيا_معامل بيتا المحفظة:

من خلال هذا الجزء سنتعرض إلى تحليل المخاطر النظامية التي تم قياسها من خلال معامل بيتا للمحافظ الثلاثة في الشركات محل الدراسة:

الجدول رقم (3-4): وصف لمعامل بيتا للمحفظة (A) في بورصة الجزائر

المحفظة (A)	معامل بيتا
أليانس للتأمينات	0,24858306
صيدال	0,25130167
بيوفارم	0,23428031
م.ت.ف الأوراسي	0,23594873
بيتا للمحفظة (βpA)	0,24252844

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق 01

يُبَيِّن الجدول السابق اختلاف المخاطرة النظامية المقاسة بمعامل بيتا من شركة إلى أخرى، فبنسبة لمخاطر الأسهم في شركة صيدال الأعلى (0.2513)، أما فيما يخص مخاطر الأسهم لباقي الشركات فهي أقل واقل من مخاطر السوق حيث تراوحت قيم بيتا مابين (0.2485) لشركة أليانس للتأمينات، و(0.2359) لشركة م.ت.ف الأوراسي، أمّا فيما يتعلق بالمخاطر النظامية للمحفظة (A) فقد قُدِّرت ب (0.2425) وتعتبر أقل تذبذبا.

الجدول رقم (3-5): وصف لمعامل بيتا للمحفظة (B) في بورصة الجزائر

المحفظة (B)	معامل بيتا
أليانس للتأمينات	0,248583061
بيوفارم	0,234280314
بيتا للمحفظة (βpB)	0,241431687

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق 01.

يُلاحَظ من خلال الجدول السابق أن المخاطر النظامية للمحفظة (B) عرفت انخفاضا مقارنة بمخاطر المحفظة (A)، وذلك راجع لقيمة بيتا المنخفضة في كل من الشركتين.

الجدول رقم (3-6): وصف لمعامل بيتا للمحفظة (C) في بورصة الجزائر

المحفظة (C)	معامل بيتا
م.ت.ف الأوراسي	0,23428031
صيدال	0,25130167
بيتا للمحفظة (βpC)	0,24279099

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق 01

يتبين من الجدول السابق أن قيمة المخاطر النظامية للمحفظة (C) بلغت (0.2427) وبناءا على ما سبق يمكن القول أن المحفظة (B) الأحسن من حيث معامل بيتا لاحتوائها على أسهم ذات بيتا منخفض وهذا ما يفسر انخفاض مخاطر المحفظة.

ثالثا_قياس أداء المحفظة باستخدام نموذج ترينور:

بعدما تطرقنا فيما سبق إلى كل من معدل العائد ومعامل بيتا للمحافظ الثلاثة واكتشاف أي من هذه المحافظ أحسن، سنستعرض فيما يلي مقياس ترينور كأحد طرق لاكتشاف أي من المحافظ الثالثة أفضل، الجداول الآتية توضح ذلك:

الجدول رقم (3-7): قياس أداء المحافظ في بورصة الجزائر وفقا لمقياس ترينور

	Treynor		
	المحفظة (A)	المحفظة (B)	المحفظة (C)
$Rp^{(*)}$	2.19%	5.46%	00.00%
$R_F{}^{(**)}$	04,00%	04,00%	04,00%
$beta^{(****)}$	0,24252844	0,241431687	0,24279099
Treynor	-0,074639175	0,069063387	-0,164812526

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق 01.

(*) يمثل المتوسط الحسابي لمجموع عوائد الشركات المكونة لكل محفظة على عددها.

(**) يمثل معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر عبارة عن قيمة ثابتة يتم الحصول عليها من بينات البورصة.

(****) يمثل بيتا لتغير عوائد الشركات المكونة للمحفظة على تباينها.

يتبين من الجدول السابق أن أحسن محفظة من حيث الأداء وفقا لمؤشر ترينور هي المحفظة (B) بقيمة (0.0690) وذلك لانخفاض المخاطر النظامية لهذه المحفظة، على عكس المحفظتين (A) و(C) التي حققتا أداء سالب وفقا لمؤشر شارب، فقد بلغت قيمتهما (-0.074) و(-0.1648) على التوالي.

الخلاصة:

لقد تبيّن لنا من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل أنّ كل من قيمة وحجم التداول إضافة إلى عدد الصفقات المبرمة في بورصة الجزائر ضعيفة جدًا.

أدَت الدراسة المنجزة في هذا الفصل إلى الكشف عن مدى مهارة مديري محافظ الأوراق المالية في كل من بورصة الجزائر وإلقاء الضوء على أنواع المقاييس والمؤشرات المستخدمة في قياسها، حيث هدفت الدراسة إلى قياس أداء مُدراء المحافظ وفقًا لمؤشر ترينور.

خاتمة

تعتبر المحفظة الاستثمارية من أهم الأدوات الاستثمارية التي ظهرت حديثا، وهي مجموعة من الأصول المختلطة المالية والحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة، هذا الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار تشكيلة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وهما المعيارين الأساسيين في تحديد كفاءة المحفظة.

ولبلوغ هذا الهدف، يتم اللجوء عادة إلى التنويع او إدراج بعض الأصول الغير خطرة، وتنجح هذه السياسة عندما يكون معامل الارتباط بين الأصول معدوما أو ضعيفا .إلا انه لابد من اعتماد نماذج التسيير التي تضمن الإدارة الجيدة للمحفظة واختيار مكوناتها، فالإختيار الأمثل لمكونات المحفظة من الأوراق المالية يساعد على تدنية حجم المخاطرة دون التضحية بالعائد المتوقع.

نظرا لأهمية الموضوع وتعقيده توجه العديد من الباحثين وطلاب الإدارة المالية إلى البحث فيه، مما أسفر الأمر على عدة نظريات ونماذج علمية وعلى رأسها نظرية ماركويتز، هذه الأخيرة التي تعتبر كنقطة الإنطلاق، إذ على إثرها ظهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ثم نظرية التسعير بالمراجحة بالإضافة إلى نماذج ونظريات حديثة، هذا ونجد أن معظم هذه الأبحاث عنيت بالعوامل المؤثرة على عائد المحفظة المالية وعلاقته بخطرها، وعلى إثر هذه النماذج توصل الباحثون إلى طرق لقياس أداء المحفظة المالية وسرعان ما أحدث تعديل عليها أدى إلى ظهور طرق حديثة.

إن قلة الوقت، الدراية والخبرة بإدارة المحفظة المالية لدى المستثمرين، جعلهم يبحثون عن من ينوب عنهم في الإدارة، ومن يقوم بهذا الدور بفعالية أحسن من البورصات.

إن إمتلاك البورصات لألجهزة الفنية المتخصصة، والخبرات الشخصية والإمكانيات المادية المتعددة يمكنها من القيام بإدارة المحافظ المالية، حيث تتميز بقدر كبير من المسؤولية والحرص مما يساعدها على حماية أموال المحفظة المالية من المخاطر، مستعينة في ذلك بمختلف النماذج والنظريات العلمية المتعلقة بإدارة محافظ الأوراق المالية، إذ يمكن للبورصة أن تقوم بدور أمين إيداع بحيث يقتصر دورها على حفظ الأوراق المالية وتقييد حسابات صاحبها الخاصة بها، كما يمكنها القيام بدور أمين إستثمار بحيث يمكنها حفظ موجودات المحفظة وإدارتها، أي الإشراف على تداول الأوراق المالية ومسك حساباتها، كما يمكنها أن يقدم خدمات أخرى متعلقة بالتسوية والمقاصة.

– نتائج الدراسة :

من خلال قيامي بهذه الدراسة توصلت إلى مجموعة من النتائج، يمكن تلخيصها فيما يلي:

1. إن الإستثمار في الأوراق المالية بمثابة توظيف متجانس لمجموعة من البدائل الإستثمارية الأكثر فعالية تقوم على فكرة المزج بين مجموعة من الأوراق المالية التي يتم إختيارها بعناية وبدقة لتحقيق مجموعة من الاهداف والغايات.

2. يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مقومات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق، خطر موجودات المحفظة المالية، وأيضا التنويع.

3. يبقى تقييم أداء الحافظة المالية المرحلة في عملية إدارة الاستثمار المالي ؛

4. يفترض نموذج ترينر أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا، و بالتالي تم القضاء على المخاطر الغير منتظمة؛

5. يعرف النموذج الذي قدمه جونسون بمعامل ، و تقوم فكرة هذا النموذج على إيجاد الفرق بين العائد الإضافي وعلاوة خطر السوق؛

6. تبقى عملية إختيار الإستراتيجية المتبعة من أهم الخطوات في تشكيل و إدارة الحافظة المالية، حيث يعتمد في ذلك على طبيعة السوق، سلوك المستثمر و درجة ثقته بتسعير الأصول المالية في السوق ؛

7. يبق الهدف الأول والأخير من تشكيل الحافظة الأوراق المالية هو الوصول إلى الحافظة المثلى التي تحقق أكبر عائد بأقل مخاطرة.

8. يلجأ صاحب المحفظة المالية إلى هيآت مختصة في إدارتها إدارة فعالة، ومن أهم هذه الهيآت نجد البورصات.

– الاقتراحات:

بعد إجراء الدراسة النظرية التطبيقية، توصلة إلى نتائج يمكن من خلالها طرح بعضا لاقتراحات التالية:

1. إحداث تعديلات في موقع الالكتروني للبورصة لأن معظم الباحثين يجدونه معقد من خلال عدم معرفة كل ما تحتويه الصفحة الرئيسية لأن المعلومات المتداخلة فيما بينها.

2. توفري جميع المعلومات في الموقع من خلال التقارير لكي لا يلجأ الباحث إلى تقارير أخرى مثل صندوق النقد الدولي.

3. يجب على المستثمر أن يكون على علم بكل الأحداث والتغيرات الوطنية والدولية من الناحية الاجتماعية، الاقتصادية، المالية، السياسة والقانونية... الخ.

4. إلزامية الطلاع وتحليل النشرات الدورية لشركات المراد الاستثمار فيها، ليكون الاختيار موفق لمكونات الحافظة.

5. تحديد درجة المخاطرة التي يمكن تحملها جراء اختيار مكونات الحافظة.

6. الاستعانة بالنماذج والمؤشرات التي من شأنها قياس وتقييم أداء حافظة الأوراق المالية.

7. ضرورة القيام بمراجعة دورية لحافظة الأوراق المالية، لتحديث محتوياتها عند الضرورة.

8. عدم الاتسام باللاأخلاقية من خلال التعامل بالبيع الصوري الذي من شأنه التهرب من الضرائب أو إيهام المتعاملين بان تغيرات سعريه حدثت للورقة المعنية.

9. نظرا لنقص الثقافة حول البورصة للجزائريين عامة والطلاب خاصة بسبب الدور الضعيف الذي تؤديه في الاقتصاد، يجب إجراء دراسات في هذا المجال لزيادة الوعي الاستثماري.

10. أرجوا من الباحثين المهتمين بالبورصة والحافظة المالية أن يقوموا بقياس أداء الحافظة المالية من خلال مؤشر ترينر وجونسون لإثراء المكتبة لعدم توفر مثل هذه الدراسات.

- **آفاق الدراسة:**

نتناول فيها بعض النقاط التي نراها جديرة لتكون أفاق بحث جديدة:

1. أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية ؛

2. بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

3. تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة بنك.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية.

❖ **الكتب:**

1. إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، منشاة المعارف، مصر، 2007.

2. احمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية.

3. أحمد محمد لطفي احمد، معاملات البورصة(بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.

4. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوي، الأردن، 2010.

5. إيهاب دسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة " المفاهيم الأساسية لاستثمار في البورصة "، دار النهضة العربية، مصر، 2000.

6. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.

7. جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2003.

8. حسين خربوش، آخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مؤسسات التجهيز المكتبة، الأردن، 1996.

9. دريد كامل أل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.

10. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

11. زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.

12. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالث، الأردن، 2005.

13. سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في إستثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، مصر.

14. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، الطبعة الأولى، سوريا، 2002.

15. شهاب الدين حمد النعيمي، إدارة المعرفة وتطور وسائل بناء المحفظة المالية، المؤتمر السنوي العلمي الرابع، جامعة الزيتونة الأردنية،26- 28 افريا 2004.

16. صيام، أحمد زكريا، مبادئ الاستثمار، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2003.

17. ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شهاب الجامعية، مصر، 2003.

18. عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

19. عبد الجواد، محمد عوض، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة – أسهم سندات– أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار المنهاج لمنشر والتوزيع، الأردن، 2006.

20. عبد الرزاق قاسم، أحمد العلى، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010-2011 عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر.

21. غازي فلاح المعني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المنهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.

22. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

23. ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.

24. محسن أحمد الخيضري، كيف تتعلم البورصة في 42 ساعة، ايرتاك للنشر والتوزيع، مصر، 1999.

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

26. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.

27. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 2000

28. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.

29. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، مصر، 2005/2004.

30. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل لنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2005.

31. محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة: سوق المال، التحليل الأساسي، التحليل الفني، أدوات التحليل المالي، مؤشرات أداء السوق، اتجاهات الأسعار، محفظة الاستثمار، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر،2011.

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

33. محمد مجد الدين باكري، محافظ الاستثمار إدارتها واستراتيجياتها، دار النشر، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2008.

34. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2004.

35. محمد مطر، فايزة تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2005.

36. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

37. مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1993.

38. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ومشكلتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.

39. معروف، هوشار، الاستثمارات والأسواق الميالة، دار الصفاء للنشر، الأردن، 2003.

40. منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1996.

41. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003.

42. منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999.

43. مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

44. ناظم محمد نوري الشمري وآخرون " أساسيات الاستثمار العيني و المالي"،الطبعة التاسعة،الأردن، 1999.

45. ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، " أساسيات الإستثمار العيني و المالي "، دار وائل للنشر والطباعة، الأردن، 1999.

46. نظري رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، جامعة المنصورة، مصر، 2007.

47. النعيمي عدنان تايو وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

48. هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

49. وليد الصافي، انس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2009.

50. وليد محمد علي كرمون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر 2012.

❖ **الأطروحات والرسائل الجامعية والمذكرات:**

- أطروحات الدكتوراه:

51. بن أعمر بن حاسبن، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية –، مذكرة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2013.

52. بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، الجزائر، 2014/2013.

53. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005.

54. ربيعة عبو، دور نماذج التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الاسواق المالية- دراسة حالة الأسواق المالية العربية الناشئة-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية ،التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بولعي الشلف، الجزائر، 2020/12/02.

55. رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر-باتنة-، الجزائر، 2015/2014..

56. صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012/2011.

57. عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجارب دولية-، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بولعي شلف، الجزائر، 2015/2015.

58. عيواج مختار، بورصة الأوراق المالية ودورها في خصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية –دراسة حالة الجزائر-، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013/2012.

59. قحايرية سيف الدين، التمويل بالسندات وأثره على الأداء المالي للمؤسسة دراسة حالة سونلغاز-الجزائر-، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار-عنابة-، الجزائر، 2016/2015.

60. مريمت عديلة، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010/2009.

- **مذكرات الماجستير:**

61. ألاء مصطفى برادعي، تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية مدى مساهمة المؤشرات المعمول فيها حاليا في التقييم الفعلي والفعال لمدير المحفظة، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2013.

62. بشار الشعراني، التنبوأ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان لأوراق المالية) مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015

63. بن مسعود بن لخضر، عقود الخيار ودورها في تقليل من مخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة- الجزائر، 2015/2014.

64. بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري-دراسة حالة بنك BNP PARIBAS-، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري- قسنطينة، الجزائر، 2007/2006.

65. تلي سعيدة، "التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية: دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة عمان"، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2008-2009

66. توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية بالاستخدام نماذج أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستار، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2015.

67. جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، شهادة ماجستير، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007.

68. دفع الله المكي حسن الرضى، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2018)، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، 2018.

69. ظاهر لفى النويران، بناء المحافظ الاستثمارية وفقا لتفضيلات المستثمرين تجاه العائد والمخاطرة في بورصة عمان دراسة تطبيقية، مذكرة ماجستير، جامعة آل البيت، الأردن، 2002.

70. عبد القادر حوة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، مذكرة ماجستير،جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010/2009.

71. لورين إبراهيم القاضي، أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية "دراسة اختيارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة من 2012-2014، مذكرة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، مايو2016.

72. نعمان محصول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري، مذكرة ماجستير، كلية علوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2007/2006.

73. وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية حالة تطبيقية: سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 1997/1996.

74. يعقوب مضاوي عبد الرحيم الأمين، محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني)دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم التكنولوجيا، ابريل،2019.

- **مذكرات ماستر:**

75. بشرى بوشامة، خير الدين خلة، تسعير الأوراق المالية في ظل نموذجي تسعير الأصول الرأسمالية والتسعير بالمراجحة دراسة حالة بورصة تونس للأوراق المالية خلال 2016، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، 2017/2016.

76. بن العايش حسان، تشكيل و تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، 2010/2009.

77. زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2015/2014.

78. سارة عبدلي، أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012/2011.

79. صياد هادية، غومة نصيرة، مساعيد سيدي حمزة، تقييم أداء محفظة قطاع شركات التامين في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2018 –دراسة قياسية للسوق المالي السعودي 2008-2018-، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي، الجزائر، 2019/2018.

80. عائشة بخالد، التنويع كأداة لتدنئة المخاطر الغير نظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي 2007 ،مذكرة ماستر، غري منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010/2009.

81. قصوري هاجر، قوارطة لبنى، تأثير العوامل السلوكية في تقييم أداء المحافظ المالية دراسة حالة-بورصة باريس للقيم المنقولة-للفترة 2010-، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة،2013/2012، ص18.

❖ **المداخلات والملتقيات والندوات والمجالات :**

82. بن موسى كمال، " المحفظة الاستثمارية: تكوينها مخاطرها"، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد الثالث، 2004.

83. بيومي محمد عمارة، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، مطبوعة محاضرات، جامعة بنها، مصر، سبتمبر، 2010.

84. جلال إبراهيم العبد، محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، مقالة في جملة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد 53 ،العدد الأول، جامعة الإسكندرية، مصر، جانفي 2016

85. حسن إسماعيل فارس، آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية، مقالة في جملة الشروق للعلوم التجارية، العدد الثاني، جامعة الإسكندرية، مصر، جوان2008.

86. حسن إمساعيل فارس، مؤشر مقترح لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار ألسواق رأس المال العربية، مقالة في جملة الشروق للعلوم التجارية، العدد الأول، جوان 2007.

87. سليمة حشاشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى الدولي العلمي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

88. عبو ربيعة، عبو عمر، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية –دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي العدد 01 – مارس 2017، جامعة المسيلة

89. لبنى محمد أبو العال، صناديق الاستثمار في مصر كأداة ادخار واستثمار، مقالة في جملة المال والتجارة، المجلد 27 ،العدد 314 ،مصر، 1995.

90. نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي(ISSN:4652-1112) المجلد 15 العدد 02 جوان 2018، جامعة الأغواط.

❖ **الكتب باللغة الأجنبية:**

91. Blanche Souci-roubi,L eexique de Banque, Dalloz,1993.

92. Jonathan Berk, Peter Demarzo, **Finance D'entreprise**, Traduit de l'anglais par Thomas Barron et autres personnes, Ed.Education, Paris, 2008.

93. la bource d'Alger légale et réglementaire, 1998.

94. N. amenc, V.lesourd, **" Théorie du Portefeuille et Analyse de sa performance**", édition Economica, Paris,France, 200.2

95. Pascal Grandin, **Mesure de performance des fonds d'investissement**, Ed .Economica, France, 1998

96. Paul jacques lehmann,"bourse et marchés financiers", Dunod, 2ème édition, paris, 2005.

97. Ross, Stephen ; Westerfield, Randolph.w.and Jordan, d, Bradford :(Fundamentals of Corporate Finance)4^{th}.ed Irwine/Mc Graw-Hill Companies,1998.

❖**المواقع الالكترونية:**

98. الصعيدي امساعيل مجيل، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، مذكرة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، 2011، ص 40، من الموقع:

www.alazhar.edu.ps/Library/aattachedFile.asp?id_no=004479

99. فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة، قدرة نماذج الأصول الرأسمالية في تحدي أسعار أسهم الشركات في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير، الجامعة السالمية، غزة من الموقع

library.iugaza.edu.ps/thesis/113262.pdf

100. بورصة القيم المنقولة http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV

101. منشورات رياض سطيف **.www.riad setif.dz**

102. بورصة القيم المنقولة، SGBV **http//www.sgbv.dz/ar**.

103. حسام الدين، **كيف تبني محفظتك الاستثمارية**، منتديات الخليج، ص3 أنظر إلى الموقع- :

http//www.thegulfbiz.com/showthread.php ?t=11115

104. Cochrane John, **Assest pricing**, University Of Chicago, 2000 :
http:://www.gsb.uchicago.edu/fac/john.cochrane/research/papers

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01 : بيانات تداول للشركات المكونة للمحافظ محل الدراسة

	Cours de société :ALL		Cours de société :SAI		Cours de société :BIO		Cours de société :AUR		
Date séanc	Cours	معدل العائد	Cours	معدل العائد	Cours	معدل العائد	Cours	معدل العائد	متوسط
2021-01-07	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-10	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-13	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-14	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-17	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-19	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-21	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-24	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-26	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-28	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-01-31	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-02-02	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-02-04	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-02-07	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-02-09	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-02-11	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-02-14	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-02-16	240	0	552	0	1225	0	550	0	0
2021-02-18	240	0	552	0	1225	0	549	-0,001818182	-0,000455
2021-02-21	240	0	552	0	1226	0,000816327	549	0	0,000204
2021-02-23	252	0,05	552	0	1226	0	549	0	0,0125
2021-02-25	252	0	552	0	1226	0	549	0	0
2021-02-28	252	0	543	-0,016304348	1226	0	549	0	-0,004076
2021-03-02	241	-0,043650794	543	0	1226	0	549	0	-0,010913
2021-03-04	242	0,004149378	543	0	1226	0	549	0	0,001037
2021-03-07	243	0,004132231	543	0	1226	0	549	0	0,001033
2021-03-09	243	0	543	0	1250	0,019575856	549	0	0,004894

2021-03-11	243	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-03-14	255	0,049382716	543	0	1250	0	549	0	0,012346
2021-03-16	255	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-03-18	255	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-03-21	255	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-03-23	255	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-03-25	255	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-03-28	255	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-03-30	256	0,003921569	543	0	1250	0	549	0	0,00098
2021-04-01	256	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-04-04	256	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-04-06	256	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-04-08	256	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-04-11	256	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-04-13	256	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-04-15	256	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-04-18	256	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-04-20	256	0	543	0	1250	0	549	0	0
2021-04-22	256	0	543	0	1251	0,0008	549	0	0,0002
2021-04-25	257	0,00390625	543	0	1251	0	549	0	0,000977
2021-04-27	257	0	543	0	1270	0,01518785	549	0	0,003797
2021-04-29	257	0	543	0	1270	0	549	0	0
2021-05-02	257	0	543	0	1270	0	549	0	0
2021-05-04	257	0	543	0	1270	0	549	0	0
2021-05-06	257	0	543	0	1270	0	560	0,02003643	0,005009
2021-05-09	257	0	543	0	1270	0	560	0	0
2021-05-11	257	0	543	0	1270	0	560	0	0
2021-05-16	257	0	543	0	1270	0	560	0	0
2021-05-18	257	0	543	0	1270	0	560	0	0
2021-05-20	257	0	543	0	1270	0	560	0	0
2021-05-23	257	0	543	0	1270	0	560	0	0
2021-05-25	257	0	543	0	1270	0	560	0	0
2021-05-27	257	0	543	0	1270	0	560	0	0
2021-05-30	257	0	570	0,049723757	1270	0	560	0	0,012431
2021-06-01	257	0	570	0	1270	0	559	-0,001785714	-0,000446

2021-06-03	257	0	542	-0,049122807	1270	0	559	0	-0,012281
2021-06-06	257	0	542	0	1270	0	559	0	0
2021-06-08	257	0	542	0	1270	0	559	0	0
2021-06-10	257	0	542	0	1270	0	559	0	0
2021-06-13	257	0	542	0	1272	0,001574803	559	0	0,000394
2021-06-15	257	0	542	0	1272	0	559	0	0
2021-06-17	257	0	542	0	1272	0	559	0	0
2021-06-20	257	0	542	0	1272	0	559	0	0
2021-06-22	257	0	542	0	1272	0	560	0,001788909	0,000447
2021-06-24	257	0	542	0	1272	0	560	0	0
2021-06-27	257	0	542	0	1272	0	560	0	0
2021-06-29	257	0	542	0	1272	0	560	0	0
2021-07-01	257	0	542	0	1272	0	560	0	0
ائد الفترة ال سـ	7,08%		-1,81%		3,84%		1,82%		2,73%
Std.Dev.		0,009549980		0,008284963		0,002824804		0,002328737	
Variance		0,000091202		0,000068641		0,000007980		0,000005423	
Covariance		0,000022671		0,000017250		0,000001869		0,000001280	
Correlation		0,7235		0,6345		0,2017		0,1674	
BETA		**0,2486**		**0,2513**		**0,2343**		**0,2359**	
BETA		**0,2486**		**0,2513**		**0,2343**		**0,2359**	

	ALL	SAI	BIO	AUR
العائد	0,070833	-0,018116	0,038367	0,018182
Std.Dev.	0,009550	0,008285	0,002825	0,002329
Variance	0,000091	0,000069	0,000008	0,000005
Covariance	0,000023	0,000017	0,000002	0,000001
Correlation	0,723465	0,634497	0,201682	0,167449
BETA	0,248583	0,251302	0,234280	0,235949