جامعـــــــــة يحي فارس بالمديـــــــة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

أثر التنويع على مخاطر المحافظ الاستثمارية وأدائها

دراسة حالة بورصة الجزائر

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

إعداد الطالبين:
- أيمن الشيخ التهامي
- إسماعيل خلفات

إشراف الأستاذ:
أ.د بن عيشوش محمد

السنة الجامعية:2024/2023

جامعة يحي فارس بالمدية
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم المالية والمحاسبة

تخصص مالية المؤسسة

أثر التنويع على مخاطر المحافظ الاستثمارية وأدائها

دراسة حالة بورصة الجزائر

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

تخصص مالية المؤسسة

إعداد الطالبين:

- أيمن الشيخ التهامي
- إسماعيل خلفات

إشراف الأستاذ:

أ.د بن عيشوش محمد

لجنة المناقشة

يرقي كريم	جامعة المدية	رئيسا
بن عيشوش محمد	جامعة المدية	مشرفا ومقررا
شلابي نعيمة	جامعة المدية	ممتحنا

السنة الجامعية:2024/2023

شكر وعرفان

أولاً وقبل كل شيء، نشكر الله تعالى، سبحانه وتعالى، خالق العلم والكون، ومانح النعم التي لا تعد ولا تحصى.

نعبر عن عميق احترامنا وامتناننا للأساتذة الكرام على مساعدتهم الهائلة، كما نتوجه بخالص الشكر إلى الدكتور "محمد بن عيشوش" والدكتورة "أعراب هريش خديجة" على توجيهاتهم واقتراحاتهم القيمة فيما يتعلق بأسلوب البحث وأسسها النظرية والتطبيقية، والتي كانت أساسية في إكمال هذا العمل.

نعرب أيضاً عن امتناننا العميق لكل من ساهم بنشاط في استكمال هذا البحث المتواضع، بغض النظر عن المسافة، نتمنى لهم دوام التوفيق والنجاح.

شكرا لكم جميعا.

إهداء

إلى التي حملتني وهنا على وهن، وإلى التي أكن لها كل الحب والتقدير والتي كنت لها قرة عين، والدتي الغالية حفظها الله وأطال في عمرها.

إلى من كان منبع العز والقوة والرجولة، إلى من علمني السخاء والجود والكرم والذي لم يبخل عليا بدعمه المادي والمعنوي، أبي حفظه الله وبارك في عــمره.

لكل من شجعني وساعدني في استكمال هذا البحث، إلى كل محب للعلم يرغب في العمل بجد لتحقيق الأمل.

إلى جميع زملائي الذين ساعدوني في هذا العمل المتواضع أكرس عملي المتواضع لهم جميعًا.

أدعو الله أن يعلّمنا ما فيه الخير لنا، وأن نستغل ما علمنا إياه ويزيد معرفتنا إن شاء الله.

إسماعيل

إهداء

الحمد لله الذي هداني ويسر لي أمري وأنار لي دربي ووفقني لإنجاز هذا العمل بكل حب واحترام أنحني تواضعا لأهدي ثمرة جهدي إلى من أعدل في تربيتي وكان وراء نجاحي.

إلى من علمني الصبر ومعنى التحدي وغرس في نفسي وقلبي الأمل والثقة "والدي العزيز" رحمه الله وأسكنه فسيح جناته إلى من تقف كلمات الحب خاشعة أمامها التي ربتني على الفضيلة والأخلاق وسهرت الليالي لراحتي.

إلى مدرسة الإيمان وبر الأمان ونبع الحنان ووصية الرحمان "أمي الحبيبة" حفظها الله ورعاها وأدام عليها صحتها وعافيتها.

إلى من لا أشعر بروعة الحياة إلا معهم، إلى من قضيت معهم أحلى الأوقات حلوها ومرها "إخوتي الأعزاء" .

إلى كل الأهل والأقارب وإلى جميع الأصدقاء والأحباء إلى كل الذين وسعهم قلبي لم تسعهم هذه السطور لذكرهم.

يا رب لا تجعلني أصاب بالغرور إذا نجحت، ولا باليأس إذا فشلت.

أيمن

مستخلص:

هدفت دراستنا إلى تحليل بورصة الجزائر خلال فترة 2023-2024، مع التركيز على تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وإدارة مخاطرها، كما سلطنا الضوء على أهمية التنويع في تقليل المخاطر، واستعرضنا الأهداف المختلفة للمحافظ الاستثمارية وعناصر تكوينها وأنواعها، أيضا تناولنا دور ومسؤوليات مدير المحفظة والمهارات اللازمة لتحقيق أداء متميز، وقدمنا نماذج لقياس الأداء وتطبيقها عمليًا، كما شرحنا مفهوم العائد والمخاطرة وأهمية إدارة المخاطر، مع تحليل تأثير التنويع على عوائد المحفظة ومخاطرها.

وتحقيقا لأهداف الدراسة قمنا بالاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التاريخي في الفصلين الأول والثاني لتحليل المفاهيم والنظريات الأساسية، أما في الفصل الثالث فقد استخدمنا المنهج التحليلي لتطبيق دراسة حالة محددة تتعلق بسوق الأوراق المالية في الجزائر، بهدف فهم التأثيرات العملية للتنويع على مخاطر وأداء المحافظ الاستثمارية.

وبسبب قلة الأسهم المتاحة في بورصة الجزائر، يصعب تحقيق التنويع، ولتحقيق التنويع الفعال يجب أن تزيد العوائد بنسبة أكبر من زيادة المخاطر، مما يحسن الأداء الكلي للمحفظة، وعند إضافة أصل جديد إلى المحفظة الاستثمارية، يجب دراسة عائده، فإذا كان العائد أعلى مما في المحفظة سيرتفع عائد المحفظة، وإذا كان أقل سينخفض الأداء.

الكلمات المفتاحية :المحافظ الاستثمارية، العائد، المخاطر المالية، إدارة المخاطر، بورصة الجزائر.

Abstract:

Our study aimed to analyze the Algiers Stock Exchange during the period 2023-2024, focusing on evaluating the performance and managing the risks of the investment portfolio. We emphasized the importance of diversification in risk reduction, and discussed the various objectives, components, and types of investment portfolios. Additionally, we explored the role and responsibilities of portfolio managers, the necessary skills for achieving outstanding performance, and provided practical models for performance measurement and application. Furthermore, we explained the concepts of return, risk, and the significance of risk management, along with analyzing the impact of diversification on portfolio returns and risks.

To achieve the study's objectives, we utilized descriptive and historical methods in the first and second chapters to analyze fundamental concepts and theories. In the third chapter, we employed an analytical approach through a specific case study related to the securities market in Algeria to understand the practical effects of diversification on the risks and performance of investment portfolios.

Due to the limited availability of stocks in the Algiers Stock Exchange, achieving diversification is challenging. Effective diversification requires that returns increase more than the increase in risks, thereby improving the overall portfolio performance. When adding new assets to the investment portfolio, their returns must be studied. If the return is higher than that of the existing portfolio, the portfolio's yield will increase. Conversely, if it is lower, the portfolio's performance will decrease.

Keywords: investment portfolios, return, financial risks, risk management, Algerian Stock Exchange.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

العناوين	الصفحة
شكر وعرفان	
الاهداءات	
مستخلص	
فهرس المحتويات	I
قائمة الأشكال	V
قائمة الجداول	VI
قائمة المختصرات	VII
مقدمة	أ - ح
الفصل الأول: الإطار النظري للمحافظ الاستثمارية وأدائها	
تمهيد	02
المبحث الأول: أساسيات حول المحفظة الاستثمارية	03
المطلب الأول: تعريف وأهمية المحفظة الاستثمارية	03
المطلب الثاني: أهداف ومكونات المحافظ الاستثمارية	05
المطلب الثالث: أنواع المحافظ الاستثمارية والسياسات المتبعة لها	07
المبحث الثاني: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية	13
المطلب الأول: تعريف ومواصفات مدير المحفظة الاستثمارية	13
المطلب الثاني: تصنيف ومبادئ تنظيم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية	14
المطلب الثالث: نماذج قياس أداء المحافظ الاستثمارية	15
خلاصة	21
الفصل الثاني: التنويع كآلية لتقليل مخاطر المحفظة الاستثمارية	
تمهيد	23
المبحث الأول: العائد والمخاطرة	24
المطلب الأول: تعريف العائد وأنواعه	24
المطلب الثاني: تعريف المخاطرة وأنواعها	26
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على مستوى المخاطر وطرق قياسها	30

المبحث الثاني: إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية	34
المطلب الأول: تعريف وأهمية إدارة المخاطر	34
المطلب الثاني: أهداف وخطوات إدارة المخاطر	35
المطلب الثالث: أساليب التعامل مع المخاطر ودور التنويع في تقليل منها	36
خلاصة	46
الفصل الثالث: أثر التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية دراسة حالة بورصة الجزائر	
تمهيد	48
المبحث الأول: أساسيات عن بورصة الجزائر	49
المطلب الأول: الأطراف المشكلة للبورصة	49
المطلب الثاني: الإدراج في البورصة	56
المطلب الثالث: سير عمل البورصة	65
المبحث الثاني: دراسة أثر التنويع في المحفظة المالية على عوائدها ومخاطرها وأدائها دراسة حالة (بورصة الجزائر)	68
المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة (بورصة الجزائر)	68
المطلب الثاني: تأثير عدد الأصول المشكلة للمحفظة المالية على عوائدها ومخاطرها وأدائها	71
خلاصة	91
خاتمة	93
قائمة المراجع	98
قائمة الملاحق	102

قائمة الأشكال والجداول والمختصرات

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(01-01)	مكونات المحفظة الاستثمارية	07
(02-01)	أنواع المحافظ الاستثمارية	11
(01-02)	مصفوفة التعامل مع الخطر	37
(02-02)	التنويع الساذج	42
(03-02)	التنويع الساذج وتنويع ماركوتز	43
(04-02)	التنويع الدولي	45
(01-03)	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	56
(02-03)	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم	66
(03-03)	مسار حصة التداول	67
(04-03)	معدلات عوائد الأوراق المالية في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	72
(05-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على عوائدها (بورصة الجزائر)	73
(06-03)	بيتا أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	75
(07-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها بدلالة بيتا بورصة الجزائر	77
(08-03)	الإنحراف المعياري لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	78
(09-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها بدلالة الإنحراف المعياري (بورصة الجزائر)	83
(10-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على آدائها وفق نموذج شارب	87
(11-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على آدائها وفق نموذج جنسن	89

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(01-02)	قيم بيتا وتفسيراتها	33
(01-03)	بيانات الوسطاء في عمليات البورصة	55
(02-03)	معدلات عوائد الأوراق المالية في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	71
(03-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على عوائدها (بورصة الجزائر)	73
(04-03)	بيتا أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	75
(05-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها (بورصة الجزائر)	76
(06-03)	التباين والانحراف المعياري لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	78
(07-03)	التباين المشترك لكل ثنائية من الأوراق	82
(08-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها بورصة الجزائر	83
(09-03)	أداء أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة وفق نموذج شارب	85
(10-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على آدائها وفق نموذج شارب	86
(11-03)	تأثير عدد أصول المحفظة المالية على آدائها وفق نموذج جنسن	89

جدول المختصرات

الرمز	التسمية باللغة الاجنبية	التسمية باللغة العربية
SGBV	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs	**شركة تسيير بورصة القيم**
BDL	Banque de Développement Local	**بنك التنمية المحلية**
BEA	Banque Extérieure d'Algérie	**البنك الخارجي الجزائري**
BADR	Banque de l'Agriculture et du Développement Rural	**بنك الفلاحة والتنمية الريفية**
CPA	Caisse Populaire d'Épargne et de Crédit Agricole	**القرض الشعبي الجزائري**
BNA	Banque Nationale d'Algérie	**البنك الوطني الجزائري**
CNEP Banque	CNEP Banque	**الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط**
CAAR	Compagnie Algérienne d'Assurance et de Réassurance"	**الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين**
CCR	Compagnie Centrale de Réassurance	**الشركة المركزية لإعادة التأمين**
SAA	Société Algérienne d'Assurance	**الشركة الجزائرية للتأمين**
CAAT	Compagnie Algérienne d'Assurance et de Réassurance des Transports	**الشركة الجزائرية للتأمينات**
CNMA	Caisse Nationale de Mutualité Agricole	**الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية**
UB	Union de Banques	**يونيون بنك**
COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	**اللجنة الوطنية لتنظيم ورصد عمليات البورصة**
ISIN	International Securities Identification Number	**رقم التعريف الدولي للأوراق المالية**
ALL	Allianz Assurances	**أليانس للتأمينات**
AUR	M T F L'Aurassienne	**مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي**
AOM	Aum Invest	**أوم انفست**
SAI	Saidal	**مجمع صيدال**
BIO	Biopharm	**مؤسسة بيوفارم**

مقدمة

مقدمة:

يعد الاستثمار من بين الأنشطة الاقتصادية الحيوية التي تُعزز النمو الاقتصادي، وهو وسيلة تستخدمها الأفراد والشركات لتحقيق النمو وزيادة الثروة، ويتم ذلك من خلال اختيار تشكيلة متنوعة من الأصول المالية، حيث تتميز كل منها بخصائصها المميزة التي تميزها عن الأخرى، ومع تصاعد رغبة المستثمر واهتمامه في تلك التشكيلة، يظهر مصطلح "المحفظة الاستثمارية"

تعتبر المحفظة الاستثمارية أداة فعالة تمكن المستثمر من تحقيق أهدافه المالية بفعالية. ومن بين صفات المحفظة الاستثمارية أنها تتسم بأنماط متنوعة، مما جعل لها دورًا كبيرًا في الدراسات الاستثمارية، وهذا ما ساهم في تحديد تفاصيل ومكونات المحفظة بدقة.

كما تعتبر المخاطر هي جزء لا يتجزأ من عملية الاستثمار، وأن الهدف الرئيسي الذي يسعى إليه المستثمر هو تحقيق الأرباح من خلال توظيف رأس ماله لفترة زمنية معينة، وهذا ما يعرف بالعائد على الاستثمار، ولتحقيقه يجب على المستثمر تقديم تضحيات، وتتمثل في الاحتمالات التي قد تؤدي إلى خسائر أو تقلل من الأرباح المتوقعة، لذا يتعين على المستثمرين دراسة خياراتهم بعناية، وتبني استراتيجيات فعالة لإدارة المخاطر وذلك باستعمال شتى الادوات المالية، وان لا يركز على الاستثمار في نوع محدد من الاصول المالية وهذا ما يعرف بالمحفظة الاستثمارية المتنوعة التي تعمل على تحقيق التوازن بين العوائد والمخاطر.

الإشكالية:

بناء على المعطيات السابقة يمكن صياغة الإشكالية التي تعالجها هذه الدراسة على النحو التالي:

كيف يساهم التنويع في تقليل المخاطر وتحسين أداء المحافظ الاستثمارية في بورصة الجزائر؟

ويؤدي هذا التساؤل إلى طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية :

1. ماهي طرق قياس الأداء المالي؟
2. ما هي طرق قياس المخاطرة؟
3. هل يؤثر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر على فعالية استراتيجيات التنويع؟

فرضيات الدراسة:

1. هناك طريقتان لقياس أداء المحفظة الاستثمارية هما: النماذج التقليدية والنماذج الحديثة.
2. هناك عدة طرق لقياس المخاطرة نذكرها كتالي: التباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل بيتا.
3. يؤثر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر على فعالية استراتيجيات التنويع.

أسباب اختيار موضوع الدراسة:

تتمثل أسباب اختيار موضوع الدراسة والمعنون بأثر التنويع على مخاطر المحافظ الاستثمارية وأدائها فيما يلي:

- يعد الموضوع المدروس موضوعا حيويا ومهما لكل من المستثمرين والأكاديميين؛
- هناك اهتمام واسع من قبل الباحثين والممارسين الماليين بدراسة تأثير التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية، مما يجعله موضوعا ذا قيمة أكاديمية وعملية؛
- مع التغيرات المستمرة في الأسواق المالية، يصبح فهم تأثير التنويع على المخاطر والأداء أمرا ضروريا للمستثمرين ومديري المحافظ.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الموضوع في قدرة المستثمر أو مدير المحفظة من تطبيق إستراتيجية مناسبة وفعالة، التي تمكنه من تحسين استقرار وأداء المحفظة الاستثمارية من خلال تقليل المخاطر والاستفادة من الفرص المتنوعة، مما يتيح للمستثمرين تحقيق عوائد أفضل وإدارة مخاطرهم بشكل أكثر فعالية عن طريق التنويع الذي يعتبر كآلية لتقليل المخاطر، والذي هو مبني على اقتناء العديد من الأوراق المالية في المحفظة الواحدة.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- تقديم نظرة عامة عن المحافظ الاستثمارية والعائد الناتج منها والمخاطرة المرفوقة مع هذا العائد؛
- تحليل كيفية مساهمة التنويع في تقليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة الاستثمارية؛
- دراسة كيفية تأثير التنويع على الأداء العام للمحفظة من حيث العوائد والمخاطر؛
- تحقيق فهم أعمق للعلاقة بين مستوى التنويع في المحفظة وتوازن المخاطر والعوائد الناتجة؛
- تقديم توصيات للمستثمرين حول كيفية تطبيق التنويع لتحسين أداء محافظهم الاستثمارية وتقليل المخاطر.

منهج الدراسة:

للإجابة عن التساؤلات المطروحة في البحث وتحقيق أهدافه ولتحليل المفاهيم والنظريات الأساسية، تم استخدام المنهج الوصفي والمنهج التاريخي في الفصلين الأول والثاني أما بالنسبة للفصل الثالث فقد تم استخدام المنهج التحليلي في تطبيق دراسة حالة محددة تتعلق بسوق الأوراق المالية في الجزائر للفترة الممتدة من **14 ماي 2023 حتى 09 ماي 2024**، وذلك لفهم التأثيرات العملية للتنويع على مخاطر وأداء المحافظ الاستثمارية في هذا السياق المحدد.

الدراسات السابقة:

من بين أهم الدراسات المرتبطة بموضوع الدراسة الحالية ما يلي:

- قامت الطالبة أحلام بوشطب والطالبة لامية بوشموح بإجراء دراسة حول دور التنويع في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية، ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في تخصص إدارة مالية، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على عينة من المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي، حيث قامت الدراسة بقياس عائد و مخاطر المحافظ الاستثمارية ومعرفة كيفية مساهمة التنويع في إدارة مخاطر المحافظ بالسوق المالي السعودي للفترة (2012-2021) وتوصلت الطالبتين إلى أن التنويع الاستثماري يهدف إلى تحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد عن طريق توزيع الاستثمارات على مجموعة متنوعة من الأصول، ويعتمد نجاح التنويع على تحديد الارتباط بين هذه الأصول، حيث تشكل المحافظ الاستثمارية مجموعة من الأصول المالية والحقيقية التي تهدف لتحقيق العائد وتقليل المخاطر، ويتم تحديد استراتيجية الاستثمار بناءً على تلك المخاطر والهدف المالي.

وتختلف هذه الدراسة عن دراسة أحلام بوشطب ولامية بوشموح في أنها تركز على تأثير زيادة الأصول على العائد والمخاطر باستخدام معامل بيتا والانحراف المعياري مع تقديم نتائج تجارب تطبيقية تحليلية مباشرة، وتوضح كيفية تأثير زيادة الأصول على العائد والمخاطر، بما في ذلك دراسة تأثير الزيادة في أصل معين على أداء المحفظة.

- وقام الطالب عبد القادر حوة بإجراء دراسة حول موضوع بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في شعبة محاسبة وتدقيق، حيث قامت الدراسة على فهم الاستثمار وأنواعه والعوامل المختلفة التي تؤثر فيه، كما ناقش الأساليب الإحصائية المتنوعة التي تساعد المستثمر في إدارة محفظته من خلال التنبؤ بالعوائد والمخاطر، واستعرض الأساليب الحديثة التي تبرز العلاقة بين العائد والمخاطرة مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وتوصل الطالب الى أن رغم الاستثمار المحفظي لا يضيف موارد جديدة مثل الاستثمار الاقتصادي، إلا أنه يلعب دورا حيويا في التنمية الاقتصادية ويستحق الدراسات والاهتمام لتفعيل دوره، ومن الضروري تطوير سوق الأوراق المالية لتكون أكثر فاعلية، مما يساعد الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي على الحصول على التمويل ويوفر فرصا جديدة للمستثمرين والمدخرين لتحقيق عوائد إضافية، وتوصل إلى إيجابية إيلاء اهتمام خاص لمؤسسات الوساطة المالية لدورها في ربط الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي بالوحدات ذات العجز المالي على المؤسسات المالية المبادرة بطرح الأوراق المالية للجمهور وفقا للقوانين لتعزيز الثقة والشفافية.

وتختلف هذه الدراسة عن دراسة عبد القادر حوة في أنها تتمحور حول تحليل تأثير التنويع في المحفظة على العوائد والمخاطر وكيفية تطبيقه بشكل فعال، وتقديم جوانب أكثر تخصصًا مثل تأثير التنويع والعلاقة بين العائد والمخاطرة، كما تركز على توجيه المستثمرين حول كيفية تحقيق التنويع الأمثل وإدراك الاستراتيجيات المناسبة لتقليل المخاطر وتحقيق العائد المرغوب.

- قامت الطالبة بوزغوب مريم بدراسة حول التنبؤ بعوائد المحافظ المالية باستخدام السلاسل الزمنية، ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية في فرع التخطيط، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على عينة من المحافظ الاستثمارية في السوق المالي القطري خلال الفترة (2016-2020)، حيث تطرقت هذه الدراسة إلى ضبط مختلف المفاهيم المتعلقة بالمحفظة المالية وإبراز أهم مقوماتها، بالإضافة إلى تشكيل محفظة مالية في بورصة قطر وقياس وتحليل عائدها ومخاطرها لتحديد مدى ملاءمتها للاستثمار، وأيضا التنبؤ بالعوائد الخاصة بالمحافظ المالية في بورصة قطر لتقييم إمكانية الاعتماد على نماذج السلاسل الزمنية في التنبؤ بالعوائد المستقبلية، وبيان فعالية هذه النماذج لتعميمها على باقي

البورصات ذات البيئة الاستثمارية المشابهة، حيث توصلت الطالبة من خلال دراستها الى أن المحفظة المالية تضم مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التابعة لشركات مختلفة، حيث يتم تجميعها بطرق علمية بهدف تحقيق عائد مقبول مع تقليل المخاطر. وعوائد المحفظة تنقسم إلى العائد الفعلي، المتوقع، والمطلوب، مما يمنح المستثمر خيارات متعددة لاتخاذ القرارات، وبالرغم من إمكانية تقليل المخاطر، إلا أنه لا يمكن القضاء عليها تماما، خاصة إذا كانت المحفظة تعمل في بورصة غير مستقرة.

وتختلف هذه الدراسة عن دراسة بوزغوب مريم في أنها تهتم بدراسة فعالية التنويع في المحفظة على العائد والمخاطر والأداء العام للمحفظة الأوراق المالية في السوق المالي الجزائري وكيفية تحسين أداء المحافظ الاستثمارية من خلال تطبيق استراتيجيات التنويع المناسبة وفهم العلاقة بين المخاطرة والعائد.

وتبرز دراستنا عن الدراسات السابقة بتحليلها لتأثير زيادة الأصول على العائد والمخاطر باستخدام معامل بيتا والانحراف المعياري، مما يساعد في تقديم نتائج تجارب تطبيقية واقعية. كما تتميز بتركيزها على تحليل تأثير التنويع في المحفظة على العوائد والمخاطر، مع تقديم جوانب متخصصة تشمل العلاقة بين العائد والمخاطرة، دراستنا أيضا توجه المستثمرين حول كيفية تحقيق التنويع الأمثل وتطبيق الاستراتيجيات المناسبة لتقليل المخاطر وتحقيق العائدات المرغوبة، وهذا يمثل إضافة قيمة تميزها عن الدراسات الأخرى التي تناولت نفس الموضوعات.

هيكل الدراسة:

تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول رئيسية، في الفصل الأول تم تقديم مقدمة شاملة حول المحافظ الاستثمارية وأدائها من خلال مبحثين: المبحث الأول يغطي أساسيات المحافظ الاستثمارية، بينما المبحث الثاني يركز على تقييم أداء هذه المحافظ.

الفصل الثاني يناقش التنويع كأداة لتقليل مخاطر المحفظة الاستثمارية، ويشمل مبحثين: المبحث الأول يستعرض العوائد والمخاطر في المحافظ الاستثمارية، والمبحث الثاني يتناول إدارة مخاطر المحفظة من خلال استراتيجيات التنويع.

أما الفصل الثالث، فيتضمن دراسة حالة خاصة ببورصة الجزائر، مقسمة إلى مبحثين: المبحث الأول يقدم نظرة عامة على بورصة الجزائر، بينما المبحث الثاني يحلل تأثير التنويع على العوائد والمخاطر وأداء المحافظ المالية في هذا السوق.

الفصل الأول: الإطار النظري للمحافظ الاستثمارية وأدائها

تمهيد:

في هذا الفصل نحاول الغوص في عالم المحافظ الاستثمارية، من خلال محاولة ضبط المفاهيم الأساسية حولها وخصائصها المميزة بالإضافة لأنواعها والسياسات المتبعة في اداراتها، وبما ان المحفظة الاستثمارية تحتاج الى إدارة متخصصة سنلقي نظرة على دور مدير المحفظة الاستثمارية في تنظيم أداء وإدارة المحافظ الاستثمارية والمبادئ المتبعة في ذلك، ولأن الأداء هو مفتاح نجاح أي محفظة استثمارية سنكتشف أيضا نماذج قياس الأداء المتاحة مما يسمح لنا بفهم أعمق لكيفية تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بطريقة مبسطة وفعالة.

المبحث الأول: أساسيات حول المحفظة الاستثمارية

تعد المحفظة الاستثمارية من بين أهم أساليب الاستثمار وأدواته، وأصبحت من أكثر الركائز اعتمادا في النشاط الاقتصادي، والتي بدورها تتيح للمستثمر الحصول على عائد جيد والتقليل من مستوى المخاطرة التي يتعرض لها.

المطلب الأول: تعريف وأهمية المحفظة الاستثمارية

سنناقش في هذا المطلب تعريف المحفظة الاستثمارية وأهميتها كتالي:

أولا: تعريف المحفظة الاستثمارية

للمحفظة الاستثمارية عدة تعاريف نذكر منها ما يلي:

- تؤدي المحافظ الاستثمارية دورا هاما في عالم الاستثمار حيث عرفت بأنها مجموعة من الموجودات المتنوعة[1]؛

- وتعرف أيضا على أنها مجموعة متنوعة من الأصول، قد تشمل أصولًا حقيقية مثل العقارات والذهب أو أصولًا مالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية، أو مزيجًا من النوعين. يقوم المستثمر بتكوين هذه المحفظة بهدف تحقيق عائد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر، وذلك من خلال تنويع مكوناتها[2]؛

- وتعرف على أنها كل ما يملكه المستثمر من اصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها او المحافظة على القيمة الاجمالية للثروة. ويمكن القول على أنها أداة مركبة من أدوات استثمارية وذلك لأنها تتركب من أصلين او أكثر[3]؛

- وتعرف كذلك على أنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لأداة شخص مسؤول عنها يسمي مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجورا فقط[4].

---

[1] Benton E. Gup**, Principles of Financial Management**, John & Wiley & Sons. 1983.p :281.

[2] بن فريحة حسام، **بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي اليابس بسيدي بلعباس، السنة الجامعية 2020-2021، ص 56 – بتصرف.

[3] بن موسي كمال، **المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها**، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، عدد 03، 2004، ص 37.

[4] مطر محمد، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولي، عمان، الاردن،1999، ص 62.

من خلال التعاريف السابقة يمكننا أن نقول بأن المحفظة الاستثمارية هي مجموعة متنوعة من الأصول المالية والحقيقية، مثل الأسهم والسندات والعقارات، يديرها مستثمر أو مدير بهدف تحقيق عائد مالي يتناسب مع مستوى معين من المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات.

ثانيا: أهمية المحافظ الاستثمارية

إن التطور الذي حصل في طبيعة الأدوات الاستثمارية وما تتطلبه من خبرات كبيرة في إدارتها، إضافة إلى توفر الفوائض المالية لدى الشركات والمستثمرين الأفراد وتطور مفاهيم الاستخدام الأمثل للفوائض المالية لدى مختلف الشركات بمختلف القطاعات وكذلك الحال لدى الأفراد، وتوسع عمل بنوك الاستثمار والصناديق المشتركة (Mutual Funds) أدى إلى أن يكون ذلك سبب في ارتفاع أهمية المحافظ الاستثمارية، كما أن طبيعة بعض المؤسسات تتطلب أن يكون لديها محافظ استثمارية وهذه الشركات هي شركات التامين (Insurance Companies)، والمؤسسات غير الربحية (Unpredictability Institution) ،والشركات الاستثمارية (Investment Company) ،وصناديق التقاعد (Pension Funds) ،وصناديق التوفير (Trust Funds) ،ويتطلب عمل هذه الوحدات توفير السيولة وتحقيق الأرباح لزيادة إمكاناتها المالية مما يستلزم تكوين محافظ استثمارية لاستثمار الفوائض من رؤوس أموالها وللفترات التي تساعدها على الحصول على عائد وتوفير السيولة في الوقت نفسه.

وتأتي أهمية المحفظة للأسباب التالية:

- ارتفاع السيولة والفوائض المالية لدى المستثمرين الأفراد والشركات؛
- توسع نشاط صناديق الاستثمار المشتركة (Mutual Funds) ومحافظ المؤسسات المالية كشركات التأمين، والبنوك، ووحدات الضمان الاجتماعي، وتنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الدولية والمحلية؛
- الاستثمار الأمثل للموارد المالية المتاحة، والاهتمام بتحقيق الاستثمارات المالية لهذه الموارد بأدوات استثمارية قصيرة أو طويلة الأجل.[1]

[1] دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولي، عمان، الأردن، 2010، ص ص 16، 17.

المطلب الثاني: أهداف ومكونات المحافظ الاستثمارية

سنتطرق في هذا المطلب إلى أهداف ومكونات المحافظ الاستثمارية كتالي:

أولا: أهداف المحافظ الاستثمارية

يلجأ المستثمرون إلى تكوين المحافظ الاستثمارية من أجل الحصول على أكبر العوائد بأقل درجات المخاطرة الممكنة إضافة إلى إمكانية تحويل أصولها إلى سيولة بسرعة وبدون تحمل خسائر ومن هنا فإنه الأهداف المتوخاة من المحافظ الاستثمارية يمكننا ايجازها بالآتي:

- **المحافظة على رأس المال الأصلي:** يعتبر المحافظة على أصول المحفظة من أهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها القائم بإدارة المحفظة ومن هذا المنطلق فإن المستثمر قد يتعرض لدرجة عالية من المخاطرة نتيجة لما تتمتع به الأوراق المالية من درجة مخاطرة عالية إلا أن ذلك يتطلب ألا يصل إلى رأس المال الأصلي، حيث يتطلب أن يكون هناك نوع من التوازن بين العائد والمخاطرة من اجل المحافظة على رأس المال المحفظة[1]؛
- **استقرار تدفق الدخل:** يتطلب من مدير المحفظة المحافظة على التدفقات النقدية واستقرار دخل المحفظة باعتبار الدخل مصدرا مساعدا هاما للمساهمين في أصول المحفظة؛
- **النمو في رأس المال:** زيادة رأس مال المحفظة من أهم الأهداف التي يسعى إليها دائما مدراء المحافظ الاستثمارية أو المستثمرون بصفة عامة، ومن هذا المنطلق فانه يتطلب من مدير المحفظة الاستثمارية المحافظة على نمو رأسمالها؛
- **التنويع:** حيث يترتب على مدير المحفظة القيام بتنويع أصول المحفظة، بما يحافظ على عملية التنويع المتوازن فيها، من اجل الحصول على أكبر العوائد وبأقل درجات المخاطرة؛
- **قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة أو نقدية:** يتطلب من مدير المحفظة أن يبني محفظته الاستثمارية بطريقة يمكن تحويل أصولها إلى سيولة أو نقدية بأقصى سرعة ممكنة وبدون أن يتحمل في سبيل ذلك خسائر تؤثر على رأس مال المحفظة. [2]

[1] حسني علي خريوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولي، عمان، الأردن، 2012 - ص ص 20، 21.

[2] قواجلية ابتسام، **دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، السنة الجامعية:2019-2020 ص 92 – بتصرف.

ثانيا: مكونات المحافظ الاستثمارية

وتتمثل مكونات المحفظة الاستثمارية كما يلي:

I.أصول حقيقية: (Physical Assets)

هي أصول حقيقية ملموسة مثل الاستثمار في العقارات و في المشاريع الصناعية والزراعية أو المتاجرة بالمعادن النفيسة كالذهب والفضة، ويمكن أن تكون الإيرادات الناجمة عنها عبارة عن إيرادات جارية فقط مثل الإيرادات الناجمة عن الاستثمار في المشاريع الصناعية أو إيرادات جارية ورأسمالية مثل العوائد الناجمة عن الاستثمارات في العقارات أو إيرادات رأسمالية فقط كالعوائد الناجمة عن الاستثمار في الذهب والنحاس ومن أهم خصائصها انخفاض درجة سيولتها وحاجتها إلى خبرات متنوعة لعدم تجانسها وتتحمل كلفة الخزن والنقل أو التحويل.

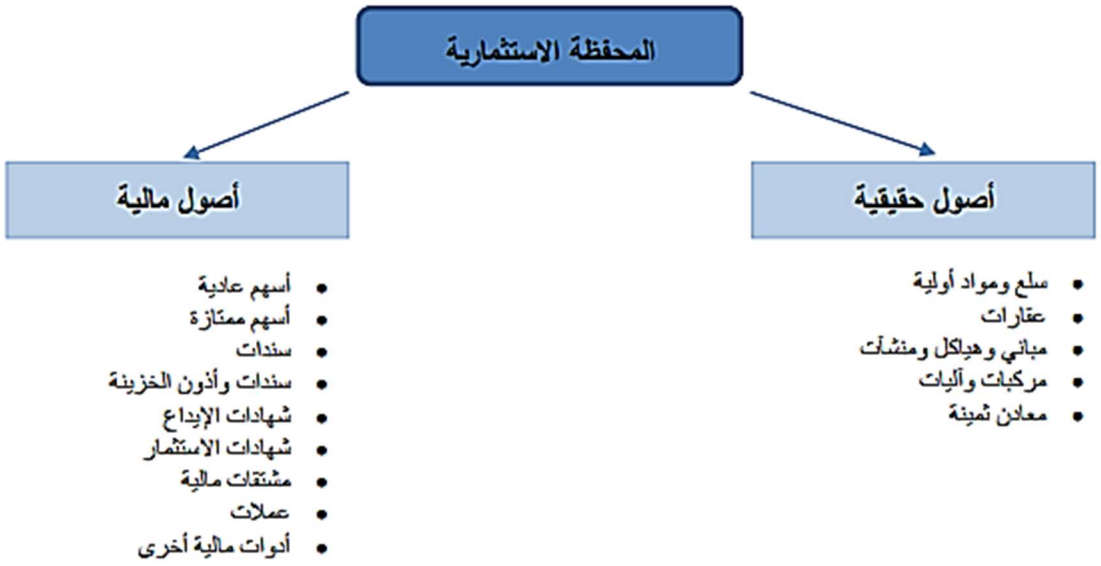
II.أصول مالية: (Financial Assets)

هي عبارة عن أوراق مالية تمنح شهادة بملكية هذه الأوراق تبين حقوق حاملها وتخوله حق المطالبة بكل أو جزء من قيمة الأصل الحقيقي الصادرة عنه شهادة الملكية أو قيمة الورقة المالية والأرباح الرأسمالية والجارية الناجمة عنها، وتتميز هذه الأوراق بتماثلها النسبي في طريقة تحرك الأسعار وطبيعة الأرباح التي تحققها وإدارتها من خلال عمليات الشراء والبيع وتتصف الأسواق التي تتعامل بها بالتنظيم مع توفر الخبرات والاستشارات من قبل المؤسسات والشركات والصناديق الاستثمارات المالية الوسيطة للمساعدة أو القيام بالاستثمار بدلا عن المستثمر الفرد ومن قبل مختلف شرائح المستثمرين وتتميز بارتفاع مخاطرها نتيجة لطبيعة البيئة التي تتعامل بها ومدى تأثرها بعناصر المخاطر الداخلية والخارجية، وبسرعة تسييلها وتتمتع الأسواق المالية التي تتعامل بها هذه الأوراق بحسن تنظيمها وإدارتها، وهي من الأدوات سهلة الحمل والانتقال مما لا يؤدي إلى تحملها أي كلف إضافية في نقلها ولكنها تتحمل كلفة عمولة البيع أو الشراء المدفوعة إلى الوسطاء الماليين الذين ينفذون صفقات البيع والشراء بين المستثمرين.

وتتكون المحفظة عادة من الأصول المحلية لسهولة إدارتها ميدانيا ولكن التطور في استخدام تكنولوجيا المعلومات والانترنت سهل إضافة الأصول المالية الدولية إلى مكونات المحفظة المحلية ومن الممكن أن يتم الاستثمار في الأصول المالية والمادية في المحفظة ولو أن أغلب المحافظ تركز على مفهوم الاستثمارات المالية لتجانسها مما يسهل إدارتها.

وفي كل الأحوال يجب ألا تقل الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة أداتين فأكثر، وتختلف عملية المزج أو التنويع في المحفظة حسب الغاية أو الهدف المطلوب تحقيقه من إدارة المحفظة والمستثمرين المساهمين فيها في آن واحد، وعادة تتكون المحفظة من أدوات ذات عوائد ومخاطر تتلاءم مع أهداف المستثمر وتوفر الحماية الكاملة للأموال المستثمرة من المفاجئات غير المتوقعة التي تحدث في السوق المالي.[1]

شكل رقم (01-01) مكونات المحفظة الاستثمارية



المصدر: ناظم محمد نوري وآخرون، **أساسيات الاستثمار العيني و المالي**، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة 1، 1999، ص 267.

المطلب الثالث: أنواع المحافظ الاستثمارية والسياسات المتبعة لها

سنناقش في هذا المطلب أنواع المحافظ الاستثمارية والسياسات المتبعة لها كالتالي:

أولا: أنواع المحافظ الاستثمارية

إن لأنواع المحافظ الاستثمارية عدة تقسيمات وذلك حسب مجموعة من المعايير نذكر منها:

I.تقسيم أنواع المحافظ حسب معيار الهدف:

تنقسم المحافظ الاستثمارية حسب هذا المعيار إلى عدة أنواع أبرزها:

[1] دريد كامل آل شبيب، **مرجع سبق ذكره**، ص ص ص 30، 31، 32.

أ.محافظ الدخل أو العائد: (Income Portfolio)

وتسمى أيضاً بمحافظ ذات إرادات بطيئة، وهي ذلك النوع من المحافظ التي تهدف إلى تحقيق عائد معين مقابل مستوى مقبول من المخاطر، تتضمن محافظ الدخل السندات وأسهم العائد الثابت، وتهدف إلى الحصول على دخل نقدي مستقر وثابت من توزيع الأرباح وفوائد السندات، يناسب هذا النوع من المحافظ المستثمرين الذين يبحثون عن دخل نقدي لتغطية نفقاتهم المعيشية.[1]

ب.محفظة النمو:(Growth Portfolio)

تركز هذه المحافظ على أسهم الشركات النامية التي تزيد أرباحها وقيمتها سنة بعد سنة ويتطلب اختيار الأسهم النامية دراسات دقيقة وتحليل دقيق للأرباح والمخاطر، وهي مناسبة للمستثمرين الذين يبحثون عن نمو رأس المال على المدى الطويل. [2]

ويمكن أن نحصر مميزات الأسهم التي تمتاز بها محافظ النمو على النحو الآتي:

- تحقيق نمو جيد في العوائد ويقصد بالعوائد التوزيعات السنوية للأرباح وفروق أسعار الأوراق المالية؛
- استقرار في معدل النمو، أي الزيادة المستمرة في المبيعات أو الأرباح سنة بعد أخرى؛
- ارتفاع العوائد للسهم الواحد وهي نسبة الأرباح بعد الضريبة على عدد الأسهم؛
- تحمل مخاطر قليلة نسبة للأسهم الأخرى.

ت.المحفظة المختلطة:(Mixed Portfolio)

وهي المحفظة التي يمكن أن نقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخل عال، ولكن بها مخاطرة عالية، هي في الواقع تكون في الوسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو، ويمكن تقسيم رأس مال المحفظة إلى قسمين قسم لأسهم الدخل وقسم لأسهم النمو.

[1] عبد العالي صالحي، **دور البرمجـــة الرياضية في إدارة المحافظ الاستثمارية المثلى**، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتورة ل م د، الطور الثالث الميدان علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم التجارة، جامعـــــة الجزائـــــــــر3، السنة الجامعية 2018-2019، ص08 – بتصرف.

[2] قواجلية ابتسام، **مرجع سبق ذكره**، ص 92 - بتصرف.

ث.المحفظة المتوازنة:(Balanced Portfolio)

وهي تلك المحافظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية، بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم بنوعيها العادية والممتازة، ومن فوائد السندات وفي نفس الوقت المحافظة على رأس مال المستثمر في هذه المحفظة، وبهذا يكون قد تحقق التوزان سوى من حيث الدخل والعائد أو حتى من حيث العائد والمخاطرة، ويتميز هذا النوع من المحافظ بأنه الأكثر ربحية وعقلانية.

ج.المحافظ المتخصصة في الصناعات: (Industry-Specific Conservators)

وهي ذلك النوع من المحافظ التي تخصص استثماراتها في أسهم شركات صناعية معينة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة والنفط وغيرها، ووضع هذا النوع من المحافظ نظرناً لأنه في مثل هذه الصناعات تكون المخاطرة لديها قليلة جداً، ومثل هذا النوع يتناسب مع المستثمرين المتشائمين فهو يحقق عائداً كبيراً وشبه مؤكد مع مخاطرة ضعيفة جدا. [1]

II.تقسيم أنواع المحافظ حسب الأصول:

تختلف الأصول الاستثمارية بناءً على مصادرها، فمنها ما هو مالي ومنها ما هو حقيقي، بناءً على ذلك، يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية حسب أصولها إلى ثلاثة أنواع رئيسية:

أ.المحافظ ذات الأصول الحقيقية: (Real Asset Conservators)

تشمل هذه المحافظ الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات، السلع، والمشاريع الاقتصادية، تتميز هذه الأصول بإنتاج منافع اقتصادية إضافية مثل الإيجارات من العقارات أو الأرباح من المشاريع الاقتصادية، تعرف هذه المحافظ بدرجة أمان عالية بسبب وجود أصول حقيقية ملموسة، ومع ذلك فإنها تحتاج إلى خبرة وتخصص نظرًا لعدم تجانسها، وتتميز بسيولة منخفضة ونفقات تشغيلية عالية.

ب.المحافظ ذات الأصول المالية: (Financial Asset Conservators)

تتضمن هذه المحافظ الأصول التي تعطي حقوقًا على الثروة أو أصول غير حقيقية، مثل الأوراق المالية المتداولة في البورصة، شهادات الإيداع، أذونات الخزينة، وقروض اليورو والدولار هذه الأصول يمكن تداولها في أسواق النقد وتتميز باستثمارات مالية متجانسة، مما يعني أنها لا تحتاج إلى خبرة كبيرة.

[1] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص23.

تتيح الأسواق المتطورة للأوراق المالية للمستثمرين شراء أو بيع الأوراق بسهولة عبر وسطاء، ومع ذلك فإنها تتسم بمخاطر عالية بسبب تقلبات الأسعار ولا تتطلب مصاريف كبيرة مثل النقل والتخزين.

ت.المحافظ ذات الأصول المختلطة: (Mixed Asset Conservators)

تشمل هذه المحافظ مزيجًا من الأصول المالية والحقيقية معًا، مما يجعلها النوع الأكثر شيوعًا والأقل خطورة، تجمع هذه المحافظ بين خصائص النوعين السابقين، حيث تضم أصولًا مالية مثل الأسهم والسندات، وأصولًا حقيقية مثل الأراضي والعقارات، هذا التنوع يجعلها أكثر مرونة واستقرارًا، وتستخدم على نطاق واسع بين المستثمرين.

III.تقسيم المحافظ حسب المكان:

يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية إلى نوعين أساسيين المحافظ الوطنية والمحافظ الدولية كما يلي:

أ.المحافظ الوطنية: (National Conservators)

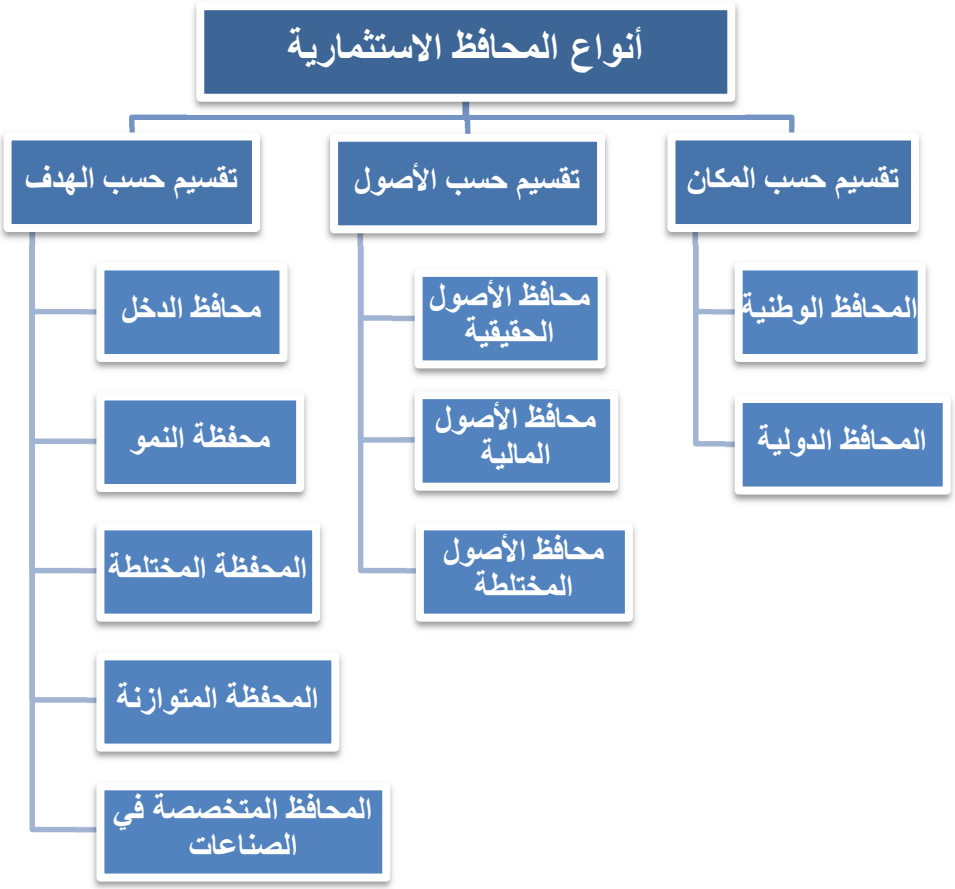
تضم المحافظ الوطنية الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والأدوات الاستثمارية الأخرى التي تُصدر أو تُقدم من قبل شركات استثمارية محلية، سواء كانت هذه الشركات وطنية أو أجنبية وتتداول أدواتها في الأسواق المحلية، تهدف هذه المحافظ إلى تنمية رأس المال أو الحصول على تمويل خارجي.

ب.المحافظ الدولية: (International Conservator)

تشمل المحافظ الدولية الأسهم والسندات والأدوات الاستثمارية الأخرى لشركات أو حكومات ومنظمات أجنبية خارج الوطن، يبحث المستثمرون من خلالها عن أسواق مالية أخرى لاستثمار أموالهم، وتوفر هذه المحافظ تنوعًا كبيرًا من حيث (الأصول، الجغرافيا، العملات) يعود السبب في ذلك إلى السعي لتحقيق درجة أمان أعلى مقارنة بالأسواق المحلية والبحث عن أفضل الاستثمارات العالمية، مما يطلق عليها صناديق الاستثمار العالمية،[1]وفيما يلي مخطط توضيحي لأنواع المحافظ الاستثمارية:

[1] عبد العالي صالحي، **مرجع سبق ذكره**، ص، ص، ص، ص 09، 10، 11، 12 – بتصرف.

الشكل رقم (01-02) أنواع المحافظ الاستثمارية



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على ما سبق.

ثانيا: السياسات المتبعة في المحافظ الاستثمارية

تختلف السياسات التي تتبع في المحافظ الاستثمارية تبعا للأهداف التي يسعى مدراء المحافظ الاستثمارية إلى تحقيقها، فإذا كان هدف مدير المحفظة الاستثمارية الحصول على عوائد مستقرة وثابتة فانه عادة ما يتبع سياسة مناسبة لهذا الغرض غالبا ما يطلق عليها بالسياسة المتوازنة، أما إذا كان غرض مدير المحفظة الاستثمارية هو الحرص على درجة أمان عالية لمحفظته الاستثمارية فإنه يتبع السياسة المتحفظة اما إذا كان غرض مدير المحفظة الاستثمارية هو الحرص على أرباح رأسمالية وأرباح

استثنائية فانه يتبع سياسة المخاطرة او المضاربة، ومن هنا يمكننا تلخيص السياسات التي تتبع في المحافظ الاستثمارية بالسياسات التالية:[1]

I.سياسة المخاطرة أو الهجومية: (Aggressive Policy)

وتتمثل هذه السياسة بسرعة جني الأرباح الرأسمالية أو الأرباح الاستثنائية على حساب المستثمرين الآخرين ، وبذلك فان القيمة السوقية للأوراق المالية التي تتكون منها هذه المحافظ سوف لا تتساوى مع قيمتها الحقيقية أو قيمتها العادلة فهدف مدير المحفظة الذي يتبع مثل هذه السياسة ليس هدفه الحصول على أرباح عادية تتم عن طريق توزيعات الأرباح (Dividends) وإنما هدفه الحصول على أرباح رأسمالية تتم عن طريق إعادة تقييم (Appereciation) أصول محفظته الاستثمارية بما يعود عليه بأرباح عالية آو أرباح استثنائية ، وعادة ما تسمى مثل هذه المحافظ بالمحافظ الرأسمالية (Capital Portfolio)، وعادة ما تكون القاعدة الرئيسية لهذه المحافظ الأسهم العادية وذلك لكون الأسهم العادية تتمتع بدرجة عالية جدا من المخاطرة، وهنا يستخدم مدراء المحافظ الرأسمالية سياسة المخاطرة الهجومية من اجل تحقيق الأرباح الرأسمالية معتمدا في ذلك على تقلبات الأسعار في الأسهم العادية ففي حالة ارتفاع أسعارها يقوم بعملية البيع والبحث عن أسهم منخفضة للقيام بشرائها لحين ارتفاع أسعارها للقيام بعملية بيعها وهكذا.[2]

II.السياسة المتوازنة: (Balanced Portfolio)

تمزج هذه السياسة بين الحذر والمخاطرة وتُستخدم بشكل واسع من قبل معظم مدراء المحافظ الاستثمارية، حيث تتناسب مع تطلعات المستثمرين العقلانيين الذين يسعون لتحقيق استقرار نسبي في العائد وجني أرباح معقولة بمستوى مخاطر مقبول، لذلك تكون مكونات المحفظة بموجب هذه السياسة متنوعة بين الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات، كما توفر هذه السياسة مرونة عالية في اختيار وتشكيل المحفظة وفقًا للأهمية النسبية لكل أداة، مما يسمح للخبراء بزيادة الأدوات الاستثمارية ذات الدخل المرتفع في فترات الانتعاش الاقتصادي وتقليلها في فترات الركود.

III.السياسة المتحفظة أو الدفاعية: (Défensive Policy)

تعتبر تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحافظ تلبية لرغبة المستثمرين المحافظين، حيث تكون حساسة للمخاطر وتُعطي الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد، وتُعد الأدوات ذات الدخل الثابت مثل

[1] ماجد أحمد عطا الله، **إدارة الاستثمار**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن،2011، ص 82.
[2] حسني علي خريوش وآخرون، **مرجع سبق ذكره**، ص21.

السندات والأسهم الممتازة الأنسب لهذه السياسة، والتي تُعرف أيضًا بمحافظ الدخل حيث تقوم إدارة المحافظ بتبني هذه السياسة عندما تشير المؤشرات إلى اتجاه الاقتصاد نحو الركود الاقتصادي.[1]

المبحث الثاني: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

تقييم أداء المحافظ الاستثمارية هو عملية حيوية لقياس مدى تحقيق الأهداف المالية للمستثمرين وضمان كفاءة استراتيجيات الاستثمار المتبعة.

المطلب الأول: تعريف ومواصفات مدير المحفظة الاستثمارية

سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف ومواصفات مدير المحفظة الاستثمارية كتالي:

أولا: تعريف مدير المحفظة الاستثمارية

مدير المحفظة هو موظف في شركة او مؤسسة يعمل لصالحها بإدارة محافظ عملائها، ويقوم بفتح حساب استثماري للعميل لديه ويسجل فيه جميع ما يحوله العميل من مبالغ النقدية او العينية التي يرغب في استثمارها في المحفظة وعوائد هذا الاستثمار.

ثانيا: مواصفات مدير المحفظة الاستثمارية

ويتصف مدير المحفظة الاستثمارية بما يلي:

- هو مسئول وحارس على المحفظة يعمل بجهده لتفادي تقلبات أسواق الاستثمار؛
- يجب على المدير ان يكون حاسما وشجاعا في اتخاذ قراراته؛
- قدرة والمرونة على التكيف مع التقلبات العنيفة والمتكررة في اسواق الاستثمار؛
- على المدير المحفظة ان يطور منهجا شموليا في ادارته يشمل المعرفة والدراية بكل القطاعات والمجالات الاستثمارية لمواجهة المشاكل التي قد تنتج عنها.[2]

[1] ربيعة عبو، هدى عبو، **سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية**، مجلة أبحاث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، الجزائر، العدد 4، 2017، ص 121.

[2] نعمان محصول، د.نور الدين محرز، **تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة**، مجلة الدراسات، العدد الاقتصادي، الجزائر ، الاغواط، المجلد 15، العدد 02، جوان 2018، ص 69.

المطلب الثاني: تصنيف ومبادئ تنظيم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية

سنتطرق في هذا المطلب إلى تصنيف ومبادئ تنظيم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية كتالي:

أولا: تصنيف أداء مدير المحفظة الاستثمارية

القرار الاستثماري دائماً له علاقة مباشرة مع صاحب القرار وقدرته على تحمل المخاطرة في حالة زيادة العائد المتوقع، ويتم تصنيف أداء مدير المحفظة بوساطة خط السوق ويمكن تصنيف أداء مدير المحفظة على النحو التالي:

- **أداء جيد:** ويكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية جيد عندما يكون العائد للمحفظة أعلى من خط السوق؛
- **أداء مقبول:** ويكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية مقبول عندما يكون العائد للمحفظة على خط السوق؛
- **أداء غير مقبول:** يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية غير مقبول عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق.[1]

ثانيا: مبادئ تنظيم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية

يجب مراعاة عدة مبادئ قبل البدء في تنظيم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية وهي كالتالي:

- يجب أن تقاس قيمة أصول المحفظة بحيث تقاس على أساس القيمة السوقية أو على أساس القيمة الحقيقية للأصول وليس على أساس قيمة التكلفة الأصلية لهذه الأصول؛
- عند احتساب العائد يجب الأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة والمتوقع توزيعها في المستقبل المكاسب الرأسمالية أو الخسائر الرأسمالية وهي التي تحددها التغيرات في أسعار الأوراق المالية في الأسواق؛
- يجب الأخذ بعين الاعتبار البعد الزمني للتدفقات النقدية، أي احتساب التدفقات النقدية للفترة الحالية وذلك بخصمها إذا أراد تنظيم إدارة المحافظ لفترة زمنية في المستقبل وباحتساب معدل الخصم وخصم هذه التدفقات مع مراعاة فترات حدوثها؛
- يجب الأخذ بعين الاعتبار حساسية الأوراق المالية في المحفظة لمخاطر السوق أي معامل بيتا لكل ورقة من هذه الأوراق المالية؛

[1] غازي فلاح المومني، **مرجع سبق ذكره**، ص ص 223، 224.

- يجب الأخذ بعين الاعتبار العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة عند عملية التقييم لإدارة المحافظ الاستثمارية؛
- يجب مقارنتها بعد التقييم بمؤشر السوق، وإذا كانت المحافظ دولية يجب مقارنتها بمؤشر السوق المالي الدولي حيث يوجد عدة مؤشرات أبرزها:

✓ مؤشر داو جونز (Dow Jones) والذي يحتوي على (30) شركة؛

✓ مؤشر ستاندر و بور(Standard & Poor) والذي يحتوي على (500) شركة؛

✓ مؤشر (Niky) في سوق طوكيو ومؤشر (The Financial Time) في سوق لندن[1].

المطلب الثالث: نماذج قياس أداء المحافظ الاستثمارية

هناك طريقتان لقياس أداء المحفظة الاستثمارية النماذج التقليدية والنماذج الحديثة.

أولا: النماذج التقليدية

تتمثل النماذج التقليدية فيما يلي:

I.الأسلوب البسيط: (Simple Method)

يعتمد هذا الأسلوب على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة من خلال المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة، ويناسب هذا النهج المستثمر الذي ليس لديه معرفة كافية باستثماراته، حيث يمكن تحديد أداء مدير المحفظة عن طريق حساب معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة مالية على حدة، ويتم ذلك باستخدام العلاقة التالية:

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

حيث

R : العائد على الاستثمار

D_t : الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة (t)

p_t : سعر الأصل في الزمن(t) (سعر البيع)

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

[1] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016، ص 212.

الأسلوب البسيط لا يأخذ في الاعتبار المخاطر، سواء كانت منتظمة أو غير منتظمة، بل يقتصر فقط على معدل العائد على الاستثمار، هذا غير كافٍ لتقييم الأداء، إذ يمكن أن نجد معدل عائد مرتفع يصاحبه مخاطر عالية جداً، وأيضاً يمكن أن نجد نفس معدل العائد مع مخاطر أقل، هذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يعرف بالأسلوب المزدوج أو العلمي[1].

II.الأسلوب العلمي (الأسلوب المزدوج): (Dual Method)

لا شك بأن الأسلوب البسيط لتحديد أداء المحافظ الاستثمارية غير كافٍ، لأنه اعتمد فقط على معدل العائد على المبلغ المستثمر، لهذا ظهر الأسلوب الآخر هو الأسلوب العلمي المزدوج الذي يعتمد على معدل العائد للمحفظة ومخاطر المحفظة، ولكن هنالك أكثر من مقياس لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وسيتم شرح ثلاثة معايير أو مقاييس حيث نسب كل مقياس أو معيار للمحلل الذي قام بتأسيسه وتوثيقه عملياً وهم:

- مقياس شارب (Sharpe Index)؛
- مقياس تراينر (Treynor Index)؛
- مقياس جنسن (Jensen Index).

أ.مقايس شارب: (Sharpe Index)

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 وليس كما هو في الأسلوب البسيط الذي يمكن حسابه على أساس فترات قصيرة،[2] ومن خلال هذا المعيار يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار بنوعيها صناديق الاستثمار المشتركة ذات النهاية المفتوحة وذات النهاية المغلقة أو أي محفظة استثمارية ولكن صناديق ذات النهاية المفتوحة تفضل الأسلوب البسيط لأن هذا النوع من الصناديق تحتاج إلى التقييم كل يوم.

ويطلق على معيار شارب بأنه يمثل نسبة المكافأة الى التقلب وهي عبارة عن الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة هذه العلاوة الى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية وهو

[1] عبو عمر وآخرون، **مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية**، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 01، مارس 2017، ص 104.

[2] Caude Broquet et al, **Gestion de portefeuille**, 4e édition, édition de Boeck, Belgique, 2004, p 459.

عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية،[1] لذلك يقاس أداء المحافظ الاستثمارية بوساطة النموذج الرياضي التالي:[2]

$$\boldsymbol{Sharpe} = \frac{R_P - R_f}{\sigma_p}$$

حيث:

R_P: هو عائد المحفظة

R_f: هو عائد الاستثمار الخالي من المخاطر (مثل عائد السندات الحكومية)

σ_p: هو الانحراف المعياري للمحفظة

ب.مقياس تراينر: (Treynor Index)

نلاحظ بمقياس شارب بأنه ركز على الانحراف المعياري لعوائد المحفظة، ولكن مقياس تراينر ركز على مخاطر السوق ومعامل بيتا معتمداً على منحنى خط السوق ولكن مبنياً على العلاقة ما بين العائد المتوقع للمحفظة ومعامل بيتا، ويعتبر مقياس تراينر أكثر دقة من مقياس شارب لاعتماده في الدرجة الأولى على خصائص كل ورقة ومعامل بيتا لكل ورقة مع إيجاد معامل بيتا المرجح للمحفظة، حيث اعتمد مقياس تراينر على إمكانية السيطرة على المخاطر غير المنتظمة بوساطة التنويع الجيد والكفؤ الذي سبق الإشارة عليه، حيث يوجد أسلوبان في التنويع هما الأسلوب العلمي أسلوب ماركيز و الأسلوب الساذج.

فالتنويع والإدارة الكفؤة تستطيع ان تتغلب على المخاطر غير المنتظمة والتي اعتبرها تراينر غير موجودة خصوصا إذا أردنا تقييم أداء مدير محفظة يشترط به أن يكون متخصصاً في الاستثمار في الأوراق المالية وقادراً على التحليل أكثر من قدرة المستثمر العادي لذلك فإن المعيار يجب أن يستند إلى المخاطر المنتظمة والتي هي ممثلة في معامل بيتا للمحفظة، ويتم تحديد أداء المحافظ الاستثمارية بوساطة النموذج الرياضي التالي:

$$\boldsymbol{Treynor} = \frac{R_P - R_f}{\beta_P}$$

[1] غازي فلاح المومني -عمان 2016- **مرجع سبق ذكره** - ص215.

[2] Laurent Bodson et al, **performance de portefeuille**, 2e édition, pearson education, France, 2010, p 136.

حيث:

R_P: هو عائد المحفظة

R_f: هو عائد الاستثمار الخالي من المخاطر

β_P: هو معامل بيتا للمحفظة

ت.مقياس جنسن:Jensen Index

في عام (1986)، قدم جنسن نموذجا لتقييم أداء المحافظ المالية، يعرف أيضا بمقياس جنسن ألفا أو العائد التفاضلي لجنسن، يعتمد هذا المقياس على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ، حيث يتيح هذا النموذج تقييم أداء المحفظة من خلال مقارنة العائد الفعلي بالعائد المتوقع وفقًا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث إذا كان العائد الفعلي للمحفظة أعلى أو أقل من العائد المتوقع، مما يشير هذا الفرق إلى الأداء الجيد أو السيئ للمحفظة. [1] يتم حساب مقياس جنسن باستخدام الصيغة التالية: [2]

$$\boldsymbol{Jensen} = (R_p - R_f) - [\beta_P(R_p - R_f)]$$

حيث:

R_P: هو عائد المحفظة

R_f: هو عائد الاستثمار الخالي من المخاطر

β_P: هو معامل بيتا للمحفظة

[1] غازي فلاح المومني، عمان 2016، **مرجع سبق ذكره**، ص 221.

[2] Bertani, christine, **portfolio management in practice**, elsevier ltd, london, 2004, p 52.

ثانيا: النماذج الحديثة

تتمثل النماذج الحديثة فيما يلي:

I.طريقة كورنال (1979): (Cornell Method)

تعتمد طريقة كورنال على مبدأ رئيسي يرتبط بالمدير الذي يختار أصولا مالية لمحفظته تحقق عائدا أكبر من العائد المعتاد، تعتمد هذه الطريقة على قياس العائد غير العادي، وبالتالي يكفي دراسة مكونات المحفظة المالية للحكم على أداء هذا المدير.

II.قياس قرينيلاط وتيتمان (1989): (Grinellian and Tietjen measurement)

لقد اقترح كلا من قرينيلاط وتيتمان مقياسا يعتبر كتطوير لمؤشر جونس، حيث يحسب بالمتوسط المرجح بالأوزان للفرق بين عائد المحفظة الواقعة على الحد الكفء والعائد الخالي من المخاطرة، حيث مجموع الأوزان مساوي للواحد والفرق بين العائدين مساوي للصفر ويكون المؤشر كما يلي:[1]

$$GB = \sum_{t=1}^{T} w_t\left(R_{Pt} - R_{f_t}\right)$$

حيث:

R_{Pt} : عائد المحفظة في الفترة (t)

w_t : الوزن في نسبة مخصصات المحفظة في الفترة (t)

R_{f_t} : العائد الخالي من الخطر خلال الفترة

III.نموذج التسعير بالمراجعة: (Review Pricing Model)

إن قياس أداء المحفظة باستخدام نموذج التسعير بالمراجعة يشبه إلى حد كبير طريقة جنسن من حيث المبدأ، تنص هذه الطريقة على أن الفرق بين عائد المحفظة والعائد على الأصل الخالي من المخاطرة يتكون من مجموعة من العوامل العامة بالإضافة إلى عامل خاص بالمحفظة.

[1] Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille-analyse quantitative de la rentabilité et des risque**, Pearson, France, 2004, P .271.

وقد تم عرض النموذج بالصيغة التالية: [1]

$$R_{Pt} - R_{ft} = \alpha p + \beta_{P_1} F_1 + \cdots + \beta_{pk} F_k$$

حيث:

$\boldsymbol{R_{Pt}}$: عائد المحفظة (p)

$\boldsymbol{\beta_{P_1}}$: معامل حساسية المحفظة (p) للعامل (k)

$\boldsymbol{F_k}$: العائد المرتبط بالعامل (k)

$\boldsymbol{\alpha p}$: العائد غير المفسر بالنموذج

[1] Pascal Grandi, **Mesure de Performance des Fonds-Méthode résultats**, Économica, France, 1998, PP 55,56.

خلاصة:

في ختام هذا الفصل نستنتج بأن المحافظ الاستثمارية تمثل أساسا حيويا في إدارة الأصول والاستثمارات، حيث تلعب دورا حاسما في تحقيق الأهداف المالية وتحقيق النجاح المالي على المدى الطويل ومن خلال نوع المحفظة وطبيعة مكوناتها يمكن للمستثمر أن يضع استراتيجية استثمارية قوية وفعالة ،والتي تكون اعتمادا على المبادئ القائمة لإدارة المحافظ الاستثمارية والمعايير المتبعة لقياس الأداء، وبهذا يحقق المستثمر نتائج إيجابية ويحسن أدائه على المدى الطويل، وفي النهاية يتبقى توعية الاهتمام والجهد لضمان تحقيق الأهداف المالية والتوازن المثالي بين المخاطر والعائدات مما يضمن استدامة النمو والازدهار في عالم الاستثمار.

الفصل الثاني: التنويع كآلية لتقليل مخاطر المحفظة الاستثمارية

تمهيد:

في عالم الاقتصاد والتمويل تعتبر مفاهيم العائد والمخاطرة من أهم المفاهيم التي يجب على المستثمر فهمها وإدراك أثرها على قدراته الاستثمارية، حيث يتعلق العائد بالعائد المالي الذي يمكن للمستثمر تحقيقه من استثماراته، في حين تتعلق المخاطرة بالفقدان الذي يمكن أن يتكبده المستثمر نتيجة للتقلبات في السوق أو عوامل اخرى غير متوقعة، ولهذا سنتطرق في هذا الفصل لتحديد مفهوم العائد وانواعه بالإضافة إلى استكشاف مفهوم المخاطرة وأنواعها والعوامل المؤثرة عليها، كما سنناقش طرق قياس المخاطرة وسنعرض أهمية ادارة المخاطر وأهدافها وخطواتها، وسنتناول أيضا أساليب التعامل مع المخاطر، ودور التنويع في تقليل مستوى الخطر.

.

المبحث الأول: العائد والمخاطرة

العائد والمخاطرة هما عنصران أساسيان في عالم الاستثمار ويشكلان الأساس لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

المطلب الأول: مفهوم العائد وأنواعه

سنقوم في هذا المطلب بتوضيح مفهوم العائد وأنواعه المختلفة كتالي:

أولا: مفهوم العائد: (Return)

للعائد عدة تعريفات نذكر منها:

- يعرف بأنه الدينار المتحقق على كل دينار مستثمر خلال فترة زمنية معينة؛
- كما يعرف العائد بانه التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر لقاء التوظيف في رأسمال المشروع الاستثمار وخلال مده محددة؛[1]
- كما عرف العائد بشكل عام بأنه "القيمة الناتجة عن استعمال الشيء كما هو الحال في القيمة الناجمة عن الأموال الموظفة في الاستثمارات؛
- كما عرف العائد بأنه المكافأة التي يحصل عليها المستثمر جراء توظيف أمواله بالأسهم العادية ويعبر عنها عادة كنسبة مئوية إلى المبالغ المستثمرة.[2]

إذن يمكننا القول أن عائد المحفظة الاستثمارية هو تلك النسبة المئوية التي تعكس أرباح المحفظة من استثماراتها المختلفة، سواء من الدخل أو من زيادة القيمة.

ثانيا: أنواع العوائد

للعوائد ثلاثة أنوع نبرزهم كتالي:

I.معدل العائد المطلوب: (Required rate of return)

يقصد بالعائد المطلوب هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرون على الموجودات ذات المخاطرة ويعكس هذا المعدل المبادلة بين العائد والمخاطرة، يمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المشار إليه لاحقا بـ (CAPM)، أحد أفضل النماذج تمثيلا للمبادلة بين العائد والمخاطرة وقياس معدل العائد

[1] عدنان تايه النعيمي، د أرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2019، ص 90.
[2] جليل كاظم مدلول العارضي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص 161.

المطلوب، حيث قدم هذا النموذج من قبل شارب عام (1964) على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركوفيتز عام (1952)، ثم طور النموذج من قبل لينتر عام (1965) ومؤسين عام (1966)، ثم من قبل بلاك عام (1972) ليكون نموذجا مرجعيا لتقييم الاستثمارات وتخمين العائد المتوقع منها، ويحتل هذا النموذج مكانة متميزة بين المستثمرين في سوق الأوراق المالية. والصيغة التالية تبين لنا كيفية حساب معدل العائد المطلوب:

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

حيث:

R_f : هو معدل العائد الخالي من المخاطرة

β_i : هو معامل بيتا الذي يقيس مدى تقلب الاستثمار مقارنة بالسوق

R_m : هو معدل العائد المتوقع للسوق

$(R_m - R_f)$: هو علاوة المخاطرة في السوق

II.العائد المتوقع: (Expected return)

يقصد بالمتوسط الموزون للاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة، ويحسب وفقًا للصيغة الآتية: [1]

$$\text{Expected Return} = \sum(p_i \times R_i)$$

حيث:

$\boldsymbol{p_i}$: احتمال كل حالة إقتصادية

$\boldsymbol{R_i}$: العائد المتوقع من كل حالة إقتصادية

$\sum$: يشير الى عملية جمع لجميع الحالات

[1] عدنان تايه النعيمي، د أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص 96، 97.

III.معدل العائد المتحقق: (Achieved rate of return)

العائد الفعلي الذي يحققه المستثمر عند الاحتفاظ بسهم معين يمكن حسابه باستخدام الصيغة التالية: [1]

$$Achieved\ Rate\ of\ Return\ = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

حيث:

D : توزيعات الأرباح المدفوعة للسهم خلال فترة الاحتفاظ

P_0 : سعر السهم في بداية فترة الاحتفاظ

P_1 : سعر السهم في نهاية فترة الاحتفاظ

المطلب الثاني: مفهوم المخاطرة وأنواعها

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم المخاطرة وأنواعها كتالي:

أولا: مفهوم المخاطرة: (Risk définition)

- يعرف الخطر بأنه احتمال وقوع حدث ينجم عنه خسارة مادية في فتره زمنيه وجيزة؛
- ويعرف الخطر ايضا بأنه حالة عدم التأكد بالنسبة للخسارة ويعرف أيضا على انه حدث يمكن توقعه ومن ثم التنبؤ به وحساب احتمال حدوثه ويعد هذا الحدث موقف او حاله غير مرغوب فيها؛[2]
- وتعرف المخاطرة بأنها مستوى عدم اليقين المرتبط بقيمة الأصل المالي وعوائده المستقبلية؛[3]
- وكما تعرف مخاطرة الاستثمار (سواء كانت مشروعات أم أسهم وأوراق مالية) بأنها احتمال تحقيق مردود أو عائد أو تدفق نقدي أقل من المردود أو العائد المتوقع، فكلما زاد احتمال تحقيق مردودات أو عوائد أو تدفقات نقدية أقل من المتوقع أو سالبة كلما ارتفعت المخاطرة.[4]

---

[1] عبد العالي صالحي، **مرجع سبق ذكره**، ص 23.

[2] مظهر خالد عبد الحميد - **تحليل استراتيجيات ادارة الخطر لاتخاذ القرار في منظمات الاعمال** - مجلة جامعة تكريت للعلوم الإنسانية، المجلد 12، العدد 2، حزيران 2009 ص 79.

[3] Bertrrand Jaquillat, Burno Solnik,**les marches financiers et la gestion de portefeuille**, 2édition,dunod, paris, France, 1976 , p28.

[4] أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، الأردن،2013، ص 205.

إذن يمكننا القول أن تعريف المخاطرة في الاستثمار هي احتمال عدم تحقق العائد المتوقع أو حدوث خسائر، حيث يزيد هذا الاحتمال مع زيادة التباين في التدفقات النقدية أو العوائد المتوقعة، كما أنها تمثل الثمن الذي يدفعه المستثمر مقابل فرصة تحقيق العائد.

ثانيا: أنواع المخاطر

I. المخاطر غير المنتظمة العشوائية: (Unsystematic Risk)

تسمى أيضاً المخاطر الخاصة أو غير السوقية، وتكون على شكل تقلبات بالعائد المتوقع من الأصل المالي وتنشأ بسبب ظروف خاصة بالشركة المصدرة لتلك الأصول ،تتمثل بسوء الإدارة أو الاضطرابات العمالية ونوع القيود التي تفرضها الحكومة على الشركات ودرجة المنافسة لمنتجات تلك الشركة، وبسبب أن هذا النوع يخص كل شركة على حدة وبهدف عدم انتقاله إلى المحفظة يتم التخلص منه بالتنويع الذي سوف يتم توضيحه بنحو مفصل ضمن موضوع المحفظة الاستثمارية، ويشكل هذا النوع من المخاطرة (50%) أو أكثر من المخاطر الكلية، ومن المخاطر غير المنتظمة التي يواجهها المستثمر نذكر من أهمها ما يلي:

أ.مخاطر قانونية وسياسية:(Legal and Political Risks)

تتعرض الاستثمارات لمخاطر نتيجة لتدخل الدولة بسن بعض القوانين سواء في تسعير المواد الخام المباعة في السوق أو السماح باستيراد السلع من الخارج، أو تحديد الحدود الدنيا للأجور، أو تحديد الأسعار القصوى لبيع المنتجات، أو وضع شروط معينة للتمويل الخارجي، أو التأمين أو المصادرة، وهذا التدخل قد يكون جزءاً من إصلاح اجتماعي أو قانوني أو حتى سياسي نتيجة تغيير في فلسفة الدولة، وهذه السياسات قد تكون مضايقات فقط وقد تكون مدمرة، وقد تكون خسارة رغم التعويض في حالة التأمين. [1]

ب.مخاطر الإدارة:(Management Risks)

يمكن للإدارة أن تتسبب في تقلبات فريدة وغير منتظمة في العوائد التي يتوقعها المستثمرون. حيث أن الأخطاء التي يرتكبها أفراد فريق الإدارة قد تؤثر بشكل ملحوظ على تقلب عوائد المستثمرين.

[1] أحمد صبحي جميل، **الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية دراسة حالة على عينة من المصارف العراقية**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الرابع والأربعون، سنة 2015، ص 281 ص 282.

ت.مخاطر العمل:(Business Risk)

يقصد بمخاطر العمل على قدرة المنشأة على المنافسة في السوق، ونمو واستقرار أرباحها في المستقبل، إذ إن انخفاض قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح يؤدي إلى هبوط أسعار أسهمها في السوق، وعلى هذا يجب على المستثمر أن يكون دقيقا في اختيار الأسهم التي يشتريها، ويتأكد أنها أسهم من منشأة تتمتع بمقدار من النمو، وتنتمي إلى صناعة أو قطاع اقتصادي متطور، بالإضافة إلى التأكد من أن لمنتجات هذه المنشأة سوقا واسعة.

ث.مخاطر نوع النشاط الاقتصادي أو مخاطر نوع الصناعة: (Economic Activity Risks)

تتعرض أحياناً جميع المؤسسات العاملة في صناعة معينة أو بضع الصناعات لمخاطر تقلب العوائد نتيجة لقوة معينة لا تؤثر بشكل كبير على معظم المؤسسات خارج تلك الصناعة، حيث تعرف هذه القوة بإسم مخاطر الصناعة.[1]

II.المخاطر المنتظمة: (Systematic Risks)

يطلق على هذه المخاطر عدة تسميات مثل مخاطر السوق أو المخاطر غير القابلة للتنويع أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها، حيث تنشأ هذه المخاطر من اضطرابات وعوامل عامة، تؤثر على الأسواق المالية بشكل عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع محدد، حيث ترتبط بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية العامة، مما يجعل جميع الأوراق المالية في الأسواق عرضة لهذه المخاطر المنتظمة، وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة، نجد أن الشركات الأكثر تأثرا بهذه المخاطر هي تلك الشركات التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وأسعار أسهمها بشكل أكبر بمستوى النشاط الاقتصادي العام ومستوى النشاط في سوق الأوراق المالية، حيث من المهم أن نذكر أن هذه المخاطر تبقى موجودة حتى بعد التنويع، على عكس المخاطر غير المنتظمة التي يمكن التخلص منها عن طريق تنويع الاستثمارات، ومن المخاطر المنتظمة التي يواجهها المستثمر نذكر من أهمها ما يأتي[2]:

[1] ربيع بوصبيع العايش، **أثر استخدام استراتيجيات الخيارات المالية فى تغطية مخاطر المحافظ المالية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، السنة الجامعية 2017-2018، ص 84 – بتصرف.

[2] غذوان علي، سماح موسى إبراهيم، **أثر الرفع التشغيلي على المخاطر المنتظمة (دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في السوق المصرية للأوراق المالية**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 39، العدد 5، 2017، ص 333.

أ.مخاطر السوق:(Market Risks)

تتأثر أسعار الأسهم بالأحداث الجارية مثل المخاطر النظامية، أي أن أسعار الأسهم في السوق تتأثر بتوقعات المستثمرين للمستقبل، وعلى هذا يجب على المستثمر أن يدرس بعمق أسعار السهم في الماضي ليعرف مقدار الخطر الذي يتعرض له في أسوأ الحالات، ويمكنه حماية استثماراته من مخاطر السوق عن طريق التوقيت الصحيح لقراراته المتخذة، فلا يشتري والسوق في أوج تحركه وازدهاره بل يحاول أن يشتري والسوق يشهد بعض الركود في الأسعار، إذ إن ذلك من شأنه إعطاء المستثمر فرصة الاستفادة من تحرك الأسعار للارتفاع.

ب.مخاطر أسعار الفوائد:(Rate of Interest Risks)

توجد علاقة مباشرة بين أسعار الأسهم وأسعار الفوائد السائدة، فالودائع في المصارف مثلا هي من الوسائل البديلة للاستثمار في الأسهم، فإذا ما ارتفعت الفوائد فإن أسعار الأسهم تميل إلى الانخفاض، لأن العديد من المستثمرين سيجدون أنه من الأفضل إيداع أموالهم في المصارف بفوائد عالية، بدلا من تحمل الاستثمار في الأسهم.

ت.مخاطر سعر الصرف: (Exchange rate risks)

ويشير هذا إلى احتمال تأثير تقلبات أسعار الصرف على قيمة الأصول الأجنبية داخل المحفظة، حيث تؤثر هذه التقلبات على العوائد النهائية، حيث يمكن أن تؤدي زيادة قيمة العملة الأجنبية إلى زيادة العوائد، بينما يمكن أن يؤدي انخفاضها إلى تقليلها، لذا يعتبر المستثمرون تقلبات أسعار الصرف عنصرًا أساسيًا عند تقييم مخاطر وأداء محافظهم الاستثمارية الدولية.

ث.مخاطر التضخم: (Inflation Risks)

يؤدي التضخم إلى تخفيض القوة الشرائية للنقود، فالأموال التي تستثمر اليوم لها قوة شرائية أكبر من قيمتها بعد عدد من السنوات، وقد أصبح التضخم سمة العصر، وبالتالي يجب على المستثمر أن يختار الاستثمارات التي تحميه من مخاطر التضخم، فالاستثمارات ذات الدخل الثابت عاجزة عن مقاومة التضخم وبالتالي فإن ارتفاع الأسعار قد يفوق العوائد التي تحققها هذه الاستثمارات، وعلى العموم يمكن

للمستثمر أن يتفادى إضرار التضخم بأن ينوع استثماراته ويتفادى الاستثمارات طويلة الأجل، إلا أن ذلك يتطلب دراسة كبيرة لمختلف المجالات الاستثمارية كالعقارات والأشياء النادرة.[1]

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على مستوى المخاطرة وطرق قياسها

سنتطرق في هذا المطلب إلى العوامل المؤثرة على مستوى المخاطرة وطرق قياسها كالاتي:

أولا: العوامل المؤثرة على مستوى المخاطرة

يمكن حصر العوامل التي تؤثر على درجة المخاطرة على المحفظة الاستثمارية على النحو التالي:

- معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات المختلفة؛
- عدد الأوراق المالية ونوعيتها أو عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة الاستثمارية؛
- توزيع رأس المال على أصول المحفظة الاستثمارية أو بمعنى آخر الأوزان الحدية لكل ورقة من الأوراق في المحفظة المالية.[2]

ثانيا: طرق قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية

كما لم تبخل نظرية المحفظة علينا في تقديم مقاييس لقياس المخاطر الكلية والتي يمكن أن تصيب الأوراق المالية في البورصة، ويمكن من خلال ما قدمته لنا النظرية قياس الخطر المالي كما يلي:

I.قانون التباين: (Variance)

التباين هو مقياس لتشتت القيم حول المتوسط. يتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^{n}(R_i - R^-)^2}{n-1}$$

حيث:

σ^2 : التباين

R_i : العائد في الفترة (i)

R^- : متوسط العائد

[1] حيدر أحمد أبوالقاسم، **تحليل (المخاطرة – العائد) لقرارات المحفظة الاستثمارية مع إشارة خاصة لشركة التأمين العراقية العامة للمدة 2017/2011**، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادي، السنة 16، العدد 59، 2018، ص 175.

[2] غازي فلاح المومني، عمان 2016، **مرجع سبق ذكره**، ص114.

n : عدد الفترات الزمنية

ملاحظة: لحساب التباين لمحفظة تتضمن أي عدد من الاستثمارات يكون بالصيغة التالية:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^{n} p_1^2\sigma_1^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{\substack{j=1 \\ i\neq j}}^{n} p_i p_j r_{ij}\,\sigma_i\sigma_j$$

$$= \sum_{i=1}^{n} p_1^2\sigma_1^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{\substack{j=1 \\ i\neq j}}^{n} p_i p_j cov(R_1, R_2)$$

حيث:

p_i : النسبة المئوية للاستثمار المخصص للورقة (i)

p_j : النسبة المئوية للاستثمار للورقة (j)

r_{ij} : تمثل معامل الارتباط بين الورقة (j،i)

n : تمثل الاستثمارات التي تتظمنها المحفظة

$cov(R_1, R_2)$: التغاير بين الاستثمارين (j،i)

II. الانحراف المعياري: (Standard Deviation)

وهو الذي يقيس لنا الحجم المطلق لمخاطرة ويقيس درجة التشتت في العائد المتوقع ويتم حسابته عن طريق الجذور التربيعية لمعدل انحرافات قيم العائد المتوقع عن معدل العوائد المتوقع، وهو الجذر التربيعي للتباين ويعطي فكرة عن مدى تشتت القيم حول المتوسط، والذي يحسب بالعلاقة التالية:

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

ملاحظة: لحساب الانحراف المعياري لمحفظة تتضمن أي عدد من الاستثمارات تكون بالصيغة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} p_1^2\sigma_1^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{\substack{j=1 \\ i\neq j}}^{n} p_i p_j r_{ij}\,\sigma_i\sigma_j}$$

$$= \sqrt{\sum_{i=1}^{n} p_1^2\sigma_1^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{\substack{j=1 \\ i\neq j}}^{n} p_i p_j cov(R_1, R_2)}$$

III. معامل الاختلاف: (Coefficient of Variation)

يستخدم معامل الاختلاف كمقياس المخاطرة في حالة ما إذا كانت القيم المتوقعة للعائد مختلفة، ويحسب بالعلاقة التالية: [1]

$$cv = \frac{\sigma}{E(R)}$$

حيث:

σ : الانحراف المعياري

E(R) : العائد المتوقع

IV. معامل بيتا: (Beta coefficient)

يعد معامل بيتا واحداً من المقاييس المستخدمة في قياس المخاطر النظامية، حيث ان معامل بيتا يقيس التذبذب الذي يبين او يعبر عن المخاطر، اي ان معامل بيتا يقيس مدى تقلب سهم المصرف عند صعود ونزول المؤشر، ان اهم ما يتميز به معامل بيتا عن المقاييس الاخرى مثل معامل الاختلاف ومعامل

[1] عبد العالي صالحي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص 28، 29 – بتصرف.

الانحراف انه لا يعتمد في قياسه مجموع عدم التأكد في عائد الاستثمار بل يتم قياس جزء من المخاطر لا يمكن تجنبها او الحد منها او الانحراف فقط، يمكن حساب معامل بيتا من خلال المعادلة الرياضية:

$$\beta i = \frac{Cov\ (Ri, Rm\ )}{\sigma^2\ Rm}$$

حيث:

βi : معامل البيتا

$Cov\ (Ri, Rm\ )$ **:** التباين المشترك بين عائد محفظة السوق وعائد الموجود

$\sigma^2\ Rm$: تباين عائد محفظة السوق[1]

- **الحالات التي تأخذها قيمة:(βi)**

يمكن تبيان الحالات التي تأخذها قيم بيتا في الجدول التالي:

الجدول (02-01) قيم بيتا وتفسيراتها

بعض قيم بيتا وتفسيراتها		
قيم بيتا	اتجاه تحرك العوائد	التفسير
1	مع اتجاه السوق	مخاطرة الأصل المالي تساوي مخاطرة السوق ككل
2	مع اتجاه السوق	مخاطرة الأصل مرتين مخاطرة السوق
0	غير مرتبطة مع السوق	مخاطرة الأصل غير مرتبطة بمخاطرة السوق
-5	عكس اتجاه السوق	نصف اتجاه السوق ولكن في اتجاه مضاد لاتجاه السوق

المصدر: عبد العالي صالحي، **دور البرمجـــــة الرياضية في إدارة المحافظ الاستثمارية المثلى**، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتورة ل م د، الطور الثالث الميدان علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم التجارة، جامعـــــــة الجزائـــــــــــر3، السنة الجامعية 2018-2019، ص 31.

[1] أحمد عباس فاضل، **تحليل العائد والمخاطر لأسهم المحفظة الاستثمارية لعينة المصارف التجارية العراقية الخاصة للمدة 2015-2019**، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، الجامعة العراقية، كلية الادارة والاقتصاد، السنة 19، العدد 71، لشهر كانون الأول،2021، ص 232.

المبحث الثاني: إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية

إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية هي عملية حيوية لضمان استقرار وتحقيق الأهداف المالية للمستثمرين، حيث تعد هذه العملية ضرورية للتعامل مع التحديات والاضطرابات التي قد تؤثر على قيمة الأصول المالية، وذلك من خلال تطبيق استراتيجيات وأساليب تهدف إلى تقليل المخاطر وتعظيم العوائد المحتملة.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية إدارة المخاطر

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم وأهمية إدارة المخاطر قياسها كتالي:

أولا: مفهوم إدارة المخاطر

- تعد إدارة المخاطر مفهوماً ليس له تعريفاً محدداً ثابتا تم الإجماع عليه من قبل الباحثين والمختصين حيث عرفت بأنها تلك القرارات التي تستهدف تغيير شكل العلاقة الخاصة بالعائد والمخطر المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية؛

- كما عرفت مجموعة الأنشطة المتعلقة بتحديد المخاطر التي تواجه المنشأة، وقياسها، ومعالجة أسبابها وتأثيراتها، وتهدف إدارة المخاطر المالية بشكل رئيسي إلى تمكين المنشأة من النمو وتحقيق أهدافها بطريقة أكثر فعالية وكفاءة[1].

إذن يمكننا أن نقول إن إدارة المخاطر في المحفظة الاستثمارية هي عملية تهدف إلى تحديد وتقييم المخاطر المالية المرتبطة بالاستثمارات، واتخاذ الإجراءات اللازمة للحد منها بأقل تكلفة ممكنة، لتحقيق العوائد المرجوة.

ثانيا: أهمية إدارة المخاطر

- **حماية رأس المال:** تقليل احتمالية تعرض المحفظة لخسائر جسيمة والحفاظ على القيمة الكلية للاستثمارات؛
- **تحقيق التوازن:** ضمان توازن بين المخاطر المتوقعة والعوائد المرجوة، وتمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات مستنيرة؛
- **تنويع الاستثمارات:** تعزيز عملية التنويع وتوزيع المخاطر عبر أصول متنوعة لتقليل التأثير السلبي لأي استثمار واحد؛

[1] ربيع بوصبيع العايش، **مرجع سبق ذكره**، ص 85 – بتصرف.

- **تقليل التقلبات:** توفير استقرار أكبر للعوائد وتحقيق أداء مستدام على المدى الطويل حتى في ظل الظروف الاقتصادية المتغيرة؛
- **زيادة الثقة والراحة:** جعل عملية الاستثمار أكثر أماناً وتقليل القلق النفسي للمستثمرين، مما يعزز الثقة ويجعل الاستثمار أكثر استقرارا وجاذبية.

المطلب الثاني: أهداف وخطوات إدارة المخاطر

سنتطرق في هذا المطلب إلى أهداف وخطوات إدارة المخاطر كتالي:

أولا: أهداف إدارة المخاطر

إن الهدف الرئيسي لإدارة المخاطر هو تحديد المخاطر تحديدا صحيحا وقياسها، وبالتالي الحد منها ومراقبتها بشكل صحيح على المستوى ككل، كما تهدف إلى التأكد من استيفاء كافة المتطلبات القانونية وعلى الأخص تلك المتعلقة بإدارة المخاطر، وحصر إجمالي التعرض للمخاطر، وتحديد الآليات التي يجب اتباعها لتجنب تلك المخاطر.[1]

ثانيا: خطوات إدارة المخاطر:

تقوم عملية إدارة المخاطر بعمل فحص وتحليل شامل ومفصل لكل أنواع المخاطر التي قد يتعرض لها موضع دراسة المخاطر، ويتم ذلك من خلال تطبيق خمس خطوات أساسية على النحو الآتي:

- تعريف المخاطر وهي الخطوة الأساسية الأولى للتعرف على المخاطر المحيطة بالعمل؛
- تحليل المخاطر ويتم بها تصنيف الخطر والوقوف على مصادره الأصلية؛
- تقييم المخاطر ويتمثل في تحديد عنصري الخطر المتمثلين في الآثار التي يحدثها كل خطر، واحتمال حدوث كل خطر؛
- التحكم في المخاطر وبها يتم تحديد أي الطرق تستخدم لتقليل احتمال الخطر وآثاره؛
- المراقبة والمتابعة الدورية وتتم لاستكشاف أي مصادر خطر جديدة، أو فشل التحكم في مخاطر.

[1] مني علي خليل، **دور مؤشر القيمة المعرضة للخطر (VAR) في إدارة المخاطر المصرفية خلال الفترة من (2008-2022)**، مجلة الإسكندرية للبحوث الإدارية ونظم المعلومات، الطبعة رقم 2974-4318، ص 16.

المطلب الثالث: أساليب التعامل مع المخاطر ودور التنويع في التقليل منها

سنتطرق في هذا المطلب إلى أساليب التعامل مع المخاطر ودور التنويع في التقليل منها كتالي:

أولا: أساليب التعامل مع المخاطر

I. تجنب المخاطر: (Risk Avoidance)

تقوم الأفراد والمؤسسات أحيانًا برفض تحمل مخاطر معينة نتيجة عدم رغبتهم في مواجهة خسارة محتملة، مثل تجنب استثمار في وعاء ادخاري معين وتفضيل وعاء ادخاري آخر أقل خطورة، على سبيل المثال يمكن للمصارف تجنب منح القروض ذات المخاطر العالية لتفادي المخاطر الائتمانية، أو تجنب الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة، ورغم أن تجنب المخاطر يمكن أن يقلل من احتمالية وقوع الخطر إلى الصفر، إلا أنه يمكن أن يحرم المجتمع من بعض السلع أو الخدمات بسبب الخوف من الخسارة.

II. التقليل من المخاطر: (Risk Mitigation)

تعتمد هذه الطريقة على منع الخطر إذا أمكن، أو الحد من الخسائر المتوقعة في حالة وقوع الحدث حيث يتضمن ذلك رصد سلوك القروض للكشف عن علامات التحذير المبكرة لمشاكل التوقف عن الدفع، وتقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسات إدارة الأصول والخصوم.

III. تحويل المخاطر: (Risk Transfer)

تتمثل هذه الطريقة في تحويل الخطر إلى طرف آخر مقابل دفع مبلغ محدد، يتم ذلك من خلال عقود الإيجار وعقود التأمين، مما يسمح لصاحب المخاطر الأصلي بالاحتفاظ بملكيته وتحمل الطرف الآخر المخاطر.

IV. تجزئة وتنويع المخاطر: (Risk Segmentation and Diversification)

تعتمد سياسة التجزئة والتنويع كوسيلة لمواجهة الخطر على تجزئة الأصل المعرض للخطر بشكل يضمن عدم تعرض كل الأجزاء في نفس الوقت لتحقيق مسبب الخطر، وتظهر الأمثلة التطبيقية لهذا الأسلوب كتالي:

- **التوزيع الجغرافي :**يقوم صاحب الأصل المعرض للخطر بتوزيع الأصول على أماكن متباعدة جغرافيًا، وهذا النوع من التجزئة يسمح بتقليل مخاطر محددة تتعلق بظروف جغرافية محددة؛

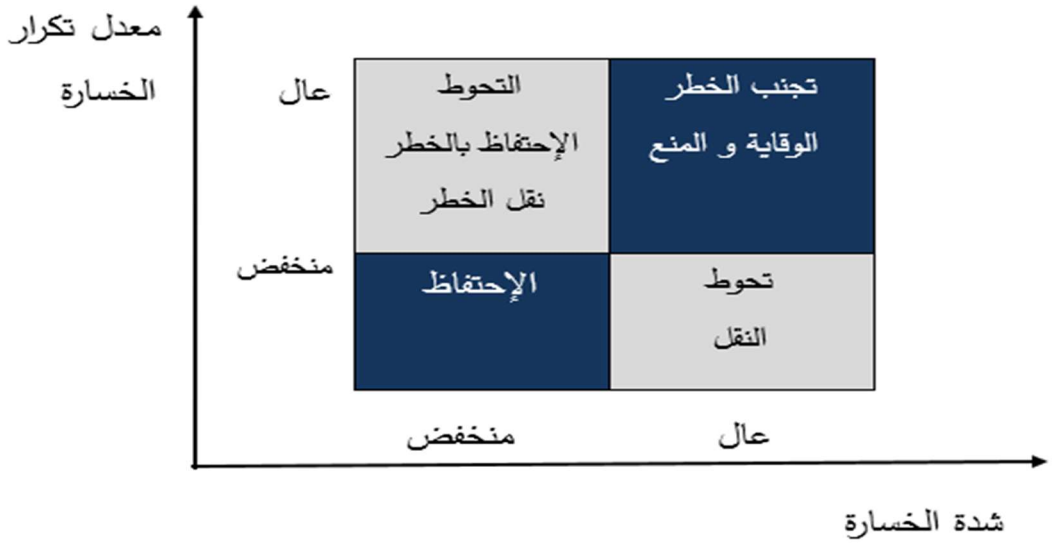
- **تنويع المجالات الاستثمارية :**يقوم صاحب رأس المال بتنويع استثماراته وتوزيعها على عدة مجالات بدلا من الاستثمار الكامل في مجال واحد، وهذا يسمح بتوزيع المخاطر على مجموعة متنوعة من الأصول والمجالات الاقتصادية.

لتطبيق هذا الأسلوب بنجاح، يتطلب الأمر وجود **شروط** فنية ومالية:

- **الشروط الفنية :**تتمثل في إمكانية تجزئة الأصول المعرضة للخطر وتوزيعها بشكل مناسب؛
- **الشروط المالية :**تتمثل في وجود القدرة المالية التي تمكن مدير الخطر من التعامل مع أي خسائر فور وقوعها.[1]

وفيما يلي شكل يوضح مصفوفة التعامل من المخاطر:

الشكل رقم (02-01) مصفوفة التعامل مع الخطر



المصدر: محمد فتحي الميسري، **صناديق الاستثمار والإدارة المحترفة**، دار التعليم، الإسكندرية،2002، ص 116

[1] محمد العيد تجاني، **أهمية استراتيجيات إدارة المخاطر في تعزيز الصناعة المالية الإسلامية لمتطلبات استقرار الأسواق المالية الدولية دراسة قياسية لحالة مجموعة من الأسواق الإسلامية والدولية خلال الفترة 2007-2017**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، لسنة الجامعية 2017-2018، ص 28، 29، 30، 31 – بتصرف.

ثانيا: دور التنويع في تقليل المخاطر

I. مفهوم التنويع:

للتنويع عدة تعاريف نذكر منها:

- يعرف التنويع على أنه أسلوب تقليل المخاطر من خلال الاستثمار في مجموعة متنوعة من الأصول[1]؛
- ويعرف بأنه جمع الأصول في محفظة واحدة بهدف تحقيق توازن بين تحمل المخاطر الكمية والحفاظ على العائد؛[2]
- ويقصد بتنويع أيضا على انه عبارة عن مجموعة واسعة من الأدوات الاستثمارية داخل حقيبة واحدة برأسمال واحد[3].

إذن يمكننا القول بأن التنويع في المحافظ الاستثمارية هو أسلوب تقليل المخاطر من خلال الاستثمار في مجموعة متنوعة من الأصول، حيث يتم دمج الأصول في محفظة واحدة لتحقيق توازن بين تقبل المخاطر الكمية والحفاظ على العائد، ويشمل ذلك استخدام مجموعة واسعة من الأدوات الاستثمارية داخل حقيبة واحدة برأسمال واحد.

II. عوامل نجاح سياسة تنويع محفظة الأوراق المالية:

لضمان نجاح سياسة تنويع محفظة الأوراق المالية، يجب مراعاة ثلاثة اعتبارات هامة وهي:

أ. تنويع المخاطر الاستثمارية

مخاطر الاستثمار متعددة المصادر والأسباب، ومع أن رجال الأعمال يصنفونها تصنيفات مختلفة على أسس مختلفة، إلا أن التصنيف الأكثر شيوعًا لها هو تقسيمها إلى فئتين: [4]

- **المخاطر السوقية:** تعرف أيضًا بالمخاطر العادية، وترتبط أسبابها بشكل عام بظروف السوق المالية، مما يجعل آثارها تنعكس على أسعار جميع أدوات الاستثمار المتداولة، وإن كان ذلك بنسب متفاوتة، من أهم مميزات المخاطر السوقية أنها منتظمة في حدوثها، مما يجعلها قابلة للتوقع وفقا لدورات السوق إلا أنه لا يمكن تجنبها؛

[1] Zvi Bodie, Robert Merton**, Finance**, 3ème Édition, Distribution nouveau Horizons, paris,2011, P301.

[2] نعيمة حيدر الفريجي، **أثر التنويع الدولي في عائد ومخاطر المحفظة الدولية**، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، الجامعة المستنصرية،بغداد، العدد 16، 2008، ص 77 - بتصرف.

[3] محمد فتحي الميسري، **صناديق الاستثمار والإدارة المحترفة**، دار التعليم، الإسكندرية،2002، ص 56.

[4] ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص 132.

- **المخاطر غير السوقية:** تعتبر من النوع غير العادي، حيث تحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق المالية، مما يجعل من الصعب التنبؤ بحدوثها، عندما تحدث تكون آثارها جسيمة جدا على أسعار أدوات استثمار معينة دون غيرها.

ب. عدد أصول المحفظة

فكلما زاد عدد أدوات الاستثمار التي تتشكل منها المحفظة كلما نجحت سياسة التنويع في تخفيض مخاطرها والعكس بالعكس، وهذه قاعدة منطقية تمتد جذورها إلى قانون العينات العشوائية، وكلما زاد عدد أصول المحفظة تنخفض احتمالات تركز الخسارة في أصل معين من هذه الأصول والعكس بالعكس، لكن على مدير المحفظة أيضا أن ي ارعي وجود حدود معقولة لتعدد تشكيلة أصول المحفظة وذلك للمحافظة على جدوى سياسة التنويع ولضغط نفقات إدارتها.

ت. معامل الارتباط بين أصول المحفظة

إن درجة الارتباط بين عوائد أصول محفظة الاستثمار تساهم بشكل كبير في تقليل المخاطر، معامل الارتباط هو مقياس يقيس نسبة التغير بين متغيرين اثنين، فإذا زاد أو نقص أحد المتغيرين، ينعكس ذلك على المتغير الآخر، حيث يكون هذا الانعكاس أو الأثر إيجابياً أو سلبياً؛ معامل الارتباط يتراوح بين (+1) إلى (-1)، إذا كان معامل الارتباط موجبا، فإن تأثيره على تقليل المخاطر يكون منخفضا، وعندما يكون سالبا، يكون تأثيره على تقليل المخاطر أكبر، لذا على مدير المحفظة مراعاة درجة الارتباط بين عوائد أصول المحفظة، ويعطى معامل الارتباط بالصيغة التالية:

$$r_{xy} = \frac{\sum(x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum(x_i - \bar{x})^2 \sum(y_i - \bar{y})^2}}$$

حيث:

r_{xy} : هو معامل الارتباط بين عوائد الأصلين (x) و(y)

x_i : هي العائد على الأصل (x) في الفترة الزمنية (i)

y_i : هي العائد على الأصل (y) في الفترة الزمنية (i)

$\bar{x}$: هو متوسط العائد على الأصل (x)

$\bar{y}$: هو متوسط العائد على الأصل (y)

ويمكن تحديد حالات لمعامل الارتباط على النحو التالي:

- **حالة الارتباط التام الموجب** :وهي عندما يكون معامل الارتباط موجبا ومساويا للواحد، بمعنى أنه إذا زاد عائد ورقة مالية معينة، زاد عائد شركة أخرى بنفس المقدار والنسبة، في هذه الحالة يكون الارتباط غير مفضل نهائيا، حيث أنه لا يقلل من المخاطرة في حالة التنويع، بل يتبع ويعتبر كأنك قمت بشراء أسهم من شركة واحدة، حيث تأثير هذه الحالة يعتبر صفرا بالنسبة للمخاطرة، ولكن كلما قل الارتباط عن واحد، كان ذلك أفضل لتخفيف المخاطرة. مثال على معامل الارتباط الموجب هو الاستثمار في شركات الأدوية في الأردن؛ فإذا فتحت هذه الشركات سوقا في العراق، ارتفعت أسعار الأسهم، وفي حالة إغلاق هذا السوق، تنخفض أسعار الأسهم؛
- **حالة عدم الارتباط** :يكون الارتباط بين عوائد سهمين أو أكثر مساوياً للصفر، أي لا يوجد أي درجة ارتباط بينهما، هذه الحالة أفضل من حالة الارتباط الموجب التي يمكن أن تصل إلى درجة الارتباط التام، فالتنويع بين عدد كبير من الأصول الاستثمارية في المحفظة، والتي ليس لها أي درجة من الارتباط، يكون تأثيره في تخفيض المخاطرة قوياً وأقوى من الحالة الأولى؛

- **حالة الارتباط السالب** :يمكن أن يصل إلى الارتباط السالب التام، وهو عندما يكون الارتباط سالباً بحيث لو زاد عائد أصل من أصول المحفظة الاستثمارية، نقص عائد أصل آخر من أصول المحفظة الاستثمارية. يعتبر تغير أسعار الأسهم والسندات مثالاً حياً على معامل الارتباط السالب؛ فإذا ارتفعت أسعار الأسهم لانخفاض سعر الفائدة، انخفضت السندات في المقابل. هذه الحالة هي أفضل حالات معامل الارتباط لتقليل المخاطرة.

من هذا نرى أنه على مدير المحفظة الاستثمارية دراسة معامل الارتباط بين عوائد الأصول المختلفة في محفظته، مع مراعاة أن يكون معامل الارتباط الموجب أقل ما يمكن، وإذا كان معامل الارتباط سالباً، يكون قريباً من أعلى معامل ارتباط سالب وهو ناقص واحد. يجب أن تكون أصول المحفظة الاستثمارية غير مترابطة حتى تحقق أهم ميزة من مميزات التنويع وهي تخفيض المخاطرة. في حالة وجود ترابط قوي بين العوائد، فإن التنوع يكون تأثيره بسيطا جدا.[1]

[1] غازي فلاح المومني، عمان 2016، **مرجع سبق ذكره**، ص 116.

III. استراتيجيات التنويع:

هناك ثلاث استراتيجيات يمكن استخدامها في التنويع:

أ- التنويع على مستوى الأصول المالية:

أن تتضمن مكونات المحفظة أنواع متعددة من الأدوات المالية، مثل الأسهم، السندات، أذونات الخزانة، المشتقات...

ب- **التنويع على مستوى القطاعات:**

يتضمن هذا النوع من التنويع تضمين المحفظة أنواع متعددة من الأوراق المالية التي تنتمي إلى قطاعات مختلفة أو مناطق جغرافية مختلفة، يساهم هذا في تقليل المخاطر إلى أدنى حد من خلال تخفيف تأثير التغيرات في قطاع معين أو استثمار محدد.

ت- **التنويع على المستوى الجغرافي:**

يشمل هذا النوع من التنويع توزيع الاستثمارات بين المحلية والدولية عبر عدد من البلدان، بذلك يمكن الحد من تأثير الأحداث في بلد معين على الأداء العام للمحفظة الاستثمارية. [1]

IV. **أساليب التنويع:**

أ- التنويع حسب جهة الاصدار:

يقصد بذلك عدم تخصيص موارد المحفظة لأوراق مالية صادرة عن شركة واحدة فقط، بل يجب تنويع جهات إصدار هذه الأوراق، في هذا السياق هناك أسلوبان شائعان التنويع البسيط وتنويع ماركويتز، يتم تطبيق هذان الأسلوبان كما يلي:

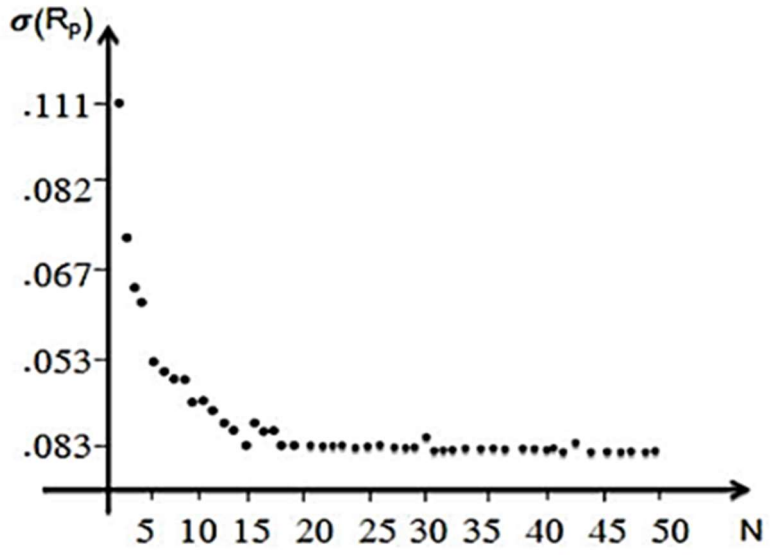
1. **التنويع الساذج: (NAIVE DIVERSIFICATION)**

ويسمى كذلك التنويع البسيط، حيث تقوم الفكرة على أن المحفظة التي تحتوي على ثلاثة أوراق مالية صادرة عن ثلاث مؤسسات مختلفة تكون أكثر تنوعاً من محفظة تحتوي على ورقتين ماليتين صادرتين عن مؤسستين مختلفتين. كما أن المحفظة التي تشمل أربع أوراق مالية صادرة عن أربع مؤسسات مختلفة تكون أكثر تنوعاً من تلك التي تحتوي على ثلاث أوراق مالية صادرة عن ثلاث مؤسسات، وهكذا. يجب

[1] ربيعة عبو، هدى عبو، **مرجع سبق ذكره**، ص 122.

أن تراعي المحفظة أيضاً تضمين أوراق مالية لمنشآت تعمل في صناعات مختلفة ذات ارتباط ضعيف لتزيد من مستوى التنويع،[1] والشكل التالي يوضح التنويع الساذج:

الشكل رقم (02-02) التنويع الساذج



Source: Copeland Thomas E, J. Fred Weston, Kuldeep Shastri, **Financial Theory and Corporate Policy**, Addison-Wesley, 1976, P 139

يشير الشكل السابق والذي يمثل محوره الأفقي التنويع ومحوره العمودي المخاطر الكلية للمحفظة إلى تأثير زيادة عدد الأوراق المالية على قيمة المخاطر غير المنتظمة، حيث يتضح بأن المخاطر غير المنتظمة تأخذ في التناقص كلما ارتفع عدد الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة إلى الحد الذي تنعدم فيه عند قدر معين من التنويع(15 ورقة مالية) وبعدها تصبح مخاطرة المحفظة الكلية متضمنة فقط للمخاطر المنتظمة والتي لا يمكن إزالتها بالتنويع، وعندها تصبح إضافة أي أوراق مالية أخرى خطوة غير مجدية لخفض المخاطر .ويحقق هذا الأسلوب إضافة للإيجابيات المتعلقة بإزالة المخاطر غير المنتظمة للمحفظة، سلبيات تترتب على استخدامه، وهي تنتج من المبالغة في عدد الأوراق المالية التي تضمها تشكيلة المحفظة والتي يمكن إيجازها كما يلي:[2]

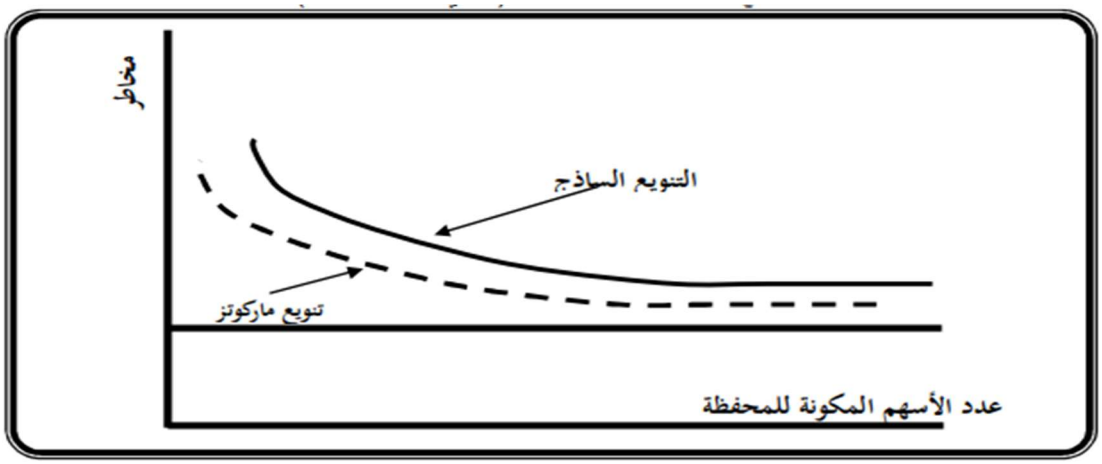
[1] بن فريحة حسام، **مرجع سبق ذكره**، ص 88 -بتصرف.
[2] الدكتور غازي فلاح المومني، عمان 2013، **مرجع سبق ذكره**، ص 212.

- ❖ **صعوبة إدارة المحفظة :**حيث أن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب الدراسة والمتابعة المستمرة للأوضاع التي تمر بها الأوراق المالية التي تشكل المحفظة، وحيث أن وجود عدد كبير منها يزيد من الصعوبات التي تعترض عملية إدارة تشكيلة كبيرة من الأوراق المالية؛
- ❖ **ارتفاع تكاليف المعاملات:** حيث أن شراء وبيع الأوراق المالية يترتب عليه دفع تكاليف وعمولات للوسطاء، والتي تتزايد مع زيادة عمليات البيع والشراء التي تتطلبها الطريقة؛
- ❖ **اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة :**حيث يؤدي وجود عدد كبير من الأوراق المالية لزيادة احتمال اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة.

2. تنويع ماركويتز (التنويع المثالي): (Markowitz Diversification)

يعرف تنويع ماركوتز على انه الموجودات المرتبطة، والتي يكون ارتباطها اقل من الموجب التام لغرض التقليل من المخاطرة ومن دون التضحية بعوائد المحفظة، ويعد البروفسور الأمريكي ماركوتز والحائز على جائزة نوبل بالاقتصاد عام (1990) أول من أعطى مضمونا دقيقا لمفهوم التنويع ،ويقوم تنويع ماركوتز على فكرة أساسية مفادها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات، وبمعنى آخر عند اختيار الاستثمارات التي تتكون منها المحافظ، لابد من مراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، وهذا يدلنا على وجود عنصر مفقود في مقياس مخاطر المحفظة، وهو العنصر الذي يظهر العلاقة بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة[1].

الشكل رقم (02-03) التنويع الساذج وتنويع ماركوتز



المصدر: هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004، ص 852.

[1] جليل كاظم مدلول العارضي، **ادارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص**، كلية الإدارة والاقتصاد، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة 12، المجلد 14، العدد28، ص 247.

ب- تواريخ الاستحقاق: (MATURITY DIVERSIFICATION)

تتعرض الأوراق المالية لمخاطر أسعار الفائدة الناتجة عن تأثير تقلبات أسعار الفائدة على قيمتها السوقية، فعندما يرتفع سعر الفائدة تنخفض القيمة السوقية لهذه الأوراق، مما يعرض المستثمر لخسائر إذا اضطر لبيعها قبل تاريخ استحقاقها، حيث تظهر هذه المخاطر بشكل خاص في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، لذا يجب على المستثمر توزيع استثماراته بين الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل للاستفادة من مزايا كل منهما، ويتضمن هذا الأسلوب عدة أساليب فرعية أخرى، وهي[1]:

❖ **الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة :**يعتمد هذا الأسلوب على التحويل المستمر بين الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل بناءً على التوقعات المتعلقة بأسعار الفائدة، فإذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع أسعار الفائدة، يسارع المستثمر إلى بيع الأوراق المالية طويلة الأجل واستخدام العائدات لشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل قبل ارتفاع أسعار الفائدة، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى انخفاض أسعار الفائدة، فعليه بيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بالأوراق المالية طويلة الأجل؛

❖ **تنويع تواريخ الاستحقاق:** في هذه الاستراتيجية، يتم توزيع الاستثمارات في المحفظة بالتساوي على الأوراق المالية ذات تواريخ استحقاق متتابعة، مما يحقق ميزة توفير السيولة وفرصة تحقيق الأرباح في نفس الوقت؛

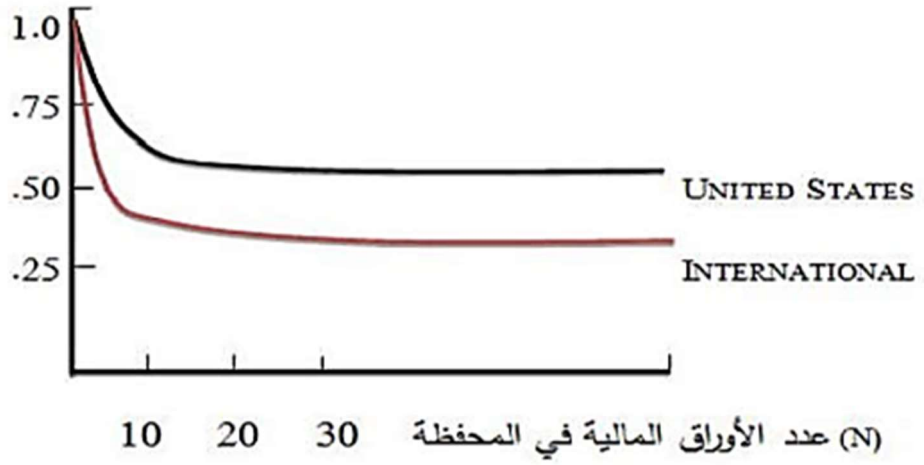
❖ **التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل:** بحيث يتم توزيع الاستثمارات بالتساوي على عدد من الأوراق المالية القصيرة الأجل وطويلة أجل الاستحقاق.[2]

ت- **التنويع الدولي: (GLOBAL DIVERSIFICATION)**

ويقصد به توسيع نطاق التنويع ليشمل الأوراق المالية المدرجة في بورصات القيم العالمية، وليس الاقتصار فقط على بورصات القيم المحلية، حيث أن دور التنويع الدولي في تقليل المخاطر يتمثل في توزيع الاستثمارات عبر مختلف الأسواق العالمية، مما يقلل من تأثير الأحداث السلبية في سوق أو منطقة معينة، فعندما تنخفض قيمة سهم في سوق معين، يمكن أن يعوض ذلك بارتفاع قيمة سهم آخر في سوق مختلف، مما يحد من تقلبات المحفظة الإجمالية ويقلل من المخاطر بشكل فعال،[3]و يوضح الشكل التالي تأثير التنويع الدولي على المخاطر:

[1] ربيعة عبو ونبيل بوفليح، **دور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الاشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي**، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2017، ص 51 - بتصرف.
[2] حمزة بالي، مصعب بالي، **إدارة مخاطر الاستثمار المالي**، مجلة رؤى الإقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، العدد 3، 2012، ص61.
[3] بن فريحة حسام، **مرجع سبق ذكره**، ص 267 - بتصرف.

الشكل رقم (02-04) التنويع الدولي



Source: Frank Reilly and Keith Brown**, Investment analysis and portfolio management**, Edition 7th ,South-Western/Thomson Learning, Mason, Ohio, 2003, P78.

خلاصة:

في ختام هذا الفصل نستنتج أهمية إدراك مفاهيم العائد والمخاطرة في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية فالعائد يمثل الهدف الرئيسي لأي استثمار ،اذ يسعى المستثمر لتحقيق عوائد مربحة مقابل الاستثمارات التي يقوم بها ومع ذلك فان تحقيق العائد المرغوب يترتب عليه مخاطرة وهنا يأتي دور فهم المخاطرة وتقييمها بدقة ولقد توصلنا أن هناك أنواع مختلفة من المخاطر مخاطر منتظمة وغير منتظمة وغيرها وكل نوع يتطلب نهجا مختلفا في التعامل معه وهناك عدة عوامل مؤثرة على المخاطر كمعامل الارتباط وعدد الأوراق ونوعيتها والأوزان الحدية لكل ورقة من الأوراق في المحفظة المالية وغيرها ،ومن خلال النظر في أهمية إدارة المخاطر توصلنا إلى أنها تساهم في تقليل التعرض للخسائر وتعديد فرص تحقيق العائدات المرغوبة وتتضمن خطوات إدارة المخاطر تحديد وتقييم المخاطر وتطوير استراتيجيات للتعامل معها ومراقبة النتائج لضمان فعالية الإجراءات المتخذة وهناك أربع أساليب للتعامل مع الخطر إما بتجنبه أو التقليل منه أو تحويله أو الاحتفاظ به وأن التنويع يعتبر من بين حلول لتقليل المخاطر.

الفصل الثالث: دراسة حالة بورصة الجزائر

تمهيد:

منذ الثمانينيات دخلت الجزائر مرحلة من الاصلاحات الاقتصادية بعد تحول اقتصادها الموجه الى اقتصاد السوق، بهدف جعل بيئة الاستثمار أكثر جاذبية ورغم تميز الجزائر بظروف سياسية واقتصادية جيدة وثابتة الا ان سوق المالي الجزائري لا يزال يواجه تحديات في نمو والنشاط بسبب قلة عدد الشركات المدرجة في السوق الجزائري، وهذا ما يفرض تكوين محافظ استثمارية صغيرة بعوائد و مخاطر محدودة حيث تم في هذا الفصل دراسة بورصة الجزائر، حيث تطرقنا في المبحث الاول لأساسيات عن بورصة الجزائر كالأطراف المشكلة للبورصة وعمليه الادراج واسواق بورصة الجزائر ومواقيت وطريقة التسعير أما في المبحث الثاني فخصصناه لدراسة عائد ومخاطر واداء اسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وكذا تنويع في محفظة مكونة من اسهم هاته الشركات.

المبحث الأول: أساسيات عن بورصة الجزائر

واجهت بورصة الجزائر تحديات كبيرة منذ تأسيسها، بدءا من نقص الثقة البورصية، حيث شعر المستثمرون بالقلق بشأن جدارتها في توفير بيئة استثمارية موثوقة ومستقرة، كما عانت البورصة من غياب الشفافية وعدم توفر المعلومات بشكل كاف، مما أثر بشكل سلبي على قدرة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على أسس صحيحة، ولم تكن البورصة معفاة من ضعف البنية التحتية النظامية والتكنولوجية، مما أثر على كفاءة عمليات التداول وإدارة المخاطر بشكل كبير، هذه التحديات الجوهرية أثرت سلبًا على نشاط التداول وتعزيز الاستثمارات، مما أدى إلى تباطؤ في تطور السوق المالية في البلاد.

المطلب الأول: الأطراف المشكلة لبورصة الجزائر

بورصة الجزائر كأي سوق مالية، تتألف من عدة أطراف مشاركة تلعب أدوارا مختلفة في نظام التداول والاستثمار.

أولا: تنظيم بورصة الجزائر

I. شركة تسيير بورصة القيم

أ.تعريف شركة تسيير بورصة القيم:

تتكون من رئيس و ستة أعضاء[1] ،ويعين الرئيس لمدة تدوم اربع سنوات، و تحدد شروط تعيين رئيس الجنة وإنهاء مهامه ووضعه القانوني عن طريق التنظيم[2]، حيث يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة اختصارا (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 إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول به، وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة[3].

[1] المادة 20، المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة لسنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34، ص 03

[2] المادة 21، المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة لسنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34، ص 03

[3] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، شركة تسيير بورصة القيم، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

ب.المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

- **البنوك الوطنية:** بنك التنمية المحلية (BDL)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP Banque).
- **شركات التأمين الوطنية:** الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، الشركة الجزائرية للتأمينات (CAAT)، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية (CNMA).
- **البنك الخاص:** يونيون بنك (UB).

ت.المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

- ✓ بنك التنمية المحلية (BDL)؛
- ✓ البنك الخارجي الجزائري (BEA)؛
- ✓ بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)؛
- ✓ القرض الشعبي الجزائري (CPA)؛
- ✓ البنك الوطني الجزائري (BNA)؛
- ✓ الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك (CNEP)؛
- ✓ BNP PARISBAS El Djazair؛
- ✓ Societé Générale Algérie؛
- ✓ Tell Markets؛
- ✓ البركة بنك الجزائر (Al Baraka Banque Algérie)؛
- ✓ السلام بنك للجزائر (Al Salam Bank Algeria).

ث.مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة، ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB). [1]

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، شركة تسيير بورصة القيم، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

II. المؤتمن المركزي

يتمثل دور المؤتمن المركزي في:

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

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

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق ...)؛[1]

III. لجنة المراقبة

أ. الدور:

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

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛
- السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.[2]

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

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

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، المؤتمن المركزي، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00
[2] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، لجنة المراقبة، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

ب. **التشكيل:**

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

ج.**السلطات:**

خولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) من أجل انجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، وسلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية وهي كالتالي:

- **السلطة التنظيمية:**

تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب:

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

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

- **سلطة المراقبة والإشراف:**

وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

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

- **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 يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

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

- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة(SGBV) ؛
- الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛
- الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة[1].

وسنتطرق لشرح **الوسطاء في عملية البورصة** كتالي:

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[2]:

(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 أحد عشر وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، وبنك التنمية المحلية (BDL)، وبنك الجزائر الخارجي (BEA)، والبنك الوطني الجزائري (BNA)، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك (CNEP

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، لجنة المراقبة، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00
[2] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، وسطاء عمليات البورصة، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

Banque)، والقرض الشعبي الجزائري (CPA)، والبنوك الخاصة (Société Générale Algérie)، بنك السلام، بنك البركة وشركتين خاصتين (Tell Markets) و(Invest Market)

أ. المهام :

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

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

ب. بيانات الوسطاء في عمليات البورصة

الجدول التالي يوضح بيانات الوسطاء في عمليات البورصة كالتالي:

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، وسطاء عمليات البورصة، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

الجدول رقم (03-01) بيانات الوسطاء في عمليات البورصة

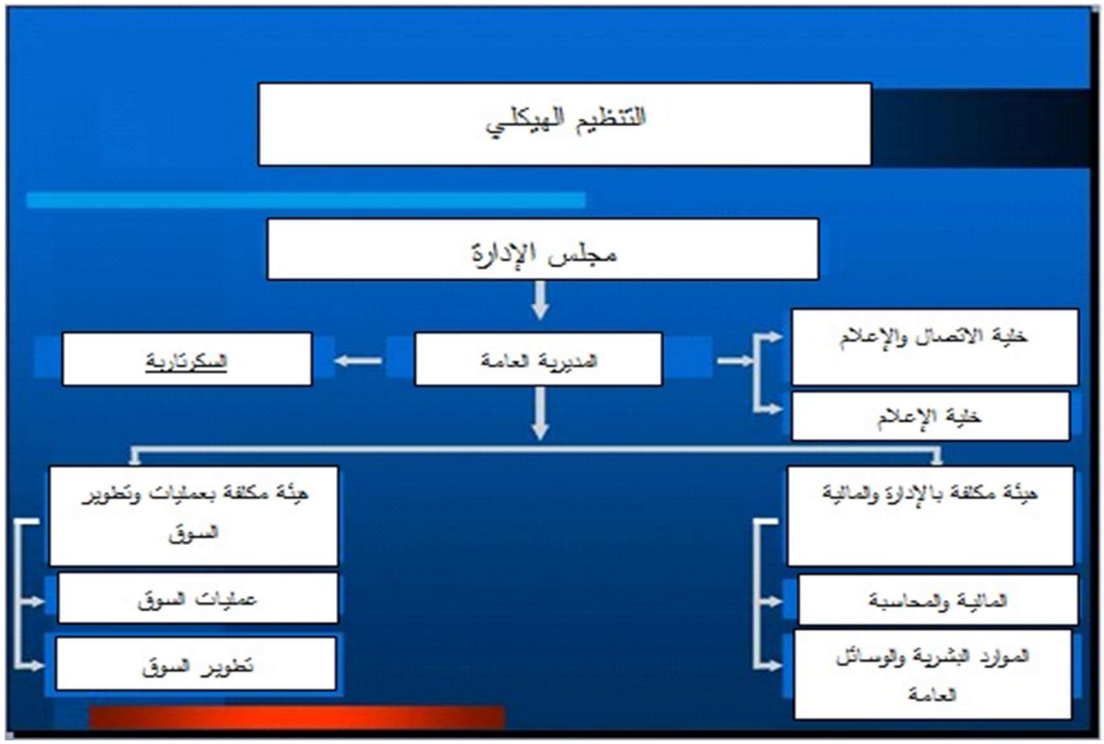
الاسم	الرمز	المديرية	العنوان	الهاتف	الفاكس	البريد الإلكتروني
بنك الفلاحة والتنمية الريفية		مديرية الخزينة وأسواق رأس المال (DTMC)	شارع الجوهرة، الحامة، العناصرالجزائر	021 98 92 30	021 67 51 29	www.badr-bank.dz
بنك التنمية المحلية		مديرية الخزينة والأسواق (DTM)	38 شارع الإخوة بوعدو، بئر مراد رايس، الجزائر	023 56 91 67 0554 66 58 92	67 91 56 023	www.bdl.dz
البنك الخارجي الجزائري		مديرية الخزينة والسوق (DTM)	شارع محمد الخامس، الجزائر	/	021 78 13 65	www.bea.dz
البنك الوطني الجزائري		مديرية المالية والأسواق المالية (DFMF)	شارع حسيبة بن بوعلي، الجزائر	55 021 73 35 52 021 73 29	021 73 35 52	www.bna.dz
بنك التوفير والاحتياط		مديرية المالية	61 سويداني، بوجمعة الشراقة،الجزائرالعاصمة	023 36 61 17/06	023 51 14 70	www.cnepbanque.dz
القرض الشعبي الجزائري		مديرية تسيير القيم المنقولة (DGVM)	إقامة شعباني، المبنى A3، وادي حيدرة، الجزائر العاصمة	021 60 12 65	021 60 44 33	www.cpa-bank.dz
سوسيتي جنيرال الجزائر		/	اقامة الكرمة 16105 جسر قسنطينة، بريد 55 ،بئر خادم الجزائر	Poste 1125 et 1730021451400	021 45 17 75	www.societegenerale.dz
تل ماركتس		/	03 طريق ليكرات 16035 حيدرة، الجزائر	021 60 02 63	021 60 02 91	/
بنك البركة الجزائري		/	حي بوثلجة هويدف، فيلا رقم 03 بن عكنون، الجزائرالعاصمة	021 38 12 71/73	023 38 12 77	www.albaraka-bank.com
مصرف السلام-الجزائر		/	23 شارع أحمد واكد، دالي إبراهيم، الجزائر	021 38 88 88	/	www.alsalamalgeria.com
إنفست ماركت		/	/	/	/	www.investmarket.rmgc-dz.com

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الالكتروني الخاص ببورصة القيم: www.sgbv.dz ، الساعة 20:00 بتاريخ 2024/05/15.

ثانيا: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

الشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر الذي يهدف إلى تعزيز الشفافية والكفاءة في العمليات وضمان الامتثال للقوانين، مما يعزز بيئة تداول آمنة وجاذبة للمستثمرين.

الشكل رقم (03-01) الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: www.sgbv.dz ، الساعة 20:00 بتاريخ 2024/05/15

المطلب الثاني: الإدراج في بورصة الجزائر

أولا: شروط القبول

I.السوق الرسمي

- يجب أن تكون الشركة منظمةً قانونياً على شكل شركة ذات أسهم(SPA) ؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛[1]

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، شروط القبول، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

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

II. سوق السندات

تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل الى سندات رأسمال والسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين، باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون، حيث يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) وذلك يوم الإدراج[1].

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، شروط القبول، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

III.سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة

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

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

IV.المستثمرون المؤسّساتيون:

هي الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيّرة للأصول[1].

ثانيا: مزايا الإدراج

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا:

- **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؛

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

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، شروط القبول، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

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

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

- **تعزيز الشهرة**: تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها وشهرتها 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 جزءا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها، وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية؛

- **تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية**: تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار، كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة؛

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

ثالثا: عمليات الإدراج في البورصة

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:

- مرحلة ما قبل الإدراج؛
- مرحلة الإدراج؛
- مرحلة ما بعد الإدراج.

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، مزايا الإدراج، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

I.مرحلة ما قبل الإدراج:

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

- **القرار بإجراء العملية:** تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية؛
- **الإعداد القانوني للشركة والأسهم:** إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزَم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة؛
- **تقييم الشركة:** يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على ألا يكون عضوا في هذه الأخيرة. ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم؛
- **اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطا في عمليات البورصة قائدا للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية؛[1]

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

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

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، عملية الإدراج في البورصة، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

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

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

- **تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها:** تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة **الانضمام إلى المؤتمن المركزي** قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات؛

- **حملة التسويق:** 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؛

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

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

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

II.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.

III.مرحلة ما بعد الإدراج:

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيّراته في السوق.

- **عقد السيولة:** يسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها؛

- **نشر المعلومات:** ما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتّى تُصبح الجهة المصدرة مُلزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات. 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 SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، عملية الإدراج في البورصة، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

رابعا: التكلفة والجباية

I.التكلفة

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

- حجم العملية؛
- أسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختارة؛
- حجم الجهد المبذول في الاتصالات المالية.

وهي تشمل:

- الرسوم المدفوعة للمتدخلين في البورصة وهم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي والوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق؛
- عمولات وأتعاب المرافقة والتوظيف والاستشارات المالية والقانونية؛
- 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 ألا تتجاوز خمسة (5) ملايين دينار جزائري؛
- شركة تسيير بورصة القيم القبول في البورصة: تقدر 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.

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 المُرافق والبنوك الأخرى التي تشكّل نقابة التوظيف (لجنة التوظيف).

II.الجباية

وفقا للقانون رقم 09 - 09 المؤرخ في 13 محرّم عام 1431 الموافق 30 ديسمبر سنة 2009 المتضمن 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 الماثلة المحققة في إطار عملية الدخول للبورصة. تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالدخول للبورصة).

وفقاً للقانون رقم 13 - 08 المؤرخ في 27 سفر عام 1435 الموافق 30 ديسمبر سنة 2013 المتضمن 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 البورصة لمدة خمس (5) سنوات، وذلك ابتداء من أوّل يناير سنة 2014).

وفقا للقانون رقم 14 - 10 المؤرخ في 08 ربيع الأول عام 1436 الموافق 30 ديسمبر سنة 2014 المتضمن قانون المالية لسنة 2015:

المادة 73: (تعد لأحكام المادة63 من القانون رقم 02-11 المؤرخ في 24 ديسمبرسنة2002 والمتضمن قانون المالية لسنة المعدلة بموجب المادة 67 من القانون رقم 13 – 08 المؤرخ في 30 ديسمبر سنة 2013 والمتضمن قانون المالية لسنة 2014)، وتحرر كما يأتي:

المادة 63 :(تعفى من الضريبة على الدخل الاجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق الماثلة 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 وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق الماثلة للخزينة المسعرة في البورصة أو المتداولة في سوق 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.[1]

المطلب الثالث: سير عمل بورصة الجزائر

أولا: أسواق بورصة الجزائر

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

I.تتكون سوق سندات رأس المال من:

- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربعة (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:
- **مجمع صيدال:** الناشط في القطاع الصيدلاني؛
- **مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي:** الناشطة في قطاع السياحة؛
- **أليانس للتأمينات:** الناشطة في قطاع التأمينات؛
- **مؤسسة بيوفارم:** الناشطة في القطاع الصيدلاني[2].

سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة (2012) بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012)، المعدل والمتمم للنظام (رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997) المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة صادر في الجريدة الرسمية (رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012) ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، التكلفة والجباية، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00
[2]بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، أسواق بوصة الجزائر، تاريخ الاطلاع:2024/05/15 ، وقت الاطلاع 19:00

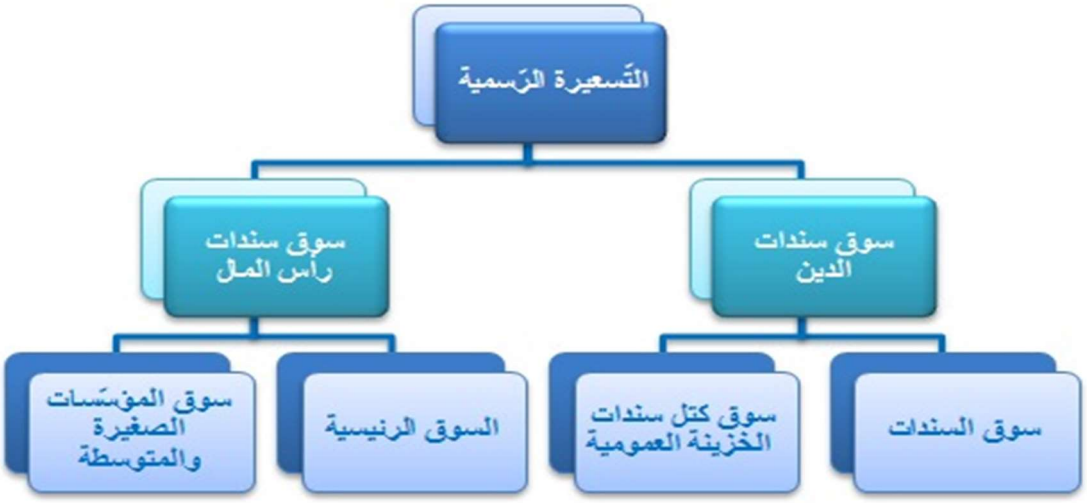
عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

II.تتكون سوق سندات الدين من:

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

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين (7 و10 و15) عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة (المتخصصين في قيم الخزينة) بمعدل خمس حصص في الأسبوع،[1]ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

الشكل رقم (03-02) التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



المصدر: www.sgbv.dz ، الساعة 20:00 بتاريخ 2024/05/15

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، أسواق بوصة الجزائر، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

ثانيا: مواقيت وطريقة التسعير

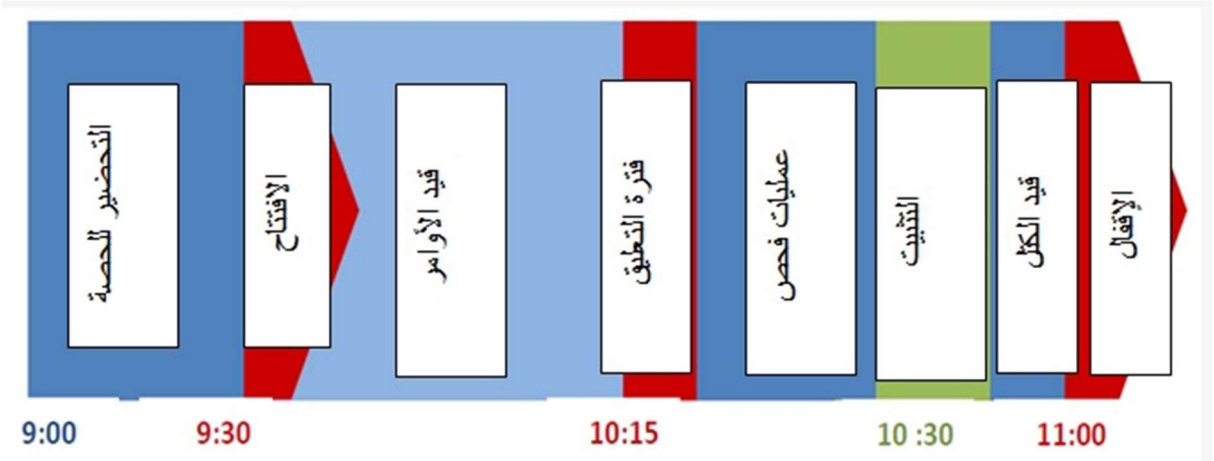
تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة ايام في الاسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

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

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

في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات، وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق،[1] ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي:

الشكل رقم (03-03) مسار حصة التداول



المصدر: www.sgbv.dz ، الساعة 20:00 بتاريخ 2024/05/15

[1] بورصة القيم المنقولة SGBV، **http//www.sgbv.dz/ar/** ، مواقيت وطريقة التسعير، تاريخ الاطلاع:2024/05/15، وقت الاطلاع 19:00

المبحث الثاني: دراسة أثر التنويع في المحفظة المالية على عوائدها ومخاطرها وأدائها (دراسة حالة بورصة الجزائر)

سنقوم في هذا الفصل بتطبيق المفاهيم التي ناقشناها في الجانب النظري من الدراسة، من خلال تشكيل محفظة استثمارية متنوعة محلياً في بورصة الجزائر، سنقوم بحساب العائدات والمخاطر المرتبطة بهذه المحفظة، وذلك لفهم مدى تأثير آلية التنويع على مخاطر المحفظة المالية، سنحاول فهم كيف يمكن للتنويع في التحوط ضد المخاطر المحتملة أن يؤثر على أداء المحفظة ومستوى المخاطر المتعرض لها.

المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة (بورصة الجزائر)

في هذا المطلب سنقدم نظرة عامة على الدراسة بدءًا من عرض العينة المستخدمة في الدراسة وتحديد حدود البحث ومراحل تطبيقه، بالإضافة إلى استعراض الأدوات الإحصائية المستخدمة في جمع البيانات وتحليلها للوصول إلى نتائج الدراسة.

أولا: عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر فقد أخذنا جميع الشركات المدرجة في البورصة ماعدا شركة القرض الشعبي الجزائري، وهي كالتالي:

- **أليانس للتأمينات (ALL)؛**
- **م ت ف الأوراسي (AUR)؛**
- **أوم انفست (AOM)؛**
- **صيدال (SAI)؛**
- **بيوفارم (BIO).**

ثانيا: حدود الدراسة

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في كل من بورصة الجزائر، أما الحدود الزمنية فتتمثل في الفترة الممتدة من **14 ماي 2023 حتى 09 ماي 2024**

ثالثا: أدوات التحليل الإحصائي

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

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

كما قمنا بحساب مخاطرة الأوراق المالية كما يلي:

1. معامل بيتا:

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

حيث:

β_i : مخاطر السوق

σ_M : بيتا الورقة المالية

$cov(i,M)$: التباين المشترك بين عوائد الورقة المالية و عوائد السوق

2. التباين والانحراف المعياري:

- **التباين:**

$$\sigma p = \sum_{i=1}^{n} p_1^2 \sigma_1^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{\substack{j=1 \\ i \neq j}}^{n} p_i p_j cov(R_1, R_2)$$

- **الانحراف المعياري:**

$$\sigma p = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} p_1^2 \sigma_1^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{\substack{j=1 \\ i \neq j}}^{n} p_i p_j cov(R_1, R_2)}$$

حيث:

p_i : النسبة المئوية للاستثمار المخصص للورقة (i)

p_j : النسبة المئوية للاستثمار للورقة (j)

r_{ij} : تمثل معامل الارتباط بين الورقة (j،i)

n : تمثل الاستثمارات التي تتظمنها المحفظة

$cov(R_1, R_2)$: التغاير بين الاستثمارين (j،i)

كما قمنا بقياس الأداء باستخدام النماذج التقليدية كما يلي:

1. نموذج شارب:

$$S = \frac{R_P - R_f}{\sigma_p}$$

حيث:

R_P: هو عائد المحفظة

R_f: هو عائد الاستثمار الخالي من المخاطر (مثل عائد السندات الحكومية)

σ_p: هو الانحراف المعياري للمحفظة

2. **نموذج جنسن:**

$$\alpha = \left(R_p - R_f\right) - \left[\beta_P\left(R_p - R_f\right)\right]$$

حيث:

R_P: هو عائد المحفظة

R_f: هو عائد الاستثمار الخالي من المخاطر

β_P: هو معامل بيتا للمحفظة

المطلب الثاني: تأثير عدد الأصول المشكلة للمحفظة المالية على عوائدها ومخاطرها وأدائها.

في سوق البورصة الجزائرية، كانت تحدياتنا تتمثل في قصر خياراتنا المتاحة بشأن الشركات المختارة للتحليل، وهذا يعود إلى قلة عدد الشركات المسجلة بها، حيث اقتصرت على خمس شركات كما أشرنا سابقا. ولذا، قمنا بتجميع محافظ استثمارية متنوعة ذات صبغة محلية، بدءا من تشكيل محفظة تبتدئ بورقة مالية واحدة، مع إضافة ورقة مالية جديدة عشوائيا وبانتظام، ومن ثم قمنا بحساب عوائد هذه المحافظ بالإضافة إلى تقدير مستوى مخاطراتها باستخدام مقياس (البيتا) و(التباين) و(الانحراف المعياري)، ومن ثم قياس الأداء المالي لهاته المحافظ بإستخدام النماذج التقليدية (شارب) و (جنسن).

أولا: تأثير عدد الأصول المشكلة للمحفظة المالية على عوائدها

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

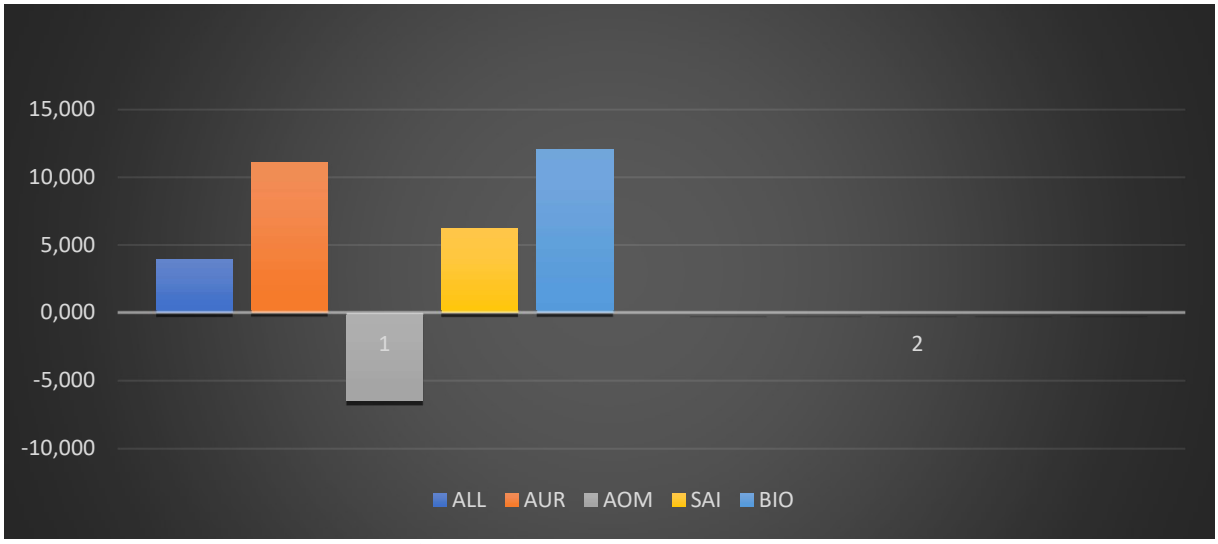
الجدول رقم (03-02) معدلات عوائد الأوراق المالية في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة

اسم الشركة	معدل العائد
ALL	3,953%
AUR	11,111%
AOM	-6,507%
SAI	6,212%
BIO	12,043%

المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات التداول في بورصة الجزائر ملحق رقم (01)

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

الشكل رقم (03-04) معدلات عوائد الأوراق المالية في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة



المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم **(03-02)**

أ. تشكيل محفظة مالية مكونة من ورقة مالية واحدة

من خلال روح المخاطرة يقوم بعض المستثمرين باتخاذ قرار جريء بحمل ورقة مالية واحدة، وهو أمر نادر الحدوث في هذا السياق، وفي مثل هذه الحالات تأخذ المحفظة نفس سمات وخصائص الورقة المالية، مما يجعل عائد المحفظة المالية يتوافق مع عائد تلك الورقة المالية، ولهذا السبب قمنا باختيار الشركة التي ستشكل محفظتنا المالية منها بشكل عشوائي، إن هدفنا ليس تحقيق أعلى مستوى عائد، بل في اختبار تأثير عدد الأصول المكونة للمحفظة على عوائدها، وبالتالي فقد اخترنا شركة (ALL) كخيار لنا، حيث يبلغ متوسط العائد السنوي لسهم شركة (ALL) حوالي (3.953%)، مما يعني أن عائد المحفظة المالية سيكون نفسه.

ب. تشكيل محفظة مالية مكونة من عدة أوراق بأوزان متساوية

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

$$R_P = \frac{R_1 + R_2 + \cdots + Rn}{n}$$

بالتالي، يمكن تقدير عائد المحفظة المالية الجديدة بنسبة (7.532%)، وسنواصل الإضافة المتسلسلة لورقة مالية جديدة في كل مرة إلى المحفظة، مع الحفاظ على توازن الأوزان النسبية للأصول المالية.

بعد ذلك نقوم بإضافة الورقة المالية الثالثة وهي سهم (AOM)، ومن ثم نقوم بإضافة الورقة المالية الرابعة المتمثلة في سهم (SAI)، وأخيرا نقوم بإضافة سهم (BIO)، بعد تشكيل محفظة مالية تتألف من جميع أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، سيتم تقييم تأثير عدد الأسهم المتواجدة في المحفظة على عوائدها، في الجدول التالي سنلخص جميع عوائد المحافظ المالية التي قمنا بتشكيلها:

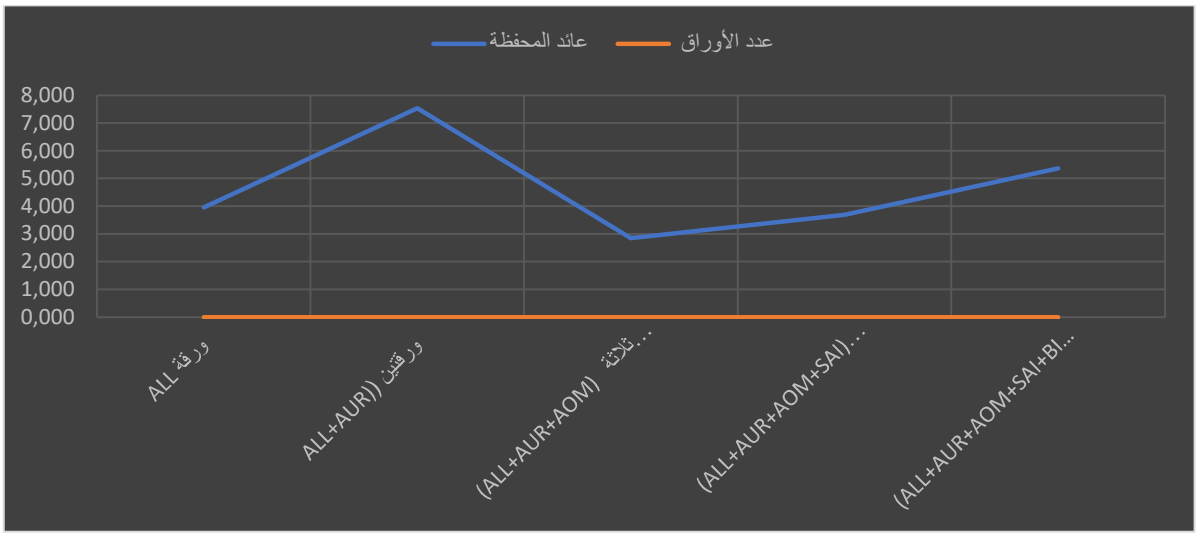
الجدول رقم (03-03) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على عوائدها (بورصة الجزائر)

تشكيل المحفظة المالية	عائد المحفظة
ورقة (ALL)	3,953%
ورقتين (ALL+AUR)	7,532%
ثلاثة أوراق (ALL+AUR+AOM)	2,853%
أربعة أوراق (ALL+AUR+AOM+SAI)	3,693%
خمسة أوراق (ALL+AUR+AOM+SAI+BIO)	5,363%

المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم **(03-02)**

الشكل التالي يظهر لنا كيف يؤثر عدد الأصول في المحفظة المالية على عوائدها:

الشكل رقم (03-05) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على عوائدها (بورصة الجزائر)



المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (03-03)

من خلال الملاحظات السابقة يتضح أن عائد المحفظة يتأثر بزيادة عدد الأصول المكونة لها، وهذا يحدث على الرغم من تساوي الأوزان النسبية للأوراق المالية، فعندما يكون معدل عائد الورقة المالية الجديدة مرتفع مقارنة بالأوراق السابقة يرتفع عائد المحفظة، كما حدث عند إضافة السهم شركة (AUR)، حيث أصبح (% 7.53) أي ارتفع بنسبة (3.57%) ، وهذا يعود إلى أن معدل عائد سهم شركة (AUR) مرتفع عن سهم الشركة السابقة، وفي حين عندما يكون معدل عائد الورقة المالية الجديدة منخفض مقارنة بالأوراق السابقة، ينخفض عائد المحفظة، كما حدث عند إضافة السهم شركة (AOM) ، حيث أصبح عائد المحفظة (% 2.85) أي انخفض بنسبة(4.68%) ويرجع هذا إلى أن معدل عائد سهم شركة (AOM) منخفض مقارنة بالأوراق المالية السابقة، وعند إضافة الورقة المالية الرابعة والتي تمثلها سهم شركة (SAI) ، ارتفع عائد المحفظة إلى (3.69%) أي ارتفع بنسبة (0.84%) ويرجع هذا الارتفاع الى أن معدل عائد شركة (SAI) مرتفع مقارنة بأسهم الشركات السابقة وعند إضافة الورقة المالية الخامسة، التي تمثلها سهم شركة (BIO) ، استمر الارتفاع حيث بلغت نسبة عائد المحفظة (5.36%) أي ارتفع بنسبة (1.67%) ، ويعود هذا الارتفاع إلى أن معدل عائد سهم شركة (BIO) مرتفع مقارنة بالأسهم الشركات السابقة.

ومن الملاحظ أن المستثمر يسعى إلى تشكيل محفظة مالية تتألف من أوراق مالية ذات عوائد مرتفعة لتحقيق أرباح أكبر، ولكنه في الوقت نفسه يدرك أهمية التوازن مع المخاطر المرتبطة بهذه العوائد. ولذلك، يعتبر المستثمر أو مدير المحفظة هو الشخص الذي يتخذ القرار في اختيار التوليفة التي تشكل محفظته، بناءً على تفضيلاته بين العوائد والمخاطر.

ثانيا: تأثير عدد الأصول المشكلة للمحفظة المالية على مخاطرها

I. قياس المخاطر بمعامل بيتا

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

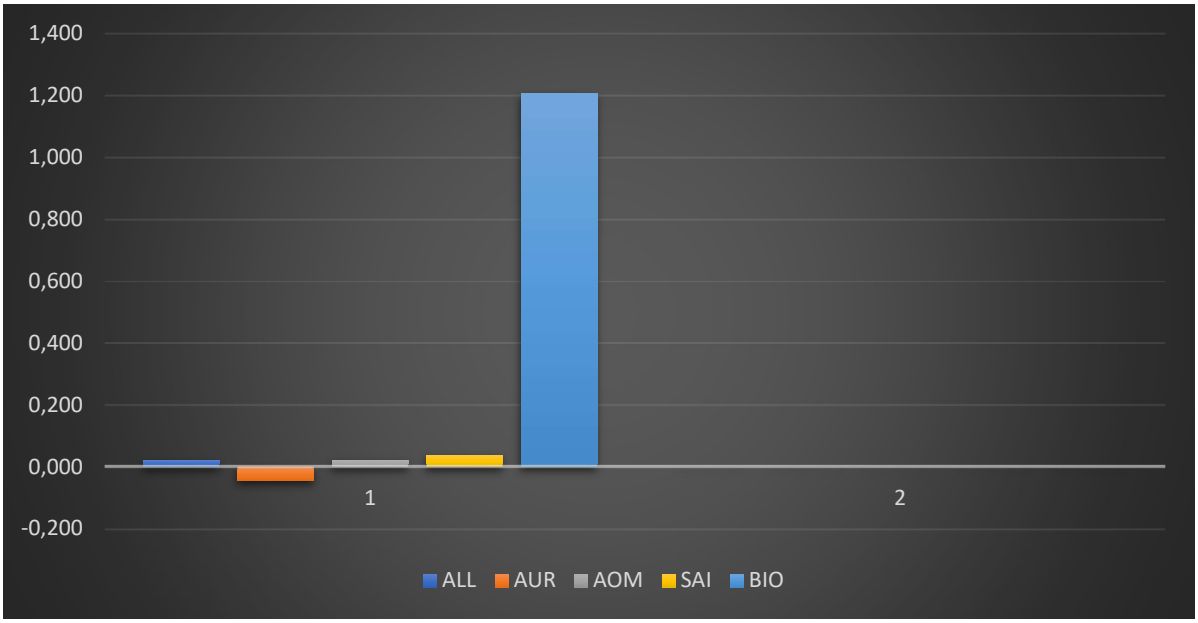
الجدول رقم (03-04) بيتا أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة

اسم الشركة	معامل بيتا (β)
ALL	0,022
AUR	-0,044
AOM	0,021
SAI	0,039
BIO	1,206

المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات التداول في بورصة الجزائر ملحق (01)

الشكل التالي يوضح لنا معامل بيتا لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة المشمولة بالدراسة:

الشكل رقم (03-06) بيتا أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة



المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول (03-04)

I. تشكيل محفظة مالية مكونة من عدة اوراق بنسب متوازنة

في هذا السياق، ومع تساوي الأوزان النسبية للأوراق المالية، يتم حساب مخاطر المحفظة كما يوضح الجدول التالي:

$$\beta_P = \frac{\beta_1 + \beta_2 + \cdots + \beta n}{n}$$

نشكل هذه المحفظة من سهم شركة (ALL) وسهم لشركة (AUR)، فيحسب بيتا هذه المحفظة كما يلي:

$$\beta_P = \frac{(0{,}022 - 0{,}044)}{2} = -0.011$$

منه بيتا هته المحفظة يقدر ب (0.011 -)

II. تشكيل محفظة مالية مكونة من عدة اسهم متساوية الاوزان

نضيف للمحفظة السابقة ورقة مالية متمثلة في سهم شركة (AOM)، فيكون بيتا المحفظة الجديدة كما يلي:

$$\beta_P = \frac{(0{,}022 - 0{,}044 + 0.021)}{3} = 0.0003$$

إذن بيتا المحفظة الجديدة يقدر بـ (0.0003)، وبنفس الطريقة نضيف كل مرة ورقة مالية للمحفظة ونحسب بيتا الخاص بها، مع بقاء الأوزان النسبية للأوراق المالية المشكلة للمحفظة متساوية حالة عدم الترجيح، وفيما يلي الجدول التالي يلخص لنا جميع نتائج بيتا المحافظ المالية التي قمنا بتشكيلها:

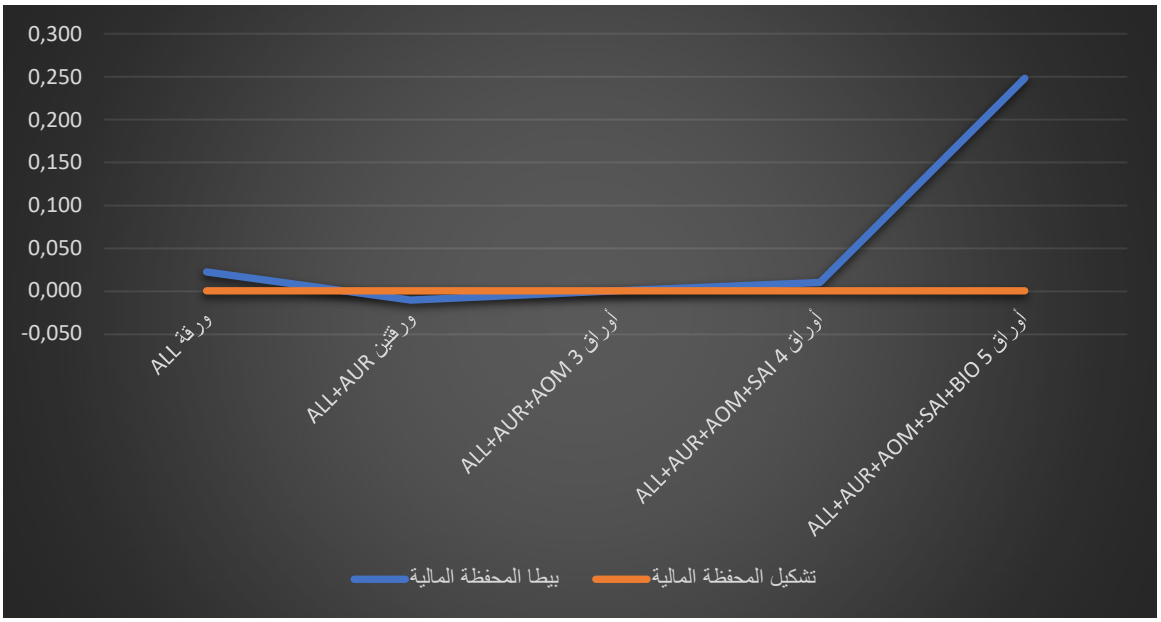
الجدول رقم (03-05) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها (بورصة الجزائر)

تشكيل المحفظة المالية	بيتا المحفظة المالية(β)
ورقة (ALL)	0,022
ورقتين (ALL+AUR)	-0,011
ثلاثة أوراق (ALL+AUR+AOM)	0,000
أربعة أوراق (ALL+AUR+AOM+SAI)	0,010
خمسة أوراق (ALL+AUR+AOM+SAI+BIO)	0,249

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (03-04)

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

الشكل رقم (03-07) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها بدلالة بيتا بورصة الجزائر



المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (03-05)

من الشكل يظهر لنا مدى تأثير عدد العناصر المشكلة للمحفظة على مخاطرها فعندما كانت المحفظة المالية تحتوي على ورقة واحدة المتمثلة في سهم الشركة (ALL) ، كان بيتا المحفظة يقدر ب (0.022) وعند إضافة الورقة المالية الثانية والمتمثلة في سهم الشركة (AUR) ، انخفض بيتا المحفظة الجديدة إلى (-0.011) أي انخفضت مخاطر المحفظة بمقدار(0.033) ، وهذا راجع لكون أن بيتا هذه الورقة الجديدة سهم الشركة (AUR) ، منخفضة مقارنة بسابقها وبعد اضافة الورقة المالية الثالثة والمتمثلة في سهم الشركة (AOM) ، أصبح بيتا المحفظة الجديدة صفر وبعد اضافة الورقة المالية الرابعة والمتمثلة في سهم شركة (SAI) ، ارتفع بيتا المحفظة الجديدة الى(0.010) اي إرتفعت مخاطر المحفظة بمقدار (0.010) ، و سبب هذا الارتفاع هو بيتا هذه الورقة سهم شركة (SAI) مرتفعة مقارنة بمخاطر الأوراق السابقة ، وبعد اضافة الورقة الخامسة والمتمثلة في سهم شركة (BIO)، بلغت بيتا المحفظة الجديدة (0.249) اي ارتفعت مخاطر المحفظة بمقدار (0.239) ، ويعود سبب ارتفاع مخاطر المحفظة الى ان بيتا الورقة المالية لشركة (BIO) مرتفع مقارنة بالأوراق السابقة ،ومنه نستنتج بأن مخاطر المحفظة المالية يتغير حسب درجة المخاطرة للورقة المالية المضافة بحيث يزداد خطر المحفظة اذا تم إضافة اوراق مالية ذات معامل بيتا مرتفع مقارنة بالأوراق المشكلة للمحفظة والعكس صحيح أي ينخفض خطر المحفظة إذا تم إضافة أوراق مالية ذات معامل بيتا منخفض مقارنة بالأوراق المشكلة للمحفظة، وهنا يأتي

دور المدير في ترجيح الاوزان النسبية بين الاصول المختلفة والمشكلة لهذه المحفظة وفقا للمخاطر المتوقعة وأهداف الاستثمار.

II. قياس المخاطر عن طريق الانحراف المعياري

قمنا بحساب مخاطر الأوراق المالية عن طريق الانحراف المعياري وكانت مخاطر أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة محل الدراسة كما يلي:

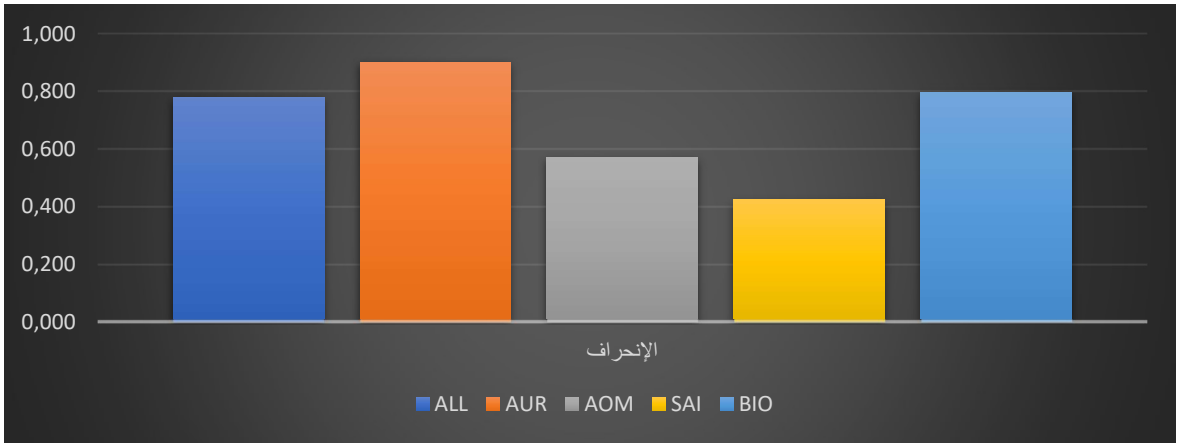
الجدول رقم (03-06) التباين والانحراف المعياري لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة

التباين لكل شركة	النتيجة	الانحراف
VAR (ALL)	0,607	0,779
VAR (AUR)	0,812	0,901
VAR (AOM)	0,324	0,570
VAR (SAI)	0,179	0,423
VAR (BIO)	0,633	0,795

المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات التداول في بورصة الجزائر ملحق (01)

ويوضح لنا الشكل التالي الإنحراف المعياري لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة:

الشكل رقم (03-08) الإنحراف المعياري لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر



المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (03-06)

أ. تشكيل محفظة مالية مكونة من ورقتين ماليتين بنسب متوازنة

في هذه الحالة وفي ظل تساوي الأوزان النسبية للأوراق المالية يتم حساب مخاطر هاته المحفظة المكونة من ورقتين كما يلي

$$\sigma p = \sqrt{w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2\, cov(R_1, R_2)}$$

حيث:

σp : هو الانحراف المعياري للمحفظة

$w_1 + w_2$: هما الاوزان النسبية لكل من الأصول

σ_1وσ_2 : هما الانحرافات المعيارية لكل من الأصول

$cov(R_1, R_2)$: هو التباين المشترك بين عوائد الأصول 1 و2

- ومنه أن الوزن (0.5) لكل أصل وCOV (ALL, AUR) في هاته الحالة هو (0.002-)، إذن بالإسقاط على قيم هاته المحفظة نجد:

$$\sigma p = \sqrt{\begin{matrix}(0.5 * 0.5 * 0.607) + (0.5 * 0.5 * 0.812) + \\ (2 * 0.5 * 0.5 * -0.002)\end{matrix}} = \mathbf{0.595}$$

ب. تشكيل محفظة مالية مكونة من ثلاثة أوراق مالية بنسب متوازنة

في هذه الحالة وفي ظل تساوي الأوزان النسبية للأوراق المالية يتم حساب مخاطر هاته المحفظة المكونة من ثلاثة أوراق مالية كما يلي:

$$\sigma p = \sqrt{\begin{matrix}w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + w_3^2\sigma_3^2 + 2w_1w_2\, cov(R_1, R_2) \\ +2w_1w_3\, cov(R_1, R_3) + 2w_2w_3\, cov(R_2, R_3)\end{matrix}}$$

حيث:

σp : هو الانحراف المعياري للمحفظة

w_1 و w_2 و w_3 : هما الأوزان النسبية لكل من الأصول

σ_1 و σ_2 و σ_3 : هما الانحرافات المعيارية لكل من الأصول

$cov(R_1, R_2)$ و $cov(R_1, R_3)$ و $cov(R_2, R_3)$: هي التباينات المشتركة بين عوائد الأصول

- ومنه أن الوزن (0.33) لكل أصل و COV (ALL, AUR) في هاته الحالة هو (0.002-) و COV (ALL, AOM) في هاته الحالة هو (0.012) وCOV (AUR, AOM) في هاته الحالة هو (0.003)، إذن بالإسقاط على قيم هاته المحفظة نجد:

$$\sigma p = \sqrt{\begin{matrix}(0.33 * 0.33 * 0.607) + (0.33 * 0.33 * 0.812) + \\ (0.33 * 0.33 * 0.324) + (2 * 0.33 * 0.33 * -0.002) + \\ (2 * 0.33 * 0.33 * 0.012) + (2 * 0.33 * 0.33 * 0.003)\end{matrix}} = \mathbf{0.439}$$

ت. تشكيل محفظة مالية مكونة من أربعة أوراق مالية بنسب متوازنة

في هذه الحالة وفي ظل تساوي الأوزان النسبية للأوراق المالية يتم حساب مخاطر هاته المحفظة المكونة من أربعة أوراق مالية كمايلي:

$$\sigma p = \sqrt{\begin{matrix}w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + w_3^2\sigma_3^2 + w_4^2\sigma_4^2 + 2w_1w_2\, cov(R_1, R_2) + \\ 2w_1w_3\, cov(R_1, R_3) + 2w_2w_3\, cov(R_2, R_3) + 2w_1w_4\, cov(R_1, R_4) + \\ 2w_2w_4\, cov(R_2, R_4) + 2w_3w_4\, cov(R_3, R_4)\end{matrix}}$$

حيث:

σp : هو الانحراف المعياري للمحفظة

w_1 و w_2 و w_3 و w_4: هما الأوزان النسبية لكل من الأصول

σ_1 و σ_2 و σ_3 و σ_4 : هما الانحرافات المعيارية لكل من الأصول

$cov(R_1, R_2)$ و$cov(R_1, R_3)$ و$cov(R_2, R_3)$ و$cov(R_1, R_4)$ و$cov(R_2, R_4)$ و$cov(R_3, R_4)$: هي التباينات المشتركة بين عوائد الأصول

- ومنه أن الوزن (0.25) لكل أصل وCOV (ALL, AUR) في هاته الحالة هو (0.002-)، وCOV (ALL, AOM) في هاته الحالة هو (0.012)، وCOV (AUR, AOM) في هاته الحالة هو (0.003) وCOV (ALL, SAI) في هاته الحالة هو (0.001-)، وCOV (AUR, SAI) في هاته الحالة هو (0.003-)، وCOV (AOM, SAI) في هاته الحالة هو (0.002)، إذن بالإسقاط على قيم هاته المحفظة نجد:

$$\sigma p = \sqrt{\begin{matrix}(0.25*0.25*0.607)+(0.25*0.25*0.812)+\\(0.25*0.25*0.324)+(0.25*0.25*0.179)+\\(2*0.25*0.25*-0.002)+(2*0.25*0.25*0.012)+\\(2*0.25*0.25*0.003)+(2*0.25*0.25*-0.001)+\\(2*0.25*0.25*-0.003)+(2*0.25*0.25*0.002)\end{matrix}} = \mathbf{0.349}$$

ث. تشكيل محفظة مالية مكونة من خمسة أوراق مالية بنسب متوازنة

في هذه الحالة وفي ظل تساوي الأوزان النسبية للأوراق المالية يتم حساب مخاطر هاته المحفظة المكونة من خمسة أوراق مالية كما يلي:

$$\sigma p = \sqrt{\begin{matrix}w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + w_3^2\sigma_3^2 + w_4^2\sigma_4^2 + w_5^2\sigma_5^2 + 2w_1w_2\,cov(R_1,R_2) +\\2w_1w_3\,cov(R_1,R_3) + 2w_2w_3\,cov(R_2,R_3) + 2w_1w_4\,cov(R_1,R_4) +\\2w_1w_5\,cov(R_1,R_5) + 2w_2w_4\,cov(R_2,R_4) + 2w_2w_5\,cov(R_2,R_5) +\\2w_3w_4\,cov(R_3,R_4) + 2w_3w_5\,cov(R_3,R_5) + 2w_4w_5\,cov(R_4,R_5)\end{matrix}}$$

حيث:

σp : هو الانحراف المعياري للمحفظة

w_1 وw_2و w_3و w_4 وw_5 : هما الأوزان النسبية لكل من الأصول

σ_1وσ_2وσ_3وσ_4وσ_5 : هما الانحرافات المعيارية لكل من الأصول

$cov(R_2, R_4)$ و $cov(R_2, R_3)$ و $cov(R_1, R_5)$ و $cov(R_1, R_4)$ و $cov(R_1, R_3)$ و $cov(R_1, R_2)$

$cov(R_4, R_5)$ و $cov(R_3, R_5)$ و $cov(R_3, R_4)$ و $cov(R_2, R_5)$: هي التباينات المشتركة بين عوائد الأصول

- ومنه أن الوزن (0.2) لكل أصل و(COV (ALL, AUR في هاته الحالة هو (0.002-)، و(AOM COV (ALL, في هاته الحالة هو (0.012)، و(COV (AUR, AOM في هاته الحالة هو (0.003) و(COV (ALL, SAI في هاته الحالة هو (0.001-)، و(COV (AUR, SAI في هاته الحالة هو (0.003-)، و(COV (AOM, SAI في هاته الحالة هو (0.002)، و(BIO COV (ALL, في هاته الحالة هو (0.304)، و(COV (AUR, BIO في هاته الحالة هو (0.134-)، و(COV (AOM, BIO في هاته الحالة هو (0.003)، و(COV (SAI, BIO في هاته الحالة هو (0.003-)، إذن بالإسقاط على قيم هاته المحفظة نجد:

$$\sigma p = \sqrt{\begin{matrix}(0.2*0.2*0.607)+(0.2*0.2*0.812)+\\(0.2*0.2*0.324)+(0.2*0.2*0.179)+\\+(0.2*0.2*0.633)+(2*0.2*0.2*-0.002)+\\(2*0.2*0.2*0.012)+(2*0.2*0.2*0.003)+\\(2*0.2*0.2*-0.001)+(2*0.2*0.2*-0.003)+\\(2*0.2*0.2*0.002)+(2*0.2*0.2*0.304)+\\(2*0.2*0.2*-0.134)+(2*0.2*0.2*0.003)+\\(2*0.2*0.2*-0.003)\end{matrix}} = \mathbf{0.342}$$

الجدول رقم (03-07) التباين المشترك لكل ثنائية من الأوراق

التباين المشترك لكل ثنائية من الأوراق	النتيجة
COV (ALL ; AUR)	-0,002
COV (ALL ; AOM)	0,012
COV (AUR ; AOM)	0,003
COV (ALL ; SAI)	-0,001
COV (AUR ; SAI)	-0,003
COV (AOM ; SAI)	0,002
COV (ALL ; BIO)	0,304
COV (AUR ; BIO)	-0,134
COV (AOM ; BIO)	0,003
COV (SAI ; BIO)	-0,003

المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات التداول في بورصة الجزائر ملحق (01)

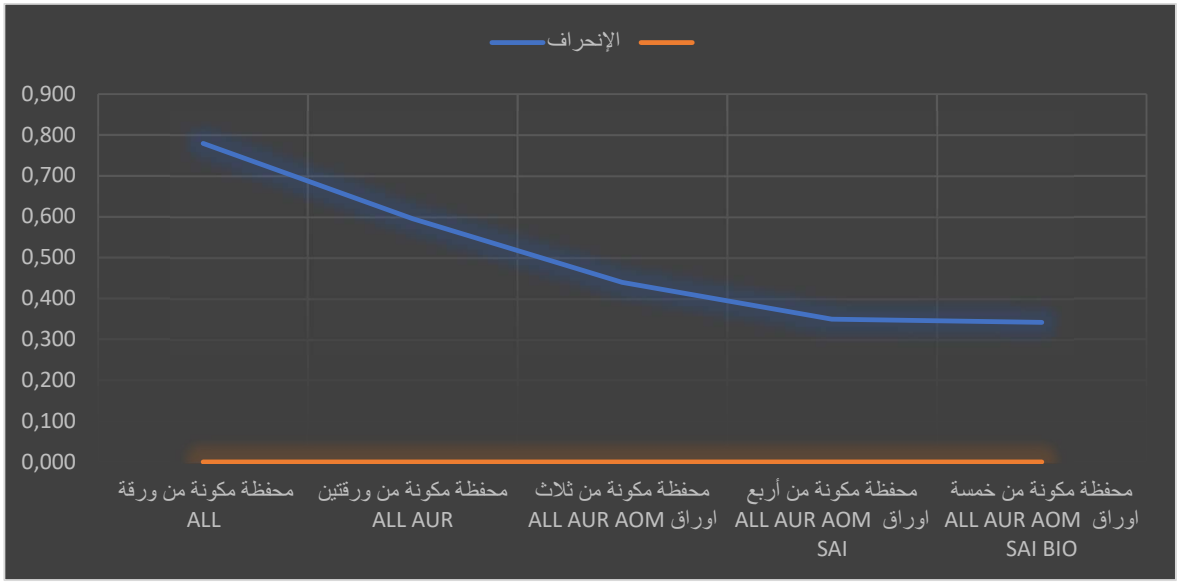
الجدول رقم (03-08) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها بورصة الجزائر

تشكيل المحفظة المالية	التباين	الانحراف
محفظة مكونة من ورقة (ALL)	0,607	0,779
محفظة مكونة من ورقتين (ALL; AUR)	0,354	0,595
محفظة مكونة من ثلاثة أوراق (ALL; AUR; AOM)	0,193	0,439
محفظة مكونة من أربعة أوراق (ALL; AUR ;AOM; SAI)	0,122	0,349
محفظة مكونة من خمسة أوراق (ALL; AUR; AOM; SAI; BIO)	0,117	0,342

المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات التداول في بورصة الجزائر ملحق (01)

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

الشكل رقم (03-09) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على مخاطرها بدلالة الانحراف المعياري (بورصة الجزائر)



المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول (03-08)

من الشكل السابق يتضح لنا مدى تأثير حجم المحفظة على مخاطرها فعندما كانت المحفظة مكونة من ورقة مالية واحدة والمتمثلة في سهم الشركة (ALL) كان الانحراف المعياري للمحفظة (0.779)، وبعد اضافة الورقة المالية الثانية والمتمثلة في سهم الشركة (AUR) اصبح الانحراف المعياري للمحفظة الجديدة (0.594) اي انخفض بمقدار(0.185)، وبعد اضافة الورقة المالية الثالثة والمتمثلة في سهم الشركة (AOM) اصبح الانحراف المعياري للمحفظة (0.439) اي انخفض بمقدار (0.155)، وبعد اضافة الورقة المالية الرابعة للمحفظة و المتمثلة في سهم الشركة (SAI) اصبح الانحراف المعياري للمحفظة (0.348) اي انخفض بمقدار (0.091)، وبعد اضافة الورقة الخامسة والمتمثلة في سهم الشركة (BIO) اصبح الانحراف المعياري للمحفظة هو (0.341) اي انخفض بمقدار (0.007)، ومنه نلاحظ ان بعد زيادة كل ورقه للمحفظة المالية تنخفض درجة المخاطرة و الانحراف المعياري للمحفظة وهذا راجع للتباين السلبي بين الأوراق المالية ويعني التباين المشترك السلبي بين الأوراق المالية ان حركات الأوراق المالية تتحرك عكسيا، بالإضافة الى أن الوزن بين الاوراق المالية باعتباره متساوي يؤثر كذلك على انخفاض الانحراف المعياري ودرجة المخاطرة للمحافظة المالية حيث كان الوزن الورقة المالية في البداية (1) ثم أصبح (0.5) لكل ورقة ثم (0.33) لكل ورقة ثم (0.25) لكل ورقة الى غاية المحفظة المالية المتكونة من خمسة أوراق اصبح الوزن (0.2) لكل ورقة مالية.

ومنه نستنتج انه عندما يتم إضافة أوراق مالية جديدة الى المحفظة المالية يزيد عدد الأوراق المالية ويزيد معه عدد العلاقات السلبية بين الأوراق المالية وهذا ما يؤدي الى انخفاض الانحراف المعياري ودرجة المخاطرة للمحفظة المالية المشكلة بالإضافة الى أنه في حالة الوزن بين الاوراق المالية متساوي سينخفض وزن الأوراق بعد زيادة كل ورقة وهذا ما يؤدي كذلك الى انخفاض الانحراف المعياري ودرجة المخاطرة للمحفظة المالية المشكلة ومنه التنويع يؤدي الى التقليل من المخاطر.

ثالثا: تأثير عدد الأصول المشكلة للمحفظة المالية على أدائها

I. نموذج شارب

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

ملاحظة: لتحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة نأخذ معدل العائد لأذن الخزينة (1.560%)

الجدول رقم (03-09) أداء أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة وفق نموذج شارب

اسم الشركات	ALL	AUR	AOM	SAI	BIO
قياس الأداء	0.030	0.105	-0.141	0.109	0.131

المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدولين (03-02)، (03-06)

- تقييم أداء المحافظ المشكلة وفق نموذج شارب:

قمنا بحساب أداء الأوراق المالية للمحافظ المشكلة وفق نموذج نموذج شارب ولتحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة نأخذ معدل العائد لأذن الخزينة (1.560%)، ويتم تقييم أداء المحافظ المشكلة استنادا الى مقارنة عائد المحفظة المشكلة بمخاطر المحافظ المشكلة وفق العلاقة التالية:

$$S = \frac{R_P - R_f}{\sigma_p}$$

- بالإسقاط على قيم المحفظة الأولى (ALL) نجد:

$$S = \frac{3,953 - 1,560}{0,779 \times 100} = 0,030\%$$

- بالإسقاط على قيم المحفظة الثانية (ALL،AUR) نجد:

$$S = \frac{7.532 - 1,560}{0,595 \times 100} = 0,100\%$$

- بالإسقاط على قيم المحفظة الثالثة (ALL،AUR، AOM) نجد:

$$S = \frac{2.853 - 1,560}{0,439 \times 100} = 0,029\%$$

- بالإسقاط على قيم المحفظة الرابعة (ALL،SAI، AUR، AOM) نجد:

$$S = \frac{3.693 - 1,560}{0,349 \times 100} = 0,061\%$$

- بالإسقاط على قيم المحفظة الخامسة (ALL،BIO، SAI، AUR، AOM) نجد:

$$S = \frac{5.363 - 1,560}{0,342 \times 100} = 0,111\%$$

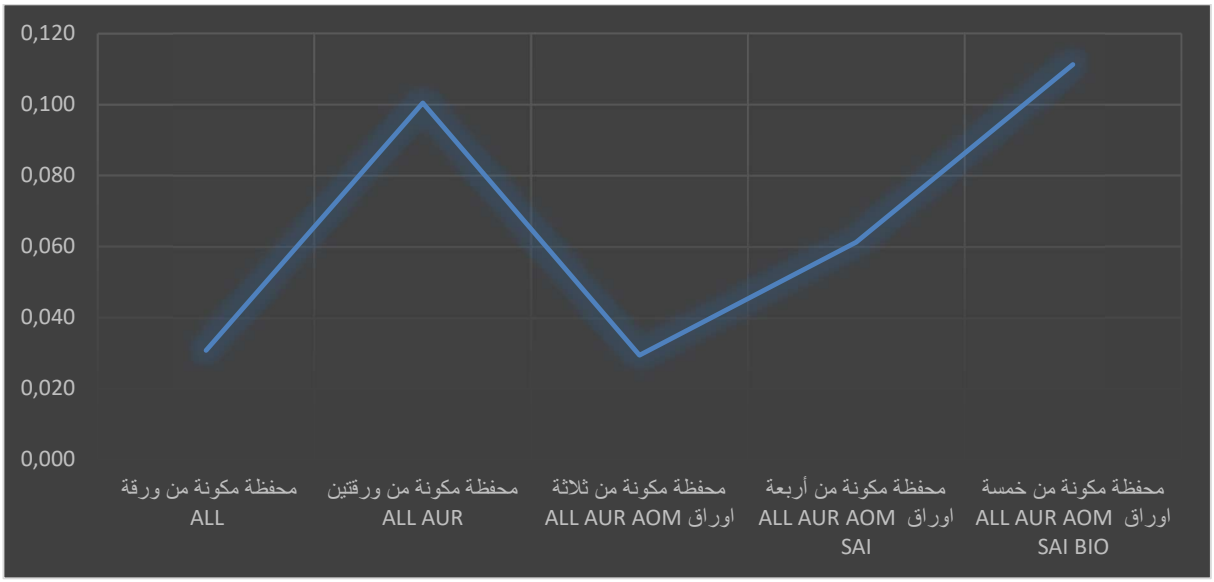
الجدول رقم (03-10) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على آدائها وفق نموذج شارب

تشكيل المحفظة المالية	محفظة مكونة من ورقة ALL	محفظة مكونة من ورقتين AUR ALL	محفظة مكونة من ثلاثة اوراق ALL AUR AOM	محفظة مكونة من أربعة اوراق ALL AUR AOM SAI	محفظة مكونة من خمسة اوراق ALL AUR AOM SAI BIO
قياس الأداء	0,031%	0,100%	0,029%	0,061%	0,111%

المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدولين (03-08)، (03-03)

والشكل التالي يوضح لنا تأثير عدد أصول المحفظة المالية على آدائها وفق نموذج شارب:

الشكل رقم (03-10) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على آدائها وفق نموذج شارب



المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول (03-10)

نلاحظ من خلال الجدول عندما كانت المحفظة المالية المتكونة من ورقة واحدة و المتمثلة في سهم الشركة (ALL) كان أداء المحفظة هو (0.031%)، وبعد إضافة الورقة المالية الثانية المتمثلة في سهم الشركة (AUR) ارتفع أداء المحفظة الجديدة إلى (0.100%) أي ارتفع بمقدار (% 0.0689) وهذا راجع لان أداء سهم شركة (AUR) مرتفع عن أداء الورقة المالية السابقة ، وبعد إضافة الورقة المالية الثالثة و المتمثلة في سهم شركة (AOM) انخفض أداء المحفظة الجديدة إلى (0.029%) أي انخفض بمقدار (0.071%) وهذا راجع لان أداء سهم شركة (AOM) منخفض عن أداء اسهم الشركات السابقة، و بعد إضافة الورقة المالية الرابعة و المتمثلة في سهم الشركة (SAI) ارتفع أداء المحفظة الجديدة إلى (0.061%) أي ارتفع بمقدار (0.032%) وهذا راجع لان أداء سهم شركة (SAI) مرتفع عن أداء اسهم الشركات السابقة، و بعد إضافة الورقة المالية الخامسة و المتمثلة في سهم شركة (BIO) ارتفع أداء المحفظة الجديدة إلى (0.111%) أي ارتفع بمقدار(0.0449%) و هذا راجع لان أداء سهم شركة (BIO) مرتفع عن أداء اسهم الشركات السابقة ومنه يتضح أن أداء المحفظة يتأثر بزيادة عدد الأصول المكونة لها، فعندما يكون أداء الورقة المالية الجديدة مرتفع مقارنة بالأوراق السابقة، يرتفع أداء المحفظة، وفي حين عندما يكون أداء الورقة المالية الجديدة منخفض مقارنة بالأوراق السابقة، ينخفض أداء المحفظة.

II. نموذج جنسن

قمنا بحساب أداء الأوراق المالية للمحافظ المشكلة وفق نموذج نموذج جنسن ولتحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة نأخذ معدل العائد لأذن الخزينة (1.560%)، ويتم تقييم أداء المحافظ المشكلة استنادا إلى العلاقة التالية:

$$\alpha = (R_p - R_f) - [\beta_P(R_p - R_f)]$$

حيث:

R_P: هو عائد المحفظة

R_f: هو عائد الاستثمار الخالي من المخاطر

β_P: هو معامل بيتا للمحفظة

- بالإسقاط على قيم المحفظة الأولى (ALL) نجد:

$$\alpha = (3.59 - 1.56) - (0.22\ (3.59 - 1.56)) = 2.341$$

- بالإسقاط على قيم المحفظة الثانية (ALL،AUR) نجد:

$$\alpha = (7.532 - 1.56) - (-0.11\ (7.532 - 1.56)) = 6.037$$

- بالإسقاط على قيم المحفظة الثالثة (ALL،AUR، AOM) نجد:

$$\alpha = (2.853 - 1.56) - (0.000\ (2.853 - 1.56)) = 1.293$$

- بالإسقاط على قيم المحفظة الرابعة (ALL،SAI، AUR، AOM) نجد:

$$\alpha = (3.693 - 1.56) - (0.010\ (3.693 - 1.56)) = 2.112$$

- بالإسقاط على قيم المحفظة الخامسة (ALL،BIO، SAI، AUR، AOM) نجد:

$$\alpha = (5.363 - 1.56) - (0.249\ (5.363 - 1.56)) = 2.856$$

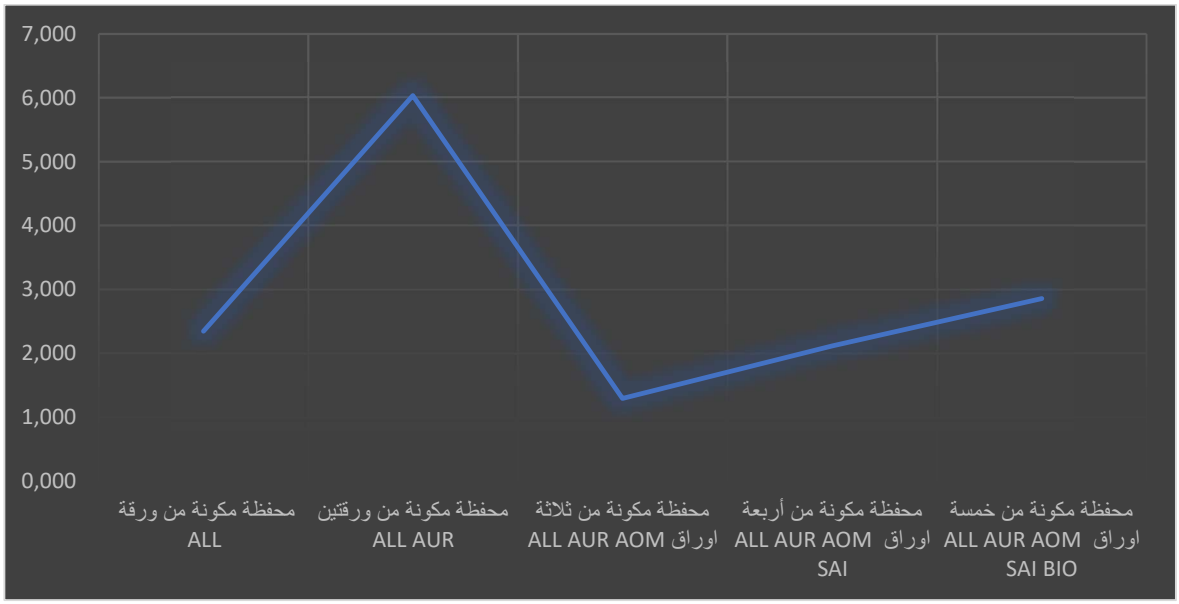
الجدول رقم (03-11) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على آدائها وفق نموذج جنسن

تشكيل المحفظة المالية	محفظة مكونة من ورقة ALL	محفظة مكونة من ورقتين AUR ALL	محفظة مكونة من ثلاثة اوراق ALL AUR AOM	محفظة مكونة من أربعة اوراق ALL AUR AOM SAI	محفظة مكونة من خمسة اوراق ALL AUR AOM SAI BIO
قياس الأداء	2.341	6.037	1.293	2.112	2.856

المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول (03-05)، (03-03)

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

الشكل رقم (03-11) تأثير عدد أصول المحفظة المالية على آدائها وفق نموذج جنسن



المصدر :من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول (03-11)

نلاحظ من خلال الجدول عندما كانت المحفظة المالية المتكونة من ورقة واحدة و المتمثلة في سهم الشركة (ALL) كان أداء المحفظة وفق نموذج جنسن هو (2.341 %)، وبعد إضافة الورقة المالية الثانية المتمثلة في سهم الشركة (AUR) ارتفع أداء المحفظة الجديدة إلى (6.037%) أي ارتفع بمقدار (3.696 %) وهذا راجع لان سهم شركة (AUR) أدى إلى زيادة عائد المحفظة و خفض مخاطر المحفظة، وبعد إضافة الورقة المالية الثالثة و المتمثلة في سهم شركة (AOM) انخفض أداء المحفظة الجديدة الى (1.293%) أي انخفض بمقدار (4.744%) وهذا راجع لان سهم شركة (AOM) أدى إلى

خفض عائد المحفظة و رفع مخاطر المحفظة، و بعد إضافة الورقة المالية الرابعة و المتمثلة في سهم الشركة (SAI) ارتفع أداء المحفظة الجديدة إلى (% 2.112) أي ارتفع بمقدار (0.819%) وهذا راجع لان سهم شركة (SAI) أدى إلى زيادة عائد المحفظة دون زيادة متناسبة في مخاطر المحفظة، و بعد إضافة الورقة المالية الخامسة و المتمثلة في سهم شركة (BIO) ارتفع أداء المحفظة الجديدة إلى (2.856%) أي ارتفع بمقدار (0.744%) وهذا راجع لأن سهم شركة (BIO) أدى إلى زيادة عائد المحفظة دون زيادة متناسبة في مخاطر المحفظة، ومنه نستنتج أن اداء المحفظة يرتفع عندما يتم إضافة أصل يزيد من العائدات دون زيادة متناسبة في المخاطر، وينخفض أداء المحفظة عندما نضيف اصول تزيد من مخاطر المحفظة دون زياده كافية في العائدات.

خلاصة:

بعد أن تعرفنا على اساسيات حول بورصة الجزائر وقيامنا بدراسة خمس شركات جزائرية في بورصة الجزائر وهي شركة (أليانس للتأمينات وم.ت.ف الأوراسي و أوم انفست و صيدال و بيوفارم) ، فقد تم حساب عائد سهم كل شركة ومخاطر سهم كل شركة بمعيارين (بيتا والانحراف المعياري) وأداء كل شركة وفق نموذجين (شارب وجنسن) ومن ثم تشكيل محافظ مكونة من أصول مختلفة توصلنا أن التنويع يقلل من المخاطر ويرفع من أداء وعائد المحفظة ولكن بشروط وضوابط سنتطرق إليها في الخاتمة.

الخـاتمـــــة

الخاتمة:

إن استراتيجية التنويع تُعد إحدى الركائز الأساسية في إدارة المحافظ المالية، حيث تلعب دورًا محوريًا في تقليل المخاطر وتعزيز الأداء، تعتمد هذه الاستراتيجية على توزيع الاستثمارات على مجموعة متنوعة من الأصول والفئات الاستثمارية، مما يخفف من التعرض للمخاطر المرتبطة بأصل واحد أو فئة استثمارية واحدة، يشمل التنويع توزيع الأموال على أصول مثل الأسهم، السندات، السلع، والعقارات، مما يقلل من التأثير السلبي لتقلبات أسعار الأصول الفردية أو التغيرات في أسعار الفائدة أو الظروف الاقتصادية العامة.

يتيح التنويع للمستثمرين تقليل التأثيرات السلبية الناجمة عن تقلبات السوق أو الأحداث الاقتصادية غير المتوقعة، فعلى سبيل المثال في حال تراجعت أسعار الأسهم، قد ترتفع قيمة السندات أو السلع لتعويض الخسائر المحتملة، والعكس صحيح عند ارتفاع أسعار الذهب أو العقارات، وهذا ما يعني أن هذا التنوع يساهم في تحقيق أداء أكثر استقرارا وتوازنا للمحفظة على المدى الطويل.

في سياق بورصة الجزائر، يعتبر التنويع أداة فعالة لتقليل مخاطر الاستثمار. عن طريق توزيع الاستثمارات، يمكن الحد من تأثير تقلبات قطاع معين على المحفظة الاستثمارية، بالإضافة إلى ذلك يساهم التنويع في تجنب التقلبات الحادة للأوراق المالية الفردية، مما يخفف من المخاطر التي يتعرض لها رأس المال المستثمر.

يمثل التنويع عنصرا جوهريا في بناء محفظة مالية قوية ومتوازنة، كما يساعد التنويع على تقليل المخاطر وتعزيز العائدات في مختلف الظروف الاقتصادية والسوقية، مما يمكن المستثمرين من تحقيق أهدافهم المالية بفعالية واستدامة.

في الختام، يمكن للتنويع أن يقلل من مخاطر المحفظة الاستثمارية ويزيد من أدائها في بورصة الجزائر، بشرطين أساسيين أولهما، يجب أن تكون المخاطر المرتبطة بالأصل المضاف أقل من مخاطر تشكيلة المحفظة الحالية، مما يؤدي إلى تقليل المخاطر الإجمالية للمحفظة. ثانيهما، يجب تحقيق توازن بين العائد والمخاطرة للأصل المضاف بحيث يكون العائد الناتج أكبر من نسبة زيادة المخاطر التي يجلبها معه، مما يساهم في تحسين أداء المحفظة.

اختبار الفرضيات:

❖ الفرضية الأولى والمعنونة ب " **هناك طريقتان لقياس أداء المحفظة الاستثمارية هما: النماذج التقليدية والنماذج الحديثة**" وبعد القيام بالدراسة ثبت أن هناك طريقتان لقياس الاداء المالي وهي **النماذج التقليدية** المتمثل في الأسلوب البسيط والأسلوب العلمي المنقسم بدوره الى مقياس شارب وتراينر وجنسن أما بالنسبة **للنماذج الحديثة** المتمثلة في طريقة كورنال وقياس قرينيلاط وتيتمان ونموذج التسعير بالمراجعة، وهذا ما يثبت قبول الفرضية الأولى.

❖ الفرضية الثانية والمعنونة ب " **هناك عدة طرق لقياس المخاطرة نذكرها كتالي: التباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل بيتا** " وبعد القيام بالدراسة ثبت أن **هناك عدة طرق لقياس المخاطرة نذكرها كتالي: التباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل بيتا،** مما يثبت قبول الفرضية الثانية.

❖ الفرضية الثالثة والمعنونة ب " **يؤثر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر على فعالية استراتيجيات التنويع** " وبعد القيام بالدراسة ثبت أن بزيادة عدد الشركات، تتوفر للمستثمرين المزيد من الفرص لتنويع محافظهم الاستثمارية، مما يقلل المخاطر ويحسن الأداء، في المقابل تقل خيارات التنويع في السوق ذات العدد المحدود من الشركات، حيث يؤثر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر على فعالية استراتيجيات التنويع، مما يثبت قبول الفرضية الثالثة.

النتائج والتوصيات:

بعد إتمام الدراسة وصلنا إلى مجموعة من النتائج:

1. عند زيادة أصل ما يجب دراسة عائده فان كان مرتفع عما في توليفة المحفظة الاستثمارية سيرتفع عائد المحفظة الاستثمارية وعندما يكون منخفض عما في توليفه المحفظة الاستثمارية سينخفض أداء المحفظة الاستثمارية.

2. عند زيادة أصل ما، يجب دراسة المخاطرة باستخدام أسلوبين للتقييم يختلفان عن بعضهما البعض:

- **معامل بيتا:** عند زيادة أصل معامل بيتا لديه مرتفع عن تشكيلة المحفظة، فإنه يزيد من خطر المحفظة الاستثمارية والعكس صحيح، إذا كان معامل بيتا منخفضًا، فإنه يقلل من خطر المحفظة الاستثمارية؛

- **الانحراف المعياري:** قياس المخاطرة بالانحراف المعياري يكون حسب وزن كل أصل ودرجة التباين المشترك بين الأصول، من خلال هذين المتغيرين المتحكمين في الانحراف المعياري، تنخفض درجة المخاطرة، فكلما زاد التنويع زادت العلاقة بين الأصول، وخاصة العلاقة السلبية، وهذا مايرافقه نقص في الانحراف المعياري ونقص المخاطرة في المحفظة الاستثمارية.

3. التنويع بين الأصول لا يقوم بخفض المخاطرة وزيادة الأداء مباشرة، بل يجب أن يكون مدروسا من خلال موازنة العائد والمخاطرة للأصل المضاف، يجب أن تكون نسبة زيادة العائد التي يضيفها الأصل الجديد إلى المحفظة أكبر من نسبة زيادة المخاطر التي يجلبها معه.

4. بسبب قلة عدد الأسهم المتاحة في بورصة الجزائر، يصعب تحقيق التنويع في محفظة الأوراق المالية.

5. عندما يتم تنويع الأصول في محفظة استثمارية، يجب أن يتم ذلك بطريقة مدروسة بحيث تكون النسبة التي يزيد بها الأصل من عائد المحفظة أكبر من النسبة التي يزيد بها من مخاطر المحفظة، هذا يعني أن الهدف هو تحقيق تحسين في العائدات بنسبة أكبر من الزيادة في المخاطر، مما يؤدي إلى تحسين الأداء الكلي للمحفظة بشكل فعال.

ومن خلال النتائج المتوصل إليها، نقترح مجموعة من التوصيات حسب الفئات المستهدفة المختلفة كما يلي:

أ.للأفراد:

- ينبغي على المستثمرين الاستثمار بطريقة منظمة ومدروسة، وتجنب العشوائية لتعزيز الثقة في السوق المالي؛
- يجب عقد ندوات توعوية للمستثمرين لتعريفهم بالاستراتيجيات الاستثمارية وكيفية التعامل مع المخاطر بشكل فعال.

ب.لمديري المحافظ الاستثمارية:

- يتعين على مدير المحفظة إجراء تحليل شامل لكل أصل مضاف لتقييم تأثيره على العائد والمخاطرة في المحفظة؛
- ينبغي استخدام معامل بيتا والانحراف المعياري لتقييم تأثير الأصول الجديدة بشكل متكامل؛
- يجب على مدير المحفظة إضافة أصول ذات علاقة سلبية أو منخفضة مع الأصول الحالية لتحقيق تنويع فعال وتقليل المخاطر الكلية؛
- يجب أن يكون مدير المحفظة على دراية بالاستراتيجيات المتاحة لتقليل المخاطر وتحقيق العائد المرغوب

ت. للدولة أو الهيئات الرقابية:

- يجب توفير بيئة تعليمية وتشريعية تدعم المستثمرين وتوعيهم بالاستراتيجيات المالية الصحيحة.

ث.للبورصة:

- يتعين على البورصة توفير بيانات ومعلومات دقيقة للمستثمرين والمحللين لإجراء تحليلات دقيق؛
- يجب على البورصة تقديم منتجات مالية متنوعة تساعد المستثمرين في تحقيق التنويع المطلوب.

آفاق البحث:

بالنسبة لآفاق البحث فإننا نطرح آفاق جديدة تتمثل في:

- دراسة تحليلية لكيفية تأثير سياسات البنوك المركزية على استراتيجيات التنويع ومخاطر المحافظ الاستثمارية، وكذلك تأثيرها على أدائها في ظل التغيرات الاقتصادية والسياسية؛
- دراسة عن أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام النماذج الحديثة؛
- دراسة حول كيفية استخدام التكنولوجيا المالية في تحسين عمليات التنويع وتقليل المخاطر.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المراجع باللغة العربية:

I. الكتب:

1. أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، الأردن، 2013.
2. جليل كاظم مدلول العارضي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013.
3. حسني علي خريوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012.
4. دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010.
5. عدنان تايه النعيمي والدكتور أرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2019.
6. غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن،2013.
7. غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016.
8. ماجد أحمد عطا الله، **إدارة الاستثمار**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
9. محمد فتحي الميسري، **صناديق الاستثمار والإدارة المحترفة**، دار التعليم، الإسكندرية، مصر، 2002.
10. مطر محمد، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولي، عمان، الاردن،1999.
11. ناظم محمد نوري وآخرون، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل للنشرو التوزيع، عمان، الاردن،1999.
12. هندي، منير إبراهيم، **الفكر الحديث في الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004

II. أطروحات الدكتورة

13. بن فريحة حسام، **بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي اليابس بسيدي بلعباس، السنة الجامعية 2020-2021.

14. ربيع بوصبيع العايش، **أثر استخدام استراتيجيات الخيارات المالية فى تغطية مخاطر المحافظ المالية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، السنة الجامعية 2017-2018.

15. عبد العالي صالحي، **دور البرمجة الرياضية في إدارة المحافظ الاستثمارية المثلى**، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتورة ل م د، الطور الثالث الميدان علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم التجارة، جامعة الجزائر3، السنة الجامعية 2018-2019.

16. قواجلية ابتسام، **دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، السنة الجامعية:2019-2020.

17. محمد العيد تجاني، **أهمية استراتيجيات إدارة المخاطر في تعزيز الصناعة المالية الإسلامية لمتطلبات استقرار الأسواق المالية الدولية دراسة قياسية لحالة مجموعة من الأسواق الإسلامية والدولية خلال الفترة 2007-2017**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، السنة الجامعية 2017-2018.

III. المجلات:

18. أحمد صبحي جميل، **الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية دراسة حالة على عينة من المصارف العراقية**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الرابع والأربعون، 2015.

19. أحمد عباس فاضل، **تحليل العائد والمخاطر لأسهم المحفظة الاستثمارية لعينة المصارف التجارية العراقية الخاصة للمدة 2015-2019**، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، الجامعة العراقية، كلية الادارة والاقتصاد، السنة 19، العدد 71، لشهر كانون الأول، 2021

20. بن موسي كمال، **المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها**، جامعة الجزائر، مجلة الباحث، عدد 03، 2004.

21. جليل كاظم مدلول العارضي، **ادارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص**، كلية الإدارة والاقتصاد، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة 12، المجلد 14، العدد28.

22. حمزة بالي، مصعب بالي، **إدارة مخاطر الاستثمار المالي**، مجلة روئ الإقتصادية، العدد 3، جامعة الوادي، الجزائر، 2012.

23. حيدر أحمد أبوالقاسم، **تحليل (المخاطرة – العائد) لقرارات المحفظة الاستثمارية مع إشارة خاصة لشركة التأمين العراقية العامة للمدة 2017/2011**، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادي، السنة السادسة عشر، العدد التاسع والخمسون، 2018.

24. ربيعة عبو، هدى عبو، **سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية**، العدد الرابع، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، - الجزائر، 2017.

25. ربيعة عبو ونبيل بوفليح، **دور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الاشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي**، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2017.

26. عبو عمر وآخرون، **مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية**، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 01، مارس 2017.

27. غذوان علي، سماح موسى إبراهيم، **أثر الرفع التشغيلي على المخاطر المنتظمة (دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في السوق المصرية للأوراق المالية**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 39، العدد 5، 2017.

28. مني علي خليل، **دور مؤشر القيمة المعرضة للخطر (VAR) في إدارة المخاطر المصرفية خلال الفترة من (2008-2022)**، مجلة الإسكندرية للبحوث الإدارية ونظم المعلومات، الطبعة رقم 2974-4318.

29. مظهر خالد عبد الحميد - **تحليل استراتيجيات ادارة الخطر لاتخاذ القرار في منظمات الاعمال** - مجلة جامعة تكريت للعلوم الإنسانية، المجلد 12، العدد 2، حزيران 2009.

30. نعمان محصول، د. نور الدين محرز، **تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة**، مجلة الدراسات، العدد الاقتصادي، الجزائر، الاغواط، المجلد 15، العدد 02، جوان 2018.

31. نعيمة حيدر الفريجي، **أثر التنويع الدولي في عائد ومخاطر المحفظة الدولية**، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد السادس عشر، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق، 2008.

IV. النصوص القانونية

32. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة لسنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34.

33. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة لسنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34.

V. المواقع الالكترونية

34. **SGBV**، **/http//www.sgbv.dz/ar**

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

35. Benton E. Gup**, Principles of Financial Management**, John & Wiley & Sons.1983.
36. Bertrand Jaquillat, Bruno Solnik, **Les Marchés Financiers et la Gestion de Portefeuille**, 2ème édition, Dunod, Paris, France, 1976.
37. Bertani, Christine, **Portfolio Management in Practice**, Elsevier Ltd, London, 2004.
38. Caude Broquet et al, **Gestion de Portefeuille**, 4ème édition, édition de Boeck, Belgique, 2004.
39. Copeland Thomas E, J. Fred Weston, Kuldeep Shastri, **Financial Theory and Corporate Policy**, Addison-Wesley, 1976.
40. Frank Reilly and Keith Brown, **Investment analysis and portfolio management**, Edition 7th ,South-Western/Thomson Learning, Mason, Ohio, 2003.
41. Laurent Bodson et al, **Performance de Portefeuille**, 2ème édition, Pearson Education, France, 2010.
42. Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille-analyse quantitative de la rentabilité et des risque**, Pearson, France, 2004, P .271.
43. Pascal Grandi, **Mesure de Performance des Fonds-Méthode résultats, Économica**, France, 1998.
44. Zvi Bodie, Robert Merton, **Finance**, 3ème Édition Distribution Nouveau Horizons, Paris, 2011.

ملحق رقم (01) أسعار الاغلاق و العوائد للشركات محل الدراسة و لمؤشر السوق

التاريخ	C société :ALL		C société :AUR		C société :AOM		C société :SAI		C société :BIO		مؤشر السوق	
	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد	إقفال	معدل العائد
2023-05-14	447		450		273		530		2577		3653,75	
2023-05-16	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2665	-3,30	3755,15	-2,70
2023-05-18	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2665	0,00	3755,15	0,00
2023-05-21	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2665	0,00	3755,15	0,00
2023-05-23	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2665	0,00	3755,15	0,00
2023-05-25	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2665	0,00	3755,15	0,00
2023-05-28	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2599	2,54	3679,10	2,07
2023-05-30	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2600	-0,04	3680,25	-0,03
2023-06-01	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2577	0,89	3653,75	0,73
2023-06-04	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2577	0,00	3653,75	0,00
2023-06-06	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	-0,12	3657,21	-0,09
2023-06-08	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-06-11	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-06-13	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-06-15	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-06-18	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-06-20	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-06-22	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-06-25	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-06-27	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-02	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-04	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-06	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-09	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-11	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-13	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-16	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-18	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-20	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-23	447	0,00	450	0,00	273	0,00	530	0,00	2580	0,00	3657,21	0,00
2023-07-25	447	0,00	450	0,00	270	1,11	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,01

2023-07-27	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-07-30	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-01	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-03	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-06	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-08	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-10	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-13	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-15	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-17	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-20	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-22	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-24	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-27	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-29	447	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2580	0,00	3656,86	0,00
2023-08-31	412	8,50	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2446	5,48	3658,49	-0,04
2023-09-03	412	0,00	450	0,00	270	0,00	530	0,00	2446	0,00	3658,49	0,00
2023-09-05	412	0,00	450	0,00	270	0,00	504	5,16	2446	0,00	3646,15	0,34
2023-09-07	412	0,00	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2446	0,00	3646,15	0,00
2023-09-10	412	0,00	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2446	0,00	3646,15	0,00
2023-09-12	412	0,00	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2446	0,00	3646,15	0,00
2023-09-14	413	-0,24	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2461	-0,61	3665,00	-0,51
2023-09-17	413	0,00	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2461	0,00	3665,00	0,00
2023-09-19	413	0,00	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2461	0,00	3665,00	0,00
2023-09-21	413	0,00	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2461	0,00	3665,00	0,00
2023-09-24	413	0,00	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2461	0,00	3665,00	0,00
2023-09-26	413	0,00	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2471	-0,40	3677,12	-0,33
2023-10-01	413	0,00	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2471	0,00	3677,12	0,00
2023-10-03	415	-0,48	450	0,00	270	0,00	504	0,00	2472	-0,04	3679,70	-0,07
2023-10-05	416	-0,24	450	0,00	290	-6,90	504	0,00	2472	0,00	3682,85	-0,09
2023-10-08	416	0,00	450	0,00	290	0,00	504	0,00	2472	0,00	3682,85	0,00
2023-10-10	416	0,00	450	0,00	290	0,00	504	0,00	2472	0,00	3682,85	0,00
2023-10-12	421	-1,19	450	0,00	290	0,00	504	0,00	2473	-0,04	3687,49	-0,13
2023-10-15	421	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,80	2473	0,00	3685,59	0,05
2023-10-17	421	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3685,59	0,00
2023-10-19	423	-0,47	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3686,96	-0,04
2023-10-22	423	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3686,96	0,00

2023-10-24	425	-0,47	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3688,33	-0,04
2023-10-26	425	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3688,33	0,00
2023-10-29	430	-1,16	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3691,76	-0,09
2023-10-31	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3691,76	0,00
2023-11-02	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3691,76	0,00
2023-11-05	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3691,76	0,00
2023-11-07	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3691,76	0,00
2023-11-09	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2473	0,00	3691,76	0,00
2023-11-12	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	5,23	3542,75	4,21
2023-11-14	440	-2,27	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3549,60	-0,19
2023-11-16	435	1,15	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3546,18	0,10
2023-11-19	435	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3546,18	0,00
2023-11-21	435	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3546,18	0,00
2023-11-23	430	1,16	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3542,75	0,10
2023-11-26	435	-1,15	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3546,18	-0,10
2023-11-28	440	-1,14	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3549,60	-0,10
2023-11-30	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3549,60	0,00
2023-12-03	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3549,60	0,00
2023-12-05	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3549,60	0,00
2023-12-07	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3549,60	0,00
2023-12-10	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3549,60	0,00
2023-12-12	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2350	0,00	3549,60	0,00
2023-12-14	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	2,17	3489,03	1,74
2023-12-17	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3489,03	0,00
2023-12-19	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3489,03	0,00
2023-12-21	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2295	0,22	3482,97	0,17
2023-12-24	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2295	0,00	3482,97	0,00
2023-12-26	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2295	0,00	3482,97	0,00
2023-12-28	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	-0,22	3489,03	-0,17
2023-12-31	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3489,03	0,00
2024-01-02	440	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3489,03	0,00
2024-01-04	430	2,33	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,20
2024-01-07	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-01-09	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-01-11	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-01-14	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-01-16	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00

2024-01-18	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-01-21	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-01-23	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-01-25	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-01-28	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-01-30	430	0,00	450	0,00	290	0,00	500	0,00	2300	0,00	3482,18	0,00
2024-02-01	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,20	2300	0,00	3481,70	0,01
2024-02-04	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-02-06	429	0,23	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2350	-2,13	3541,59	-1,69
2024-02-08	429	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	2,17	3481,02	1,74
2024-02-11	429	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,02	0,00
2024-02-13	429	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,02	0,00
2024-02-15	430	-0,23	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	-0,02
2024-02-18	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-02-20	429	0,23	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,02	0,02
2024-02-22	429	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2299	0,04	3479,81	0,03
2024-02-25	429	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2299	0,00	3479,81	0,00
2024-02-27	429	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	-0,04	3481,02	-0,03
2024-02-29	430	-0,23	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	-0,02
2024-03-03	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-03-05	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-03-07	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-03-10	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-03-12	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2305	-0,22	3487,76	-0,17
2024-03-14	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,22	3481,70	0,17
2024-03-17	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-03-19	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-03-21	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-03-24	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3481,70	0,00
2024-03-26	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3450,01	0,92
2024-03-28	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3450,01	0,00
2024-03-31	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3450,01	0,00
2024-04-02	430	0,00	450	0,00	290	0,00	499	0,00	2260	1,77	3444,47	0,16
2024-04-04	430	0,00	405	11,11	290	0,00	499	0,00	2300	-1,74	3448,54	-0,12
2024-04-07	430	0,00	405	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,54	0,00
2024-04-09	430	0,00	405	0,00	290	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,54	0,00
2024-04-14	430	0,00	405	0,00	292	-0,68	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00

2024-04-16	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-04-18	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-04-21	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-04-23	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-04-25	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-04-28	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-04-30	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-05-02	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-05-05	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-05-07	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00
2024-05-09	430	0,00	405	0,00	292	0,00	499	0,00	2300	0,00	3448,57	0,00