

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة ابن خلدون – تيارت –

ميدان: علوم اقتصادية، تجارية وعلوم التسيير

كلية: العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير

شعبة: علوم اقتصادية

قسم: العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت اشراف الأستاذ:

من اعداد الطلبة:

شداد محمد

عجالي جلال

خليل محمد عبد الجليل

تحت عنوان:

الاستثمار في الأسواق المالية وتكوين محفظة استثمار  
- دراسة حالة -

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا

(أستاذ محاضر قسم أ – جامعة ابن خلدون)

الأستاذ طالم علي

مشرفا ومقررا

(أستاذ مساعد قسم أ – جامعة ابن خلدون)

الأستاذ شداد محمد

ممتحنا ومناقشا

(أستاذة – جامعة ابن خلدون)

الأستاذة كلاخي لطيفة

السنة الجامعية: 2022 / 2023

# الإهداء

طالما تعبت هذه السنوات لأجني ثمرة هذا البحث وأجعلها مناسبة قيمة لأتقدم  
بإهداء هذا العمل:

إلى التي حملتني وهنا على وهن وسقتني من نبع حنانها وعطفها إلى عياني  
الاثنان إلى حبي وحناني، إلى من كان دعائها ورضاها علي سر نجاحي إليك يا  
أغلى جوهرة وأثمن لؤلؤة أُمي الغالية حفظها الله

إلى رمز العطاء والشعلة التي أضاءت دربي، إلى رمز الكفاح في حياتي، الذي  
تعب من أجل تربيته وغرس القيم والأخلاق في قلبي إلى من أحمل اسمه بكل  
فخر واعتزاز أبي أطل الله في عمره

إلى أغلى من سرى دمهم في عروقي السند الذي أشد بهم ظهري في هذه الحياة  
أخوتي

إلى قرّة عيني ومنبع الرقة والحنان إلى القلب الدافئ والحنون أختاي.

إلى أستاذي المحترم "شداد محمد" الذي لم يبخل علي بالنصائح والتوجيهات  
شكرا أستاذي الكريم

إلى كافة الأهل والأقارب صغيرا وكبيرا وكل من ساعدني في إنجاز هذا العمل ولم  
يبخل علي بشيء ولو كانت ابتسامة.

**عجالي جلال**

# الإهداء

الحمد لله و كفى و الصلاة على الحبيب المصطفى و اهله و من وفى

اما بعد: الحمد لله الذي وفقنا لتشمين هذه الخطوة في مسيرتنا

الدراسية بمذكرتنا هذه ثمرة الجهد و النجاح بفضلته تعالى مهداة الى

الوالدين الكريمين حفظهما الله و ادامهما نور الدرب و الى المدرب

قوسم المخطار. و لكل العائلة الكريمة. و الى اولادي الرياضيين

الذين كانوا سند لي رعاهم الله ووفقهم: قداش عماد؛ سوداني، ريان،

انس، مروان، امين، محمد، كريم، زكرياء. اكرم، والى كل من نسيت

ذكرهم، والى كل من كان لهم أثر على حياتي و الى كل من احبهم

قلبي.

خليل محمد عبد الجليل

# شكر وتقدير

" الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات "

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين نبينا وحبينا وسيدنا محمد خاتم النبيين والمرسلين المبعوث رحمة للعالمين عليه منا أزكى الصلاة والسلام، أما بعد:

بداية يطيب لنا أن نتوجه بجزيل الشكر والتقدير لأستاذنا الدكتور " شداد محمد " الذي أشرف على هذا العمل ولم ييخل علينا بنصائحه القيمة وإسهاماته المفيدة وكل الميزات التي تركت على صفحات الموضوع، كما نحبي فيه روح التواضع والأخلاق العالية وحسن المعاملة

الثناء والشكر موصول للسيد " بلقنيشي حبيب " عميد كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

ومن دواعي الفخر والاعتزاز أن نتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة كل باسمه، على قبول مناقشتهم هذا البحث وإثراء ملاحظاتهم القيمة والشكر إلى أساتذتنا في جميع أطوار الدراسة ونخص بذلك أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير لما قدموه لنا من دعم ومساندة وما أضافوه لنا في مسيرتنا، كما نتقدم بأسمى عبارات التقدير لمدرء المؤسسات التي أجرينا فيها الدراسة الميدانية وكل من ساهم في إنجاز هذه الدراسة من قريب أو بعيد.

# الفهرس

الصفحة	المحتوى
	الإهداء
	شكر وتقدير
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الاختصارات
أ-د	مقدمة عامة
الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار
3	المطلب الأول: أساسيات الاستثمار
4	المطلب الثاني: مجالات الاستثمار
6	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري ومحدداته.
14	المبحث الثاني : مدخل الأسواق المالية
14	المطلب الأول : أساسيات حول الأسواق المالية
22	المطلب الثاني : تصنيفات الأوراق المالية وأنواعها
25	المطلب الثالث: طرق التداول في السوق الأوراق المالية
30	المبحث الثالث: نظرية عامة حول المحافظ الاستثمارية
30	المطلب الأول: المحافظ الاستثمارية (النشأة والمفهوم)
32	المطلب الثاني: أسس وأنواع إدارة المحافظ الاستثمارية
34	المطلب الثالث: آلية تشكيل المحافظ الاستثمارية.
39	خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

41	تمهيد
42	المبحث الأول: أسس تكوين محافظة مالية
42	المطلب الأول: مقاييس مستعملة في المحفظة المالية
53	المطلب الثاني: طرق وقواعد تكوين محافظ المالية في ظل شروط مقيدة وغير مقيدة
56	المبحث الثاني: مؤشرات أداء الأسواق المالية العالمية
56	المطلب الأول: عموميات حول مؤشرات المالية العالمية
59	المطلب الثاني: قياس اداء المؤشرات
61	المبحث الثالث: قياس اداء محفظة مالية
61	المطلب الأول: دراسة قياسية للمؤشرات المالية
65	المطلب الثاني: تكوين المحافظ المالية
69	خلاصة الفصل الثاني
72-70	الخاتمة
75-73	مصادر والمراجع
77	الملخص

# قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	العوامل المؤثرة في القرار	1-1
12	يمثل محددات وصعوبات القرار الاستثماري	2-1
21	يمثل مخطط هيكل السوق المالية	3-1
42	معادلة توضح معدل العائد المطلوب	1-2
43	المعادلة تمثل العائد الفعلي	2-2
43	المعادلة تمثل العائد المتوقع	3-2
44	معادلة تمثل العائد الإجمالي	4-2
45	معادلة تمثل التباين	5-2
45	معادلة تمثل الانحراف المعياري	6-2
46	معادلة تمثل معامل الاختلاف	7-2
46	معادلة تمثل قياس عائد السهم	8-2
47	معادلة تمثل عائد السهم في زمن متقطع	9-2
47	معادلة تمثل عائد السهم في زمن مستمر	10-2
47	معادلة تمثل عائد مؤشرات المالية	11-2
47	معادلة تمثل قياس خطر سهم	12-2
52	يمثل العائد المتوقع للمحفظة المالية	13-2
61	التمثيلات البيانية لقيم المؤشرات	14-2
62	التمثيلات البيانية لعوائد المؤشرات	15-2
65	يمثل حساب تقليل او تصغير تباين عائد المحفظة	16-2
66	يمثل دالة الهدف Z	17-2
67	يمثل تشكيل المحافظ المالية في غياب أصول وبدون شروط مقيدة	18-2
68	تمثل دالة الهدف Z'	19-2
68	يمثل حساب دالة الهدف Z'	20-2

# قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1-2	يمثل أنواع مخاطر السندات	50
2-2	يمثل مصفوفة الارتباط بين المؤشرات 6 خلال فترة الدراسة	62
3-2	يمثل قيم عوائد المؤشرات	63
4-2	يمثل عوائد وخطر المؤشرات	64
5-2	يمثل مصفوفة الارتباط بين العوائد	64
6-2	يمثل مصفوفة التباين المشترك بين العوائد الخمسة	65
7-2	يمثل تشكيل المحافظ المالية في غياب أصول وبدون شروط مقيدة	66
8-2	يمثل تشكيل المحافظ المالية بوجود أصول بدون خطر وبدون شروط مقيدة	68

## قائمة الاختصارات والرموز

الرمز	المصطلح
$R_i$	معدل العائد
$E(R)$	العائد المتوقع
ROA	عائد إجمالي الأصول
$V^2$	التباين
$\delta$	الانحراف المعياري
CV	معامل الاختلاف



## المقدمة:

يُعد الاستثمار المكون الثاني والرئيس للإنفاق العام والخاص في كل القطاعات ويتصف بأنه مكون كبير وسريع التأثير في الإنفاق مما يؤدي إلى حدوث تغييرات في الطلب الإجمالي و يستحوذ على أهمية بالغة من قبل جميع دول العالم المتقدمة منها والنامية على حد سواء لاسيما من صناع القرار السياسي والاقتصادي وذلك لما يحققه من فائض اقتصادي يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني للبلد وتوليد فرص عمل جديدة والى زيادة الإنتاج وزيادة معدلات التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية لعموم أفراد المجتمع ، حيث تؤدي زيادة معدلات الاستثمار إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للبلد وبالتالي زيادة الدخل من خلال عمل مضاعف الاستثمار. وبين ذلك من النظر الى دوره البارز في تحريك النشاط الاقتصادي كونه المتغير الأهم في تحديد معدلات النمو الاقتصادية إضافة إلى إسهامه في دعم الميزان التجاري وميزان المدفوعات. ومن استراتيجيات الاستثمار المستخدمة ومعروفة الاستثمار في الاسواق المالية.

حيث تستهدف العديد من الدول والأفراد والشركات استثمار اموالهم في الاسواق المالية من خلال ذلك تركز الاهتمام في السنوات القليلة الماضية على تطوير وتنمية أسواق الأوراق المالية وذلك لدورها الفعال في تجميع وتوفير الأموال اللازمة للتنمية، فالتنمية الاقتصادية -كما هو معلوم- تتطلب تركيزا لرؤوس الأموال، لتمويل أوجه الإنفاق الحكومي المختلفة وتمويل النمو الاقتصادي بوجه عام. فالحاجة إلى التدفق المستمر للمدخرات لتمويل المشروعات الجديدة كانت سببا في قيام تلك الأسواق، خصوصا وأن النمو الاقتصادي يعتمد إلى حد كبير على قيام المشروعات ذات الحجم الكبير، والتي تتخذ شكل الشركات المساهمة بعد أن أصبح من المتعذر على فئة قليلة من أصحاب رؤوس الأموال تمويل تلك المشروعات وحبس أموالهم فيها مدة طويلة. فضلا عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات جاذبة وسليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، فمن ايجابيات الاسواق المالية انها توفر فرص الاقتراض و الاقتراض و المشاركة بالأسهم و السندات ومختلف الاوراق التجارية , وتعد المكان الذي يوجه اليه الافراد مدخراتهم و تحفز إدارات الشركات على تحسين ادائها وزيادة معدلات الربح وتشجيع المشروعات .

وهكذا من خلال ذلك تم التوجه نحو الاستثمار من طرف الافراد او ما يعرف بمستثمرين بصفة عامة مهما كانت صفتهم الى تشكيل محفظة الاستثمارية في ادارة المالية خاصة بهم لان أي مستثمر هدفه تكوين محفظة استثمارية مثلى تقلل من المخاطر التي يتعرض لها وزيادة من العائد لو كان موجها الى مشروع او ورقة مالية معينة ومن اجل تكوين محفظة مالية وادارتها يتطلب خبرة في هذا المجال ومن أبرز اجراءات التي يجب القيام بها تحليل الازم للعائد والمخاطرة.

## 1- طرح الإشكالية:

إن الاستثمار في الأوراق المالية يمر بمجموعة من المراحل من أجل تكوين المحفظة المثلى التي يكون أكبر عائد وأقل خطر ومن هنا تكمن إشكالية دراستنا الرئيسية: **كيف يمكن لمستثمر تشكيل محافظ مالية مثالية في إطار استثمار والتنويع الدولي؟**

وينبثق عن هذا التساؤل الرئيسي جملة من التساؤلات الفرعية تتمثل فيما يلي:

- ✓ كيف يمكن تشكيل محافظ في غياب اصول استثمار بدون خطر؟
- ✓ كيف يمكن تشكيل محافظ في وجود استثمار بدون خطر؟

## 2- فرضيات الدراسة:

- ❖ الاسواق المالية تلغي فعالية المحافظ المالية
- ❖ الاصول بدون خطر من العوامل المؤثرة على فاعلية المحافظ المالية
- ❖ يتم تقييم اداء محفظة الاوراق المالية وفق مؤشرات قياس تقليدية وحديثة لاختيار المحفظة المثلى

## 3- أهمية الدراسة:

تتمثل هذه الدراسة في كونها توضح موضوع مهم في مجال الاستثماري فموضوع محفظة الأوراق المالية من المواضيع التي تحظى باهتمام من قبل العديد من التخصصات الاقتصادية ومما يزيد من اهمية الدراسة هو تعريفها بماهية المحافظ المالية ونماذج تسييرها وكذلك تعريفها بكيفية تشكيل محفظة مالية متنوعة من حيث محتوياتها للحصول على اعلى عائد عند اقل مستوى من الخطر.

## 4- أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى التحقق تجريبيا من مدى اعتماد البنك على التحليل المالي في اتخاذ قرار منح القروض بالإضافة الى اختبار الفرضيات المطروحة، تهدف هذه الدراسة إلى:

- القاء نظرة عامة على الأسواق المالية والأدوات المستعملة فيها
- عرض مفهوم كل من العائد والمخاطرة وطرق حسابها
- تساعد هذه الدراسة الافراد المستثمرين ومنشآت الاعمال على اختيار أفضل طريقة لبناء المحافظ الاستثمارية.
- انجاز دراسة تطبيقية لقياس أداء مجموعة من المؤشرات المالية.

## 5- حدود الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة وفهم جوانبها المختلفة كانت حدود البحث كما يلي:

- الحدود المكانية: المؤشرات في البورصات العالمية
  - الحدود الزمنية: لقد غطت الدراسة هذه الفترة الممتدة من 1 يناير 2015 إلى 10 فبراير 2023
- 6- أسباب اختيار الموضوع:

تتمثل أسباب ودوافع اختيار موضوع الدراسة فيما يلي:

- ✓ يقع الموضوع ضمن إطار التخصص.
- ✓ حداثة الموضوع وأهميته البالغة التي يحظى بها هذا المجال في الاستثمار.
- ✓ الميول الشخصي لاختيار دراسة هذا الموضوع.

#### 7- منهج الدراسة:

من أجل عرض مختلف جوانب الموضوع وبغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة والاسئلة الفرعية ولإثبات صحة الفرضيات اعتمدنا على المنهج الوصفي وفي الجانب النظري تم الاعتماد على المنهج التحليلي.

#### 8- الدراسات سابقة:

##### ▪ الدراسة الأولى:

دراسة محمول نعمان 2007 بعنوان تسير محفظة الاوراق المالية في البنوك التجارية بدراسة البنك الخارجي الجزائري: تهدف هذه الدراسة الى الاحاطة ببعض الجوانب المتعلقة بأساليب الاستثمار في الاوراق المالية ونظرية المحفظة، والتعرف على اهم جوانب تسير محفظة الاوراق المالية في البنوك التجارية، ولقد وصلت الى النتائج التالية :

البنك الخارجي يمارس نشاط الاستثمار المالي من خلال تكوين محفظة الاوراق المالية، وان حجم محفظة الاوراق المالية في البنك الخارجي %08 من مصادر الاموال المتاحة للاستثمار، وان تسير محفظة الاوراق المالية في البنك الخارجي الجزائري لا يتم وفق العائد والمخاطرة.

##### الدراسة الثانية:

دراسة محمد علي 2005 بعنوان ادارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية:

تهدف هذه الدراسة الى الاختيار العلاقة بين العائد والمخاطرة وكذلك معرفة مدى قدرة الشركات المساهمة على تعويض المستثمرين مقابل توظيفاتهم الاستثمارية ولقد وصلت هذه الدراسة الى انه هناك علاقة ايجابية بين

العائد والمخاطرة في شركات المساهمة المصرية فارتفاع انخفاض مؤشر البورصة مرتبط بارتباط وانخفاض التذبذب في العوائد

### 9- صعوبات الدراسة:

- ❖ عدم التمكن من الحصول على الوثائق الخاصة بالملف المدروس.
- ❖ صعوبة جمع المعلومات.
- ❖ تشعب الموضوع

### 10- هيكل البحث:

سعيًا للإجابة على إشكالية الموضوع وأيضًا الأسئلة الفرعية التي تلتها تم تقسيم الدراسة إلى فصلين كالتالي:

حيث تطرقنا في الفصل الأول إلى الإطار النظري للاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية، وتم تقسيم الفصل الأول إلى ثلاث مباحث حيث تطرقنا في مبحث الأول إلى عموميات حول الاستثمار وفي المبحث الثاني كان هناك حديث مدخل إلى الأسواق المالية و المبحث الثالث تم فيه تقديم نظر عامة حول المحافظ الاستثمارية أما الفصل الثاني لقد تم تخصيصه إلى الجانب التطبيقي للدراسة إذا يتناول هذا الفصل مقومات بناء محفظة الأوراق المالية وتقسّم إلى ثلاث مباحث تطرقنا في المبحث الأول إلى أسس عوائد المحفظة المالية و أخطارها وبينما كان الكلام في المبحث الثاني عن مفاهيم أساسية للمؤشرات المالية وفي المبحث الثالث تم إشارته إلى قياس أداء محفظة مالية.



مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

---

تمهيد:

الاستثمار هو العجلة المحركة للاقتصاد، ووسيلة المستثمر لتحقيق غايته في تحقيق الربح، وباعتبار أن الاستثمار المالي هو أحد أجزاء الاستثمار الكلي والمكون الرئيسي له وخاصة في دول العالم المتقدمة التي خضت خطوات جبارة في مجال الهندسة المالية، والتوسع والتطور الكبير الذي شاهدهت الأسواق المالية، شكل عامل جذب استقطب المستثمرين من جميع الفئات نحو الاستثمار المالي بحثاً عن فرص استثمارية مميزة تحقق لهم تطلعاتهم. لذلك كان من الضروري على الباحث تسليط الضوء على مفهوم الاستثمار وأهمية الاستثمار المالي ومقوماته وآليته في الأسواق المالية وأنواع القرارات الاستثمارية، والتركيز على تكوين المحافظ الاستثمارية وبيان أهميتها وأنواعها وانتقاء المحافظ المثلى من خلال دراسة وتحليل عوائد ومخاطر الأوراق المالية والمحافظ الاستثمارية وحسابهما لاختيار القرار الاستثماري الملائم، إضافة إلى إتباع أسلوب التوزيع الأنجح الذي يمكن المستثمر من تعظيم عوائد محفظته المتوقعة والتقليل من المخاطر المحتملة.

# الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

## المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار

يلعب الاستثمار دوراً هاماً في تحقيق التنمية المستدامة في مجال الاقتصاد وزيادة ثروة الأفراد حيث أصبحت عملية الاستثمار تمثل وصفاً للآلية التي يقوم بها المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية المتعلقة باختيار الأوراق المالية والنسبة المستثمرة في كل نوع منها.

### المطلب الأول: أساسيات الاستثمار

يعتبر الاستثمار العنصر الأساسي والأهم الذي أصبح يعتمد من طرف الدول والأفراد المستثمرين من أجل تحقيق عوائد وأرباح.

### أولاً: مفهوم الاستثمار:

يمكن تعريف الاستثمار **Investment** على أنه (الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية، أو الإضافة إلى رأس المال)، كما يُعرف بأنه: (التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة، ولمدة من الزمن، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وكذلك عن النقص المتوقع في قوتها الشرائية بفعل عامل التضخم، علاوة على توفير عائد معقول يتناسب مع عنصر المخاطرة المتمثلة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات)<sup>1</sup>.

ويعني الاستثمار كذلك التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي، وذلك بقصد الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك مستقبلي، ومن ثم فإن الاستثمار يهدف إلى زيادة الثروة والمحافظة عليها.

إن الاستثمار يغطي حيزاً واسعاً من النشاطات، فهو يشير إلى استثمار الأموال في الأسهم والسندات، وشهادات الإيداع، وصناديق الاستثمار، والعقود المستقبلية، وكذلك الأصول الملموسة (مثل: الذهب والعقارات)، كل ذلك سيجعل مفهوم الاستثمار ينطبق على عملية شراء شخص ما لأي أصل من هذه الأصول بسعرها العادل، إذا كانت نيته تحويل القوة الشرائية لمدة قادمة، وإذا نتج عن هذه الأصول زيادة في قيمتها.<sup>2</sup>

ومن خلال ما تقدم فإن الاستثمار هو توظيف أموال في أصل معين، أو عدد من الأصول يحتفظ بها شخص (مستثمر) فرداً كان أم مؤسسة لمدة زمنية قادمة بهدف الحصول على تدفقات مستقبلية، تحقق له مردوداً معيناً، يتمثل بالعائد المطلوب من قبل ذلك المستثمر، من أجل تعويضه عن:

- ❖ الوقت الذي تم فيه توظيف تلك الأموال.
- ❖ معدل التضخم المتوقع.
- ❖ عدم التأكد (المخاطرة) من عدم تحقق ذلك العائد.

<sup>1</sup> - عبد الرزاق القاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، جامعة دمشق، 2010، ص: 19.  
<sup>2</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل، عمان، الطبعة الخامسة، 2007، ص: 44.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

وينقسم المستثمرون بشكل عام إلى ثلاثة أنماط هي:

**1-المستثمر المتحفظ:** وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه، ومن ثم ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية، فيكون حساساً جداً تجاه عنصر المخاطرة، وغالباً ما نجد هذا النمط من كبار السن، وذوي الدخل المحدود.

**2-المستثمر المضارب:** وهذا النمط على عكس سابقه، يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه، ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية، فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة، طمعاً في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار، ويمكن وجود هذه الفئة من المضاربين بين صغار السن، أو بين الكبار ممن يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة.

**3-المستثمر المتوازن:** وهو المستثمر الحصيف أو الرشيد، الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد، وتعمل على تدنية درجة المخاطرة، ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

### المطلب الثاني: مجالات الاستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. وبهذا المفهوم فإن معنى مجال الاستثمار أكثر شمولاً من معنى أداة الاستثمار.

**أولاً: مجالات الاستثمار:** يمكن تبويب مجالات الاستثمار من زوايا مختلفة، ولكن من أهم هذه التبويبات المتعارف عليها نوعان هما:

#### 1-المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار:

تبوب الاستثمارات من زاوية جغرافية إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية أو أجنبية.

##### أ- الاستثمارات المحلية:

تشمل مجالات الاستثمار المحلية جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلي، بغض النظر عن أداة الاستثمار المستخدمة مثل: العقارات، الأوراق المالية والذهب، والمشروعات التجارية

##### ب- الاستثمارات الخارجية أو الأجنبية:

تشمل مجالات الاستثمار جميع الفرص المتاحة في الأسواق الأجنبية، مهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة. وتتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد والمؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، فلو قام مستثمر جزائري مثلاً بشراء عقار في لندن بقصد المتاجرة، أو قامت الحكومة الجزائرية بشراء حصة في شركة عالمية مثل شركة مرسيدس، فإنه استثمار خارجي مباشر. أما لو قام ذلك الشخص بشراء حصة في محفظة مالية لشركة استثمار جزائرية تستثمر أموالها في بورصة نيويورك، في هذه الحالة فإنه استثمار خارجي غير مباشر بالنسبة للفرد المستثمر، ومباشر بالنسبة لشركة الاستثمار.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

❖ مزايا الاستثمارات الخارجية وعيوبها:

✓ مزاياها:

- توفر للمستثمر مرونة كبيرة في اختيار أدوات الاستثمار؛
- تهيئ له مبدأ توزيع المخاطر بشكل أفضل؛
- تتميز بوجود أسواق متنوعة و متطورة؛
- تتوفر في هذه الأسواق قنوات إيصال فعّالة و نشيطة؛
- تتوفر الخبرات المتخصصة من المحللين و الوسطاء المالي؛

✓ عيوبها:

- ارتفاع درجة المخاطرة و المتعلقة بالظروف السياسي؛
- قد يكون لها تأثير على الانتماء الوطني للمستثمر لأنه يسعى وراء مصالحه في الخارج بدلا من استثمارها في الوطن؛
- احتمال ازدواجية الضرائب؛
- مخاطر تغير القوة الشرائية لوحدة النقد و التي تنشأ عن تقلب أسعار الصرف العملة الأجنبية؛

### 2- المعيار النوعي لمجال الاستثمار<sup>1</sup>:

تبوب مجالات الاستثمار من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى استثمارات حقيقية أخرى مالية.

#### أ- الاستثمارات الحقيقية أو الاقتصادية:

يعتبر الاستثمار حقيقيا أو اقتصاديا عندما يكون للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار، السلع، الذهب... الخ.

والأصل الحقيقي يقصد به كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة أو على شكل خدمة مثل العقار. أما السهم، فهو أصل مالي، ولا يمكن اعتباره أصل حقيقي لأنه لا يترتب لحامله حق الحيازة في أصل حقيقي، وإنما لمالكه حق المطالبة بالحصول على عائد. وعموما فإن جميع الاستثمارات المتعارف عليها عدا الأوراق المالية، هي استثمارات حقيقية، لذا يطلق عليها البعض مصطلح الاستثمار في غير الأوراق المالية، كما يطلق عليها آخرون مصطلح استثمارات الأعمال والمشروعات. وإذا كان عامل الأمان من أهم مزايا الاستثمار في الأصول الحقيقية، فإن المستثمر فيها يواجه عدة مشاكل أهمها:

- اختلاف درجة المخاطرة للاستثمار بين أصل وآخر، لأن هذه الأصول غير متجانسة.
- بسبب عدم توافر سوق ثانوي فعّال لتداول هذه الأصول.
- يترتب على المستثمر فيها نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبيا (تكاليف النقل، التخزين...)

<sup>1</sup> - عبد الرزاق القاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، المرجع سبق ذكره ص 55.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

• يترتب الاستثمار فيها خبرة متخصصة وذات دراية بطبيعة الأصل محل الاستثمار.

➤ خصائص الأصول الحقيقية: من أهم الخصائص نذكر ما يلي:

- ❖ غير متجانسة وهي بذلك تحتاج إلى الخبرة والمهارة والتخصص للتعامل بها؛
- ❖ لها قيمة ذاتية، ولها كيان مادي ملموس؛
- ❖ تتمتع بدرجة عالية من الأمان؛
- ❖ تحصل المنفعة فيها من خلال استخدامها؛
- ❖ الاستثمار بها استثمار حقيقي يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني، ويساهم في تكوين رأس مال البلد؛
- ❖ قابليتها للتسويق منخفضة، ولذلك فسيولتها منخفضة؛
- ❖ يترتب عليها نفقات النقل والتخزين في حالة السلع، والصيانة في حالة العقار؛

ب- الاستثمار المالي:

وتشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل

مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم، أو سند، أو شهادة إيداع... الخ.

والأصل المالي: يمثل حقا ماليا لمالكه أو لحامله، المطالبة بأصل حقيقي، ويكون عادة مرفقا مستند قانوني،

كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية. وما

يحدث في السوق الثانوية من عمليات بيع أو شراء للأسهم أو السندات فيعتبر نقل ملكية الأصل المالي، حيث

يتخلى البائع عن ملكية لذلك الأصل (سهم، السند...) مقابل حصوله على المقابل، فخلال عملية التبادل هذه لا

تنشأ أي منفعة اقتصادية مضافة للنتاج الوطني، لكن هنا حالات استثنائية يترتب فيها على الاستثمار في الأصول

المالية قيمة مضافة، وذلك في حالات التمويل للمشاريع الجديدة، أو التوسع في النشاط....

**المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري ومحدداته.**<sup>1</sup>

من بين القرارات التي تتخذها الإدارة أو يتخذها المستثمر، والتي تعد من أصعب القرارات وذلك لكونها تؤثر

على بقاء واستمرارية المؤسسة، حيث تعتبر من أهم الأعمال الاقتصادية وذلك بفضل الأهداف التي يحققها،

وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب من خلال التطرق إلى تعريف القرارات الاستثمارية ومراحلها.

**أولا- مفهوم القرارات الاستثمارية**

قبل التطرق إلى تعريف القرارات الاستثمارية يجب علينا أولا إعطاء تعريف القرار وتعريف الاستثمار الذي

قمنا بإعطائه تعريف في المطالب الأول ثم نقوم بإعطاء تعريف للقرارات الاستثمارية.

<sup>1</sup>- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، مرجع سبق ذكره، ص 95.

# الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

## 1-تعريف القرار:

وردت عدة تعاريف حول القرار، حيث هناك من عرفه على أساس أنه: "البديل الأمثل الذي يتم اختياره من بين عدد من البدائل الممكنة والذي يؤدي إلى تنظيم النتائج المرغوب فيها"، مما يعني أن القرار عملية ذهنية تتطلب قدرا من التصور والمبادرة والإبداع وكذا درجة كبيرة من المنطقية، بما يمكن اختيار وتقييم بدائل التصرف الممكنة لتحقيق هدف معين.<sup>1</sup>

كما يمكن القول إن القرار "هو التصرف الشعوري الذي يرمي إلى اختيار أو استعمال أحسن وسيلة للوصول إلى "غايتها أو استخدامها لتحقيق هدف ما".<sup>2</sup>

والقرار الذي ينصب اهتمام متخذها على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، أي التوظيف الأفضل هدف الحصول على العوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذه الأموال عند توظيفها.<sup>3</sup>

القرار هو اختيار لبديل واحد من بين بديلين أو أكثر، وهو اختيار حل من بين عدة حلول لمشكلة معينة أو من بين سبل العمل المتاحة لتحقيق هدف معين.

يعد القرار الاستثماري من القرارات الهامة التي تصدر بغرض تنفيذ إستراتيجية الشركة على المدى الطويل الآجل وال المدى القصير الآجل ويهدف إلى توليد طاقات إنتاجية جديدة أو تطوير طاقات حالية وإحلالها وتجديدها أو التوسع في خطوط إنتاج أو مشروعات جديدة ويتخذ ذلك القرار بعد دراسة الجدوى الاقتصادية للنشاط بعد تقدير التكلفة الاستثمارية وطرق التمويل ومعرفة مخاطرة ومناخه وقياس معدلات العائد المتوقعة منه وهامش الأمان والربحية من الاستثمار.

## 2- تعريف القرارات الاستثمارية:

لقد تعددت التعاريف التي تم إعطاؤها للقرار الاستثماري، ومن بين هذه التعاريف نذكر منها ما يلي:

- القرار الاستثماري نه ذلك القرار الذي يتطلب قدرا من الأموال تخاطر المنشأة إذا ما قبلت اقتراحا استثمار.
- كما يعرف على انه "هو ربط وتخصيص مقدار معلوم من أموال وموارد المنشأة والتضحية في الوقت الحاضر استنادا على منهج رشيد مسبق للتحليل والتقسيم والمقارنة بغية تحقيق أو الحصول على فوائد مناسبة يتوقع حدوثها على مدار فترات زمنية مستقبلية طويلة نسبيا."
- "هو القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من أموال المنشأة في الوقت الراهن على مدار فترة زمنية طويلة يهدف تحقيق ربح في المستقبل، وهو يكون عرضة لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد."

1 - سندسية مروان سلطان الحالي، ليث سعيد محمد الجعفر، دور الحوكمة في دعم قرارا الاستثمار، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، عدد 1، العراق، 2015، ص 19.

2 - عباس فرحات، المؤثرات النفسية على صنع القرارات في المؤسسة الاقتصادية، مقال منشور على الموقع

https:// : iefpedia.com

3 - فارس هباش، ريمة مناع، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية، في سوق عمان المالية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية صادرة عن جامعة أم البواقي، العدد التاسع، الجزائر، جوان، 2018، ص 635.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

• ومن التعاريف المذكورة نستنتج أن القرار الاستثماري هو الذي يقوم على اختيار البديل الملائم من البدائل المتاحة، فهو القرار أكثر خطورة لارتباطه المالي الكبير، واعتباره من أهم القرارات المالية التي يمكن اتخاذها في المؤسسة، والهدف من هذا هو تحقيق عائد خلال سنوات متعاقبة.

### 3- مراحل اتخاذ القرار الاستثماري

يتضمن اتخاذ القرار الاستثماري مراحل تبدأ من تكوين البدائل مرورا إلى تقويم البدائل وصولا إلى المفاضلة بين البدائل:

✓ **مرحلة تكوين البدائل:** تتمثل مرحلة تكوين البدائل في عملية سد الفجوة في الاستثمارات من خلال العمل على زيادة إمكانية انتهاز الفرص وتجنب التهديدات المتوقعة من البيئة الخارجية لنسبة للمستثمر.

✓ **مرحلة تقويم البدائل:** بعد تكوين البدائل فإن المستثمر يقوم بجراء تقييم لهذه البدائل لتقييم لهذه البدائل لاعتماد على معايير أهمها التوافق والملائمة مع البيئة الخارجية والداخلية ومبدأ الملائمة في الاستثمار.

✓ **مرحلة المفاضلة بين البدائل:** دف مرحلة المفاضلة بين البدائل إلى تحديد البديل الاستثماري المناسب.

### 4- أنواع القرارات الاستثمارية:<sup>1</sup>

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار الذي نتوقف طبيعته على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداء الاستثمارية من جهة وقيمتها من جهة أخرى ضمن هذا الإطار تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع وهي :

أ- **قرار الشراء:** يتخذه المستثمر عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداء الاستثمارية وذلك كما يراها المستثمر، مما يولد لديه حافز لشراء تلك الأداء سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالها من ارتفاع بتوقعه في سعرها السوقي مستقبلا، حيث يترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على الأداء، مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

ب- **قرار عدم التداول:** يترتب على الحالة السابقة والناجمة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع القيمة، وهنا يصبح السوق في حالة توازن فيكون القرار الاستثماري في حالة عدم التداول.

ج- **قرار البيع:** بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداء من مستثمر جديد، وفي نطاق نموذج الخاص لقرار أي أن المستثمر يرى ن السعر السوق في تلك اللحظة مازال أقل من قيمة الأداء الاستثمارية، مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداء عن قيمة الأداء الاستثمارية، وهذا يرتفع السعر مولدا، ولتالي حافزا لدى غيره فيكون قرار المستثمر حينئذ هو البيع.

<sup>1</sup> - فارس هباش، ريمة مناع، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية في سوق عمان المالية، مرجع سبق ذكره، 2018، ص. 660.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

### 5- أهداف القرارات الاستثمارية:

يعتبر موضوع القرارات الإدارية من بين العديد من المواضيع التي تحظى اهتمام لغ من قبل المتخصصين في العمل المالي والمصرفي، وهذا الاهتمام جاء من منطلق الأهداف الكمية التي يسعى القرار الاستثماري إلى تحقيقها، حيث تتمثل أهداف القرار الاستثماري في:

- تحقيق العائد المناسب والربحية المناسبة، بحيث يكون ذلك ملائماً لاستمرارية المشروع؛
- إيجاد سبل الحفاظ على رأس مال المشروع الأصلي من النقصان والتآكل من خلال عملية الاستثمار؛
- التفكير الدائم اختيار البدائل الاستثمارية التي تضمن استمرار تدفق الدخل وزدته؛
- ضمان السيولة اللازمة لمواجهة الظروف الطارئة والالتزامات المترتبة على القرار الاستثماري.

### ثانياً: الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري:

يفترض في متخذ القرارات الاستثمارية الرشيدة مراعاة أمرين فيتمثل الأول في أن يسلك في اتخاذ القرار ما يعرف لمدخل العلمي لاتخاذ القرار والذي يقوم على خطوات محددة أهمها تحديد الهدف الأساسي للاستثمار، بتجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار، تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحركة في القرار وتقييم العوائد المتوقعة واختيار البديل الاستثماري 2 المناسب، بينما يتمثل الثاني فيجدر بمتخذ القرار مراعاة المبادئ الواجب اتخاذها في القرار ومن أهمها:

**1- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:** يعتبر هذا القرار ركناً أساسياً من أركان القرار الاستثماري، ويستمد أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر أو المؤسسة تتسم لندرة، بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة في معظم الأحيان، وذلك يفرض على متخذ القرار الاستثماري أن يراع هذه الحقيقة وذلك اختيار ما يناسبه ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختبار الأداء الاستثمارية التي تتفق مع استراتيجيته في الاستثمار.

**2- مبدأ الخبرة والتأهل:** إن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل الفئات، ففي الواقع الحال توجد فئة ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها، لكنهم لا يملكون الدراية أو الخبرة الكافيتين لاختيار الأداء الاستثمارية المناسبة، ويدعون لمستثمرين السذج، ولمقابل توجد فئة المستثمرين المحترفين ممن يتمتعون بحيرة والدراية الكافية التي تؤهلهم لاتخاذ القرار الاستثماري، وتوجد فئة أخرى ممن يحترفون تقديم الاستشارة والنصح للمستثمرين السذج، تدعى هذه الفئة لمحليلين أو مدراء المحافظ الاستثمارية لذا يفترض لمستثمرين السذج الاستعانة هذه الفئة لترشيد قرارات الاستثمارية.

**3- مبدأ الملائمة:** يشكل هذا المبدأ واحد من أركان الأساسية التي يفترض لمستثمر مراعاتها عند وضع الاستراتيجية الاستثمارية، ويطلق المستثمر هذا المبدأ عندما يقوم الاختيار الاستثماري المناسب، ثم الأداء الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال، ويسترشد المستثمر في تطبيقه بمنحى تفضيله الخاص، والذي يتحدد عادة بمجموعة من العوامل منها: العمر، الوظيفة، مستوى الدخل، الحالة الاجتماعية، الحالة الصحية، ويمكن تطبيق

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

مبدأ الملائمة في اتخاذ القرار الاستثماري في نطاق ما يعرف في عالم الأعمال دارة الموجودات المطلوبة والتي من خلالها يتم تحقيق المقايضة بين عنصرين العائد والمخاطرة وذلك سعياً لتحقيق أقصى عائد على الاستثمار.

**4- مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:** يهدف كل مستثمر إلى تحقيق عائد على استثماره، ولتحقيق هذا العائد يجب أن يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري بموجب معدل خصم يعادل العائد المستهدف، وذلك للوصول إلى القيمة الحالية لهذه التدفقات، فإن كان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة موجبا يعتبر الاستثمار مجد، أما إذا كان الاستثمار سالبا فيعتبر الاستثمار غير مجد.<sup>1</sup>

**ثالثاً: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري ومحدداته**

### 1- العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري

تختلف العوامل المحددة للاستثمار وفق مناظير مختلفة فيرى البعض أن الإنفاق الاستثماري الحقيقي يتوقف على الناتج خلال فترة سابقة (أو أي مؤشر آخر لمستوى النشاط الاقتصادي)، ومستوى الاستثمار الجديد الذي يحل محل الاستثمار المتهاك. كما يمكن إضافة متغير آخر وهو مقدار التغير في التدفقات النقدية الحقيقية بفترة إبطاء واحدة، وكذلك تضمين سعر المنتج النهائي وأسعار مدخلات الإنتاج، وتكلفة الفرصة البديلة، والاستهلاكات، والخسائر أو المكاسب الرأسمالية.

وتستثمر الشركات لسببين أساسيين أولهما؛ الحاجة لإحلال الأصول الإنتاجية، أو إهلاك الآلات والمعدات، أو المباني وغير ذلك من أشكال استهلاك رأس المال، وثانيهما؛ شراء الآلات والمعدات الجديدة، أو المباني من أجل زيادة الطاقة الإنتاجية. وعلى ذلك يكون الاستثمار الصافي هو الاستثمار الإجمالي منقوصاً منه قيمة الإحلال والاستهلاكات للأصول الموجودة.

على سبيل المثال، إذا استبدلت شركة طيران خمس طائرات مستهلكة بطائرات جديدة متطابقة، وقامت أيضاً بشراء طائرتين لزيادة طاقتها، يكون الاستثمار الإجمالي هو سبع، والإحلال هو استبدال خمس، وصافي الاستثمار هو اثنتين، وعلى أية حال يوفر صافي الاستثمار أساساً للنمو الاقتصادي.

ومن بين العوامل والمتغيرات المؤثرة على الاستثمار ما يلي:

بشكل عام على إدارة المشروع اتخاذ القرار المناسب في ضوء الاقتراحات المعروضة والممكنة، ومختلف المتغيرات المحيطة من إمكانيات ومعلومات تغطي المجالات المختلفة كافة المرتبطة بالمشروع، وهذا الأمر يزداد تأثيراً وأهمية وتعقيداً في حالة القرارات الاستثمارية بصفة خاصة، لما لها من آثار تتعلق بالتكاليف الباهظة والإيرادات في الأجلين القصير والطويل.

يواجه مُتخذ القرار الاستثماري العديد من المشاكل والصعوبات، التي ينبغي عليه أن يتغلب عليها حتى يخرج القرار الاستثماري بأعلى فعالية ممكنة، وتُدور هذه المشاكل حول العديد من القضايا المتعلقة بموضوع

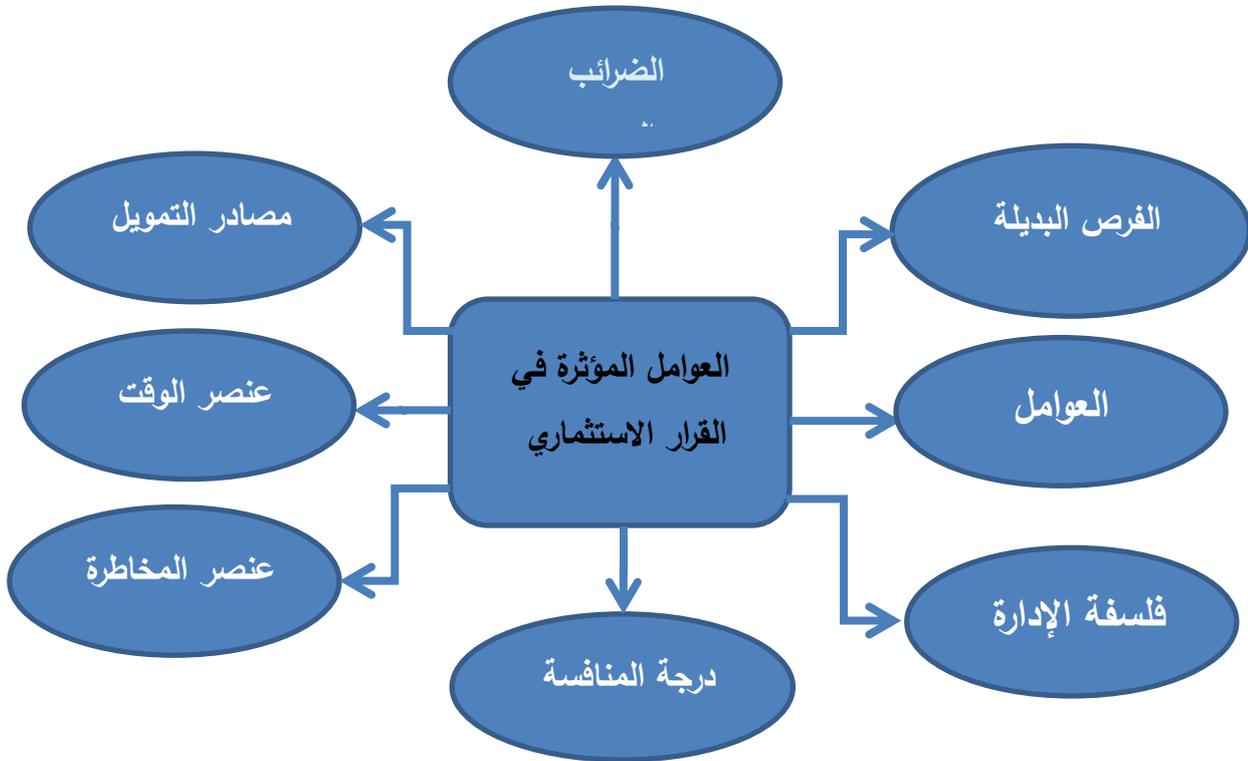
<sup>1</sup> - محمد أبو صر، جمعية حميدات، معايير المحاسبية والإبداع المالي الدولية الجوانب النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص 57.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

الاستثمار، فمنها ما يركز على الجانب المالي، متمثلاً في الصعوبات المالية وأهمها: معدلات الضرائب المرتفعة، الرسوم العالية، وندرة رأس المال اللازم للاستثمار.

كما تتعدد المتغيرات والعوامل التي تؤثر على طبيعة اتخاذ القرار الاستثماري، وقد حدد بعض الكتب أربعة عشر عاملاً، ومن أهم العوامل التي تؤثر بدرجة كبيرة في اتخاذ القرار الاستثماري والتي يجب أن تنال العناية لاهتمام لما لها من آثار بالغة على قبول أو رفع المشروع الاستثماري المقترح، وتتمثل هذه العوامل حسب الشكل التالي:

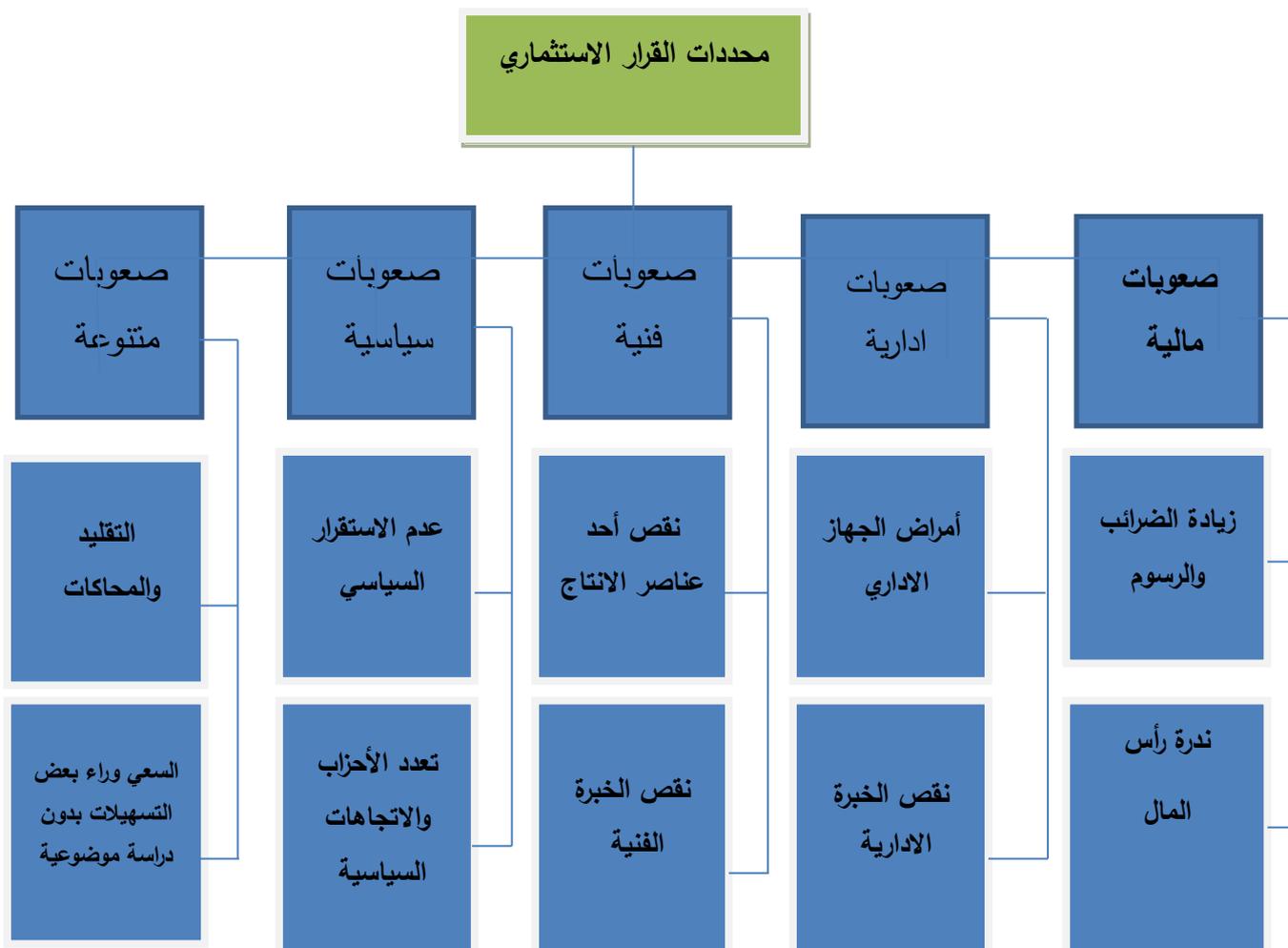
شكل 1-1: العوامل المؤثرة في القرار



المصدر: سهيل عيسى محمد، كيف تستثمر في سوق الأسهم، الأردن، 2012، ص 35

# الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

شكل 1-2: يمثل محددات وصعوبات القرار الاستثماري



المصدر: سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، دار الراية، ط1، الأردن، 2013، ص15

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

### 2- أنواع الاستثمار:

يمكن التمييز بين عدة أنواع للاستثمار، منها على سبيل المثال: الاستثمار الوطني والاستثمار الأجنبي، الاستثمار المباشر وغير المباشر، الاستثمار البشري، وهكذا، وهنا سيتم التركيز على الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي.<sup>1</sup>

#### أ- الاستثمار المالي:

يعرف الاستثمار المالي على أنه استثمار في الأصول المالية مما يعطي حق مطالبة بأصول حقيقية، ونتيجة لتعدد فروعه ومجالاته وخصائصه التي تميزه عن أنواع الاستثمارات الأخرى، فقد توجه إليه الكثير من المستثمرين، ويأتي الدافع وراء الاستثمار المالي من الحاجة إلى:

- تحقيق التوسع الاقتصادي وتنميته من خلال شراء حصص رؤوس الأموال أو السندات وغيرها.
- وجود الوعي الكافي لدى الفرد أو القطاع لأهمية الاستثمار في مجالات معينة.
- وجود فائض مالي من المدخرات التي يرغب صاحبها بزيادتها وتحقيق ربح مستدام منها.

كما هو شراء وبيع أدوات الاستثمار مثل الأسهم، والسندات، وشهادات الايداع، التي تُعرف بالأوراق المالية وهذا الاستثمار يوصف بأنه استثمار غير حقيقي، لأنه لا يخلق طاقة إنتاجية جديدة، بل هو عبارة عن استملاك جزء من طاقة قائمة أصلاً، فغذا اشترى شخص أسهم شركة ما قائمة، فهذا يعني تحويل ملكية الأسهم من شخص لآخر دون أن تكون هناك زيادة في الطاقة الإنتاجية.

من هنا فإن شراء أسهم لأول مرة في شركة ما، يُعد استثماراً حقيقياً، وليس استثماراً مالياً، وذلك لأن شراء الأسهم لأول مرة (الشراء من السوق الأولي عند بداية الاكتتاب بالأسهم) أدى إلى تأسيس شركة غير موجودة أصلاً، مما أدى إلى زيادة في الطاقة الإنتاجية، وكذلك الأمر عند قيام الشركة بتوسيع مجال إنتاجها للسلع والخدمات، كإضافة خطوط إنتاج جديدة، أو طرح سلع جديدة لم تكن موجودة أصلاً، أو الزيادة في كمية السلع الموجودة أصلاً، فإذا مولت الشركة هذا التوسع عن طريق أسهم جديدة للاكتتاب فيعتبر هذا الاستثمار (الاستثمار بالأسهم) استثماراً حقيقياً كونه لأول مرة.

#### ب- الاستثمار الحقيقي:

هو أي استثمار يهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع، بمعنى آخر، هو كل استثمار يؤدي إلى زيادة في الدخل القومي الإجمالي، من هنا فإن استخدام الموارد الاقتصادية، أو استغلالها بشكل يضيف سلماً أو خدمات جديدة، يُعد استثماراً بالمعنى الاقتصادي، وهو الاستثمار الحقيقي. ومن ثم يقصد بالاستثمار الحقيقي: كل الاستثمارات في المباني والآلات والأراضي، فهذا النوع يختص في الاستثمارات المادية ذات القيم الحقيقية، وليس المالية (الأسهم والسندات).

<sup>1</sup> - عبد الرحيم بوادقي، محمد خالد الحريري، الاقتصاد الكلي، جامعة دمشق، الطبعة الثانية، 2005، ص 71.

# الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

## المبحث الثاني: مدخل الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دوراً، استراتيجياً، رئيسي محوريا في اقتصاديات الكثير من وهاما الدول، حيث تمثل نقطة الاتصال والالتقاء بين الأفراد والمؤسسات، من خلال جذب رؤوس الأموال وحشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في عملية التنمية الاقتصادية المنشودة، وتوفير السيولة اللازمة وجذب الاستثمارات الأجنبية وتخفيض كلفة رأس المال، وتسهيل انسياب الأموال من المقرضين إلى المقترضين، وبالتالي تسهم بتوفير قاعدة صلبة ومنتينة للاقتصاديات الوطنية للدول التي توجد فيها

### المطلب الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

عمل سوق الأموال على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية تمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، أي أن أسواق المال تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية وتملك القدرة على الاستثمار، وفي أدائها لتلك الوظيفة، فإن سوق المال تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة في استخدامات إنتاجية، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القوي، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهة الاقتصادية.<sup>1</sup>

لعبت الأسواق المالية في العصر الحديث دورا بالغا الأهمية في النهوض باقتصاديات الدول نظرا للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في عملية تعبئة الموارد المالية وتهيئة الاستثمار.

### أولاً: نشأة الأسواق المالية

تعود بدايات نشأة الأسواق المالية إلى القرن الـ 15، كما يطلق على الأسواق المالية مصطلح بورصة نسبةً إلى أحد كبار التجار (فان دن بورص) الذي كان يقيم في إحدى مدن بلجيكا حيث كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار الأوروبيين لأغراض التبادل وإجراء الصفقات المالية، بعد ذلك أُطلقت كلمة بورصة على كل مكان يجتمع فيه التجار والمستثمرين لإنشاء العقود وإبرامها، بالإضافة إلى ذلك أنّ طابع الأسواق المالية في بداية الأمر كان يغلب عليه الطابع السلعي وذلك لاقتصار الأسواق المالية على عمليات البيع والشراء للسلع الحقيقية وبأساليب بدائية. أما ما نراه اليوم من شكل الأسواق المالية فإنّ ذلك يعود إلى تاريخ إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة أنفريس البلجيكية عام 1576م، وتلا بعد ذلك إنشاء عدة بورصات في عدد من المدن، وصولاً إلى القرن الـ 19 ازداد التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، مما جعل من الضرورة إنشاء سوق لتأمين العمليات التي تجري

<sup>1</sup> - الداغر. محمود، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الاردن، الطبعة الأولى، 2005. ص 70.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

داخل البورصة، والتي تكون عبارة عن سوق مالية تتداول فيها كافة أشكال الأوراق المالية، إضافة إلى الاتفاق على الأسعار التي تحدد وفقاً للعرض والطلب.<sup>1</sup>

أما نشأة بورصة الأوراق المالية (Exchange Securities) بالشكل الحالي فقد جاء متأخراً تاريخ إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة انفرش في بلجيكا عام 1576 ومن ثم في أمستردام في هولندا عام 1608 ثم في لندن عام 1668 وبعدها في باريس عام 1808، ومع بداية القرن التاسع عشر ازداد التعامل بالأوراق المالية بورصة نيويورك في عام 1893 وشراء، مما حتم ضرورة إنشاء سوق لتأمين العمليات الجارية في بورصة الأوراق (Securities) بيعة المالية، وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأوراق المالية المختلفة (أسهم وسندات) وتتحدد فيها الأسعار لقوى العرض والطلب، ولقد عرفت الأسواق المالية من خلال الدول التي احتلت ديارها واستصرف فنرواتها من قبل الاستعمار، إذ أنشأت العديد من البنوك و البورصات تطبيقاً لأنظمتها الاقتصادية الوضعية، و تعد البورصة الإسكندرية أول ظهور للبورصة في مصر عام 1883م ثم بورصة القاهرة عام 1904م، ثم توالى بعد ذلك ظهور البورصات في الدول العربية، منها بورصة لبنان عام 1960م والمغرب عام 1967م، و تونس عام 1968م، و الكويت عام 1977م، و الأردن عام 1978م، والبحرين وعمان و العراق عام 1989م، و السعودية عام 1995م، و السودان و قطر و الإمارات والجزائر و فلسطين عام 1991م.

### ثانياً: تعريف الأسواق المالية<sup>2</sup>

تختلف الأسواق المالية عن غيرها من أسواق السلع وعوامل الإنتاج من حيث كونها مجال التقاء العرض والطلب باتجاه تحديد مستويات التوازن سعري والكمي، فضال عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف التعامل، غير أن ما يميز الأسواق المالية عن باقي الأسواق هو طبيعة ما يجري التعامل فيه، إذ أنها سوق للتمويل، حيث تتضمن عرض وطلب للأموال، وما يتبع ذلك من طبيعة خاصة لمختلف الأطراف التي لها تأثير في مستويات التوازن. وتعرف الأسواق المالية بأنها الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية والنقدية، سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها وأشكالها، وشهادات الإيداع وغيرها، وأسواق العملات الأجنبية المصرف وغيرها. أو هي عبارة عن مجموعة من القنوات التي تنتقل من خلالها الأموال من وحدات الفائض المالي أفراد، هيئات، مؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها من وحدات العجز المالي، في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر ولها عدت تعريفات.

• تعرف أسواق الأوراق المالية بأنها آلية يتم من خلال تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً. وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - دكتور أدهم إبراهيم جلال الدين. الصوك والأسواق المالية الإسلامية. دار الجوهرة للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، الأردن 2014 ص 29

<sup>2</sup> - الداغر. محمود، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، مرجع سبق ذكره، ص 75.

<sup>3</sup> عاطف وليم اندراوس. أسواق الأوراق المالية. دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 21

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

• تعرف الأسواق المالية بأنها الألية التي يتاجر بها الموجودات المالية او المطلوبات المالية وبشكل متكرر فقد لا يكون هناك مكان ماديا للسوق، وإنما صفقات تنفذ عبر وسائل متعددة منها: الهاتف والانترنت ويمكن القول بان الأسواق المالية تمثل مفهوما واسعا وشاملا لعدد كبير من الأسواق المالية النقدية والأوراق المالية وتبادل العملات الأجنبية وغيرها كثير ويمكن الوقوف على كل التفاصيل من خلال تصنيفها.<sup>1</sup>

وتنقسم السوق المالية إلى سوقين رئيسيتين هما: سوق النقد وسوق رأس المال، حيث تعتبر سوق النقد رافدا للتمويل قصير الأجل، يتم من خلالها تبادل الالتزامات المالية (القروض والأوراق المالية) قصيرة الأجل في حين تعتبر سوق رأس المال رافداً للتمويل متوسط وطويل الأجل، يتم من خلالها تبادل الالتزامات المالية (القروض والأوراق المالية) متوسطة وطويلة .... الخ.

### ثالثا: تصنيفات أسواق مالية وأنواعها:

يمكن تقسيم السوق المالي من حيث الإصدارات إلى قسمين أساسيين هما السوق الأولي والسوق الثانوي، كما يمكن تقسيم السوق المالي من حيث الأوراق المالية المتداولة فيه إلى السوق النقدي وسوق رأس المال وسوق الأوراق المالية المشتقة، كذلك يمكن تقسيم السوق المالي من حيث مكان الانعقاد إلى سوق منظم وسوق غير منظم، وفيما يلي سنستعرض تفصيلا هذه التقسيمات.<sup>2</sup>

تركز العديد من المراجع العلمية فيما يخص أقسام أسواق مالية على معايير مختلفة لإبراز أجزاء السوق ما لي حيث يتكون من مجموعة من أسواق.

### 1- تقسيم (أنواع) الأسواق المالية<sup>3</sup>

تتعدد تقسيمات الأسواق المالية إلى درجة أنه يصعب فصل كل نوع عن الآخر، وذلك وفقا لمجموعة من معايير التصنيف (التقسيم)، وعموما تقسم هذه الأسواق إلى قسمين رئيسيين هما أسواق النقد (قصيرة الأجل) وأسواق رأس المال (متوسطة وطويلة الأجل).

<sup>1</sup> - سرمد الكوكب الجميل. مدخل إلى الأسواق المالية. شركة دار الأكاديمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2018، ص 99.

<sup>2</sup> - الداغر. محمود، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، مرجع سبق ذكره، ص 80.

<sup>3</sup> - ضياء مجيد، أسواق رأس المال وأدوات الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، سنة 2003، ص 11.

# الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

## أسواق النقد (Markets Money)

### • تعريف سوق النقد:

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، أي التي يقل تاريخ استحقاقها عن السنة، والتي ترتفع درجة سيولتها، وتتنخفض مخاطرتها، لذلك تكون معدلات عائدها قليلة مقارنة بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل المتداولة في أسواق رأس المال، ويتم التعامل في هذه الأسواق من خلال مختلف المتعاملين الاقتصاديين من سماسرة وبنوك تجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية بالنسبة للأوراق التي تصدرها الحكومة . وعرفت سوق النقد أيضا بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، وهذه القروض قد تتم من خلال عقد القرض المباشر، أو من خلال الأوراق قصيرة الأجل . كما يمكن تعريف هذه السوق بأنها السوق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل بين وحدات الفائض ووحدات العجز المالي المؤقت وليس لسوق النقد مكان محدد يتم لتعامل فيه، كما هو الأمر بالنسبة لكثير من البورصات، بل تتم المعاملات فيها من خلال السماسرة المتخصصين أو البنوك التجارية، إما بالاتصال المباشر أو الاتصال عن طريق الهاتف، التلكس، الفاكس، وأجهزة الإعلام الآلي (الانترنت) وغيرها من وسائل الاتصال.

### • أقسام سوق النقد:

تنقسم السوق النقدية إلى قسمين أو أكثر، حسب البلد ودرجة تطور السوق ذاتها، وكذا حسب قدرة وسيطرة الدولة على تلك السوق من حيث الرقابة والتنظيم . ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثال تقسم السوق النقدية إلى فرعين، خصص كل فرع لنوع معين من العمليات، وهذين الفرعين هما:

▪ **سوق الخصم:** يتم فيه خصم الأوراق التجارية من كمبيالات وسندات وأذونات الخزينة.

▪ **سوق القروض قصيرة الأجل: (The Short Term loan market)** يتم التعامل فيها بين العارضين

(كالبنوك التجارية وغيرها من المؤسسات المالية المختصة في منح القروض قصيرة الأجل) والطلابين (من أفراد ومؤسسات) للأموال لآجال قصيرة تمتد من يوم أو ليلة واحدة وقد تصل إلى 6، 9 شهر أو سنة.

وفي فرنسا أيضا تتكون السوق النقدية من قسمين هما:

• **السوق فيما بين البنوك: (Marché inter - bancaire)** وهي مخصصة معاملات فيما بين مؤسسات القطاع

المصرفي، حيث هناك مؤسسات مالية معينة يسمح لها القانون الفرنسي بالمشاركة والتعامل في هذه السوق، مثل

المؤسسات المختصة في القروض، بنك فرنسا، الخزينة العمومية، مصالح البريد وغيرها

• **سوق القيم المدينة المتداولة: (Marché de titres des créances négociables)** وفيها يتم تداول شهادات

الإيداع، أذونات الخزينة وسندات المؤسسات والشركات المالية وكذا سندات الخزينة العمومية المتداولة، وهي سوق

مفتوحة لكافة المتعاملين الاقتصاديين الذين تتوفر فيهم الشروط المطلوبة.

# الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

## أ- أسواق رأس المال (Capital Markets)

### 1- تعريف سوق رأس المال:

هي السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كالأسهم، أو تمثل مستند مديونية كالسندات، والتي تصدرها منشآت الأعمال والحكومات. ويمكن تعريف سوق رأس المال أيضا بأنها السوق التي يلتقي فيها الباعة والمشترون أصول مالية، من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي تعمل من خلال السوق، ويحقق الصلة بين الباعة والمشتريين وسطاء متخصصون يساعدون على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية، أو تحويل تلك الأصول إلى نقدية مرة أخرى.

### 2- أقسام سوق رأس المال: <sup>1</sup>

تقسم سوق رأس المال تبعاً لعدة معايير إلى عدة أقسام، وذلك كما يلي:

#### ✓ التقسيم حسب توقيت الإصدار (التقسيم الوظيفي)

تنقسم سوق رأس المال وفق هذا المعيار إلى سوقين رئيسيين هما السوق الأولية والسوق الثانوي

#### ❖ السوق الأولية (Market Primary):

يطلق على السوق الأولية أيضا سوق الإصدارات، وهي ذلك الجزء من سوق رأس المال الذي يتم فيه بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة، ومن هذه السوق تحصل الجهة المصدرة (شركات وحكومات) على الموارد المالية لتمويل الاستثمارات أو لتمويل العجوزات عن طريق ما تصدره من أصول (أوراق مالية)، وبذلك تكون السوق الأولية بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي للمصدر، وسوق الاستثمار المالي للمستثمر الذي اشترى الورقة المالية. كما يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق التي تخلقها مؤسسة متخصصة كوسيط مالي، تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراقا مالية أصدرتها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، أو قد يكون هذا الوسيط بنكا تجاريا.

كما هو الحال في الدول التي تنسم سوق أوراقها المالية بالصغر- أو أحد بنوك الاستثمار، أو أي وسيط مالي يتعامل بالأوراق المالية .

هذا وتتم عملية بيع الإصدارات الجديدة في هذه السوق بإحدى الطرق الآتية:

- الطريقة المباشرة: حيث تتولى الجهة المصدرة للأوراق المالية الاتصال المباشر بالمستثمرين من أفراد ومؤسسات، كي تبيع لهم تلك الأوراق، وعادة ما تمتاز هذه الطريقة بارتفاع تكاليفها.

<sup>1</sup> - ضياء مجيد، أسواق رأس المال وأدوات الأسهم والسندات مرجع سبق ذكره، ص: 22.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

- الطريقة غير المباشرة: وتتم من خلال بيع الأوراق المالية المصدرة لوسيط معين (بنك تجاري، بنك استثمار...)، ثم يقوم هذا الأخير ببيعها مرة أخرى لمن يرغب في الاستثمار في تلك الأوراق من جمهور ومؤسسات، وعادة ما تكون تكاليف هذه الطريقة أقل نسبيا من تكاليف الطريقة المباشرة.

### ❖ السوق الثانوية (Market Secondary)

تسمى هذه السوق أيضا بسوق التداول، وتعرف على أنها السوق التي تتم فيها جميع المعاملات المالية بيعا وشراء، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية -التي سبق إصدارها- من بائع لمشتري طبقا لسعر الورقة المالية السائد في السوق وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.<sup>1</sup> فالسوق الثانوية إذن هي مكان التقاء الباعة والمشترون للأوراق المالية إلى سبق وأن بيعت في السوق الأولية، ويكون بيع الأوراق المالية في هذه السوق إما بهدف الحصول على سيولة، أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية أخرى أو أي استثمارات بديلة، ويحصل المشتري على نفس حقوق بائع الورقة المالية الأصلية .

فرغبة حامل الأوراق المالية في تحويلها إلى سيولة، أو تنويع استثماراته، أو هما معا يدفعانه إلى بيع وشراء الأوراق المالية، وهي الوظيفة الديناميكية للسوق الثانوية، حيث لا يعقل أن يجمد شخص أو شركة أمواله إلى ما لا نهاية، من خلال الاكتتاب في أوراق مالية طويلة الأجل نسبيا أو ليس لها تاريخ استحقاق أصال، لوال درايته بإمكانية تسيلها مرة أخرى متى شاء، فالمستثمر في الأوراق المالية يستهدف عائدا دوريا في شكل أرباح (توزيعات) أو فوائد، كما يستهدف تحقيق أرباح رأسمالية تتمثل في الفرق بين سعر إعادة بيع هذه الأوراق وسعر شرائها، إضافة إلى ذلك فهو يهدف إلى تنويع استثماراته ، و تسيلها مرة أخرى بأقل جهد وتكاليف ممكنة.

إذا ما صدرت الأسهم وبيعت في السوق الأولية فبعدها يمكن المتاجرة بها وهذا يعني إعادة شرائها ففي اليوم الأول قد يرتفع سعرها وقد ينخفض سعرها قياسا بالقيمة التي صدرت بها أولا القيمة الاسمية وهذا هو دور السوق الثانوية (سوق التداول=السوق الثانوي)، حيث تتم فيه التداولات في الأسهم ومن هنا يمكن فهم لماذا كان ثانويا فالبيع بحجم فيه للمرة الثانية بعد بيع الإصدار في السوق الأولي.

توفر الأسواق الثانوية عدد من الفوائد للمستثمرين الذين يوفرهم الأموال للشركات المصدرة للأسهم أي المستخدمة لتلك الأموال ومن هذه الفوائد التي يجمع بها المستثمرون ان هذه الأسواق الثانوية توفر السيولة و التنويع في عرض المزيد من الأسهم اما الفائدة التي تحققها الشركة المصدرة للأسهم من هذه الأسواق الثانوية انها بمثابة الوسيط بين الشركة وحامل السهم الممول لها، فهي لا ترتبط مباشرة به اثناء تحويل المال او الورقة ولكن من خلال السوق الثانوية يتم ذلك، ويمكن لمصدر الأسهم الحصول على المعلومات اللازمة للقيمة السوقية المتداولة لتلك الأداة، ومن ثم يمكن الوقوف قيمة الشركة و ان متابعة أسعار السوق يمكن ان يلاحظ او يدرك من قبل المستثمرين كيفية حملة الأسهم فتشكل دوافع وحوافز لعمليات البيع و الشراء في السوق وهذا ما يطلق عليه بعملية المتاجرة في هذه السوق المالية الثانوية ( التداول)، وان المعلومات السعريّة تسمح للمصدرين لها تقييم استخدامهم

<sup>1</sup> - سرمد الكوكب الجميل. مدخل إلى الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 88.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

لأموال المولدة من تلك الأدوات المالية التي سبق إصدارها وتجهيز المعلومات و كيفية توفيرها للمتعاملين في السوق.

وبناء على مفهوم السوق الثانوية، يمكن التمييز بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، إضافة إلى أسواق أخرى.

### الأسواق المنظمة (Organized or Systematic Markets)

ويطلق عليها البورصات، والسوق الرسمية، وسوق المزاد، والسوق القارة، وتعتبر من أهم أقسام السوق الثانوية، إذ أنها أسواق مالية رسمية يتم التعامل فيها بقانون البورصة وإجراءات عمل محددة، وتخضع لرقابة الحكومة، وذلك أجل تنظيم عمليات التداول على الأوراق المالية بيعة وشراء دون غش أو خداع، سواء من جانب العاملين والمتعاملين في البورصة، أو من جانب الشركات المقيدة بها والتي تتداول أوراقها المالية هناك.

وأهم ما يميز هذه السوق هو وجود مكان معين يلتقي فيه البائعون والمشترون للأوراق المالية، كما أن لها هيكل تنظيمي ومؤسسي منظم يدار من طرف لجنة، تسمى لجنة البورصة.

### ➤ الأسواق غير منظمة (Unorganized or Non-Systematic Markets)

وتسمى أيضا سوق التداول خارج البورصة (Over The Counter Market O.T.C)، والسوق الموازية، والسوق غير الرسمية، والسوق غير القارة، ويتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية فيما بين البنوك وسماسرة الأوراق المالية والسيارة وبيوت السمسرة وغيرها من المنشآت المتخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية، خارج بورصة الأوراق المالية كسوق منظم، وذلك سواء كانت الشركات المصدرة لتلك الأوراق مقيدة أو غير مقيدة بالبورصة. فالأسواق غير المنظمة تتعامل أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة، أي التي لم تستوف شروط إدراجها في البورصة، إلا أن هذا لا يعني منع تعامل تلك الأسواق في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة.

وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان وال هيكل تنظيمي ومؤسسي محدد، بل تتم الصفقات من خلال شبكة اتصالات كبيرة وقوية تتمثل في الخطوط الهاتفية وأطراف الحاسب الآلي وغيرها من وسائل الاتصال التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. هذا وتتكون السوق غير المنظمة من :

### ❖ السوق الثالث: (Third Market)

ظهرت هذه الأسواق كمنافس للأسواق المنظمة، والسبب وراء وجود هذه الأسواق ونموها هو رغبة المستثمرين الكبار والمستثمرين المؤسساتيين في تخفيض تكاليف الصفقات والقيود التي تفرضها لوائح الأسواق المنظمة، وتمثل صناديق الاستثمار والبنوك التجارية، وبيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة أهم المتعاملين في هذه السوق. وتضم السوق الثالثة بيوت (شركات) السمسرة غير العضوة في السوق المنظمة، وبيوت السمسرة هذه هي مؤسسات مستعدة في أي وقت لبيع وشراء الأوراق المالية بمبالغ وكميات كبيرة.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظة الاستثمارية

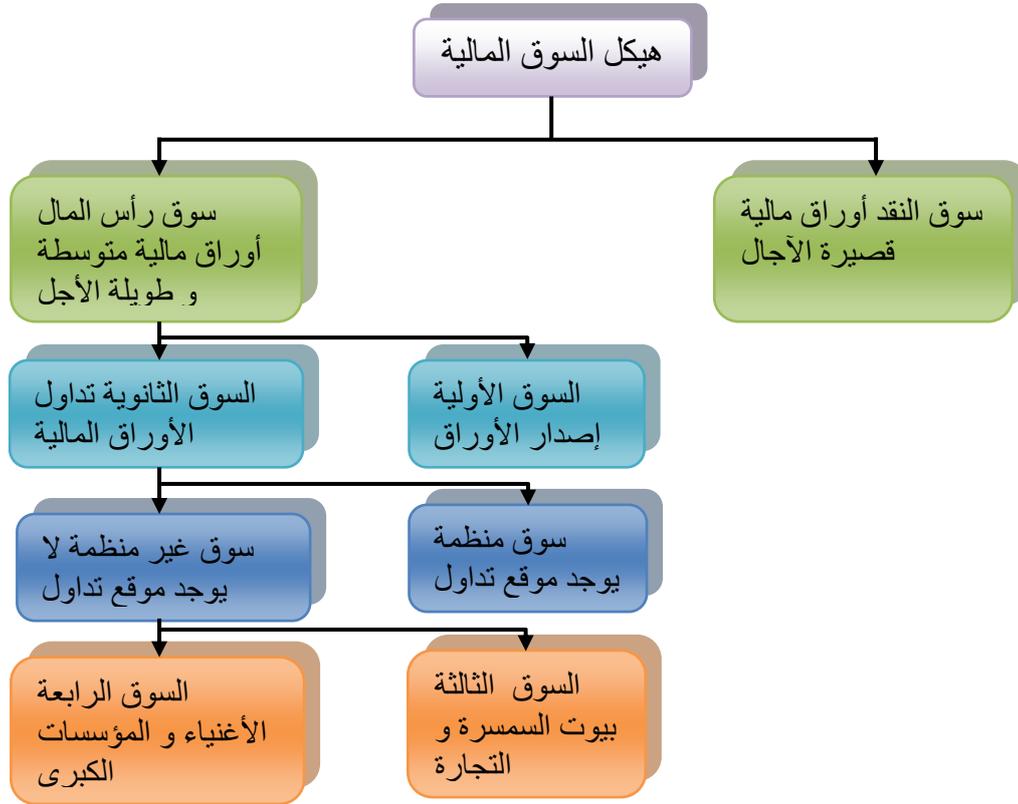
### ❖ السوق الرابع: (Fourth Market)

تعرف كذلك بسوق الأغنياء، وهي تشبه السوق الثالثة من حيث إتمام الصفقات خارج السوق المنظمة، إلا أن التعامل فيها يتم من خلال الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء دون الحاجة إلى الوساطة، إضافة إلى ذلك تتميز هذه السوق بضخامة صفقاتها، ويتم الاتصال عن طريق شبكة الاتصالات كالهاتف والحاسب الآلي، وبذلك فإن الحد من العمولات التي تدفع للممارسة هو أحد أسباب وجود هذه السوق.

### رابعاً: هيكل السوق المالية<sup>1</sup>

فإن سوق النقد تمثل نقطة النقاء للاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل. ومن أهم الجهات المشاركة في هذه السوق، البنوك التجارية والمؤسسات المصرفية والمالية، خاصة المتخصصة منها، إلى جانب الجهات الحكومية (كالبنك المركزي) التي تبيع وتشتري الأوراق المالية، فضال على تجار سوق الأوراق المالية وسماسته، وقد شهدت السنوات الأخيرة تطور الأسواق النقدية، إذ ازداد التعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل مقارنة بباقي أدوات السوق الرأسمالي، بسبب استخدام البنوك والشركات التجارية أدوات سوق النقد بشكل واسع ومستمر وهو ما يمثله المخطط رقم (01) الآتي بيانه:

شكل 1-3: يمثل مخطط هيكل السوق المالية



المصدر: سرمد الكوكب الجميل. مدخل إلى الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 88.

1 - أنطوان ناشف و خليل هندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص. 38.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

### المطلب الثاني: تصنيفات الأوراق المالية وأنواعها

نعلم بأن سوق الأوراق المالية يقدم للمستثمرين إحدى أفضل الطرق لتنمية رؤوس أموالهم، وقد يكون الكثير منكم على دراية بالاستثمار في الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، ومع ذلك، في العصر الرقمي، هناك الآن أنواع مختلفة من الأوراق المالية المتاحة للمستثمرين. مما يعني أن التعرف عليها بالتفصيل أمر مهم للغاية لتكون مستثمرًا ناجحًا.

تداول في الأسواق المالية كما في غيرها من الأسواق سلعة، تتمثل في الأوراق المالية لها خصائص مميزة، وأنواع مختلفة تتعدد بتعدد رغبات وحاجات المتعاملين في تلك الأسواق، ومن هذه الأوراق المالية، ما يمثل حق ملكية ممثلة في الأسهم، وأخرى حق الدائنة ممثلة في السندات، ومنها ما تشتق قيمتها من قيمة الأوراق المالية وتتمثل في المشتقات المالية. نتناول تعريف وخصائص وأنواع هذه الأوراق المالية بالتفصيل، من خلال هذا المطلب.

### أولاً: تعريف الأوراق المالية:

يشير مصطلح الأوراق المالية إلى أي أداة مالية قابلة للتداول. تتضمن بعض الأمثلة الشائعة مثلاً: الأسهم والسندات. يمكن أيضاً تعريف الأوراق المالية بطريقة أخرى وهي العقود المالية التي تمنح المالك حصة في أصل معين والتي يمكن شراؤها وبيعها. مع تطور اقتصادات العالم، يوجد الآن أنواع مختلفة من الأوراق المالية المتاحة للمستثمرين. بشكل عام، النوعان الأكثر شيوعاً من أنواع الأوراق المالية التي يهتم بها المستثمرون هما الأوراق المالية لحقوق الملكية وسندات الدين.

### ثانياً: أنواع الأوراق المالية:<sup>1</sup>

تنقسم الأوراق المالية إلى قسمين أساسيين، أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية متوسطة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل، وفيما يلي تفصيل لكل منهما:

#### 1- الأوراق المالية قصيرة الأجل في السوق النقدية:

تعرف السوق النقدية بأنه سوق الأدوات المالية قصيرة الأجل (أقل من سنة) ، وأهم هذه الأدوات هي التالية:  
أ- الشيك: يتم إيفاء الديون أو تسديد المستحقات من خلال شيكات مسحوبة على الحساب الجاري للمدين، ويمكن للدائن تظهير الشيك لطرف آخر بدلاً من استيفاء قيمته من المصرف.  
ب- الكمبيالة: وهي أمر كتابي يصدره الدائن ويسمى الساحب إلى المدين ويسمى - المسحوب عليه، يأمره فيه بدفع مبلغ معين في تاريخ محدد لنفس الساحب أو لطرف آخر يسمى المستفيد. وغالباً ما تكون الكمبيالة نتيجة صفقة تجارية يتم إقرارها بين أطراف التعامل، وتكون مدتها في أغلب الأحيان أقل من سنة ويتم توقيع كامل الأطراف عليها.

1 - الداغر. محمود، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، المرجع سبق ذكره، ص: 99.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

ج-السند الأذني: وهو سند مكتوب يحرره المدين ويتضمن تعهداً بدفع مبلغ غير متعلق بشرط إلى الدائن أو شخص آخر يحدده الدائن ويسمى المستفيد ويوقع عليه المدين إقراراً بما فيه في وقت محدد.

د-السندات الحكومية: تصدر في أغلب الأحوال مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل. ومن أمثلة السندات الحكومية: سندات الخزينة Treasury Bonds وشهادات الخزينة Treasury Certificates والسندات البلدية Municipal Bonds ومن أمثلة السندات التي تصدرها المؤسسات العامة. سندات السلطة.

هـ-سندات الخزينة :

سندات الخزينة أو أوراق الخزينة هي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر وعام كامل وهذه أوراق لا تحمل فائدة وإنما تباع بخصم معين على قيمتها الاسمية وتمنح الحكومة عليها فائدة نقدية منخفضة نسبياً بالقياس لسعر الفائدة السائد على القروض المصرفية بسبب شدة سيولة هذه الحالات النابعة من إمكان خصمها قبل موعد استحقاقها لدى المصارف التجارية.

ي-شهادات الخزينة:

وهي تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محددة في تاريخ معين ولا تتجاوز مدتها العام الكامل.

2-الأوراق المالية متوسطة الأجل وطويلة الأجل:

وهي الأدوات التي تصدر ويتم التعامل بها وتداولها في السوق المالية الأولية والثانوية، وهذه الأدوات هي التالية:

أ-الأسهم: تمثل حقاً مشاعاً على الدخل رأس المال وهي أحد أشكال الاستثمار متوسط الأجل، حيث يستمر مع استمرار الشركة في نشاطها، ويعتبر جزءاً من الملكية وتصفى الأسهم عند تصفية الشركة ويحصل حاملو الأسهم على نسبة من الأرباح وليس على فوائد ثابتة.

ب-الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية، تصدر عن شركة مساهمة ما، بقيمة اسمية ثابتة وهي قيمة الوجه، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام، في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.

ج-قيم الأسهم العادية: للسهم العادي قيمة مختلفة وهي:

- القيمة الاسمية: هي القيمة التي صدرها السهم، وجملة القيمة الاسمية تمثل رأس مال الشركة، الذي يظهر بالميزانية العمومية،<sup>1</sup> تحسب القيمة الاسمية للسهم من خلال قسمة رأس المال، على عدد الأسهم المصدرة وفقاً للمعادلة التالية: القيمة الاسمية للسهم = رأس المال ÷ عدد الأسهم.<sup>2</sup>

- القيمة المحاسبية: تدعى القيمة الدفترية، هي القيمة التي تحددها قائمة المركز المالي، وتتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين من رأس المال والاحتياطات والأرباح المدورة، على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب بها؛

1 - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوال ومستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص: 44.

2 - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص92-93.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

- القيمة السوقية : هي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة.<sup>1</sup> تعبر عن قيمة ثروة حامل السهم الحالية في السوق. وتتحدد من خلال عمليات التداول بالسوق، وهي تتأثر بالعرض والطلب.
- القيمة العادلة : هي ما يفترض أن يكون عليه سعر السهم في السوق، وتحسب من خلال إيجاد القيمة الحالية للدخل المستقبلي من أصول الشركة.<sup>2</sup>
- د- حقوق حملة الأسهم العادية: يتمتع حملة السهم العادية بحقوق هي:<sup>3</sup>
- الحق في الاشتراك في الإدارة؛
  - الحق في نصيب من الأرباح الموزعة: لا يحصل عليه إلا إذا تحقق الربح، واتخذ قرار بتوزيعه؛
  - أولوية الشراء للأسهم الجديدة : هذا الحق في الاكتتاب بالأسهم الجديدة، يعطيهم فرصة المحافظة على مركزهم النسبي في التصويت، وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، كما يحافظ على نصيبهم في الاحتياطات والأرباح المحتجزة، في حالة بيع الأسهم الجديدة بسعر أقل من قيمتها الدفترية؛
  - الحق في نقل الملكية؛
  - الحق في الحصول على نصيبهم من نتائج تصفية الشركة: هذا لا يتحقق إلا بعد الوفاء بالتزامات نحو الدائنين، وأصحاب الأسهم الممتازة والتزامات الأخرى.
  - الحق في الحصول على نصيبهم من نتائج تصفية الشركة: هذا لا يتحقق إلا بعد الوفاء بالتزامات نحو الدائنين، وأصحاب الأسهم الممتازة والتزامات الأخرى
- هـ- أنواع الأسهم العادية: تنقسم الأسهم العادية وفق المعيار المستخدم، إلى الأنواع التالية :
- من حيث الشكل: يمكن تصنيف الأسهم حسب الشكل إلى ما يلي:<sup>4</sup>
- أسهم اسمية: تصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج للعودة للمصدر أو للبورصة؛
  - أسهم لأمر: المساهم هنا غير معروف للشركة وتنتقل ملكيتها بطريقة التظهير؛
  - أسهم لحاملها: ليست باسم شخص معين، وتنتقل الملكية من يد إلى أخرى، ومالكه هو الشخص الذي يحوز عليها في حينه.
- من حيث الحصة المدفوعة: يمكن تصنيف الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم، إلى:<sup>5</sup>
- أسهم نقدية: يسد المساهم قيمتها نقداً؛
  - أسهم عينية: تسد قيمتها عينا في شكل أراضي أو عقارات إلخ، وعادة تخصص للمؤسسين أصحاب الفكرة في إقامة المشروع.

1 - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010 ص: 160

2 - سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، دار الراية، ط1، الأردن، 2013، ص 74-75.

3 - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 102-103.

4 - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 81-82.

5 - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق-أحوالها ومستقبلها-، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

أسهم مختلطة: يدفع جزء نقداً وجزء عينا؛

**حصص التأسيس:** تصدرها الشركة عند تأسيسها، وليس لها قيمة اسمية تكتب على الصك، إنما لها نصيب من الأرباح. ولا تدخل حصص التأسيس في رأس مال الشركة، ويكتفي بذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية، وتمنح للمؤسسين مقابل جهودهم في تأسيس الشركة.

**ي- الأسهم الممتازة:** هي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوقاً أكثر، مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية، مثل الأولوية في الحصول على أرباح، حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية، أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها.

• **خصائص الأسهم الممتازة:** تتمتع الأسهم الممتازة بالخصائص التالية :

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة؛

- حق الأولوية في الحصول على حصة التصفية من الأصول؛

- حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية؛

- حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى؛

- حق تحويلها إلى أسهم عادية؛

- حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الإسمية.

• **أنواع الأسهم الممتازة:** تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

- **مجموعة للأرباح:** تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح، لكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية؛

- **مشاركة في الأرباح:** توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح، تتمثل بإعطاء الحق أيضاً في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم؛

- **القابلة للتحويل:** تعطي حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية؛

- **القابلة للاستدعاء:** تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها، أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصاً عند ارتفاع أسعارها السوقية .

**المطلب الثالث: طرق التداول في السوق الأوراق المالية**

تحتل سوق الأوراق المالية أهمية بالغة ضمن الاقتصاد الوطني في أي دولة من دول العالم، حيث تعتبر مرآة تعكس الوضع الاقتصادي لأي دولة، وتقدم صورة صادقة للوضع المالي للشركات المطروحة أسهمها في سوق الأوراق المالية، وهذه الشركات تمثل جزء لا يستهان به من النشاط الاقتصادي في البلد المعني، وإلقاء نظرة على نشاط سوق الأوراق المالية بدولة ما في ظل المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، المحلية والدولية، كفيل بأن يعطي صورة أقرب إلى الصدق للوضع الاقتصادي لتلك الدولة، وبحيث يصبح واحد من أهم المؤشرات للحكم على اقتصاد بلد ما. وتلعب سوق الأوراق المالية دوراً رائداً في عملية تمويل الاستثمارات في الدول الغربية،

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

وخاصة في المراحل الأولى للتنمية، حيث شكلت الإصدارات الأولية 40% من إجمالي الناتج الوطني في الولايات المتحدة، و 33% في فرنسا و 25% في ألمانيا في نهاية القرن الماضي.<sup>1</sup>

### أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية ركناً أساسياً من أركان القطاع المالي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص، وتقوم على مبادئ اقتصاد السوق، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية، وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني، وتزويد من معدلات الرفاه لأفراده. وقد رافق تطور سوق الأوراق المالية التطورات التي عرفت اقتصاديات الدول وصناعاتها عبر التاريخ، حيث تطور وتبلور مفهوم سوق الأوراق المالية مع الزمن إلى أن وصلت إلى الحال التي هي عليه.

يطلق الكتاب الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير أغلبها إلى مدلول واحد. فالبعض يسميها سوق رأس المال باعتبارها مصدر الأموال الضرورية لتمويل المشروعات الكبرى. ويعرفها آخرون باسم السوق المالية أو السوق الاستثمارية، أي أنها سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل تميزها لها عن سوق الأموال قصيرة الأجل (السوق النقدية)، ومن لأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم بورصة الأوراق المالية، ولقد عرفت بتعريفات عدة منها "سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال".<sup>2</sup>

كما نجد تعريفاً آخر لها على أنها "المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، حيث يتم فيها طرح الأوراق الجديدة للتداول لأول مرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تسهل عملية تحويل الأصل إلى سيولة من خلال التنازل عنه في البورصة".<sup>3</sup> وتعرف سوق الأوراق المالية أيضاً على أنها "السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى، ويتعامل بها لأجال طويلة ومتوسطة بما يساعد على تشجيع الاستثمار، حيث تقوم سوق الأوراق المالية بتجميع المدخرات لأستخدامها في المجال الاستثماري من خلال توجيهها لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء المشروعات الجديدة، أو لزيادة حجم القائم منها و ذلك في صورة أسهم وسندات"<sup>4</sup> وتم تعريفها على أنها "اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق، لتنفيذ أوامر عملائهم المستلمة من قبل وأثناء فترة العمل، فهي بذلك تقوم بدور مزدوج لأنها تعمل على التقاء العرض والطلب، وتقوم بتوفير القدر الكافي من الضمانات اللازمة لإتمام الصفقات، وتحديد التوازن بين الأسعار من خلال العلانية التي تقوم البورصة بتوفيرها".<sup>5</sup>

1 - الداغر محمود، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، المرجع سبق ذكره، ص 91.

2 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، ط1، دار أسامة، الأردن، 2008، ص 17.

2- David Begg et autres, Macroéconomie, édition Dunod, deuxième édition, 2002, p 132

4 - محمود فهمي، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر: وسائل وأساليب تنميتها، مؤتمر دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال، الهيئة العامة لسوق المال، 1988، ص 157.

5 - سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005، ص 185.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

ثانيا: نشأة سوق الأوراق المالية:

ترجع كلمة بورصة نفسها إلى الاجتماعات التجارية التي كانت تعقد في فندق قريب من مدينة بروج "Bruge" البلجيكية، كان يملكه أحد أفراد عائلة "فان دي بورص" Van Der Bourse "، حيث كان يجتمع به في فندقه العديد من التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين، وكانت الارتباطات تتم في شكل عقود وتعهدات، ثم تطورت لتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة. ويعتبر المؤرخون سنة 1339 بمثابة السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة، نسبة إلى عائلة الشخص السابق الذي كان يستقبل هؤلاء التجار ورجال الأعمال في فندقه. ويقول البعض أن الاجتماعات كانت تعقد أمام الفندق وأمام بيت هذه العائلة، وكان شعار هذا الفندق عبارة عن ثلاثة أكياس للنقود "purses three" معلقة (5) أمام باب الفندق، ومن ثم جاء الاسم "بورصة".<sup>1</sup>

### 1- تحديد أسعار الأصول المالية:

يتمثل الوظيفة الأولى للأسواق المالية في تحديد أسعار الأصول والتي تتمثل في تحديد السعر العادل للأصل المالي الذي يتم تداوله والتي يتم من خلالها التقاء راغبي شراء أصول المالية (الطلب) وراغبي بيعها (العرض) ومن خلال تحديد السعر العادل يتم حماية المتعاملين في سوق المال من شراء أصول مقومة بأعلى من سعرها أو بيع أصول بأقل من سعرها العادل.

### 2- توفير السيولة

تتمثل الوظيفة الثانية للأسواق المالية في توفير السيولة لمالك الأدوات المالية حيث تقدم الأسواق المالية للمستثمر الآلية لبيع الأصول المالية بالسعر العادل بمعنى المستثمرين من تحويل الأصل المالي الخاص به إلى نقود به بالسعر العادل وفي التوقيت الذي يريده ويجب ملاحظة أن بولا الأسواق المالية لا خطر للمستثمر لقبول السعر الذي يحدده المشتري والذي قد يكون غير عادل إذا ما احتاج لتسلي أصول المالية أو ينتظر حتى تاريخ الاستحقاق ليحصل على أمواله في صورة نقدية وفي يتم تصفية المنشأة التي تمتلك حصة فيها ولا يوجد ما يضمن حصوله على حصته بشكل كامل مما يتوجب عليه عدم التخصص المثل للموارد نتيجة حجز الأموال في استخدامات أخرى .

### 3- تخفيض تكاليف العمليات المالية

تمثل الوظيفة الاقتصادية التالية للأسواق المالية في تخفيض تكاليف العمليات المالية فبدون وجود الأسواق المالية التي تمارس مهامها بشكل كفاء ستكون هذه التكاليف مرتفعة وهناك نوعين من هذه التكاليف.

أ- **تكلفة البحث:** وهي تلك التكاليف التي يتحملها المستثمر للإعلان عن رغبة في شراء او بيع أحد الأصول المالية ووجود سوق المال يخفض تكاليف البحث.

<sup>1</sup> - حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، مصر، 2006 ص.9

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

ب- **تكلفة المعلومات:** ويتمثل في التكلفة التي يتحملها المستثمر للحصول على المعلومات التي يتطلبها اتخاذ القرار ووجود سوق المال يخفض هذه التكلفة إلى حدها الأدنى من خلال التشريعات الخاصة بسوق المال واللوائح التنفيذية المطبوعة على المنشأة والمتعاملين في سوق المال فمن الاشتراكات الأساسية لتداول الأصول الأساسية لتداول الأصول المالية لاي منشأة في سوق المال ان تلتزم بقواعد الإفصاح عن البيانات يمكن ان تؤثر فيهم. حتى يتسنى للمرء التداول في الاسواق المالية فانه يحتاج الى نظام تداول قوي يعتمد على طرق اتباع الاتجاه والاستراتيجيات الواضحة للدخول والخروج، وان وضع امر إيقاف الخسارة للحماية مسالة لا غنى عنها لأمان رأس المال المتداول على الرغم من ان المتداولون المبتدئون عادة ما يواجهون مصاعب في تقبل الخسارة.

### ثالثا: تنظيم التداول في البورصة<sup>1</sup>

1- **أوامر البورصة:** ان أوامر البورصة هي عبارة عن التوكيل المعطى من قبل أحد العملاء الى الوسيط، لكي يبيع او يشتري له في البورصة صكوكا مالية معينة. ويجب أن تكون أوامر البورصة محددة بكل وضوح درءا لاي التباس قد يحدث، وهذا ما يتطلب بيان نوع الصكوك موضوع التعامل و كميتها و السعر المطلوب أن تتم على أساسه الصفقة، كما يجب بيان نوع الصك أو السند، و ما إذا كان سهما بيان نوع السهم و ما إذا كان نقديا او عينا او عاديا او ذا أفضلية، أو سهم انتفاع أو عمل أو سواها من أنواع الأسهم، أما إذا كان الصك سند دين فيجب ان تذكر الفائدة الناتجة عنه و سنة الإصدار، وحسب المادة 115 من نظام البورصة أكدت بقولها كل امر من أوامر البورصة يجب ان يحصر بنوع واحد من الصكوك وان يتضمن الأمور التالية:

\*وجهة العملية (شراء او بيع).

\*مواصفات الصك المالي موضوع الأمر.

\*عدد الصكوك المطلوب تداولها

\*سعر الصكوك المتداولة سعر محدد او سعر سوق.

ويتم ادخال الأوامر التي يتلقاها الوسطاء من زبائنهم في حواسيب نظام التداول التابع للبورصة، وذلك في الوقت وحسب الشروط المحددة من قبل لجنة البورصة.

وتكون الأوامر المعطاة في بورصة بيروت: اما بسعر محدد او بسعر السوق، ان امر البيع او الشراء بسعر محدد هو الذي يصدره الزبون مع تحديد السعر الأقصى الذي يقبل مقابله ان يتنازل عن صكوكه، ويعتبر منفذا كليا عند اول سعر توازن يلي نقله عندما يكون السعر المحدد:

-أعلى من " سعر التوازن " إذا كان الامر امر شراء.

-أدنى من " سعر التوازن " إذا كان الامر امر بيع.

ام إذا كان سعر التوازن موازيا للسعر المحدد فانه يتم تنفيذ الامر الا إذا كانت السوق تسمح بذلك.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي ، البورصات : أسهم - سندات - صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث ، مصر 1995 ، ص 21.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

- 2- **عمليات التداول المستمر:** يمكن للجنة البورصة تسعير أي صك او حق مالي مدرج في أي من أسواق بورصة بيروت، من خلال المقابلة المستمرة لأوامر العرض والطلب (أي ما يسمى نظام التداول المستمر) وبغية انجاز عمليات التداول والتسعير، تعتمد بورصة بيروت أنظمة تداول الكترونية تعمل بواسطة أجهزة الكمبيوتر، الا انه يبقى للجنة البورصة ان تعتمد لفترات او ظروف معينة أنظمة تداول يدوية بالمناداة وذلك من خلال تعاميم تصدرها.
- 3- **نظام التداول المستمر:** تتم مقابلة أوامر البيع و الشراء المطروحة من قبل الوسطاء المعتمدين في البورصة، داخل ردهة البورصة، او من خلالها الكترونيا وذلك تحت اشراف لجنة البورصة، و ان تنفيذ عملية التداول في نظام التسعير المستمر يركز على مبدأ أولوية التنفيذ مقابل أولوية تسجيل الامر في السجل المركزي شرط توافق الشرط بين الامرين و في حال توافق امر شراء او البيع المطروح مع عدة أوامر مقابلة ذات أسعار مقابلة متفاوتة فيما بينها، افضل من سعر الطرح بيعا او شراء يتم تنفيذ العملية بالسعر المقابل الأكثر افضلية، وتقوم لجنة البورصة بإصدار تعاميم تحدد بموجبها قواعد التداول لكل صك او حق مالي مدرج، لا سيما فروقات التسعير المسموح بها ووتيرة التسعير ودرجة التسعير،
- 4- **وسيلة التداول عبر البورصة:**<sup>1</sup> يمكن لبورصة بيروت وفقا لما تراه مناسبا اعتماد أي من وسائل التداول الآتية:

- تداول الصكوك المالية من داخل ردهة البورصة.
  - تداول الصكوك المالية عن بعد عبر أي من وسائل الاتصالات التقنية الحديثة (تداول الكتروني، تداول عبر موجات مايكرو وايف وسواها).
  - نظام مختلط يجمع بين التداول من داخل ردهة البورصة، والتداول عن بعد على ان يتم اختيار وسيلة التداول ووضع اليتها التنظيمية والتطبيقية عبر التعميم تصدر لجنة بورصة بيروت لهذه الغاية.
- 5- **العمولات المترتبة على عمليات التداول:** يستوفى عن كل عملية شراء او بيع تجري في أي من السوقين الرسمي او الموازي العمولات الآتية: 4. - بالألف عن الشطر الأول لغاية 100.000 إلف دولار امريكي او ما يعادلها.

- 5-2. بالألف عن الشطر الثاني من 100.001 ول غاية 1000.000 دولار امريكي او ما يعادلها.
- 1- بالألف عن الشطر الثالث من 1000.001 دولار امريكي ولغاية 5000.000 دولار امريكي او ما يعادلها ويمكن للجنة البورصة بموافقة وزير المالية تخفيض او الغاء العمولات المشار اليها أعلاه من عمليات الشراء او البيع الني تجري في البورصة على سندات الخزينة الصادرة عن الدولة اللبنانية وبعملات أخرى، او على اية صكوك مالية أخرى تصدرها او تكفلها الدولة.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي ، البورصات ، مرجع سبق ذكره، ص 66

# الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

## المبحث الثالث: نظرية عامة حول المحافظ الاستثمارية

شهد الاستثمار في الأسواق المالية تطوراً كبيراً واهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين الراغبين في مضاعفة أموالهم، فلم يقتصر تطور هذه الأسواق على حجمها وعدد المساهمين فيها. بل شمل أهم ما يتداول فيها وهي الأدوات المالية، فبينما كان الاستثمار يقتصر على أنواع معينة من الأوراق المالية أصبحوا يسعون إلى المزج بين أنواع مختلفة ومتنوعة منها. وهذا ما أدى إلى ظهور المحافظ الاستثمارية التي يسعى المستثمر من خلال تكوينها إلى الموازنة بين العائد والمخاطرة وحتى تكون هاتاه العملية أكثر نجاحاً سعوا إلى مثلته هاته المحافظ، فأصبح هناك ما يعرف بالمحفظة الاستثمارية المثلى. ومن الأدوات التي تلقى إقبالاً من قبل المستثمرين ما يعرف بالأسهم العادية وهذا لأنها تحقق جزءاً كبيراً من رغباتهم الاستثمارية.<sup>1</sup>

### المطلب الأول: المحافظ الاستثمارية (النشأة والمفهوم)

يعد تشكيل المحفظة الاستثمارية من أهم العناصر المتبعة في مجال الأسواق المالية التي تعتمد على مجموعة من الاستراتيجيات التي تختلف باختلاف الهدف من تكوينها

### أولاً: نشأة المحافظ الاستثمارية

تعدّ المحافظ الاستثمارية من العلوم المالية الحديثة نسبياً في عالم المال، وتأتي أهميتها من طبيعة الأسواق المالية والاقتصادية الحالية التي تتسم بالتغيرات الكبيرة وتأثرها بالظروف الدولية نظراً لانفتاح أغلب اقتصاديات العالم على بعضها، وتعدد الأدوات المالية وتنوعها واختلاف المشاكل التي يواجهها المستثمر، وتلعب المحافظ الاستثمارية دوراً فاعلاً في تخفيض المخاطر التي يتعرّض لها المستثمر انطلاقاً من نظرية التنوع الذب تقوم على أساسه المحفظة.

يُعدّ عام 1952 هو عام بداية ظهور المحفظة، عندما قام المُحلّل الأمريكي (ماركو تز) في وضع الأسس لنظرية المحفظة الاستثمارية ( Theory Investment Portfolio) وقد قدّم ماركو تز أول فكرة عن المحفظة ونشر بحث سُمي اختيار المحفظة وبيّن به كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تُحقق عائد متوقع أعلى مع مستوى مُعين من المخاطر، وقد طوّر (شارب) نظرية المحفظة عام 1962 باستخدام تكتيك آخر سُمي نموذج المؤشّر المُفرد ( Single – Index Modal) عندما نتّاح أوراق مالية بأعداد كبيرة، وتم طرح السؤال التالي وهو: (ماذا سيحصل عندما يتم اعتماد نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى لكافة المستثمرين وكيف يؤثر ذلك على أسعار الأوراق المالية في السوق المالي؟ ) ، وفي ضوء ذلك طوّر (شارب ولنتز) عام 1966 نموذج عُرف باسم نموذج خط تسعير الأصول الرأسمالية وأصبح معيار لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية، بعدها طوّر روس ( Ross) عام 1976 النموذج المذكور الى نموذج أو نظرية الأسعار المُرجحة.

التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية بالمقارنة بين العائد والمخاطر، فعندما تتساوى العوائد سوف يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخاطر وهكذا، وتوالت الإضافات لنظرية المحفظة خلال الفترة

<sup>1</sup> - نعمان محمول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي، المجلد 05، العدد 02، الجزائر، 2018، ص 32.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

اللاحقة لفترة السبعينيات من القرن العشرين، وخاصة بعد التطورات الاقتصادية، وارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والمصارف وصناديق التوفير، وتم إنشاء شركات الاستثمار المالية التي تُدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ، بهدف استغلال هذه الأموال الاستغلال الأمثل.

وتوسّع استخدام نظرية المحفظة ليشمل المصارف التي تتراكم لديها المدخرات من جميع القطاعات والشرائح، وتقوم باستثمارها في مختلف الأدوات وأهمها الأوراق المالية المتاحة في السوق المالي. ومع تطوّر دور المصارف في الاستثمار تم تأسيس صناديق الأموال في بداية الستينات من القرن العشرين لتتخصّص في الاستثمار المالي، وقد أفلست البعض منها بسبب سوء إدارتها، فيما نجح القسم الآخر الذي اعتمد الأساليب العلمية السليمة في إدارة المحفظة والاستثمارات، وعلى أثر ذلك نمت وتوسّعت هذه الصناديق المحفظة عبارة عن أداة مُركبة من مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى أو هي مجموعة من الموجودات التي يمتلكها المستثمر وقد تكون هذه الأدوات موجودة حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر وعلى أن تتلاءم أهداف المحفظة مع رغبة المستثمر، سواءً أكان مستثمر محافظ أو مُضارب أو رشيد، وتخضع المحفظة الاستثمارية لإدارة المحفظة التي قد تكون هي مالكة المحفظة أو تعمل بأجر لدى مالكيها.

### ثانياً: مفهوم المحافظ الاستثمارية:

للاستثمار في الأوراق المالية هدف وهو تعظيم العائد وتقليل المخاطر، ولتحقق ذلك لابد من توزيع مبلغ الاستثمار على مجموعة متنوعة من الأوراق المالية. وعليه نتناول في هذا المحور مفهوم محفظة الأوراق المالية، حيث نتطرق لتعريفها وأنواعها وضوابط ومحددات تكوينها، مع الإشارة إلى أن من المتعارف عليه، فمصطلح المحفظة الاستثمارية، قد يعنى به، الاستثمار في تشكيلة من الأسهم والسندات.

وكلمة محفظة تعني في الأصل كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش تحفظ فيه قطع من النقود والأوراق المهمة الأخرى. يطلق مصطلح المحفظة على مجموع ما يملكه الفرد المستثمر من الأسهم والمستندات والأصول الاستثمارية الأخرى، والهدف منها تحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.<sup>1</sup>

وعليه يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها تشكيلة من الأدوات الاستثمارية، التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع والقبلات والأدونات وحسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة والتحف الفنية، وكل ما يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح. يتضح من هذا التعريف أن المحفظة الاستثمارية تعتمد في مدى فاعلية دورها، على ثلاثة عوامل رئيسية:

-توليفة متنوعة من الأدوات، التي تتسم بجوداها الاقتصادية المرتفعة نسبياً؛

-إدارة تتميز بكفاءة عالية للأداء؛

-مناخ استثماري يتصف بالاستقرار العام وبوجود فرص متعددة.

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص: 222.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

### المطلب الثاني: أسس وأنواع إدارة المحافظ الاستثمارية

الهدف من تكوين محفظة الأوراق المالية هو تحقيق عوائد، على الاستثمار وتقليل المخاطر قدر الإمكان، مما يتطلب القيام بأنشطة مختلفة تتمثل في التخطيط، التنظيم، التوجيه، الرقابة وصنع القرار. يمكن أن يتولى ذلك إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأوراق المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافق فيه الفرص المربحة. ومنه ستعرض خلال هذا المحور المفاهيم العامة المتعلقة بعملية تسيير محفظة الأوراق المالية، وأسسها، ومحاولة توضيحها في نموذج عام، بالإضافة إلى التطرق لأهم السياسات المتبعة في مجال تسيير محفظة الأوراق المالية.

**أولاً: مفهوم تسيير المحفظة:** الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب معارف وخبرات ذات كفاءة عالية، ومعلومات واسعة ودقيقة، يمكن أن يقوم بها فرد أو إدارة متخصصة في ذلك.

- تعرف عملية تسيير المحافظ على المستوى البسيط بكلمتي المحفظة وتسيير. والمحفظة بحد ذاتها لها شخصية معنوية مميزة وليست فقط مجموعة مكونات أوراق مالية مختلفة، والتسيير هنا جميع النشاطات المتعلقة بمحاولة تحقيق الهدف المعين للمحفظة وبشكل ملائم، وهي التخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة. أما المستوى الآخر وهو المستوى المتقدم، فيعتبر عملية إدارة I المحافظ عملية صنع قرارات بواسطة مراقبة تحركات عمليات الاستثمار.<sup>1</sup>

**ثانياً: أهمية تسيير المحافظ:** ظهرت أهمية تسيير المحافظ بشكل كبير في المجتمعات الاستثمارية، وذلك للأسباب التالية:

- تدفق رأس المال إلى مختلف المؤسسات الاستثمارية والصناعية وجميع هذه التدفقات الكبيرة في رأس المال توجه إلى الاستثمار في الأسهم والسندات؛  
- توسع المؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلى المستثمرين وخصوصاً الاستثمار في الأسهم والسندات، وحديثاً زاد الاستثمار في العقارات؛  
- انصب اهتمام المستثمرين إلى الريح السريع، مما يتطلب إيجاد أسلوب علمي جيد لتحقيق هذا الهدف. فالمسير الجيد الناجح هو الذي يستطيع أن يحقق أعلى عائد وكذلك أن يحتفظ بمقدار من السيولة لا يؤثر على تحقيق العوائد ويمكن ان تحمي المنشأة من العسر المالي.

**ثالثاً: أقسام المحفظة الاستثمارية:** يمكن تقسيم المحفظة حسب الأصول المملوكة، إلى ثلاثة أقسام وهي:

- محافظ استثمارية تختص في الأصول المالية كالأسهم والسندات والعملات الأجنبية وشهادات الإيداع وغيرها؛  
- محافظ استثمارية تختص في الأصول الحقيقية كالذهب والفضة والبلاطين وغيرها؛

<sup>1</sup> - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط 1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص: 39.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

-محافظ استثمارية مختلطة تختص بالأصول المالية والأصول الحقيقية أي أن رأس مال المحفظة يلجأ إليه المستثمرون نظرا لأنه يجمع ما بين الأصول المالية والأصول الحقيقية، لكي يتمكن المستثمر من التمتع بمزايا النوعين من الأصول.

**رابعا: أهداف المحفظة الاستثمارية:** عادة ما تخضع المحفظة لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، هناك عدة أهداف تقع على عاتق الجهة المسؤولة عن إدارة المحافظ، ويمكن تقسيمها إلى أهداف أساسية وأهداف فرعية. تتمثل الأهداف الأساسية لإدارة المحافظ، في تحقيق التالي :

-تحقيق أقصى حد من العائد بأقل مخاطر؛

-تحقيق السيولة اللازمة للمؤسسة، خوفا من وقوعها في خطر الإفلاس والعسر المالي.

يمكن إيجاز الأهداف الفرعية فيما يلي:

**خامسا: المحافظة على الرأس المال الأصلي:** تعتبر المحافظة على رأس المال الأصلي من أهم الأهداف، التي يسعى إلى تحقيقها صاحب المحفظة الاستثمارية، أو القائم بإدارة المحفظة، فالمستثمر قد يتعرض لنوع من الخسارة نتيجة لانخفاض أسعار الأوراق المالية، أو 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.

فالمخاطرة إذن يجب أن تتمثل بنسبة معينة من العائد، حيث يتطلب أن يكون هناك نوع من التوازن بين العائد والمخاطرة من أجل المحافظة على رأس المال المستثمر في المحفظة؛

1- **استقرار تدفق الدخل:** يعد استقرار تدفق الدخل، هدفا أساسيا من أهداف إدارة المحفظة الاستثمارية، ويتطلب من مدير المحفظة وخاصة الإدارة، المحافظة على التدفقات النقدية للمحافظ الاستثمارية، باعتبار الدخل مصدرا مهما للمساهمين في أصول المحفظة؛

2- **النمو في رأس المال:** يعتبر النمو في رأس المال أي زيادة رأس مال المحفظة، من أهم الأهداف التي تسعى إليها إدارة المحافظ الاستثمارية، أو المستثمرين بصفة عامة؛

3- **التنوع:** الهدف من عملية التنوع المتوازن، هو الحصول على أكبر العوائد وبأقل درجات المخاطرة؛

4- **قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة:** هذا يتطلب إيجاد طريقة، يمكن تحويل أصولها إلى سيولة أو نقدية بأقصى سرعة ممكنة، وبدون أن تتحمل في سبيل ذلك خسائر تؤثر على رأس مال المحفظة

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

### المطلب الثالث: آلية تشكيل المحافظ الاستثمارية.

فالهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي يتم على أساسها اختيار الاستثمار المناسب . وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فالخيار أي مشروع من عناصر المخاطرة، حيث أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقود سائلة فيه مخاطرة، حيث لا يوجد أي ضمان بأن القوة الشرائية للعملة ثابتة، ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء الى ما يسمى بالتنوع، وهذا يعين أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها.<sup>1</sup>

وعليه، يعتبر مقياس إدارة المحافظ الاستثمارية من المقاييس التي تحظى باهتمام من قبل العديد من التخصصات الاقتصادية، ولذا جاءت هذه المطبوعة بهدف التعريف مباحية المحافظ الاستثمارية، ونماذج تسيرها عبر المراحل المختلفة من مراحل تطور نظرية المحفظة، كما يتم عرض أهم خطوات بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤ والتي تحقق للمستثمر أعلى عائد ممكن عند أقل مستوى مخاطرة ممكنة. وملا كان تسيري هذه المحافظ الاستثمارية يخضع لإدارة متخصصة، فوجب تقييم أداء هذه الإدارة باستعمال نماذج مختلفة.

### أولاً-أنواع المحافظ الاستثمارية:

تختلف أهداف الاستثمار في المحافظ باختلاف أولويات واحتياجات المستثمر، بالإضافة إلى وجود أو عدم وجود دخل من مصادر أخرى، وغير ذلك من العوامل ويوجد بشكل عام أنواع رئيسية للمحافظ الاستثمارية :

#### 1- محفظة الدخل (Income Portfolio):

تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلاً سنوياً عالياً نسبياً، سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات. وتتكون أصول محفظة الدخل، عادة، من السندات الحكومية أو من أسهم الشركات المعروفة بعدم تقلب أسعارها في السوق، وكذلك بعدم تذبذب التوزيعات النقدية للأرباح. ويهدف ل محافظ الدخل، عادة، غالبية صغار المستثمرين أو المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة

#### 2- محفظة النمو (growth portfolio):

تركز هذه المحفظة على أدوات الاستثمار التي تحقق أرباحاً رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها. وتعتمد هذه المحفظة أساساً على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمواً في مبيعاتها وبالتالي في إيراداتها على مر السنوات. ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو، أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ في العادة إلى رسملة احتياجاتها وذلك من أجل استخدام هذه الأموال في عملياتها.

1 - عبد الرزاق القاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص: 25-26.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

### 3- محفظ المختلطة: (growth-income-portfolio)

وتركز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها.

### 4- المحفظة المتوازنة: (balanced-portfolio)

وهي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية وفي نفس الوقت المحافظة على رأس المال المستثمر.

### 5- المحافظ المتخصصة في الصناعات ((industries specialized portfolio):

وهي المحافظ التي تخصص في الاستثمار بأسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران والطاقة والنفط وغيرها.

وإذا كان قسم كبير من الأفراد يملك محافظ استثمارية فإن الاختلاف يتضح في تفاوت النظرة أو الأهداف لهذه المحافظ، فبعض الأفراد لديه استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من المخاطرة؛ لأنه يسعى إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر اعتماد أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى إن حصل على عائد أقل. وهناك العديد من الأفراد الذين يسعون إلى تكوين محافظ متوازنة، أي أن بعضها يتضمن درجة عالية من المخاطرة والبعض الآخر درجة قليلة من المخاطرة. كما أن هناك نفراً آخر يسعى إلى تكوين أكثر من محفظة استثمارية في الأسهم والسندات كل منها موجه نحو نوع معين من الاستثمار المصحوب بدرجة معينة من المخاطرة أو بنمط معين من تدفق الدخل.

وهكذا فإن تكوين المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات يعتمد على فلسفة الفرد نفسه ومدى استعداده لتقبل المخاطرة، وكذلك احتياجاته الخاصة فيما إذا كان يهدف بالدرجة الأولى إلى الحصول على تدفق نقدي ثابت وبشكل دوري (شهري أو ربع سنوي أو سنوي) أو أنه يهدف إلى تعظيم الأرباح. ومن هنا ولكي يقوم المستثمر ببناء المحفظة الاستثمارية في الأسهم والسندات التي تتلاءم مع فلسفته واحتياجاته، فإنه لا بد أن يحدد أولاً أهدافه الاستثمارية في الأسهم والسندات؛ فهدف تحقيق عوائد أكبر مع درجة أدنى من المخاطرة هو هدف ينطوي على عنصرين متعارضين: العائد والمخاطرة. ففي النظرية الاستثمارية في الأسهم والسندات كلما ازدادت فرص الكسب ارتفعت درجة المخاطرة. ومن هنا لا بد من تحقيق توازن بين الاثنين<sup>1</sup>.

❖ **محافظ العائد:** يتأتى الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد

التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان.

❖ **محافظ الريح:** وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وما يتبع ذلك من

ارتفاع في أسعار السهم أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق

1 - عبد الرزاق القاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص: 35-37.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

تحسن في القيمة السوقية للمحفظة، أو صناديق الدخل وهي تناسب المستثمرين الراغبين في عائد من استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة، أو صناديق الدخل والنمو معا وهي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم.

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

❖ **محافظ الربح والعائد:** هي المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها الآخر بتحقيق الربح. وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ. وأيا ما يكون نوع المحافظ فإنها تشترك في عدة أهداف أبرزها: المحافظة على رأس المال الأصلي؛ لأنه أساسي لاستمرار المستثمر بالسوق، واستقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة ووفقا لطبيعة المحفظة الاستثمارية في الأسهم والسندات التي تشكل لتلبية هذه الحاجات. والنمو في رأس المال والتنويع في الاستثمار، وذلك للتقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر والقابلية للسيولة والتسويق، وهذا يعني أن تكون الأصول المالية (الأسهم والسندات) من النوع الذي يمكن بيعه في السوق في أي وقت.

### ثانيا: آلية تشكيل المحفظة الاستثمارية:

تتنوع أمام المستثمر البدائل الاستثمارية المتاحة لتوظيف أمواله، فهناك أدوات استثمارية ذات عوائد مرتفعة ومخاطر عالية، وهناك أدوات استثمارية ذات عوائد منخفضة ومخاطر قليلة، كذلك توجد الأدوات الاستثمارية ذات العوائد المتوسطة والمخاطر المتوسطة. ولتحديد مكونات المحافظ الاستثمارية، وبالأخص من الأسهم والسندات، على اعتبار أن الاستثمار بالأسهم يتطلب مهارات وتخصصات عالية بسبب طبيعتها الخطرة. يستعرض المستثمر البيئة الاستثمارية بشكل عام، ويحدد القطاعات التي تحقق أهدافه تبعا لستراتيجيته الاستثمارية الخاصة به، ثم يختار الشركات المناسبة في كل قطاع ويقوم بدراستها وتحليلها ماليا ليقوم بعدها بإبعاد الشركات التي لا تتوفر فيها المقومات الأساسية المحددة مسبقا من قبله، وأخيرا تبدأ العملية الاستثمارية بأسهم الشركات المختارة. ونفس الشيء بالنسبة للسندات أو إسناد القرض، وحيث أن السندات تتميز بثبات الدخل فان المخاطر التي تصاحب الاستثمار بالأسهم العادية تختلف عن تلك التي تصاحب الاستثمار بالسندات أو الأسهم الممتازة. ومن المعروف أن كل مستثمر يختلف عن المستثمرين الآخرين في أولوياته، وبناء على تلك الأولويات تتقرر طريقة المزج بين أدوات الاستثمار التي ستشكل المحفظة.<sup>1</sup>

يعتبر قرار المزج الرئيسي Decision Mix Major من أهم القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة، والوصول للمحفظة ويتم من خلالها تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية، أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار لرأسمالها الكلي

1 - عبد الرزاق القاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا. وتبرز في هذا القرار مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى Portfolio Optimum، والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنوع وبدرجة تحقق هدفه الرئاسي في تعظيم العائد المتوقع للمحفظة Return Maximization مع تخفيض مخاطرتها إلى حددها الأدنى Minimization Risk. وبالتالي فإن المستثمر يختار محفظة استثمارية مثلى من بين مجموعة من المحافظ التي تحقق له ما يلي:

أ- على عائد متوقع على مستويات مختلفة من المخطر.

ب- أدنى مخاطر على مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة.

ويطلق على مجموعة المحافظ التي تقابل هذان الشرطان، الحد الفعال Frontier Efficient. ويشمل قرار المزج الأمثل للمحفظة الاستثمارية تحديد العناصر التالية:

- أنواع أو فئات الأصول التي تتشكل منها المحفظة؛

- الوزن النسبي لكل أصل أو فئة من الأصول في هيكل المحفظة أو في رأسمالها؛

- القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها في كل فئة من فئات الأصول؛

- الأصول التي سيتم الاستثمار فيها من كل قطاع.

### 1- محددات وضوابط بناء محفظة الاستثمارية:

إذا أردت الاستثمار في الأوراق المالية فمن الأنسب التركيز على النمو طويل الأمد، إلا أنه قبل ذلك عليك أن تسأل نفسك لماذا أنا أحتاج إلى تنمية نقودي؟ ومتى أريد أن أستخدمها؟ لذا فعليك أن تدرس المحددات الثلاثة الآتية:

● **المحدد الأول: أهمية نمو رأس مالك:** إن النمو هو المعدل الذي تتزايد فيه نقودك خلال زمن الاستثمار في الأوراق المالية، فإذا كنت بحاجة إلى الوصول إلى نقودك بعد فترة قصيرة فإنك قد تبحث عن فرصة توفر لك معدل نمو ثابتا وآمنا. أما إذا كنت تريد استثمار نقودك لأجل طويل فبإمكانك أن تكون مرتاحا بوضع نقودك في الأوراق المالية التي يمكن أن تقدم لك معدل نمو عاليا خلال مدة من الوقت، أو في أحد صناديق الاستثمار. على سبيل المثال إذا كان اختيارك للاستثمار في الأسهم والسندات فالعائد على تلك الأوراق المالية قد يتقلب خلال مدة الاستثمار في الأوراق المالية. والذي يهكم فعلا هو كيفية أداء الاستثمار في الأوراق المالية مع مرور الوقت. إن الاستثمار في الأوراق المالية الطويلة الأجل يتأثر بعوامل، مثل معدل التضخم؛ فأنت قد تخسر خلال الأجل القصير، ولكن الأوراق المالية الطويلة الأجل تظل قادرة على النمو خلال أجلها الطويل. ما يهم هنا ليس تباطؤ معدلات النمو خلال فترة معينة من الوقت وإنما إذا كنت تحقق معدل نمو مرتفعا مع مرور الوقت.

● **المحدد الثاني: العائد أو نمو الأرباح:** وهي الفائدة أو ربح الأسهم الذي يدفع لك عن استثمارك، ويمكن أن يختلف في أهميته اعتمادا على احتياجاتك. إن السندات يمكن أن تعطي فائدة بنسبة مئوية أعلى من الأسهم

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

والتي تعطي عائداً، وإذا كنت توفر للأجل الطويل فإنك قد تبحث أيضاً عن استثمارات تنتج عائداً ملائماً بحيث يمكنك ذلك من الرضا على قيمة استثمارك.

- **المحدد الثالث: المخاطرة:** وهي احتمال خسارة بعض أو كل استثمارك. فكل مستثمر لديه مستوى متفاوت ومختلف من المخاطر. فالمستثمرون المحافظون سوف يبحثون عن فرص تقدم لهم بعض الإجراءات للسيطرة على عوائدهم، مثل سندات التوفير ذات المعدل المضمون من العوائد. وقد يختار المستثمرون المحافظون أن يتركوا بعض الفرص ذات النمو العالي، وذلك للمحافظة على نقودهم في استثمارات بمعدل عوائد مضمونة بدرجة أكبر. وهناك قوى كثيرة تؤثر على مستوى الخطورة، فمثلاً إذا اشتريت سندات فسوف تلاحظ أن استثمارك يرتفع وينخفض مع أسعار الفائدة المتغيرة. فعندما تنخفض أسعار الفائدة يرتفع سعر السهم وبالعكس. وكذلك فإن النقود المستثمرة في الأسهم سوف تتحمل بعض المخاطر، فمثلاً الاقتصاد الجيد أو الأرباح الجيدة لشركة ما تمتلك فيها أسهماً قد يعني أن قيمة أسهمك ترتفع، أما إذا ضعف الاقتصاد أو إذا تعرضت الشركة التي تمتلك أسهماً فيها لدعاية سلبية فإن سعر السهم قد ينخفض. إن تحمل بعض المخاطر يعني ثباتك وخروجك سالماً من الفتن والانكماش في قيمة أسهمك، على أساس أن السعر سوف يعود للارتفاع، وأن قيمة أسهمك سوف تحتفظ بمعدل نمو عالٍ بمرور الوقت. ومثل المكونات الأخرى لخطة الاستثمار في الأوراق المالية فإن أهمية المخاطرة في استثمارك يمكن أن تكون مختلفة، ويعتمد ذلك على ما يلي: موقعك في إطار مدة استثمارك؛ حيث إن المستثمرين لأجل قصير يبحثون عن استثمارات مستقرة ومنتينة وأقل خطورة. وقد يقبل المستثمرون لأجل طويل أن يتحملوا قدراً محدداً من عدم الثبات لغرض تحقيق هدفهم النهائي بالحصول على عائد عالٍ. وبسبب جميع هذه العوامل فإن النمو والعائد والمخاطرة سوف تتغير خلال فترة حياتك؛ ولذلك وجود خطة مالية مبنية على أساس صحيح هو المفتاح لقدرتك على الاعتماد على النفس وتأمين حياتك المالية، حيث يمكنك تقييم الوضع المالي الراهن الذي تعيش به وبناء خطتك واختياراتك المستقبلية اعتماداً عليه بحيث تكون استثمارك طويلة الأمد وواقعية للوصول إلى أقصى عائد ممكن.

## الفصل الأول: مبادئ الاستثمار في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية

### خلاصة:

يجب على المستثمر عند البدء في إدارة المحفظة الخاصة به تدقيق وتقييم أوضاع صناديق الاستثمار المحلية والعالمية. وهذه المسألة تعد مهمة للمستثمرين؛ وذلك لأن جميع البنوك المحلية والمؤسسات العالمية دائماً تعلن أن أسهمها هي الأفضل، ويجب أن يكون القرار الاستثماري في المحفظة دائماً مبنياً على الأداء والتوقعات المستقبلية للأسهم والسندات. وتحديد وتحليل الأهداف، فهل الهدف من المحفظة. الاستثمار طويل الأجل أو المضاربة السريعة، ومن الهدف من المحفظة يتحدد نوعها. وتحليل وتحديد نوع الأسهم المراد استثمارها، ووقت كل شراء، وهي تعد من البنود الأساسية في الإستراتيجية المثلى لبناء المحفظة الاستثمارية، ويشمل التحليل أداء السهم، والعائد من ورائه، وكذلك التحليل المالي للشركة والفني أيضاً لأداء السهم في البورصة. ومراقبة ما تحتفظ به من أسهم للتحديد الجيد لوقت البيع، فيجب أن يكون مالك المحفظة المالية دقيق الملاحظة بالنسبة لأداء الأوراق المالية داخل المحفظة؛ لأنه قد تطرأ أحوال شديدة التقلب على السوق يمكن أن تتسبب في خسائر هائلة، ومن ثم فعلى الأشخاص غير المتخصصين في إدارة المحافظ توكيل الجهة المناسبة حتى تتمكن من إدارة تلك المحفظة، وهناك بعض الأشخاص الذين لا يتقنون في أحد لهذا الفعل، ومن ثم فعليهم الدخول في استثمارات صناديق الاستثمار حتى تتمكن من الاستثمار في المحافظ المالية. وفكرة صناديق الاستثمار تقوم على تجميع أموال عدد من صغار المستثمرين لكي تدار بواسطة مؤسسات مالية متخصصة بغرض تحقيق مزايا لا يمكن لهم تحقيقها منفردين



مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

---

### تمهيد:

الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي يتم على أساسها اختيار الاستثمار المناسب ، وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة ، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة، كما سيتم التطرق الى تكوين محافظ بشروط مقيدة او بدونها بالإضافة الى مؤشرات أداء الأسواق المالية العالمية التي تعتبر من اهم الوسائل المعتمد عليها للتعرف على اتجاهات سوق الأوراق المالية كما لا ننسى أهمية تنويع الاستثمار المالي دوليا.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

### المبحث الأول: أسس تكوين محافظة مالية

يتم تكوين محفظة مالية بمجموعة من مناهج متبعة من اجل التصرف الرشيد في اختيار الأصول المالية المكونة لمحفظة المالية التي تهدف الى تحقيق العوائد مرتفعة بأقل مخاطر ممكن وذلك من خلال مجموعة من المقاييس المستعملة للحصول على أفضل محفظة مالية ممكنة.

#### المطلب الأول: مقاييس مستعملة في المحفظة المالية

يتم استعمال مجموعة من العناصر ومقاييس من اجل حصول على أفضل محفظة ممكنة ويمكن ان نذكر منها

#### أولاً - مفهوم العائد:

هو المقابل الذي يتوقعه المستثمر للحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار كما يعرف على انه عبارة عن الأموال المتوقع الحصول عليها في المستقبل تعويضاً عن الأموال المستثمر في الاعمال التجارية بالوقت الحاضر.<sup>1</sup>

وتعبر عن الزيادة او النقصان التي تحدث في أسعار الأسهم خلال فترة الاستثمار بالإضافة إلى أي توزيعات في دخل السهم خلال تلك الفترة

#### ثانياً: أنواع عوائد الاستثمار:

#### 1- معدل العائد المطلوب:

هو عبارة عن العائد الذي يطلبه المستثمر ويأمل في تحقيقه ويتكون من جزئين هما لعائد الخالي من المخاطرة بالإضافة إلى بدل المخاطرة ويعبر عنه بمعادلة التالية<sup>2</sup>

الشكل 1-2: معادلة توضح معدل العائد المطلوب

$$R_i = R_F + (r_m + r_{R_F})B_i$$

بحيث

$R_i$ : معدل العائد المطلوب على السهم العادي

$R_F$ : معدل العائد الخالي من الخطر

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان , إدارة الاستثمار ، ط1 ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2009 ، ص116  
<sup>2</sup> محمد مطر ، إدارة الاستثمارات مرجع سبق ذكره ، ص22

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

$r_m$ : متوسط معدل عائد محفظة السوق

$B_i$ : معامل بيتا

$i$ : (1, 2, 3, ...)

2- معدل العائد الفعلي (الحقيقي):

معدل العائد على الأسهم العادية التي تم الحصول عليها وقد يكون أكبر أو أقل من العائد المتوقع ويتم التعبير عن العائد الفعلي وفق معادلة التالية

الشكل 2-2 : المعادلة تمثل العائد الفعلي .

$$R_i = \frac{D_i + P_i - P_0}{P_0}$$

$R_i$  : معدل العائد الحقيقي على السهم

$D_i$  : مقسوم الأرباح للسهم الواحد

$P_i$  : سعر السهم في نهاية المدة

$P_0$  : سعر السهم في بداية المدة

3- معدل العائد المتوقع:

هو العائد الذي لا يتصف بدرجة من التأكد الكامل ويعبر عنه وفق المعادلة التالية

الشكل 3-2 : المعادلة تمثل العائد المتوقع.

$$E(R) = \sum_{i=1}^n R_i \cdot Pr_i$$

$E(R)$  : العائد المتوقع

$R_i$  : العائد من الفترة

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

$Pr_i$  : احتمالية حدوث الحدث

$r$  : عدد العائدات الممكنة

### 4- العائد على إجمالي الأصول:

هو نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول (أي مجموع الأصول المتداولة والثابتة) ويمكن استخدام إجمالي الأصول أو متوسط إجمالي الأصول، ويقاس قدرة الشركة على استثمار الأصول التي تمتلكها ويمكن تعبير عنها من خلال معادلة التالية:<sup>1</sup>

الشكل 2-4 : معادلة تمثل العائد الإجمالي

$$ROA = \frac{\text{net in com}}{\text{total assets}}$$

بحيث:

ROA : معدل العائد إجمالي الأصول

Total assets : إجمالي الأصول

Net in come : صافي الربح

ثالثا: مفهوم المخاطرة:

تعرف المخاطرة على أنها درجة من عدم التأكد أو مقدر ذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والهبوط خصوصا إذا كان الهبوط سبيل إلى مرحلة الخسارة وأيضا يعرف على أنها مدى احتمال اختلاف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.

1- مقاييس المخاطرة: يمكن قياس المخاطر من خلال الاتي :

أ- التباين: وهو التغير ويعرف بالمجموع التربيعي لانحرافات عن المتوسط كما يقاس درجة انحراف المتغير العشوائي

<sup>1</sup> Ehrhardt brig Ham , préfère de la gestion de portefeuille collection de banque ITB, 2011, p219

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

الشكل 2-5 : معادلة تمثل التباين

$$V^2 = \sum_{i=1}^n P_i (x_i - E(x_i))^2$$

$P_i$  : احتمال حدوث العوائد المحتملة للسهم  $i$

$x_i$  : تمثل قيم العائد

$E(x_i)$  : متوسط القيمة المتوقعة للعائد

$n$  : عدد العوائد المحتملة

ب- الانحراف المعياري: هو مقياس إحصائي يقيس مدى تشتت القيم او عن مركزها فزيادة قيمة الانحراف

المعياري تعني هناك درجة كبيرة من التذبذب ويعبر عنه كالتالي<sup>1</sup>:

الشكل 2-6 : معادلة تمثل الانحراف المعياري

$$\delta_i = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i}$$
$$\delta_i = \sqrt{\delta_i^2}$$

$\delta_i$  : الانحراف المعياري

$R_i$ : العائد المحتمل

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

$P_i$  : احتمال العائد  $i$

$\delta_i^2$  : قيمة التباين

1- سعيد مجيد الجنابي ، أثر تنوع المحافظ الاستثمارية في تقليل دراسة المخاطر المالية " دراسة تحليلية لعينة من الشركات العراقية " ، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية ، العدد 1 ، جامعة مثنى ، العراق ، 2019 ، ص29.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

ج-معامل الاختلاف: هو مقياس يستخدم في حال تساوي الانحراف الاصلين مالين وبالتالي تساوي المخاطرة وتعبير عنه بالتالي:

الشكل 2-7: معادلة تمثل معامل الاختلاف

$$C \cdot v = \frac{\delta}{R}$$

د-معامل بيتا B: يقصد به سرعة تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد حيث تختلف من سهم إلى آخر وكل سهم له بيتا لتقييم سرعة تأثير هذا السهم ومقدار تأثير في مخاطر السوق ولحساب معامل بيتا يجب كل من التغيرات ومعامل الارتباط حيث يقصد بالتغيرات بانه مدى التلازم بين حركة او سلوك متغيرين وذلك من حيث القيمة إيجاد ويقاس بمتوسط مجموع حاصل ضرب انحراف عائد السوق وعائد السهم عن قيمتها المتوقعة وتعبير عنه كالتالي:<sup>1</sup>

$$\beta = C_a V_{im} \delta$$

$C_a V_{im}$ : التباين المشترك لعائد السهم مع عائد المحفظة.

$\delta$ : تباين عائد محفظة السوق

رابعا: قياس عائد أصل مالي (سهم): يمكن قياس معدل عائد السهم باستخدام المعادلة التالية

الشكل 2-8 : معادلة تمثل قياس عائد السهم

$$R_j = \frac{P_{t+1} \cdot P_{t+1}}{P_t}$$

$R_j$ : معدل عائد السهم  $j$

$P_t$ : سعر السهم في التاريخ  $t$

$D_{t+1}$ : ربح السهم الموزع بالتاريخ  $t+1$

وفي حالة عدم توزيع العوائد تعطى بالعلاقة:

<sup>1</sup>مُنير إبراهيم الهندي ، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال ، المكتب العربي الحديث ، مصر ، 2008 ، ص16.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

الشكل 2-9 معادلة تمثل عائد السهم في زمن متقطع

$$R_j = \left( \frac{P_{t+1} - P_0}{P_t} \right)$$

وفي حالة الزمن المستمر يعطى بالعلاقة:

الشكل 2-10 : معادلة تمثل عائد السهم في زمن مستمر

$$R_j = \ln \left( \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \right)$$

وفي حالة عوائد المؤشرات المالية العوائد بالعلاقة الأخيرة:

الشكل 2-11 : معادلة تمثل عائد مؤشرات المالية

$$R_I = \ln \left( \frac{I_{t+1} - I_c}{I_c} \right)$$

بحيث:

$I_{t+1}$  و  $I$  يمثلان على التوالي قيم المؤشر المالي في الفترتين  $t$  و  $t+1$

خامسا: قياس خطر أصل مالي (أسهم): ويمكن قياس خطر مردودية السهم باستخدام التباين او الانحراف معياري كالاتي:

الشكل 2-12 : معادلة تمثل قياس خطر سهم

$$\text{VAR}(R_x) = R_x^2 \cdot P(R_x) - [E(R_x)]^2$$

بحيث:

$\text{VAR}(R_x)$ : تباين المردودية السهم  $x$

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

$E(R_x)$  الامل الرياضي لمردودية لسهم X

$R_x$ : مردودية السهم X

P: احتمال تحقق مردودية السهم X

سادسا: قياس السندات **bond yield**

هو العائد المحقق على السند على أساس السعر المدفوع والعائدة المقاضاة ويتم حساب العائد بالنقاط الأساسية حيث تساوي النقطة الأساسية 0.01 أو واحد في المائة من نقطة النسبية المئوية على سبيل المثال  $8=800$  نقطة أساس وهناك 4 أنواع من العوائد على السند.<sup>1</sup>

**1-العائد الحالي currat yield:**

هو عائد السند الفعلي ويحتسب بقسمة سعر الفوائد على سعر السند في التداول مثال سعر في التداول 96

سعر الفائدة (الكوبون) 4.8

العائد الحالي:

**2-العائد من تاريخ الاستحقاق**

هو احتساب عائد السند في التداول على افتراض ان السند محتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق ويأخذ بعين الاعتبار إضافة الفائدة إلى رأس المال وفرق بين سعر الشراء وسعر الاسمي سيدفع عند الاستحقاق ويتم حساب وفق المعادلات التالية

إحتساب العائد الحالي للسند = سعر الفائدة أسعر السند \* 100

في حالة شراء السند فوق سعره الاسمي =عائد السند الحالي - (فرق السعر/ الاستحقاق المتبقي )

في حالة شراء السند تحت سعره الاسمي =(العائد الحالي للسند +فرقالسعر/الاستحقاق المتبقي )

2حساب معدل العائد عند الاستحقاق :

قمت بشراء السند فوق السعر الاسمي عند 101.55(أي 101.55 دولار ) ولكن سيتم سداد على أساس 100

أي (1000دولار) وبالتالي سيتحمل خسارة طفيفة بالسعر  $1.55=100-101.55$

العائد عند الاستحقاق:  $5.22-5/1.57=4.91\%$

<sup>1</sup> محمد علي، إدارة المخاطر المالية في شركة المساهمة المصرية " مدخل لتعظيم القيمة"، أطروحة دكتوراة كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2008، ص33

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

### 3-العائد حتى تاريخ الاسترداد. yield to etc:

هو مقياس لعائد السندات القابلة للاستدعاء المبكر نظر لأنه يمكن لمصدرها إعادة شراءها قبل تاريخ استحقاقها ويتم حساب العائد قبل تاريخ الاسترداد حساب العائد حتى تاريخ الاستحقاق وذلك باستخدام تاريخ الاستدعاء المبكر.

### 4-العائد الأسوأ حتى تاريخ الاستدعاء:

وهو مقياس لعائد السندات القابلة للاستدعاء المبكر نظر لأنه يمكن لمصدرها إعادة شراءها قبل تاريخ استحقاقها فان العائد حتى تاريخ الاستحقاق لا يوفر صورة دقيقة لما يمكن للمستثمر ان يكسبه

$$EAY = \left( \frac{1 + YTM}{2} \right)^2 - 1$$

**where:**

EAY = Effective annual yield

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

سابعاً: مخاطر السندات: <sup>1</sup> الجدول 2-1 يمثل أنواع مخاطر السندات

<p>- هي أشهر أنواع المخاطر المعرض لها حامل السندات، وهي المخاطر الناتجة عن تقلب وارتفاع أسعار الفائدة مقابل انخفاض أسعار السندات.</p> <p>- فعند شراء السندات يتلقى حاملها معدل فائدة ثابتاً لفترة محددة، وإذا ارتفع سعر الفائدة في السوق في يوم الشراء، فسوف يتبع ذلك انخفاض سعر السند، وسوف يتم تداول السند بخصم يعكس انخفاض العائد.</p> <p>- وتتوقف أسعار الفائدة على عدة عوامل من بينها الطلب على المخزون النقدي، معدل التضخم، المرحلة التي تمر بها دورة حياة الشركة، والسياسات المالية والنقدية للحكومة.</p>	<p>1-مخاطر اسعار الفائدة</p>
<p>- يتمثل الخطر في ذلك في اضطرار المستثمر لإعادة استثمار العائدات بمعدل أرباح أقل مما كان يحصل عليه سابقاً.</p> <p>- فعندما تنخفض أسعار السندات قد يلجأ مصدرها إلى استعادتها قبل تاريخ الاستحقاق، مما يمنح حامل السندات هامش ربح ضئيلاً على القيمة الاسمية.</p>	<p>2-مخاطر إعادة الاستثمار واستعادة السندات</p>
<p>- من مساوئ استعادة السندات أن المستثمر يُمنح مبلغاً مالياً قد لا يكون قادراً على إعادة استثماره بمعدل مماثل.</p> <p>- وبالتالي قد يكون لإعادة الاستثمار تأثير سلبي على عوائد استثمارات الأفراد بمرور الوقت.</p>	
<p>- عندما يشتري المستثمر السندات يحصل على عائد ثابت أو متغير طوال مدة احتفاظه بالسندات.</p> <p>- لكن عندما ترتفع تكاليف المعيشة ويحدث تضخم سوف تنخفض القوة الشرائية للمستثمرين ويحققون معدل عائد سلبياً فعلياً.</p> <p>- فعلى سبيل المثال إذا كان معدل العائد على السند يبلغ 3%، في حين زاد التضخم بنسبة 4% بعد شراء السند، فإن معدل العائد الفعلي يصبح -1%.</p>	<p>2-معدل التضخم ومدة السندات</p>
<p>- عندما يشتري المستثمر سندات فيكون قد اشترى سند دين فعلياً، فهي أموال مقترضة ينبغي على الشركة سدادها ودفع فائدة عليها، وقد تعجز الكثير من الشركات عن السداد.</p>	<p>4-مخاطر الائتمان</p>

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان , إدارة الاستثمار ، ط1 ، مرجع سبق ذكره ، ص116

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

<p>- لذلك يجب على المستثمرين التأكد أولاً من احتمالية تخلف الشركة عن السداد.</p>	
<p>- يتم تقييم قدرة الشركة على العمل وسداد ديونها بشكل منتظم من قبل مؤسسات كبرى مثل "ستاندرد آند بورز". - يتراوح تقييم الشركات بين "AAA" للجودة الائتمانية الأعلى، و "D" في حالة التخلف عن السداد.<sup>1</sup></p>	<p><b>5-خفض التصنيف الائتماني للسندات</b></p>
<p>- يهتم المستثمرون كثيراً بهذه التصنيفات، فإذا كان التصنيف الائتماني للشركة منخفضاً، فسوف تلاحظ البنوك ومؤسسات الإقراض ذلك وتفرض معدل فائدة أعلى للقروض المستقبلية، مما يؤثر سلباً على قدرة الشركة على سداد ديونها.</p>	
<p>- هناك دائماً سوق جاهزة لطرح السندات الحكومية إلا أن الوضع مختلف مع سندات الشركات. - يواجه المستثمر خطر عدم القدرة على بيع سندات شركته بسرعة بسبب عدم قلة أعداد المشترين والبائعين للسندات. - تراجع الاهتمام بشراء سندات الشركات يمكن أن يؤدي إلى انخفاض كبير في أسعارها، مما يكون له تأثير سلبي على العائد الإجمالي عند البيع.</p>	<p><b>6-مخاطر السيولة</b></p>

### ثامنا: عائد المحفظة وخطر المحفظة المالية

تعد محفظة المالية من اهم الأدوات المستعملة من طرف المستثمرين للتقليل من المخاطر المترتبة عن الاستثمار في الأوراق المالية.

#### 1- مفهوم محفظة الأوراق المالية:

تعرف محفظة الأوراق المالية على انها عبارة عن تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية مختلفة الأنواع و التواريخ والاستحقاقات والتي يحتفظ بها المستثمر و يقوم بادرتها للحصول:

\_ تحقيق عائد من استثمارات الفردية

\_ امكانية تحويل استثمارات المالية الى سيولة بأسرع وقت ممكن

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان , إدارة الاستثمار ، ط1 ، مرجع سبق ذكره ، ص116

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

### 2- قياس العائد المتوقع لمحفظة مالية:

إن قيمة العائد المتوقع للمحفظة هو عبارة عن مجموع المرجح لمعدلات العائد المتوقعة لهذه الأصول

الشكل 2-13: يمثل العائد المتوقع للمحفظة المالية

$$R_p = w_A E(R_A) + w_B E(R_B)$$

حيث  $R_A$  و  $R_B$  متغيرين عشوائيين لمعدلات عائد الاستثمار في الأصلين A و على الترتيب و بما ان المحفظة متكونة من اصلين فقط أي أن:  $w_A + w_B = 1$

$$\text{فإن: } w_A = 1 - w_B$$

$$\text{إذن: } R_p = 1 - w_B E(R_B) + w_B E(R_A)$$

### 3- قياس مخاطر المحفظة المالية

أ- التباين: هو يعرف بالمجموع التربيعي للانحرافات عن المتوسط كما يقيس درجة انحراف المتغير العشوائي

$$\text{VAR} = \sigma^2 = E(R - E(R))^2$$

ب- التباين المشترك أو المزدوج: يقيس التباين المشترك بين متغيرين عشوائيين ما إذا كان هناك اتجاه لتطورهما في نفس المسار او العكس.

$$\text{COV}(R_1, R_2) = E((R_1 - E(R_1))(R_2 - E(R_2)))$$

$$\text{COV}(R_1, R_2) = E(R_1 \times R_2) - E(R_1) \times E(R_2)^1$$

ج- معامل الارتباط بين أصلين:  $\text{CORR}(-1; +1)$

$$\text{CORR}(R_1, R_2) = \frac{\text{COV}(R_1, R_2)}{\sigma_{R_1} \times \sigma_{R_2}}$$

<sup>1</sup>محاضرات منشورة على انترنت مقياس النظرية المالية، جامعة حسبية بن بوعلي شلف، 2019

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

**المطلب الثاني: طرق وقواعد تكوين محافظ المالية في ظل شروط مقيدة وغير مقيدة**

من اجل ايجاد المحفظة المالية أكثر عائد بأقل خطر يجب على المستثمر استعمال مجموعة من ادوات قياس لتكوين أفضل محفظة مالية.

**أولاً: ضوابط وقيود تكوين محافظ الورقة المالية**

**1- ضوابط وقيود الزمنية:**

ان المدى الزمن الذي يرغب صاحب المحفظة الاستمرار فيه مستثمر الأموال (قصيرا، طويلا، متوسطا.....)

**2- ضوابط وقيود المالية الرأسمالية:**

وهي حجم ونوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء وحياسة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.

**3-ضوابط وقيود الحاجة الى تسييل المحفظة:**

وهو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل امكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في آجال قصيرة مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.

**4-ضوابط وقيود ضريبة والزامية:**

كثيرا ما يعرض قوانين او تشريعات تعطي مزايا أو اعفاءات ضريبة معينة لأوراق المالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها ومن ثم يكون سعر المحفظة على جهد كله وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة.<sup>1</sup>

**5-ضوابط وقيود الأخطار والمخاطرة:**

يقوم مدير الاستثمار باختيار الأوراق المالية التي تتناسب مع درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر وقدرته على قبول وتحمل المخاطر، وهذه الضوابط تختلف باختلاف المتعاملين في أسواق المالية.

**ثانيا: تحديد تركيبة محفظة الأموال في ظل غياب المعدل العالي من الخطر:**

سنتناول هنا بعض النماذج التي تضم أكثر من أصلين انطلاقا معدل عائد محدد ومن مستوى مدد من المخاطر.

<sup>1</sup> بوزيدي سارة ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري " دراسة حالة بنك " ، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة المنثوري قسنطينة ، 2007 ، ص42.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

1- تحديد تركيبة محفظة الى تدني المخاطرة الى أدنى حد انطلاقا من مردودية محددة:

سنحدد تركيبة المحفظة الى تدني المخاطرة احداث كحد عند مستوى معين من العائد Rp انطلاقا مما يلي:

$$\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \delta_{ji} = \delta_p = W^T V W \rightarrow \min \quad (1)$$

$$\sum_{i=1}^n W_i E(R_j) = ER_p \quad (2)$$

$$\sum_{i=1}^n W_i = 1 = \quad (3)$$

حيث  $W_i$  هو وزن الأمل  $i$  في المحفظة  $p$

$E(R_j)$  : يمثل العائد

$\delta_{ij}$  : يمثل التباين المشترك بين الأصلين  $i$  و  $j$

$W$  : شعاع الأوزان

$W^T$  : معلوب شعاع الأوزان

اذن مصفوفة التباين المشترك لا تكون من الشكل :

$$\begin{matrix} \delta_1^2 & \delta_{12} & \delta_{11} \\ \delta_{i1} & \delta_2^2 & \delta_{2n} \\ \delta_{n1} & \delta_{n2} & \delta_{ni} \end{matrix}$$

نسجل المعادلة رقم (1) دالة التحسين وتمثل المعادلتان 2 و 3 قيود التحسين وتصدان العائد (2) ومجموع أصول المحفظة (3)

من أجل تحسين الدالة المنفعة وبالإستعانة جمعنا مضاعف لانغريج حيث:

$$L = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \delta_{ji} + \gamma_1 (\sum_{j=1}^n W_i E(R_i) - E(R^p)) + \gamma_2 (\sum_{j=1}^n W_i - 1) \quad \min$$

باشتقاق دالة التحسين

$$\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \delta_{ji} = W^T V W$$

$$W_i W_i \delta_{11} + \dots + W_i W_i \delta_{ii} + W_i V_n \delta_{1n}$$

وتكون المشتقة كما يلي :  $2\delta_{ji} W_i + \sum_{j=1}^n \delta_{ji} W_i + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j - 2 \sum_{j=1}^n \delta_{ji} W_j$

وهي مساوية لمشتقة المصفوفات

$$\frac{\delta}{\delta W} (W^T V W) = 2VW$$

$$\sum_{j=1}^n \delta_{ji} W_j = 2VW^2 \quad \text{اذن :}$$

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

وهنا نحصل على عدد  $n$  من المعادلات + معادلتين كما يلي :

$$\frac{dL}{dW_i} = 2W_1\delta_{11} + 2W_2\delta_{12} \dots \dots \dots + 2W_n\delta_{1n} + \delta_1 R_n + R_2 = 0$$

$$L(w) = \frac{dL}{dW_n} = 2W_1\delta_{11} + 2W_2\delta_{n2} \dots \dots \dots + 2W_n\delta_{nn} + \delta_1 R_n + \delta_2 = 0$$

$$\frac{dL}{d\delta_1} = W_1R_1 + W_2R_2 \dots \dots \dots + W_nR_n - R_p = 0$$

$$\frac{dL}{d\delta_2} = W_1 + W_2 \dots \dots \dots + W_n - 1 = 0$$

ان محفظة النقود هنا مكونة من 0.6180 من الاصل A و 0.185 من الاصل و 0.1966666 من الاصل B للحصول على عائدات المحفظة بقدر 0.065

2- تحديد تركيبة المحفظة الى تدني المخاطرة الى أدنى حد انطلاقا من المستوى المقبول من المخاطرة

قدم Markowitz سنة 1952 دالة منفعة متوسط التباين وهي من الشكل

$$Utility = E (R_p) - 1/2\theta \delta_p^2$$

حيث  $\theta$  تعبير عن مقياسا لتجنب المخاطرة ( الربح الهامشي المتوقع أن نحصل عليه المستثمر لمعاينة على نحمل مخاطر انتاجنا ).

لتحديد أوزان المحفظة المثلى انطلاقا من معدل عائد محدد نستعين بمصفوفة المعاملات الثابتة والتي تأخذ الصيغة التالية :

$$A = \begin{matrix} 2\delta_{11} & 2\delta_{12} & \dots & 2\delta_{1n} & R_1 & 1 \\ 2\delta_{n1} & 2\delta_{12} & \dots & 2\delta_{nn} & R_n & 1 \\ R_2 & R_2 & \dots & R_n & 0 & \\ 1 & 1 & & 1 & 1 & 0 \end{matrix}$$

حيث وبعد تحويل المعادلات السابقة الى شكل المصفوفات يصبح لدينا :

$$\text{بحيث: } W: \text{ شعاع المجاهيل و } T: \text{ شعاع القيود} \quad Aw = T \rightarrow w \begin{pmatrix} W_1 \\ W_n \\ \delta_1 \\ \delta_1 \end{pmatrix} \text{ و } T \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ R_p \\ i \end{pmatrix}$$

تغيرت الطريقتين في  $A^{-1}$  مع العلم أن  $A^{-1}$  تمثل معكوس المصفوفة فيصبح لدينا :

$$\rightarrow W = A^{-1}T$$

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

### المبحث الثاني: مؤشرات أداء الأسواق المالية العالمية

تعد المؤشرات المالية من اهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر او المحلل المالي لقياس أداء السوق ومعرفة الأوقات المناسبة للشراء والبيع، ومن خلال هذا الفصل نتناول التعرف بوجه عام على المؤشرات المالية من حيث التعريف والخصائص، والأهمية وكيفية حساب المؤشر، مع عرض لبعض المؤشرات المالية في الأسواق المالية العالمية.

#### مطلب الأول: عموميات حول مؤشرات المالية العالمية

تعتبر المؤشرات المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا من جهة أخرى، حيث تعطي فكرة سريعة عن أداة المحفظة المالية والحكم على أداء المدراء وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية.

#### أولاً: تعريف المؤشرات:

يمكن تعريف المؤشر على انه مقياس يقيس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداول أسهمها في أسواق المال المنظمة او غير المنظمة او كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر ان يعكس الحالة التي عليها سوق المال (البورصة) والذي يستهدف المؤشر قياسه<sup>1</sup>

#### ثانياً: أهمية المؤشرات:

تعد المؤشرات المالية مرآة تعكس أداء سوق الأوراق المالية (البورصة) داخل الدولة، حيث ان المؤشر يقيس أداء أكبر الشركات داخل السوق سواء كان المؤشر عام او مؤشر قطاعي ومن ثم فان المؤشر يعكس الوضع العام داخل السوق إذا ما كان هنا اتجاه صعودي او اتجاه هبوطي للمؤشر، ومنه يمكن بيان أهمية المؤشرات المالية من خلال ما يلي:

- تعكس الوضع العام داخل السوق الذي يعكس بدوره الوضع العام للظروف الاقتصادية داخل الدولة صاحبة السوق

- يمكن من خلال المؤشرات المالية المعدة داخل سوق الأوراق المالية التنبؤ بالظروف الاقتصادية المستقبلية

- يمكن للمؤشرات المالية ان تحدد طبيعة السوق هل السوق يتجه نحو الصعود وارتفاع الأسعار ام انه سوق يتجه نحو النزول وهبوط الأسعار

- قياس متوسط العائد الذي يحققه السوق، حيث ان المؤشر يكشف عن الاتجاه العام في سوق المال

<sup>1</sup>محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، العراق، 2011 ص 37

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

-يمكن استخدام المؤشرات كأداة للحكم على أداء المحافظ وكفاءة مديرها، وكذلك تقييم أداء مديري صناديق الاستثمار حيث انها تشكل الأساس في قراراتهم الاستثمارية وتحديد كفاءتهم المهنية

**ثالثا: كيفية بناء المؤشر:**

يرى الكاتب ان معرفة بناء المؤشر تساعد المحلل او المستثمر على فهمه والقدرة على قراءته بما يساعده في اتخاذ القرار الاستثماري السليم ومن خلال ما يلي نتناول كيفية بناء المؤشرات المالية، يتكون المؤشر من:

**1- العينة:** والمقصود بها عينة الشركات التي يعتمد عليها المؤشر عند بناءه ويمكن تعريفها بانها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، و حتى تكون العينة ملائمة فلا بد و ان تتوافر فيها ثلاث مقومات هي (الحجم و لاتساع و المصدر)

**أ-الحجم:** القاعدة العامة في هذا الإطار تشير الى انه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق

**ب-الاتساع:** يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي ان يتضمن أسهما لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، وإذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة فان العينة تقتصر على أسهم عدد الشركات التي تتكون منها تلك الصناعة

**ج-المصدر:** المقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يتبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي ان يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية وليس أي مصادر أخرى

**2-الاوزان النسبية:** ويقصد بالاوزان النسبية هي تلك الاوزان التي يتم استخدامها في بناء المؤشر، ويمكن تعريف الاوزان النسبية بانها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، ولتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر يوجد ثلاث مراحل:

**أ-مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد لشركة الى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل ان الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين ان سعر السهم قد يكون مؤشرا على أهمية الشركة او حجمها

**ب-مدخل الاوزان المتساوية:** ويقوم هذا المدخل بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر

**ج-مدخل الاوزان حسب القيمة:** ويقوم هذا المدخل على إعطاء وزنا نسبيا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل شركة ممثلة في المؤشر مما يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر هو المحدد الوحيد للوزن النسبي

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

رابعاً: اهم المؤشرات العالمية

تعتبر مؤشرات الأسهم الامريكية والأوروبية من اهم مؤشرات الأسواق العالمية، وفيما يلي لمحة موجزة عن اهم تلك المؤشرات:

### 1- مؤشر ستاندرد اند بورز:

يقيس هذا المؤشر تحركات أسعار الأسهم الحرة القابلة للتداول، حيث يضم اكبر خمس مئة شركة أمريكية، و يغطي حوالي ثلثي أسواق الأسهم الامريكية، ويستخدم بشكل واسع من قبل الأوساط الاقتصادية للدلالة على أداء الاقتصاد الأمريكي

### 2- مؤشر ناسداك المركب Nasdaq composite index:

يعتبر هذا المؤشر من اكثر المؤشرات المالية شعبية في العالم نظرا لاحتوائه على عدد كبير من الشركات الامريكية التي تزيد عن ثلاثة الاف شركة مدرجة، و هناك أيضا مؤشر ناسداك مئة الذي يضم اكبر مئة شركة غير مالية في المؤشر المركب

### 3- مؤشر نيكاي NIKKE:

يقيس مؤشر نيكاي حركة السوق لشركة يابانية مدرجة، وهو أقدم وأكثر الأسواق الآسيوية انتشارا بدا العمل به منذ عام 1859 ويستخدم كمؤشر أساسي للدلالة على الاقتصاد الياباني، ومن اهم مؤشرات الأسواق المالية الآسيوية الأخرى هي هونغ كونغ وسنغافورة وشنغهاي وكوالالمبور وتركيا

### 4- مؤشر FTSE100:

يقيس المؤشر حركة أسعار أكبر مئة شركة بريطانية مدرجة في سوق لندن لأوراق المالية، مشكلا حوالي ثمانون بالمئة من القيمة السوقية لإجمالي سوق لندن، وبالرغم من وجود مؤشر فوتسي الاوسع نطاقا الا ان مؤشر FTSE يعد الأكثر استخداما كمؤشر لسوق الأسهم في بريطانيا

### 5- مؤشر أوروبا EUROSTOK50: هو مؤشر مالي لدول الاتحاد الأوروبي يمثل 50 مؤسسة الأكبر في الاتحاد

### 6- مؤشر السعودية TADAWALL: هو مؤشر بورصة سعودية قيمة تمثل أسهم أكثر من مئة شركة يمثل 75 بالمئة من قيمة التداولات المالية في مجلس التعاون الخارجي.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

### المطلب الثاني: قياس اداء المؤشرات

تم التطرق الى مجموعة من العناصر المستخدمة في معرفة العوائد التي تحققها أهم المؤشرات.

#### أولاً: استخدام المؤشرات المالية

يمكن بيان استخدامات المؤشرات المالية المختلفة للتعرف على أهميتها بالنسبة للمستثمرين والمحليين والحكومات حيث ان تلك المؤشرات تمد مستخدميها بالمعلومات اللازمة عن سوق الأوراق المالية، ومن خلال ما يلي نذكر بعض استخدامات المؤشرات المالية:<sup>1</sup>

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة الاستثمارية التي يمتلكها المستثمر، حيث يمكن للمستثمر او مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة الأوراق المالية (بالزيادة او النقصان) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق.

- الحكم على أداء المديرين المحترفين، حيث يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة الأوراق المالية المختارة عشوائياً، ان يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر.

- تمكن المؤشرات المالية المختلفة من التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، وذلك إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) السابق الإشارة اليه.

- ان اجراء تحليل فني تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ على السوق، فاذا ما توصل المحلل الى معرفة هذا النمط يمكن وقتها التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار داخل السوق.

- تمكن المؤشرات المالية من تقدير المخاطر التي يمكن ان تتعرض لها المحفظة الاستثمارية، حيث يمكن استخدام المؤشرات المالية لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، والمتمثلة في العلاقة بين معدل العائد لأصول الخطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من الأصول الخطرة.

#### ثانياً: أهمية تنويع الاستثمار المالي دولياً

يعتبر تنويع الاستثمار الدولي العالمي أداة مهمة لتحسين فعالية محافظ الاستثمار، حيث يسمح بتحقيق عوائد مهمة من خلال جزء من المستثمر في أصول اجنبية و تخفيض الخطر الكلي للمحفظة الاستثمارية، حقيقة ان فضائل تنويع الخطر ترجع الى الارتباط بين مختلف الأسواق المالية العالمية، ان النظرية الحديثة لتكوين محافظ استثمارية تبين ان العوائد المحققة من التنويع الدولي هي مرتبطة عكسياً مع درجة تكامل الأسواق المالية، هذا

<sup>1</sup>مجموع عبد الجميد عطية. الاستثمار في البورصة. مرجع سبق ذكره، ص 374

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

التكامل المستثمر نتيجة لتحرر المعاملات و تقليل العراقيل امام الاستثمارات الأجنبية و امام حركة رؤوس الأموال في الواقع هذه التحريرات زادت من تماثل سلوك الأسواق المالية و مؤشراتنا المالية الذي تجلى في زيادة الارتباط بينها، من جهة اطرى ان زيادة الارتباط الموجب بين الأسواق المالية و مؤشراتنا تقلل وقف نظرية تكوين محفظة استثمار من فعاليتها لتحسين جودة المحافظ الاستثمارية

ان الدراسات حول التعامل بين الأسواق المالية و تأثيرها على فعالية تكوين المحافظ الدولية هي كثيرة لكن نتائجها في الغالب هي غير واضحة، حيث من جانب ان التعامل المالي الدولي يجعل من تنويع الاستثمار الدولي اكثر سلاسة من خلال القضاء على الحواجز ومن جهة ثانية يزيد من درجة ارتباط الأسواق المالية المر الذي يقلل من فعالية المحافظ الاستثمارية، لكن في الواقع الأسواق المالية من خلال مؤشراتنا لم تصل الى درجة الارتباط التام لإلغاء فرص الاستثمار الدولي في سياق متصل، دراسات عديدة اقترحت لقياس درجة ارتباط و تكامل الأسواق المالية العالمية، مثلا (HEINOUR2004) اختبر ككل من خلال نماذج التكامل المشترك (CO-INTEGRATIO) بين الأسواق الامريكية و الأوروبية، حيث وجود زيادة في اشعة التكامل المشترك دليل على تكامل متزايد بين الأسواق المهمة. اخرين مثل COLM KEAVER بفحص قيم مصفوفة الارتباط حيث فيهما المرتفعة تدل على وجود تكامل طويل الاجل بين الأسواق المالية المدروسة اختيار وصفا شرطية متغيرة عبر الزمن للتكامل بين الأسواق المالية العالمية، حيث أظهرت نتائجهم صحة فرضية التكامل المدروسة. CERDET2003 درسوا تكامل بين جزئين من الأسواق المالية الاسيوية حيث أظهرت نتائجهم رفض فرضية تكامل كلي ودعم فرضية تكامل نسبي.

على الرغم من التضارب أحيانا في نتائج هذه الدراسات الا انها منفعة على أهمية الاستثمار الدولي (التنويع الدولي) في تشكيل محافظ استثمارية أكثر فعالية مقارنة بالاستثمار في سوق مالي واحد حيث تمكن من خلال ذلك تقليص خطر الاستثمار من خلال توزيعه على عدة أسواق مالية، هذا الخطر الذي قد يتجلى في عدة اشكال كخطر متكلف بثبات مصداقية البلد محل الاستثمار وتعرضه لازمات اقتصادية ترفع الاستثمار.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

### المبحث الثالث: قياس اداء محفظة مالية

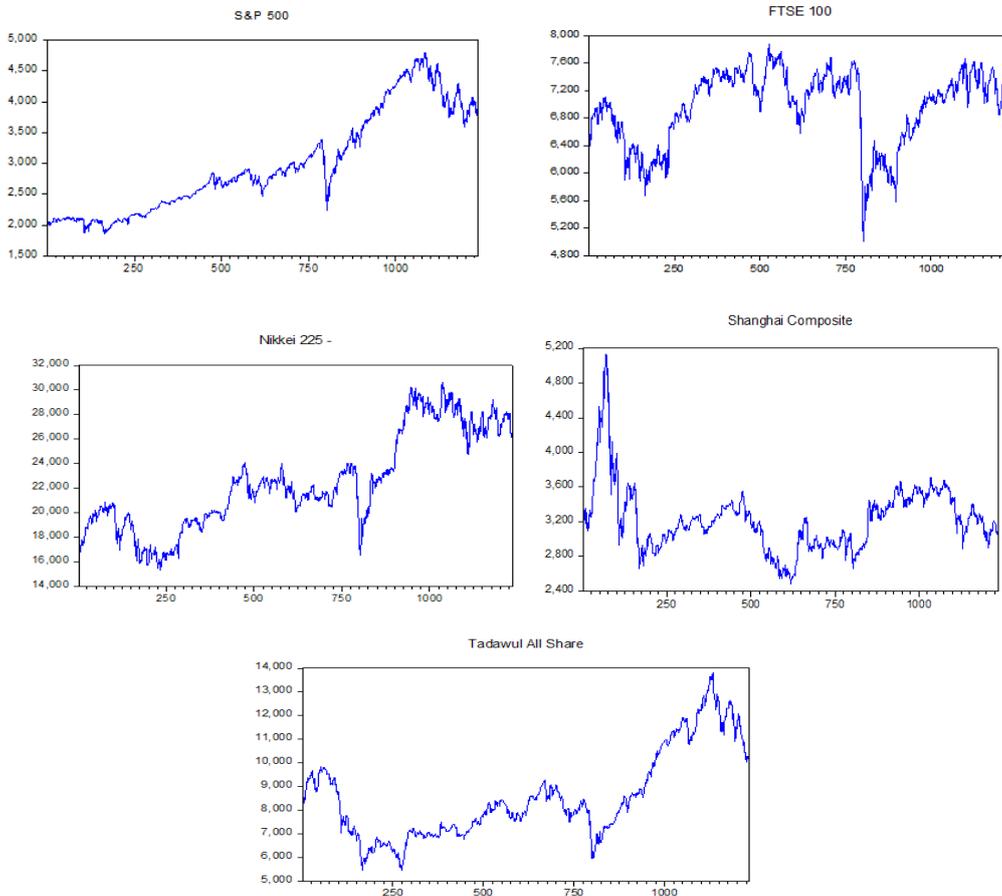
تعتبر المؤشرات المالية من اهم العناصر مستخدمة في البورصات العالمية، حيث ان المستثمر يعتمد عليها خلال القيام بمجموعة من استثمارات خاصة في الاسواق المالية بحيث يقوم المستخدم بالبحث عن اهم المؤشرات الملائمة له ، من اجل تشكيل محفظة مالية متنوعة تكون فيها درجة الملائمة المقاسة لهذه المؤشرات تحقق اكبر عائد ممكن.

### المطلب الأول: دراسة قياسية للمؤشرات المالية:

تطرقنا في هذا إلى مجموعة من المؤشرات المالية العالمية قياسية في اختيار تشكيلة من المحافظ المالية:

**أولاً: تقديم البيانات:** من بين المؤشرات المالية العالمية المتعددة قمنا باختصار 6 مؤشرات: (مؤشر ناسداك Nasdaq، مؤشر نيكاي، مؤشر السعودية، مؤشر أوروبا، مؤشر ftse100. التي نعتبرها الأهم وأكثر تنوعاً لتشكيل محافظ مالية عالمية، ان قيم هذه المؤشرات هي قيم يومية من 6 جانفي 2015 الى 16 فيفري 2023 والتي تمثل عينة 1254 مشاهدة.

### شكل 2-14: التمثيلات البيانية لقيم المؤشرات



المصدر : من اعداد الطالبين باستخدام قيم الجدول 2-2

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

ثانياً: اختيار مؤشرات مالية: ان نظرية تكوين محافظ المالية تبين وجود علاقة عكسية بين فعالية محافظ المالية وقوة الارتباط بين الأدوات المالية مشكلة لها سوق تعتمد على معامل الارتباط بين قيم مؤشرات لاختيار من بينها في تشكيل المحفظة المالية.

الجدول 2-2: يمثل مصفوفة الارتباط بين المؤشرات 6 خلال فترة الدراسة

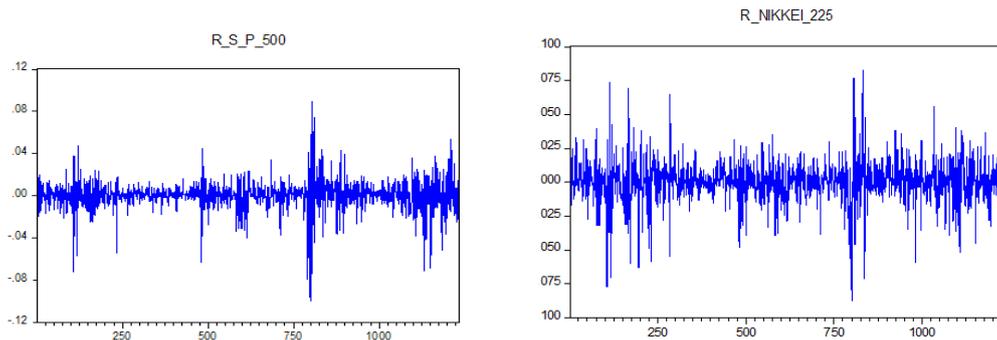
	NASDAQ COMPOSITE	FTSE100	EUROSTOXX-50	NIKKEI	SHANGHAI COPOSTE	TADAWUL
NASDAQ COMPOSITE	1	0.2039	0.7348	0.9389	0.1577	0.8618
FTSE100	/	1	0.5342	0.3427	-0.027	0.3115
EUROSTOXX	/	/	1	0.8011	0.43281	0.7277
NIKKEI	/	/	/	1	0.2243	0.9795
SHANGHAI	/	/	/	/	1	0.324
TADAWUL	/	/	/	/	/	1

من خلال مصفوفة الارتباط او قيم الارتباط نلاحظ بين Nasdaq و nikkei 0.9398.

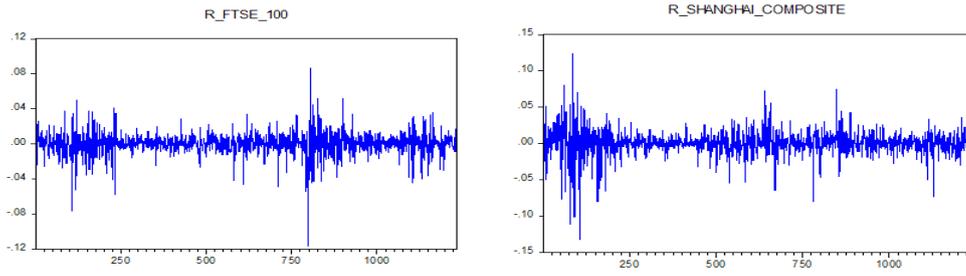
وبالتالي نستنتج انه من أفضل تشكيل محفظة مالية يكون فيها مؤشر واحد فقط من بين 3 مؤشرات بالمقارنة بين معامل الارتباط، بين مؤشر ناسداك من جهة وبمؤشرات أخرى نلاحظ ان مؤشر ناسداك هو اقل ارتباط بها، وبالتالي نأخذه كمؤشر مسجل لمجموعته، وبالتالي المؤشرات المرشحة لتكوين محفظة مالية هي: NASDAQ.

FTSE100- EUROSTOXX- SAHANGAI- TADAWUL

الشكل 2-15: التمثيلات البيانية لعوائد المؤشرات:



## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية



المصدر : من اعداد الطالبين باستخدام قيم الجداول السابقة

### 1- دراسة وصفية لعوائد المؤشرات

العوائد اليومية للمؤشرات نرزم لها على التوالي ب: R-NASDAQ/ R-EURO.STOXX- R- FTSE100/ R-CHANGHAI/R-TADAWUL

تم حسابها باستعمال المعادلة رقم 3 فتحصلنا على النتائج التالية:

الجدول 2-3: يمثل قيم عوائد المؤشرات:

	R-NASDAK	R-FTSE100	R-EUROSTOXX.50	R-CHNGHAI	R-TADAUL
MIN	%10.2	%11.7-	%13.2-	%13.2-	%7.1
MAX	%7.8	%8.7	%8.8	%1.24	%16.7-
MOYENN	%0.075	%0.0184	%0.028	%0.00248-	%0.0215
الانحراف المعياري	%1.68	%1.34	%1.67	%1.77	%1.77

خلال فترة الدراسة العوائد المتوسطة هي معدومة تقريبا بالنسبة للمؤشرات الأربعة حيث حقق مؤشر ER اكبر عائد 8.8 بالمئة بينما حقق مؤشر ER وشنغهاي -13.7

### 2- تشكيل المحافظ المالية

نقول ان تشكيل محفظة مالية هو فعال عندما يكون الخطر اقل ما يمكن سواء مطلقا او من اجل عائد متوقع

أ-تقديم البيانات: في الواقع لتشكيل المحافظ المالية يجب التنبؤ بقيم العوائد والخطر لأدوات المالية المتمثلة في المؤشرات المالية في حالتنا هذه في المستقبل، لكن في دراستنا سوف نكتفي بقيمها التاريخية لتشكيل المحافظ المالية المثلى، نذكر فيما يلي اهم العناصر الأساسية لتشكيل المحافظ المالية: سوف نستعمل القيم التاريخية للعوائد وخطرنا كقيم تنبؤيه حتى نهاية جوان 2023 (96يوم) والمتمثلة لفترة الاستثمار.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

يمثل الجدول التالي العوائد والاحطار التاريخية للمؤشرات حتى نهاية جوان:

الجدول 2-4: يمثل عوائد وخطر المؤشرات

المؤشر	العائد	الخطر
R-NASDAQ	%14.06	%1.62
R-FTSE100	%4.22	%0.72
R-EUROSTOXX.50	%6.91	%1.11
R-SHANGHAI	%5.27	%1.51
R-TADAWUL	%10.23	%1.34

من خلال نظرية تكوين المحفظة المالية ان مصفوفة التباين المشترك ومصفوفة الارتباط بيت عوائد المؤشرات المالية هي مهمة في تكوين محافظ مالية، الجدول التالي يلخص تطور الارتباط التاريخي بين عوائد المؤشرات المالية الأربعة:

الجدول 2-5: يمثل مصفوفة الارتباط بين العوائد

	R-NASDAQ	R-FTSE100	R-EUROSTOXX	R-SHANGHAI	R-TADAWUL
R-NASDAQ	1	0.506	0.583	0.241	0.29
R-FTSE100	/	1	0.866	0.267	0.426
R-EUROSTOXX	/	/	1	0.259	0.432
R-SHANGHAI	/	/	/	1	0.222
R-TADAWUL	/	/	/	/	1

بالاستعمال المعادلة رقم 3 و قيم الجدولين 4-5 يمكننا حساب مصفوفة التباين المشترك بين عوائد المؤشرات الأربعة فنتحصل على قيمها الممثلة في الجدول التالي:

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

الجدول 2-6: يمثل مصفوفة التباين المشترك بين العوائد الخمسة

		R-NASDAQ	R-FTSE100	R-EUROSTOXX	R-SHANGHI	R-TADAWEL
X1	R-NASDAQ	0.0002624	0.00059	0.0001048	0.0000590	0.000630
X2	R-FTSE100	/	0.00518	0.0000692	0.00290	0.0000411
X3	R-EUROSTOXX	/	/	0.0001232	0.000434	0.0000643
X4	R-SHANGHAI	/	/	/	0.0002280	0.0000449
X5	R-TADAWUL	/	/	/	/	0.00017.96

المطلب الثاني: تكوين المحافظ المالية:

من خلال أدوات الاستثمار المتاحة (المؤشرات المالية) يمكن تشكيل عدد غير منتهي من المحافظ المالية، ان معيار الفعالية يهدف الى اختيار من بينها الأكثر أهمية بالنسبة للمستثمر. من اجل مستثمر غير مخاطر نقول ان محفظة هي فعالة بالنسبة اليه اذا كان عائدها المتوقع اكبر ما يمكن من اجل خطر معين. في حالة تشكيل محافظ مالية في غياب شروط مقيدة نميز بين حالتين:

أولاً: محافظ في غياب أصول بدون خطر:

نرمز ب: X1، X2، X3، X4، X5 للنسب المستثمرة في الأسواق المالية: NASDAQ، FTSE100، EUROSTOXX، CHANGHAI، TADAWUL على الترتيب. الهدف هو تقليل او تصغير تباين عائد المحفظة الممثلة بالعلاقة التالية:

الشكل 2-16: يمثل حساب تقليل او تصغير تباين عائد المحفظة:

$$\begin{aligned} \delta_{PF}^2 = & (1.61\%)^2 x_1^2 + (1.34\%)^2 x_2^2 + (1.67\%)^2 x_3^2 + (1.77\%)^2 (x_4)^2 + (1.31\%)^2 (x_5)^2 \\ & + 2x_1x_2(0,00059) + 2x_1x_3(0,0001040) + 2x_1x_4 + 2x_1x_5(0,000630) + 2x_2x_3(0.000692) \\ & + 2x_2x_4(0,002j_0) + 2x_2x_5(0,000411) + 2x_3x_4(0,000434) + 2x_3x_5(0,000645) \\ & + 2x_4x_5(0,000449). \end{aligned}$$

تحت شرط:

ومنه دالة الهدف Z تكتب على الشكل التالي:

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

الشكل 2-17: يمثل دالة الهدف Z

$$Z = \delta_{RPF}^2 + \Lambda_1(\varepsilon_{PF} - E^*) + \Lambda_2\left(\sum_{i=1}^5 x_i - 1\right)$$

من اجل الحصول على الحلول  $X_1, X_2, X_3, X_4, X_5$ . الموافقة لمحافظ الاستثمار يكفي إعطاء قيمة لعائد المحفظة  $E^*$  و حل دالة الهدف Z.

$$E_{PF}^* = x_1(14,06\%) + x_2(4,22\%) + x_3(6,91\%) + x_4(5,07\%) + x_5(102,3\%)$$

$$\sum_{i=1}^5 x_i = x_1 + x_2 + x_3 + x_4 + x_5 = 100\% = 1$$

الجدول التالي يوضح تشكيلة المحافظ المالية من اجل عوائدها وخطورها الموافقة.

الجدول 2-18: يمثل تشكيل المحافظ المالية في غياب أصول وبدون شروط مقيدة

$E_{PF}^*$	X1	X2	X3	X4	X5	$\partial_{PF}$
1%	-0.13	1.70	-0.62	0.10	-0.05	0.71%
2%	-0.08	1.55	-0.57	0.09	-0.00	0.67%
4%	0.04	1.26	-0.48	0.08	0.09	0.636%
6%	-0.01	1.38	-0.51	0.09	0.01	0.64%
8%	0.28	0.66	-0.29	0.06	0.29	0.82%
10%	0.40	0.36	-0.19	0.08	0.39	0.99%
12%	0.52	0.06	-0.10	0.03	0.49	1.17%

في الواقع كل ثنائية  $E_{PF}^*$  و  $\partial_{PF}$  تمثل المحافظ المثالية حيث كل مستثمر يختار المحفظة القيم السالبة التي توافق عائدته او خطره الملائم تشير الى ان المستثمر يجب ان يقترض من قيمة ماله ويعيد استثمارها.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

ثانيا: محافظ في وجود أصول بدون خطر:

الأصول بدون خطر هي تلك التي نعرف عوائدها وخطورها يكون معدوما في دراستنا هذه سوف نأخذ سنوات الحكومة الامريكية T-bill ذات العوائد 5.02% حتى نهاية جوان 2023<sup>1</sup>. نرسم بـ  $x_6$  نسبة الاستثمار في السند T-bill بدون خطر.

في هذه الحالة تصبح دالة الهدف:

الشكل 2-19: تمثل دالة الهدف  $Z'$

$$Z' = \partial_{PF}^2 + \lambda_1(E_{PF} - E^*) + \lambda_2(\sum_{i=1}^6 x_i - 1)$$

بحيث :

الشكل 2-20: يمثل حساب دالة الهدف  $Z'$

$$\begin{aligned} \delta_{PF}^2 = & (1.61\%)^2 x_1^2 + (1.34\%)^2 x_2^2 + (1.67\%)^2 x_3^2 + (1.77\%)^2 (x_4)^2 + (1.31\%)^2 (x_5)^2 \\ & + 2x_1x_2(0,00059) + 2x_1x_3(0,0001040) + 2x_1x_4 + 2x_1x_5(0,0000630) + 2x_2x_3(0,000692) \\ & + 2x_2x_4(0,002j_0) + 2x_2x_5(0,000411) + 2x_3x_4(0,000434) + 2x_3x_5(0,000645) \\ & + 2x_4x_5(0,000449). \end{aligned}$$

تحت القيدين:

$$\begin{aligned} E_{PF}^* = & X_1(14,06\%) + X_2(4,22\%) + x_3(6.91\%) + x_4(5.07\%) \\ & + x_5(10,23\%) + x_6(5,02\%) \end{aligned}$$

باستعمال أيضا المعادلة رقم 6 نتحصل على المحافظ المالية الموافقة لعوائد والاختار على النحو التالي:

$$\sum_{i=1}^6 x_i = 1$$

<sup>1</sup> احصائيات من الخزينة الامريكية.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

الجدول 2-8: يمثل تشكيل المحافظ المالية بوجود أصول بدون خطر وبدون شروط مقيدة

$E_{PF}^*$	X1	X2	X3	X4	X5	X6	/
%5.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	0.00%
%6	0.05	-0.19	0.06	-0.01	0.04	1.04	0.11%
%8	0.16	-0.59	0.20	-0.03	0.13	1.13	0.34%
%10	0.27	-0.99	0.33	-0.05	0.21	1.22	0.57%
%12	0.38	-1.39	0.64	-0.07	0.30	1.31	0.79%
%14	0.49	-1.79	0.59	-0.09	0.38	1.40	1.02%
%16	0.60	-2.18	0.73	-0.10	0.47	1.49	1.25%

بالمقارنة بين الجدولين A و B نلاحظ ان ادخال أصول بدون خطر غير من حدود المحافظ الفعالة حيث من اجل نفس الخطر في المتوسط يربح المستثمر الذي معدله 4%.

ان القيم السالبة ل  $x_i$  تدل على ان المستثمر يقترض بمعدل 5.02% ويستثمرها في المحفظة المالية بما يسمح له في النهاية ان يستثمر أكثر من رأس ماله.

## الفصل الثاني: مقومات بناء محفظة الأوراق المالية

---

### خلاصة الفصل:

كان هدفنا من هذه الدراسة الى التعرف على مجموعة من المؤشرات العالمية من الأكثر تداولاً في البورصات العالمية ومجموعة من المؤشرات الخاصة بمجموعة من الدول النامية في مجال الاستثمار حيث تم التطرق الى تكوين محفظة مالية من مجموعة من هذه المؤشرات حيث اعتمدنا على ست مؤشرات FTSE100، NASDAQ، EUROSTOXX، CHANGHAI، TADAWUL حيث قمنا في اطارنا التطبيقي للدراسة بجمع مجموعة من البيانات والاحصائيات باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية من اجل تحديد عوائد ومخاطر ومعامل الارتباط بينها ، وهدفنا الى تشكيل محفظة مالية بعد أن قمنا بحساب النتائج الخاصة بالمؤشرات السابقة توصلنا الى أن المحفظة المثلى لهذه المؤشرات التي تحقق افضل عائد واقل خطر مكونة من اربع مؤشرات فقط من المؤشرات السابقة.



## الخاتمة:

تعتبر سوق الأوراق المالية احدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية وهي بذلك تلعب دورا أساسيا في تطوير أساليب التحويل وتوفيره بالأحجام المناسبة، وذلك بتجميع المدخرات الوطنية وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض المالي الى القطاعات ذات العجز المالي، بهدف خلق قيمة مضافة في الاقتصاد القومي. حيث تعتبر المحفظة الاستثمارية من أهم الأدوات الاستثمارية التي ظهرت حديثا، وهي مجموعة من الأصول المختلطة المالية والحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة. ولبلوغ هذا الهدف يتم اللجوء الى التنويع وإدراج بعض الأصول غير الخطيرة، وتتجج هذه السياسة عندما يكون معامل الارتباط بين الأصول معدوما أو ضعيفا. الا أنه لا بد من اعتماد نماذج التسيير التي تضمن الإدارة الجيدة للمحفظة واختيار مكوناتها فالاختيار الأمثل لمكونات المحفظة من الأوراق المالية يساعد على تدنية حجم المخاطرة دون التضحية بالعائد المتوقع.

ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع وصلنا الى ما يلي:

### 1- النتائج:

- تساهم سوق الأوراق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي من خلال ما توفره من رؤوس أموال القطاعات الإنتاجية وما تقدمه من أرباح وفوائد لمقدمي تلك الأموال، مما يسمح بتعزيز وتقوية الثروة المالية.
- المحفظة الاستثمارية هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء كانت هذه الأدوات أصول حقيقية أو مالية، بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل مخاطر وتتلأعم مع رغبة المستثمر.
- تعتبر المؤشرات المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا من جهة أخرى، حيث تعطي فكرة سريعة عن أداة المحفظة المالية والحكم على أداء المدراء وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية.
- ان التنويع الاستثمار المالي دوليا مزال يخلق لنا فرص أكبر للاستثمار.

### 2- اختبار الفرضيات:

- ✓ الفرضية الأولى: الاسواق المالية لا تلغي فعالية المحافظ المالية لأنها غير متكاملة تماما
- ✓ الفرضية الثانية: الاصول بدون خطر تحسن من فاعلية المحافظ المالية
- ✓ الفرضية الثالثة: الاختيار الأمثل لمكونات المحفظة المثلى من الأوراق المالية يكون عن طريق تدنية حجم المخاطرة ورفع العوائد المتوقع.

3- الاقتراحات: على ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة الميدانية نقترح مجموعة من التوصيات والاقتراحات كما يلي:

- يجب على المحفظة الاستثمارية أن تتوفر على مجموعة من المؤشرات المالية الأقل ارتباطا بينها.
- تعزيز الشفافية والافصاح وذلك عن طريق قيام سوق الأوراق المالية بإصدار نشرة يومية او أسبوعية او شهرية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن حجم التداول ومؤشرات الأسعار
- العمل على تعزيز وتطوير آليات وإجراءات الرقابة على بورصات القيم المنقولة بالشكل الذي يضمن سلامة هذه البورصات ويساهم في تعزيز فعالياته.
- على المستثمر التنويع في مكونات المحفظة الاستثمارية، فالمحفظة تكون أقل خطرا وتحقق عائدا أكبر.

4- آفاق الدراسة: من خلال معالجتنا لموضوع الدراسة ظهرت لنا بعض المواضيع الأخرى التي تستدعي البحث فيها مستقبلا وهي كالاتي:

- أهمية قياس أداء المحافظ المالية في الأسواق المالية.
- دراسة نماذج تقييم أداء الأسهم لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى.



## أولاً: المراجع باللغة العربية:

### أ. الكتب:

- 1- عبد الرزاق القاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، جامعة دمشق، 2010
- 2- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل، الطبعة الخامسة، الأردن، 2007.
- 3- محمد أبو صر، جمعية حميدات، معايير المحاسبية والإبداع المالي الدولية الجوانب النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
- 4- عبد الرحيم بواذقي، محمد خالد الحريري، الاقتصاد الكلي، جامعة دمشق، الطبعة الثانية، 2005.
- 5- الداغر. محمود، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، الطبعة الأولى، 2005.
- 6- دكتور أدهم إبراهيم جلال الدين. الصكوك والأسواق المالية الإسلامية. دار الجوهرة للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، الأردن 2014.
- 7- عاطف وأليم اندراوس. أسواق الأوراق المالية. دار الفكر الجامعي، مصر، 2008،
- 8- سرمد الكوكب الجميل. مدخل إلى الأسواق المالية. شركة دار الأكاديمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2018.
- 9- ضياء مجيد، أسواق رأس المال وأدوات الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 10- أنطوان ناشف وخلييل هندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان 2000.
- 11- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوال ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
- 12- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 13- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010
- 14- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، دار الراية، ط1، الأردن، 2013.
- 15- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 16- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية " البورصة"، ط1، دار أسامة، الأردن، 2008
- 17- - سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، ط1، لبنان، 2005،
- 18- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، مصر، 2006
- 19- عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم -سندات -صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر 1995.
- 20- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط 1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2013،
- 21- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009
- 22- منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، 2008.

## 2- الأطروحات والرسائل (المذكرات):

- ✓ محمد علي، إدارة المخاطر المالية في شركة المساهمة المصرية " مدخل لتعظيم القيمة"، أطروحة دكتوراة كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2008، ص33
- ✓ بوزيدي سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري " دراسة حالة بنك "، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة المنثوري قسنطينة، 2007.

## 3- المجلات الدورية:

- سندسية مروان سلطان الحالي، ليث سعيد محمد الجعفر، دور الحوكمة في دعم قرار الاستثمار، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، عدد 1، العراق، 2015
- فارس هباش، ريمة مناع، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية، في سوق عمان المالية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية صادرة عن جامعة أم البواقي، العدد التاسع، الجزائر، جوان، 2018
- نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي، المجلد 05، العدد 02، الجزائر، 2018.
- سعيد مجيد الجنابي، أثر تنوع المحافظ الاستثمارية في تقليل دراسة المخاطر المالية " دراسة تحليلية لعينة من الشركات العراقية "، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 1، جامعة مثنى، العراق، 2019.

## 4- الملتقيات :

- ❖ محمود فهمي، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر: وسائل وأساليب تنميتها، مؤتمر دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال، الهيئة العامة لسوق المال، 1988.

## ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- David Begg et autres, Macroéconomie, édition Dunod, deuxième édition, 2002.
- 2- Ehrhardt brig Ham, préfère de la gestion de portefeuille collection de banque ITB, 2011.

## ثالثا: مراجع الانترنت:

- 1- عباس فرحات، المؤثرات النفسية على صنع القرارات في المؤسسة الاقتصادية، مقال منشور على الموقع [iefpedia.com](http://iefpedia.com)
- 2- محاضرات منشورة على انترنت مقياس النظرية المالية، جامعة حسبية بن بو علي شلف، 2019



## الملخص:

تسعى هذه الدراسة الى كيفية التخطيط المالي الامثل لتكوين محافظ استثمار في ظل العائد والمخاطرة، نظرا لحيوية الجانب الاستثماري في هذا القطاع، وتم اعتماد من خلال نظرية تكوين المحفظة المالية حساب الاحتمالات المستقبلية لمستوى عوائد متوقع حصول عليها بأقل مخاطر ممكنة.

ولمعالجة اشكالية الدراسة واختبار فرضياتها توجهنا الى اعتماد مجموعة من الإحصائيات الوصفية،

التباين، الانحراف المعياري معامل بيتا ومصفوفة التباين المشترك ومصفوفة الارتباط.

ولقد توصلت هذه الدراسة لتكوين محافظ استثمار في اسواق مالية يجب اعتماد على مجموعة من نماذج لقياس أداء عناصر داخلية في تكوين محفظة من حيث ناحية عائد والمخاطرة.

## Summary:

This study seeks how to optimize the financial planning for the formation of investment portfolios in light of the return and risk, given the vitality of the investment aspect in this sector, and it was adopted through the theory of the formation of the financial portfolio to calculate the future probabilities for the level of returns expected to be obtained with the least possible risks. In order to address the problem of the study and test its hypotheses, we went to adopt a set of descriptive statistics, the variance, the standard deviation, the beta coefficient, the covariance matrix, and the correlation matrix. This study reached the formation of investment portfolios in financial markets that must rely on a set of models to measure the performance of the elements involved in the formation of a portfolio in terms of return and risk.