الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة امحمد بوقرة –بومرداس

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية تحت عنوان:

محاضرات في إدارة المحافظ الاستثمارية

موجهة لطلبة: السنة الأولى ماستر تخصص: مالية وتأمينات

من إعداد الدكتورة: منصر كريمة قسم العلوم المالية والمحاسبة

السنة الجامعية

2023/2022

فهرس المحتويات

المحتوى	الصفحة
فهرس المحتويات	أ-هـ
قائمة الجداول والأشكال	هـ-ز
مقدمة	I-II
المحور الأوّل: مدخل للأسواق المالية	1
تمهيد	2
أولا: ماهية الأسواق المالية	2
1 -تعريف الأسواق المالية	2
2 -مكونات السوق المالي	2
3 -أهمية أسواق المال	06
ثانيا: ماهية كفاءة الأسواق المالية	07
1 تعريف كفاءة الأسواق المالية	08
2 -أنواع ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية	08
3 الصيّغ المختلفة لكفاءة السوق المالي	10
4 -خصائص السوق المالي الكفء وأسباب عدم الكفاءة	10
المحور الثاني: الدورة الاقتصادية وأهم السياسات الاقتصادية	12
تمهيد	13

أولا: الدورة الاقتصادية وأهم المؤشرات الاقتصادية	13
1 -مفهوم الدورة الاقتصادية	13
2 -مراحل الدورة الاقتصادية	14
ثانيا: السياسات الاقتصادية الكلية	15
1 -مفهوم السياسات الاقتصادية الكلية وأهدافها	16
2 -مكونات السياسة الاقتصادية	17
المحور الثالث: مفهوم الاستثمار ومقومات القرار الاستثماري	25
تمهيد	26
أولا: ماهية الاستثمار وأدواته	26
1 -تعريف الاستثمار ومجالاته	26
2 -أدوات الاستثمار	28
ثانيا: أنواع ومقومات القرار الاستثماري	30
1 -أنواع القرارات الاستثمارية	31
2 -مقومات القرار الاستثماري	32
المحور الرابع: معايير تقييم الاستثمار المالي	39
تمهيد	40
أولا: تقييم الأسهم العادية	40
1 -مدخل التوزيعات المتوقعة	40

2 -مدخل التدفقات النقدية	46
ثانيا: تقييم السندات العادية	50
1 -تصنيف السندات	50
2 -تسعير السندات	54
3 – مبادئ السندات العادية	56
المحور الخامس: العائد والمخاطرة في المحفظة الاستثمارية	58
تمهيد	59
أولا: مفهوم العائد وقياسه	59
1 -مفهوم العائد	59
2 -قياس العائد	59
3 -عائد الأسهم والسندات	60
4 -العائد المتوقع والعائد المطلوب	63
ثانيا: مفهوم المخاطرة وقياسها	66
1 -مفهوم المخاطرة	66
2 -قياس المخاطرة	67
ثالثا: نظرية المحفظة الاستثمارية وقياس العائد والمخاطرة	68
1 -المحفظة الكفأة والحد الكفء	70
2 موقع المحفظة المثلى	71

3 التنويع العشوائي والتنويع الأمثل للمحفظة المالية	72
4 -إسقاط فروض ماركويتز	77
المحور السادس: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	80
تمهيد	81
أولا: فروض النموذج وكيفية البناء	81
1 فروض النموذج	81
2 كيفية بناء انموذج	82
ثانيا: تقدير العائد والمخاطرة لمحفظة السوق	82
1 أهمية محفظة السوق بالنسبة لنموذج التسعير	82
2 -خط سوق رأس المال	83
3 -خط سوق الورقة المالية	84
4 -خط سوق الأوراق المالية وتقييم المحافظ غير الكفأة	87
المحور السابع: إدارة المحفظة والسياسات الاستثمارية	90
تمهيد	91
أولا: تطور الإطار العام والنموذج العالمي لإدارة المحافظ الاستثمارية	91
1 تطور الإطار العام والنموذج لإدارة المحافظ الاستثمارية	91
2 النموذج العالمي لإدارة المحافظ الاستثمارية	92
المحور الثامن: العلاقة بين المخاطرة المتوقعة والعائد المتوقع	101

تمـهيد	102
أولا: العائد والمخاطرة لمحفظة مكوّنة من أصلين ماليين ومن N أصل مالي	102
1 العائد والمخاطرة لمحفظة مكوّنة من أصلين ماليين	102
2 العلاقة بين العائد والمخاطرة المتوقعة لمحفظة مكونة من N أصل مالي	105
ثانيا: التنويع وتدنية مخاطر المحفظة وقياس مخاطرة أصل مالي معيّن	106
1 التنويع وتدنية مخاطر المحفظة	106
2 -قياس مخاطرة أصل مالي معيّن	107
قائمة المراجع	108

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	أهم المؤشرات الاقتصادية حالة الانكماش والانتعاش الاقتصادي	15
02	خصائص الاستثمار في الأصول الحقيقية والأصول المالية	27
03	مزايا وعيوب الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي	27
04	مؤشرات سابقة للحالة الاقتصادية	96
05	مؤشرات تتزامن والحالة الاقتصادية	97
06	مؤشرات لاحقة للحالة الاقتصادية	97

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	آلية عمل السوق الأولي	05
02	الدورة الاقتصادية	14
03	نموذج القرار الاستثماري	31
04	منحنى التفضيل الاستثماري	33
05	دالة منفعة الشخص الذي يبغض المخاطر	34
06	دالة منفعة الشخص الذي يحب المخاطر	35
07	دالة منفعة الشخص الذي لا يبالي المخاطر	36
08	التوزيعات الاحتمالية للعائد	64
09	مبدأ السيادة هند إدخال فكرة المحفظة	69
10	حدود المجموعة الكفأة	71
11	موقع المحفظة الخطرة المثلى	72
12	حدود المجموعة الكفأة لماركويتز بعد إسقاط الفرض الأوّل	78
13	حدود المجموعة الكفأة لماركويتز بعد إسقاط الفرض الثاني	79
14	نموذج التسعير ومحفظة السوق	83

15	خط سوق رأس المال	**83**
16	خط سوق الورقة المالية	**85**
17	خط سوق الأوراق المالية والمعامل بيتا	**87**
18	خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية حسب الفئة الأولى من الباحثين	**91**
19	النموذج العالمي لإدارة المحافظ الاستثمارية	**92**
20	خطوات التحليل الصناعي للبيئة الاستثمارية	**98**

مقدمة:

يسعى الفرد دائما إلى تعظيم منفعته الاستهلاكية والاستثمارية ليحقّق إشباع حاجاته المتزايدة ضمن بيئة محدودة الموارد، فيعمل على اقتطاع جزء من دخله الحالي واستثماره بما يحقّق له عائدا مستقبليا يتيح له إمكانية تعزيز استهلاكه المستقبلي.

ضمن هذا، يجد المستثمر نفسه أمام كوكبة متشعّبة من الخيارات الاستثمارية التي يجب المفاضلة بينها بما يتلاءم وطبيعة المستثمر، حجم الدخل، الهدف الاستثماري وغيرها من المتغيّرات التي تعدّ أساس القرار الاستثماري.

تتيح المحفظة الاستثمارية للمستثمر إمكانية توزيع مورده المالي على استثماريين فأكثر، بغرض تعظيم العائد وتدنية المخاطرة وتحقيق الهدف الاستثماري، وتتنوّع هذه المحفظة بتنوّع الأصول المكوّنة لها(مالية، حقيقية أو مختلطة)، مما يتطلّب معرفة وحبكة مالية لإدارتها وتعظيم عائدها، لهذا غالبا ما يستعين المستثمر بمدير كفأ للمحافظ الاستثمارية.

أولى العديد من الباحثين اهتماما كبيرا للمخاطر المالية وأساليب الحد منها، ويعدّ ماركويتز أوّل من أدخل مفهوم نظرية المحفظة الاستثمارية للمجال الأكاديمي، حيث أسفرت جهوده إلى إمكانية تدنية المخاطر الاستثمارية بالتنويع ومراعاة درجة الارتباط بين الاستثمارات، وكانت نظريته نقطة انطلاق العديد من البحوث والدراسات التي تساهم في تحقيق الأهداف الاستثمارية واتخاذ القرارات ضمن البيئة غير المؤكّدة.

تضم المطبوعة ثمانية محاور أساسية شاملة لعناصر البرنامج المخصّص لطلبة السنة الأولى ماستر مالية وتأمينات، نذكرها فيما يلي:

1. المحور الأوّل: مدخل للأسواق المالية
2. المحور الثاني: الدورة الاقتصادية وأهم السياسات الاقتصادية
3. المحور الثالث: مفهوم الاستثمار ومقومات القرار الاستثماري

4 المحور الرابع: معايير تقييم الاستثمار المالي

5 المحور الخامس: العائد والمخاطرة في المحفظة الاستثمارية

6 المحور السادس: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

7 المحور السابع: إدارة المحافظ والسياسات الاستثمارية

8 المحور الثامن: العلاقة بين المخاطرة المتوقعة والعائد المتوقع

المحور الأوّل: مدخل للأسواق المالية

تمهيد:

من أهم مقومات التنمية الاقتصادية هو توافر موارد مالية مختلفة وتوجيهها نحو مشاريع ذات جدوى اقتصادية تعمل على توسيع دائرة المنفعة، ولقد تواجدت الأسواق المالية باعتبارها هيكل للوساطة المالية بين العارضين والطالبين لرؤوس الأموال، وتتحدد كفاءتها بكفاءة اجتذابها لكافة المدخرات الداخلية والخارجية الفائضة وتخصيصها بما يحقق منفعة كافة المتعاملين فيها.

أولا: ماهية الأسواق المالية

1- تعريف الأسواق المالية: يتمثل السوق في المكان الذي يلتقي فيه الطلب والعرض على السلع والخدمات بأنواعها، وعليه فإن السوق المالية هي المكان الذي يلتقي فيه العرض والطلب على رؤوس الأموال الطويلة، المتوسطة والقصيرة الأجل.

بمعنى آخر، السوق المالي هو المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الفوائض المالية (لعرض رؤوس أموالهم مقابل عائد مستقبلي) وأصحاب العجز المالي(المؤسسات المستقطبة لرؤوس الأموال بغرض تمويل مشاريعها الاستثمارية) أين يتم تبادل المنافع وإتمام المعاملات بين الطرفين وفقا للسعر الذي يتحدّد حسب آلية العرض والطلب.

كما السوق المالي بأنه المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الأموال والعرض عليها، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر أو غير المباشر عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.[1] فهي بذلك تمثل إطار يجمع المتعاملون بالأوراق المالية (البائعون والمشترون)، بغض النظر عن المكان أو الوسيلة التي جمعتهم، شريطة أن تتوفر أجهزة اتصالات فعالة تسمح بالتعرّف على الأسعار السائدة آنيا، وعن المعلومات المتعلقة بكل ورقة مالية متداولة في هذه السوق.

2-مكونات السوق المالي: ينقسم السوق المالي إلى قسمين أساسيين: السوق النقدي وسوق رأس المال.

2-1 أسواق النقد: هو السوق الذي يوفر عملية الإقراض والاقتراض والمتاجرة بالأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل بغرض تحقيق العوائد والأرباح للمستثمرين. كما تعرف بأنها: الأسواق التي تتداول فيها الأصول المالية قصيرة الأجل(لا يتجاوز تاريخ استحقاقها

[1] محمد المبروك أبوزيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر والتوزيع، 2009، ص253.

السنة)، وتتمثل أساسا في صكوك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرجاع أصل القرض زائد الفوائد الناتجة عنه عند فترة الاستحقاق، كما يمكنه التنازل عنها قبل تاريخ الاستحقاق بحدّ أدنى من الخسائر أو دون تحمّل خسائر، ويعدّ معدّل الفائدة العامل الأساسي للقرارات داخل هذه السوق والذي يتحدّد وفقا لقانون العرض والطلب.

2-2 سوق رأس المال: هو سوق التداول بالأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والمؤسسات بأنواعها إلى المؤسسات المستثمرة من خلال أدوات مالية متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات.

كما يعرف بأنه السوق الذي تؤدي فيه المؤسسات المالية الكبيرة الدور الرئيسي مثل بنوك الاستثمار، شركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي، يتميّز بتعامله في الأوراق المالية طويلة الأجل والتي لها فترات استحقاق تزيد عن السنة، ويعتبر هذا السوق أكثر تنظيما من السوق النقدي، كما أنّ التركيز فيه يكون على عنصر الربحية من قبل المستثمر أكثر من عنصري السيولة والأمان. ويطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة، لأن المتعاملين فيه يكونون من المتخصصين المؤهلين والمدربين على هذا النوع من العقود التجارية.[1]

وينقسم سوق رأس المال إلى قسمين أساسيين:

2-2-1السوق الأولية: وتسمى أيضا (سوق الإصدار، سوق الاكتتاب الأوّل) الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها لأوّل مرّة، حيث تلجأ الشركات الجديدة أو الشركات القائمة إلى إصدار أسهم أو سندات تتناسب واحتياجاتها التمويلية الخارجية، بغرض إقامة مشاريع جديدة أو التوسع في المشاريع القائمة بالفعل، وغالبا ما تقوم المؤسسات البنكية بتغطية الإصدار الأولي لصالح هذه الشركات وفقا لاتفاق مسبق(يضم ضمان تغطية الاكتتاب، السعر، العمولة وشروط الإصدار..)، خصوصا إذا كان حجم الإصدار يتناسب وقدرة البنوك على تغطيته.

تنطوي التبادلات في سوق الإصدار على استلام مصدر الأصل المالي للأرصدة النقدية المطلوبة لتمويل نفقاته من المشتري الأول للأصل، وإعطائه في مقابل ذلك ملكية هذا الأصل بما يحمله من مزايا. ويأخذ التعامل في هذه السوق شكلين أساسيين:

---

[1] **ازهري الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان، 2017، ص21.**

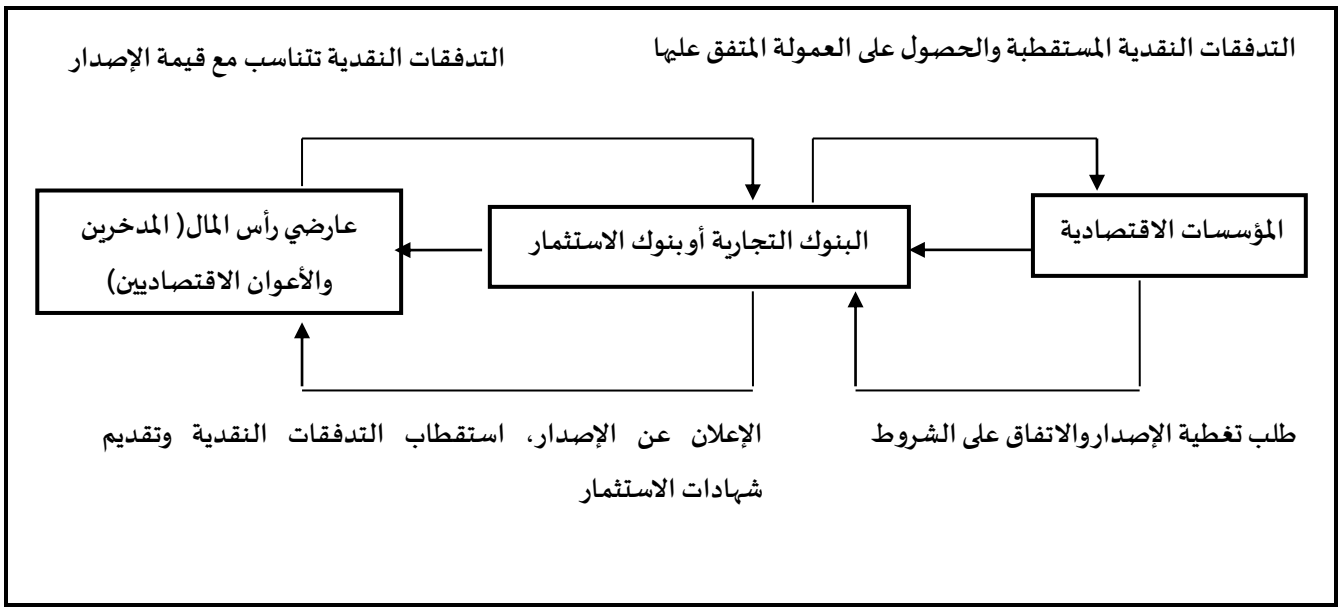
أ- **التعامل المباشر:** هو الأسلوب الذي يتم من خلاله الاتصال بالمستثمرين مباشرة، وعمليا تلجأ الشركات إلى هذا الأسلوب إذا كان حجم الإصدار صغيرا، بما يعني لا حاجة للاستعانة ببيوت الخبرة، الوساطة المالية أو بنوك الاستثمار لتغطية الاكتتاب وتسويق المنتجات المالية.

ب- **التعامل غير المباشر:** تعتمد الشركات في هذا الأسلوب على الوسطاء الماليين، حيث يتم طرح الإصدارات المالية من أسهم وسندات على المستثمرين بواسطة البنوك التجارية أو بنوك الاستثمار:

ب-**1 البنوك التجارية:** غالبا ما تتولى تغطية إصدار الأوراق المالية للمنشآت الاقتصادية، إذا كان حجم الإصدار صغير أو يتلاءم مع قدرة البنوك على إتمامه وإنجاحه، حيث يؤدي البنك التجاري دور الوسيط بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال ويتقاضى بالمقابل عمولة متفق عليها مع المنشأة المصدرة، ولا يتدخل في تفاصيل الإصدار(تاريخ الإصدار، السعر..) ولا يتحمّل أيّ تكاليف أو مخاطر.

ب-**2 بنوك الاستثمار:** هي عبارة عن مؤسسات مختصة في الاستثمار في الأسواق المالية، حيث تقوم بشراء إصدارات الأوراق المالية الجديدة من الشركات وإعادة بيعها إلى المستثمرين النهائيين من أفراد ومؤسسات استثمارية ولا يقتصر دورها على توزيع الإصدار بل يتوسع إلى ضمانه، أي أنه يضمن للمنشأة المصدرة إنجاح عملية الإصدار وفقا لما هو متفق عليه خصوصا فيما يتعلّق بالسعر المحدّد(مقابل عمولة متفق عليها مسبقا)، وأي انخفاض في الأسعار يكون على عاتق البنك، كما يعطي استشارت واقتراحات تخصّ سعر الإصدار وتوقيته وأيّ تفاصيل أخرى تساهم في إتمامه وإنجاحه.

الشكل رقم(01): آلية عمل السوق الأولي



المصدر: من إعداد الأستاذة

2-2-2السوق الثانوية: أو سوق التداول، وهو السوق الذي يسمح بتداول الأوراق المالية (بيعا وشراء) والتي تمّ إصدارها في السوق الأولي، حيث تمكّن المستثمر الذي يرغب في التنازل عن الاستثمار ببيعها وللمستثمر الذي لم يستفد من الإصدار الأولي باقتنائها.

بعد حصول المؤسسة الاقتصادية على قيمة إصداراتها (أسهم أو سندات) من السوق الأولي، توجهه نحو مشروعها الاستثماري، في حين أنّ شهادات الاستثمار المقتناة من السوق الأولي يتم تداولها بيعا وشراء في السوق الثانوي، أين يتحدّد سعرها وفق لآلية العرض والطلب، ولا يؤثر انخفاض أو ارتفاع الأسعار على قيمة الإصدار(بمعنى أنّ قيمة الإصدار تحصل عليه المؤسسة بصفة نهائية ولا يربطها بالسوق الثانوي علاقة مباشرة)، في حين تربطها علاقة غير مباشرة: فارتفاع أو انخفاض قيمة أوراقها المالية في السوق الثانوي يؤثر على إصداراتها المستقبلية.

ينقسم السوق الثانوي إلى:

أ- **الأسواق المنظمة:** وهي التي يتم التعامل فيها من خلال البورصات الرسمية وفقا للقواعد واللوائح المنظمة، والتي يتعامل فيها بيعا وشراء لكافة أنواع وأشكال الأسهم والسندات، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات؛ وتعرف بأنها

السوق التي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

ب- **الأسواق غير المنظمة:** يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (البورصة)، إذ أن هذه الأسواق ليس لها كيان مادي معلوم تجري فيه المعاملات، أي أنها أسلوب لأداء الصفقة المتمثل في(التلفون، التلكس، الانترنت، الفاكس) الذي يجمع ما بين المستثمرين والتجار المنتشرين داخل دولة ما، ومن خلال هذه الشبكة يستطيع المستثمر إن يختار تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة.

ونجد أنواع أخرى للسوق غير المنظمة:

ب-1 **السوق الثالث:** تتكون هذه الأسواق من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ويقدمون خدمات البيع والشراء للعملاء وخاصة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وشركات إدارة أموال المعاشات (صناديق المعاشات)، وعادة ما تتميز هذه السوق بانخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في العمولة التي تتقاضاها من هؤلاء العملاء.

ب-2 **السوق الرابع:** هي سوق تقوم بين الشركات الكبرى ومنشآت الأعمال العائلية، للتعامل فيما بينهم، ويقصد هنا الأفراد الأثرياء الذين يملكون تلك الأعمال، تقوم هذه السوق على شبكة اتصالات بين المستثمرين الكبار والذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية.

3- **أهمية أسواق المال:** يمكن تلخيص الأهمية الاقتصادية لأسواق المال في النقاط التالية:

3-1 **تعبئة المدخرات:** من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل الأسهم والسندات إلى جانب إتاحة فرص الربح للمستثمر وللمدخر الذي يعمل تحقيق عائد مستقبلي، مما ينعكس إيجابا على مستوى النمو الاقتصادي.

3-2 **توفير السيولة:** بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وبسرعة إلى نقدية سائلة دون أن يتكبّد المستثمر نفقات توثر على ميزانيته (دون تحمّل خسائر مالية)، حيث يتنازل عن الأصول المالية بالسعر السائد في السوق. وتعدّ هذه الخاصية من أهم وظائف سوق رأس المال.

3-3 تمويل الاستثمار: يسمح تواجد سوق رأس المال للمؤسسات الاقتصادية بالحصول على مصادر تمويلية طويلة الأجل لمشاريعها الاستثمارية، من خلال إصدارها لأدوات تمويلية ملائمة(أسهم وسندات بأنواعها)، وهذا ما لم يكن متاحا لها في الاقتصاد البنكي.

3-4 تدنية مستوى المخاطر للمستثمر: يسعى المستثمر دائما إلى تعظيم مستوى العائد وتدنية المخاطرة، والخاصية التي يوفّرها السوق المالي والتي تسمح ببناء محفظة استثمارية متنوعة تظم أدوات مالية لمنشآت اقتصادية في مختلف القطاعات، تمكّن المستثمر من تدنية مستوى المخاطر وتعظيم العائد واتخاذ القرارات التي تتلاءم وأهداف الاستثمار الإستراتيجية سواء على المستوى المحلي أو الدولي.

3-5 توفير المعلومات لأطرف التعامل: يعمل السوق المالي على توفير معلومات منتظمة لأصحاب الفوائض المالية عن المراكز المالية والائتمانية للمقترضين، حيث يوجد منشآت مختصة تعمل على توفير أو شراء خدمات بحثية لأراء خبراء السوق حول الحالة المالية للمنشأة المقترضة، ومثل هذه المعلومات كانت لتكلّف المستثمر تكاليف باهظة قد توثر على قراراته الاستثمارية.

3-6 توفير جو تنافسي لأطراف التعامل: يسمح السوق المالي بخلق جو من المنافسة التي تخدم المستثمر والمنشأة الاقتصادية، أو المقرضين والمقترضين، حيث يسعى المقرضين لتعظيم مستوى العائد عن القرض المقدم والذي كلما توسعت الرقعة الجغرافية للتعامل كلما توفّرت فرص أفضل لتحقيق هذا الهدف، في حين يسمح الجو التنافسي للمقترضين بالحصول على مستويات القروض المطلوبة بأدنى التكاليف الممكنة.

ثانيا: ماهية كفاءة الأسواق المالية

من الأساسيات التي يعتمدها المستثمرون في الأسواق المالية لتنفيذ صفقات البيع والشراء هي تحليل البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركات المدرجة، والتي تنعكس بدورها على أسعار الأوراق المالية، وأن أي نقص أو خلل في هذه المعلومات يؤدي إلى عدم كفاءة السوق المالي، مما يعني أن الكفاءة يقصد بها الانعكاس الآني والفوري لكل المعلومات- والمتاحة دون تحيز لكل المتعاملين في السوق المالي- على الأسعار. وأن أي فجوة بين دخول المعلومات وانعكاسها على الأسعار يمثل شكل من أشكال عدم الكفاءة، والذي قد يؤثر سلبا على القرارات المالية للمستثمرين ويؤدي إلى تحقق أرباح غير عادية بالنسبة للبعض على حساب البعض

الآخر، مما يؤثر سلبا على سمعة السوق وانخفاض سيولته، كما قد يؤدي إلى انهياره نتاج عمليات المضاربة المكثفة.

1- تعريف كفاءة الأسواق المالية: هي مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية (خاصة الأسهم) وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين سواء كانت المعلومات تاريخية، عامة أو خاصة.أو قدرة السوق على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية، حيث تصل المعلومات إلى جميع المستثمرين في الوقت نفسه وبنفس النوعية والكمية وبأقل التكاليف، مما يؤدي إلى تحقق السعر العادل* للورقة المالية،[1] والذي يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في الأسهم.

تجدر الإشارة هنا إلى أن المعلومات عن الشركات المدرجة يمكن أن تكون سارة(إيجابية) مثل الإعلان عن زيادة في التوزيعات أو الأرباح أو فرض رسوم جمركية على الواردات من منتجات منافسة، أو غير سارة مثل الإضرابات العمالية لدى مورد محلي تعتمد عليه الشركة في تزويدها باحتياجاتها من المواد الأولية،[2] إلى غيرها من المعلومات والتي قد تؤثر بصفة مباشرة أو غير مباشرة على قيمة الشركة وبالتالي قيمة أسهمها المدرجة.

2- أنواع ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية:

2-1 أنواع كفاءة الأسواق المالية: نميز وفقا للنظريات المالية بين نوعين من كفاءة الأسواق المالية، نذكرها في ما يلي:

2-1-1الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات وانعكاسها على سعر السهم، فدخولها يؤدي إلى تغيير فوري في السعر حيث أن توقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف،[3] وتقتضي توافر شروط السوق الكاملة:[4]

- تماثل توقعات المستثمرين بتماثل المعلومات المتاحة لهم وبدون تكاليف،

---

* يقصد به القيمة الحقيقية للورقة المالية، أي القيمة التي لا تكون فيها الورقة المالية مقيمة بأعلى أو بأدنى من قيمتها، ورياضيا هي القيمة الحالية لمجموع التدفقات النقدية المتأتية من الأصل المالي.

[1] دريد كامل آل شبيب، الاستثماروالتحليل الاستثمارين دار اليازوري، الأردن 2008، ص 203-204.

[2] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 39.

[3] عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004، ص75.

[4] منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 42-43.

- لا يوجد تكاليف للمعاملات أو الضرائب،
- لا يوجد قيود للدخول أو الخروج من السوق بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت،
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي دخول أو خروج مستثمر من السوق المالي لا يؤثر على السعر،
- عقلانية المستثمرين، فكلهم يسعون إلى تعظيم المنفعة.

2-1-2 الكفاءة الاقتصادية: والي تقضي بوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاسها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة الحقيقية للورقة المالية ستكون أعلى أو أدنى من القيمة السوقية لبعض الوقت. غير أنه يعتقد بأن تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار ستعمل على تدنية الفارق بين القيمتين وبالتالي إمكانية تحقيق أرباح غير عادية.[1]

2-2 متطلبات كفاءة السوق المالي: يشير بعض الباحثين إلى أن السوق الكفء هو ذلك الذي يحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية، وحتى يتحقق هذا يجب توافر سمتين أساسيتين في أسواق المال:[2]

2-2-1كفاءة التسعير: ويقصد بها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير ودون تكبد تكاليف باهظة تؤثر على ميزانيتهم، وهذا ما يطلق عليه كذلك بالكفاءة الخارجية.

2-2-2 كفاءة التشغيل: قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد المالية المتاحة إلى الطالبين دون تكبد تكلفة عالية(تكلفة معاملات أو السمسرة)، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه.

تعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون تكلفة الحصول عليها لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى حتى لا تؤثر سلبا على العائد الإضافي المتوقع من الحصول على معلومات جديدة.

---

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 45.

[2] سيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2009، ص102. أنظر كذلك: منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 49-50.

3- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي: هناك ثلاثة فرضيات تحدّد صيّغ كفاءة السوق المالي، نلخصها فيما يلي:

3-1 فرضية الصيغة الضعيفة: تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

3-2 فرضية الصيغة المتوسطة: تقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كافة المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

3-3 فرضية الصيغة القوية: وفقا لهذه الصيغة، فإن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس تماما كافة المعلومات العامة والخاصة، وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر استخدام معلومات تميّزه في الحصول على أرباح غير عادية وبصفة منتظمة على حساب الآخرين، حتى لو استعان بخبراء السوق لاتخاذ القرارات.

4- خصائص السوق المالي الكفأة وأسباب عدم الكفاءة:

4-1 خصائص السوق المالي الكفء: أهم ما يميز السوق المالي الكفء:[1]

4-1-1الشفافية: يقصد بها قدرة المستثمرين على الحصول على كافة المعلومات والبيانات والتي تعد المحرك الأساسي لأسواق المال(أسعار العروض والطلبات، حجم التداولات) في كل وقت وبدقة تامة، وعن نتائج أعمال الشركات بصفة عادلة.

4-1-2الإفصاح عن المعلومات: يعمل على تطوير وترسيخ المناخ الاستثماري، ويدعم الثقة بالمستثمرين من خلال الإعلان عن كافة المعلومات المتعلقة بكل الشركات المدرجة

[1] سيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 102-103.

في السوق المالي، والتي من شأنها التأثير على قوى العرض والطلب على الأوراق المالية، بهدف توفير مناخ يعين المستثمر على اتخاذ القرار الصحيح.

4-1-3سيولة السوق: أي إمكانية تداول الأدوات الاستثمارية المتاحة بسرعة وبسهولة وبأسعار قريبة من أسعار آخر التداولات ودون كبد خسائر في الميزانية، بحيث لا يكون هناك تغير كبير ومفاجئ في سعر السهم بين تداول وآخر.

4-2 أسباب عدم كفاء السوق المالي: من أهم الأسباب التي قد تؤدي إلى عدم كفاءة السوق المالي نذكر:[1]

- عدم دقة البيانات والمعلومات المعطاة من طرف السوق المالي، وعدم تزامنها مع التحليل الاستثماري مما يقلل أهميتها بالنسبة للمستثمرين،
- عدم كفاية البيانات والمعلومات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي، وعدم الإفصاح عن بعض المتغيرات الأساسية ما يؤثر سلبا على القرارات الاستثمارية،
- تحفيز الوسطاء للصفقات ذات الجدوى الاقتصادية غير المبررة وتفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤدي إلى آثار اقتصادية واجتماعية قد تنعكس سلبا على سمعة السوق والاقتصاد ككل.
- انخفاض حجم التداول مما يؤثر سلبا على ديناميكية وسيولة السوق المالي،
- إمكانية تحقيق أرباح غير عادية من طرف بعض المتعاملين ذوي الأولوية المميزة(المدراء والمسيرين في بعض الشركات) في الحصول على المعلومات، مما يؤثر على مصداقية التعامل،
- إمكانية تنفيذ صفقات صورية ينجم عنها تعاملات صورية مكثفة تؤثر سلبا على القيمة العادلة للورقة المالية، وتؤدي إلى تحقق أرباح غير عادية بالنسبة للبعض على حساب الآخرين.

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 212-213.

المحور الثاني: الدورة الاقتصادية وأهم السياسات الاقتصادية

أولا: الدورة الاقتصادية وأهم المؤشرات الاقتصادية

1- مفهوم الدورة الاقتصادية:

النشاط الاقتصادي القائم بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين، والعلاقات الاقتصادية التي تنشأ بين الفئة المنتجة والفئة المستهلكة، الفئة الطالبة لرأس المال، العمل والفئة العارضة له، والتداخلات القطاعية،...إلى غيرها من العوامل التي تنشأ بفعل الحركة الاقتصادية، كل هذا يؤدي إلى ظهور اتجاهين في مؤشرات النشاط الاقتصادي، اتجاه صعودي واتجاه نزولي، والانطلاق من أحدهم والوصول للآخر يسمى بالدورة الاقتصادية.

التعريف الأوّل: تعرف الدورة الاقتصادية بالتقلبات الدورية المنتظمة في مستوى النشاط الاقتصادي، والتي تؤثر بصفة إيجابية وسلبية على مجمل النشاط الاقتصادي ومعدلات البطالة والمستوى العام للأسعار، ومن ثم معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.[1]

التعريف الثاني: الدورة الاقتصادية هي تقلبات تصيب النشاط الاقتصادي القائم على آليات السوق بصفة خاصة، وهي تحدث في حجم الإنتاج ومستوى التشغيل والمستوى العام للأسعار، وتختلف عن بعضها من حيث المّدة والحدّة في التقلبات.[2]

تتكوّن الدورة الاقتصادية من مرحلة صعود(انتعاش) ومن مرحلة ركود(كساد)*، تستمر هذه الدورة الاقتصادية الكاملة من نقطة التحوّل العليا/السفلى إلى نقطة التحوّل التالية السفلى/العليا. وتسمى الحركة باتجاه نقطة التحوّل العليا انتعاشا ، كما تسمى الحركة باتجاه نقطة التحّول السفلى كسادا، ويلاحظ أنّ فترتي الانتعاش والكساد لا تكونان متناظرتين بشكل عام.[3]

---

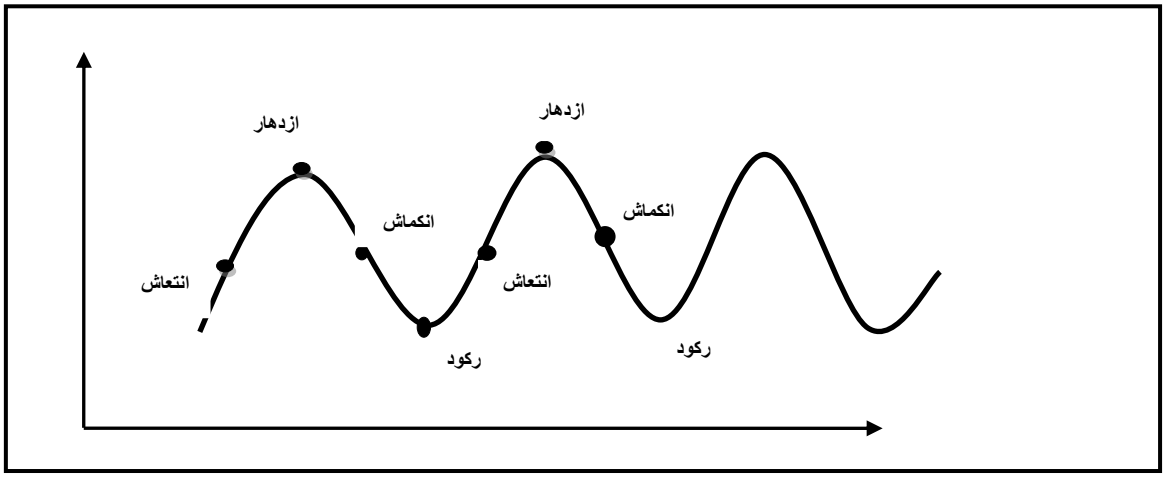
[1] صالح خصاونة، الاقتصاد الكلي، مؤسسة وائل، عمان، 1995، ص 96-97.

[2] رمزي زكي، الاقتصاد السياسي للبطالة، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، أكتوبر 1998، ص143.

*ترتبط حالة الانكماش بمؤشرات اقتصادية، منها: ارتفاع معدل البطالة، انخفاض حجم الطلب على السلع الاستهلاكية مقارنة بالطاقة الإنتاجية الاستيعابية للصناعات الاستهلاكية، انخفاض مؤشرات الأرباح لدى المؤسسات...مما يؤدي إلى عدم الثقة بمستقبل المسار الاقتصادي ومنه انخفاض الاستثمارات وحدوث الانكماش الاقتصادي. أما حالة الانتعاش، فترتبط بارتفاع مستوى التشغيل، النشاط الاقتصادي، الدخل، الإنفاق الاستهلاكي...تعزيز الثقة وتحسن المناخ الاستثماري ممالا يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وزيادة الإنتاج و انخفاض مستويات البطالة.

[3] المعهد البيبلوغرافي، ترجمة هاني صالح، الاقتصاد اليوم كيف يعمل؟، العبيكان، الرياض، 2008، ص 159-160.

الشكل رقم(2): مكونات الدورة الاقتصادية



المصدر: من إعداد الأستاذة

2- مراحل الدورة الاقتصادية: على العموم يوجد أربعة مراحل للدورة الاقتصادية:

2-1 مرحلة التوسع: تتميّز هذه المرحلة بمؤشرات اقتصادية موجبة ومحفّزة لاستمرارية النشاط الاقتصادي والتوسّع فيه، حيث تعرف بارتفاع مستويات الناتج الداخلي الخام، مما يؤدي إلى انخفاض معدلات البطالة وارتفاع المداخيل لدى الأفراد مما ينعكس على مستويات الاستهلاك، وبالتالي ارتفاع المستوى المعيشي للأفراد، كما أنّ زيادة الطلب الاستهلاكي يحفّز المنتجين على رفع إنتاجيتهم وبالتالي زيادة مستويات الأرباح لديهم، والتي تنعكس على زيادة الاستثمار. كما تتميّز هذه الفترة بانتعاش القطاع المالي وزيادة الحركات المالية مما ينعكس إيجابا على أسعار الأوراق المالية، وعلى مستويات اسعار الفائدة.

2-2 مرحلة الرواج: أو مرحلة القمة، حيث تتميّز باستمرارية الارتفاع في الناتج الداخلي الإجمالي والاقتراب من مستوى التشغيل الكامل، واستمرارية إيجابية المؤشرا الاقتصادية الجزئية والكلية.

2-3 مرحلة الانكماش: تبدأ عند نقطة الانعطاف في الدورة الاقتصادية، أي النقطة التي يتجّه فيها مستوى الناتج الداخلي الإجمالي الحقيقي إلى الانخفاض، وبالتالي يحدث تراجع في مختلف المؤشرات الاقتصادية.

2-4 مرحلة الركود: أو مرحلة الحضيض(القاع)، يحدث فيها انخفاض حاد في مستوى الناتج الداخلي الإجمالي، مما ينعكس سلبا على مداخيل الأفراد والمستوى المعيشي لهم،

فينخفض الطلب الاستهلاكي، تتراكم المخزونات لدى المؤسسات الاقتصادية نتيجة انخفاض المبيعات وتنخفض الأرباح(قد تصل إلى حدّ الإفلاس)، تنخفض مستويات الاستثمار وتركد الحركة المالية وما يتبعها من آثار سلبية على مستويات الأسعار للأوراق المالية ومعدلات الفائدة.

يلخص الجدول الموالي أهم المؤشرات الاقتصادية حالة الانكماش والانتعاش:

الجدول رقم(01): أهم المؤشرات الاقتصادية حالة الانكماش والانتعاش الاقتصادي

المؤشرات الاقتصادية حالة الانكماش	المؤشرات الاقتصادية حالة الانتعاش
- ارتفاع معدل البطالة؛ - انخفاض حجم الطلب الاستهلاكي؛ - طاقة إنتاجية كبيرة غير مستغلة؛ - انخفاض مؤشرات الربحية لدى المؤسسات الاقتصادية؛ - انخفاض الاستثمارات	- ارتفاع مستوى التشغيل؛ - ارتفاع مستوى النشاط الاقتصادي، الدخل والإنفاق الاستهلاكي، - تحسّن البيئة الاستثمارية؛ - ارتفاع الطلب الكلي وزيادة الإنتاج؛ - انخفاض مستوى البطالة والطاقة الإنتاجية غير المستغلة.

المصدر: محمد أحمد الأفندي، الجذور الفكرية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية وصعود التمويل الإسلامي، مركز الكتاب الأكاديمي، 2018، ص 17.

ثانيا: السياسات الاقتصادية الكلية

يعتمد تحقيق التنمية الاقتصادية على تبني سياسات اقتصادية كلية متلائمة قادرة على استيعاب التحولات والتحديات الاقتصادية التي تواجه الدوّل، حيث تستمد معلوماتها وأدواتها من النظرية الاقتصادية الكلية، والتي تبيّن العلاقة بين مختلف متغيرات الجهاز الاقتصادي الكلي، فتفسّر أسباب الظواهر الاقتصادية والنتائج المحتملة.

بالتالي، توفّر النظرية الاقتصادية الأدوات التحليلية والمعلومات التي تستخدم في تصميم السياسات الاقتصادية الكلية السليمة، لمواجهة المشاكل الاقتصادية الكلية وإيجاد الحلول المناسبة لها، والتنبؤ بنتائج السياسات الاقتصادية الفعلية والقرارات الملائمة مع هذه النتائج.

1- مفهوم السياسات الاقتصادية الكلية وأهدافها:

1-1 مفهوم السياسات الاقتصادية الكلية: يمكن حصر تعريفها فيما يلي:

- **التعريف الأوّل:** "مجموعة من القواعد والإجراءات والوسائل التي تضعها الحكومة وتحكم قراراتها في سبيل تحقيق هدف أو مجموعة من أهداف الاقتصاد الوطني خلال فترة زمنية معينة."[1]

- **التعريف الثاني:** "مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها الدولة وتحكم قراراتها نحو تحقيق الأهداف الاقتصادية للاقتصاد الوطني خلال فترة زمنية معينة."[2]

1-2 الأهداف الأساسية للسياسات الاقتصادية الكلية: يمكن حصر الأهداف الأساسية للسياسات الاقتصادية في العناصر التالية: [3]

1-2-1تحقيق التوظيف الكامل: أي زيادة العمالة وتحقيق أقصى ما يمكن من توظيف، والعمل عند أدنى مستوى ممكن من البطالة، مما يعني رفع مستوى العمال لزيادة مستوى الإنتاج وتعظيم النمو الاقتصادي.[4]

1-2-2الاستقرار الاقتصادي واستقرار الأسعار: يقصد بالاستقرار الاقتصادي الاستخدام الكامل للموارد دون أن يتعرّض الاقتصاد الوطني لأزمات كبيرة وتقلبات تؤدي إلى ارتفاع مستوى الأسعار(التضخم)، وينجم عنه اختلال في توزيع الدخول وانخفاض مستويات النمو والتجارة الخارجية، الاستهلاك والعمالة.... وإلى غيرها من الآثار الاقتصادية والاجتماعية.

1-2-3التخصيص الكفء للموارد وتحقيق أعلى مستوى ممكن من الناتج: أي توزيع الموارد الاقتصادية واستخدامها في أفضل استخدام لها بمفهوم تكلفة الفرصة البديلة، والوصول إلى أعلى إنتاجية لعناصر الإنتاج وتحقيق ما يسمى بهدف الكفاءة الاقتصادية.

---

[1] علي عبد الوهاب نجا ومحمد أحمد السريتي وآخرون، مبادئ الاقتصاد الكلي، كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2020، ص 25.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية: تحليل كلي، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ط1، ص 14.

[3] عبد المطلب عبد الحميد، نفس المرجع، ص19-22.

[4] يقصد بمصطلح التوظيف الكامل كل شخص قادر وراغب و يبحث عن عمل يجب أن يلحق بعمل وإلاّ فإن التوظيف يكون غير كامل وينتج عنه حالة من البطالة.

1-2-4التوازن الخارجي، توازن ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة: أي عجز في ميزان المدفوعات يتم تغطيته إما من احتياطي الذهب أو العملات الصعبة، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية، أو تغطيته من الديون الخارجية والتي قد تزيد من حدّة المشكلة إذا لم تتمكّن الدولة من تسديدها وبالتالي الدخول في حلقة مفرغة لتدهور التوازن الخارجي. وعليه، يجب أن تعمل السياسات الاقتصادية على إعادة التوازن لميزان المدفوعات برفع الصادرات وزيادة عوائدها وتخفيض قيمة الواردات وتكاليفها، وإتباع هيكل معتدل للقروض الخارجية وأعباءها.

1-2-5تحقيق النمو الاقتصادي: بزيادة الدخل الوطني بالأسعار الثابتة أو الحقيقية عبر الزمن، وفي إطار ارتفاع الاستثمارات المنتجة، ويرتبط هذا الهدف بمعدّل النمو السكاني، والذي يجب أن يكون أقل من معدل النمو الاقتصادي.

1-2-6تحسين توزيع الدخل وتحقيق العدالة في التوزيع: قد يحدث تفاوت في توزيع الدخل أثناء محاولة تحقيق الأهداف الاقتصادية، فلابد من إيجاد شبكة من الأمان والضمان الاجتماعي تحقق درجة معينة من العدالة في التوزيع.

2- مكونات السياسات الاقتصادية: تشمل السياسات الاقتصادية العديد من السياسات المحورية الكلية، يمكن النظر إليها من منظور قطاعي أي حسب التقسيم القطاعي(السياسة الزراعية، الصناعية...)، أو النظر إليها من منظور نوعي، حيث تضم المحاور الكبرى والعريضة للاقتصاد(السياسة المالية، السياسة النقدية، سياسة التجارة الدولية وميزان المدفوعات، سياسات الاستثمار وسياسات الإصلاح الهيكلي).[1]

سنركّز في دراستنا على السياستين النقدية والمالية التي تمارسها الدولة بغرض التحكّم في النشاط الاقتصادي.

2-1 ماهية السياسة النقدية وأدواتها: تمارس السياسة النقدية من طرف السلطة النقدية والمتمثلة أساسا في البنك المركزي للدولة، من خلال الإجراءات التي يفرضها على النظام البنكي بغرض تحقيق الأهداف النقدية.

2-1-1 ماهية السياسة النقدية وأهدافها: عرفت بأنها عبارة عن سيطرة وتحكم البنك المركزي في كمية النقود ومعدلات أسعار الفائدة بغرض تحقيق أهداف السياسة

[1] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 31.

الاقتصادية، حيث تعمل على زيادة كمية النقود وتخفيض أسعار الفائدة في فترات الانكماش، ورفع أسعار الفائدة وتخفيض كمية النقود في فترات التوسع بهدف المحافظة على الاستقرار والتوازن الاقتصادي.[1]

نفرّق بين الأهداف النهائية والأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، ويمكن حصرها في العناصر التالية:

أ- **الأهداف النهائية:** نلخصّها فيما يلي:[2]

أ-1 **تحقيق الاستقرار في الأسعار:** مما يساهم في تحفيز الاستثمار لدى المنتجين ومن ثم زيادة تراكم رأس المال، وبالتالي دعم النمو الاقتصادي، كما يعمل على توفير بيئة اقتصادية مناسبة ومستقرة لجذب الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة.

أ-2 **العمالة الكاملة:** تؤثر السياسة النقدية في المعروض النقدي مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، والذي يكون له الأثر المباشر على انخفاض الأجر الحقيقي للعامل، هذا ما يدفع أصحاب العمل إلى تشغيل المزيد من الأيدي العاملة لزيادة حجم مشروعاتهم، والذي قد يؤثر في الطلب على الناتج الحقيقي من خلال تخفيض معدلات الفائدة التي تشجع المستثمرين على زيادة حجم مشاريعهم، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأيدي العاملة.

أ-3 **رفع معدلات النمو الاقتصادي:** يرتبط استهداف تحقيق معدل نمو كبير بمستوى التشغيل التام، فعند الاقتراب من تحقيق هذا الأخير ترفع المؤسسات من نفقات الاستثمار في المعدات الرأسمالية لتحسين مستوى الإنتاجية، مما يزيد من مستويات النمو، والعكس صحيح حالة وجود بطالة، لكن هذا لا يمنع من مواصلة سياسات التنمية الموجهة لتشجيع استثمار المؤسسات وادخار العائلات، وهذا بغرض زيادة مبالغ التمويل المتاحة. وبالتالي، تعمل السياسة النقدية في رفع معدل النمو الاقتصادي من خلال تحقيق معدلات مرتفعة للمدخرات والتأثير على معدل الاستثمار في السلع الرأسمالية من خلال التوسع الائتماني وتوجيه الائتمان المصرفي والادخار نحو الأهداف التنموية.

---

[1] محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقراروالتنمية الاقتصادية، دارغيداء، عمان، 2011، ط1، ص 18.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص 92-94.

أ-4 توازن ميزان المدفوعات: يدفع ارتفاع سعر إعادة الخصم البنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض التي تمنحها لعملائها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، وبالتالي تنخفض أسعار السلع المحلية وتجذب إليها الطلب الأجنبي، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يعتبر عامل جذب للمدخرات الأجنبية ومنه زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وانخفاض العجز في ميزان المدفوعات.

التداخل الموجود بين الأهداف النهائية يثير تعارضا في تحقيقها، لذلك هي تشكل ما يعرف بالمربع السحري لـ "نيكولا كالدور"، وعليه بات مهما التنسيق بين السياسات الاقتصادية من جهة والتشخيص السليم للمشكلة الاقتصادية، وهذا قبل البدء في إجراءات العلاج والتصحيح. ولبلوغ الأهداف النهائية يستهدف البنك المركزي متغيرات تقع بين أدواته وبين تحقيق أهدافه النهائية، وتسمى بالأهداف الوسيطة.

ب- الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية: هي عبارة عن المتغيرات النقدية التي تؤثر عليها السلطة النقدية بغرض بلوغ الأهداف النهائية، وتتميز بكونها متغيرات نقدية يمكن للسلطة النقدية التأثير عليها: [1]

ب-1 أسعار الفائدة: تؤثر مستويات أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد بصفة مباشرة على سلوك المتعاملين الاقتصاديين وتحدد قراراتهم الاستثمارية، الادخارية والاستهلاكية، وهذا ما يجعلها هدفا وسيطا مميزا يستعمله البنك المركزي بمراقبة معدل الفائدة الرئيسي(من أدوات السياسة النقدية) والتي على أساسها يقرض البنك المركزي مؤسسات الإقراض ما بين البنوك، وبالتالي يؤثر على كل معدلات الفائدة:

- عندما يرفع البنك المركزي من معدل الفائدة على قروضه بالنقد المركزي ترتفع جزئيا تكلفة موارد البنوك وبالتالي معدلات الفائدة على القروض البنكية ومنه انخفاض حجم القروض للاقتصاد.
- ارتفاع معدل الفائدة الرئيسي يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة قصيرة الأجل، ومنه انجذاب عدد من المستثمرين إليها وبيع السندات في السوق المالي مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية وارتفاع معدلات الفائدة عليها.

[1] وليد العايب ولحلو بوخاري، اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية، دار الحسن العصرية، بيروت، 2013، ص 99-100.

- كما تتأثر معدلات الفائدة الأخرى السائدة في الخارج، حيث يؤدي ارتفاعها إلى جذب رؤوس أموال المستثمرين وارتفاع سعر الصرف، وانخفاضها يؤدي إلى خروج رؤوس الأموال وانخفاض سعر الصرف وما لذلك من أثر على توازن ميزان المدفوعات.

ب-2 سعر الصرف: تعد قيمته من أكبر اهتمامات البنك المركزي بسبب مكانته في التأثير على الاستقرار الاقتصادي، حيث أن الرفع من قيمة العملة من شأنها القضاء على منافسة المؤسسات المحلية في الأسواق الخارجية، بينما يؤدي انخفاضها إلى ارتفاع مستوى التضخم؛ كما أن الاستقرار في سعر الصرف يسهل على المؤسسات والعائلات برمجة مشترياتهم ومبيعاتهم المستقبلية من السلع في الأسواق الخارجية.[1]

تستطيع السلطة النقدية أن تسهم في التوازن الاقتصادي من خلال سعر صرف العملة الوطنية لتحقيق التوازن الخارجي، فتقوم السياسة النقدية بالتدخل من خلال أسلوبين أساسيين: ففي حالة نظام الصرف العائم يمكن لأسعار الفائدة المرتفعة أن تؤدي إلى جذب رؤوس الأموال مما سيرفع من قيمة العملة الوطنية والعكس حالة انخفاض سعر الفائدة المحلي؛ أما في حالة نظام الصرف الثابت فإن الدولة تتدخل على مستوى سوق الصرف لشراء أو بيع العملة الوطنية بغرض الحفاظ على استقرار سعر الصرف مستخدمة في ذلك احتياطي الصرف، كما أن إحداث التوازن في سوق الصرف يؤثر على السيولة النقدية في الاقتصاد، حيث إذا قام البنك المركزي بشراء العملة من أجل دعمها فإن السيولة النقدية سوف تنخفض باعتبار أن البنك المركزي سيستخدم احتياطي الصرف في عمليات شراء العملة المحلية، وبالتالي سيعاني الاقتصاد من حالة ركود بسبب انخفاض الكتلة النقدية.

ب-3 المجمعات النقدية: يتطلب النمو المتوازن للاقتصاد توافق كمية النقود المتاحة مع احتياجات الإنتاج وتبادل المنتجات، وعليه لابد أن تدرك السلطة النقدية للدولة حجم وسائل الدفع المتداولة[2]، ضمن هذا تم إعداد مؤشرات إحصائية تعكس قدرة الإنفاق للمتعاملين الاقتصاديين غير المقيمين، وهي المجمعات النقدية والتي يمكن من خلالها التمييز بين مختلف الأصول النقدية من الأقل للأكثر سيولة، وتعتبر درجة التطور الاقتصادي هي المحدد للمجمع النقدي الذي تعتمد عليه السلطة النقدية كهدف وسيط.

---

[1] Frederic Mishkin et autres, monnaie, banques et marchés financiers, Nouveaux Horizons, Paris, 2007, p529.

[2] Paul-jacque Lehmann, la politique monétaires : institutions, instruments et mécanismes, Lavoisier ; Paris, 2011, p143.

2-1-2 أدوات السياسة النقدية: وهي مجموعة من الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي من أجل تنظيم وتوجيه الائتمان وفقا للموقف النقدي السائد، من خلال تحكمه في حجم السيولة النقدية التي تحتفظ بها البنوك التجارية ومن ثم التحكم في قدرة هذه الأخيرة على منح الائتمان وفقا لمتطلبات السياسة الاقتصادية التي يرمي إليها البنك المركزي[1]. يمكن التفرقة بين ثلاثة أساليب أساسية يستعملها البنك المركزي: أساليب الرقابة الكمية، أساليب الرقابة الكيفية وأساليب الرقابة المباشرة.

أ- **أساليب الرقابة الكمية:** تهدف إلى التأثير على الحجم الكلي للنقود والائتمان بغض النظر عن وجوه استعمال هذا الائتمان، ونفرق بين:

أ-1 **سعر إعادة الخصم:** هو عبارة عن السعر الذي يفرضه البنك المركزي على القروض الممنوحة إلى البنوك التجارية مقابل إعادة خصم أذون الخزانة أو الأوراق المالية والتجارية، ولقد اعتمدت البنوك المركزية هذا الأسلوب للسيطرة على حجم الائتمان داخل الاقتصاد الوطني ويتم هذا عن طريق إجراء التغيرات في سعر الخصم الذي يؤثر بدوره على سعر الفائدة الذي تفرضه البنوك التجارية على القروض الممنوحة، والتي بدورها تحدد الحجم الكلي للقروض والاستثمارات داخل الاقتصاد الوطني.[2]

أ-2 **سياسة الاحتياطي القانوني:** تلتزم البنوك التجارية بإيداع نسبة من ودائعها لدى البنك المركزي دون أن تتقاضى في المقابل سعر فائدة، ويتمثل الهدف من هذه السياسة في حماية المودعين ضد الأخطار الناجمة عن أخطاء البنوك التجارية في كيفية استخدام أموال المودعين. ففي حالة التضخم يعمل البنك المركزي على رفع نسبة الاحتياطي القانوني بهدف التقليل من الاحتياطات لدى البنوك التجارية، وبالتالي التخفيض من حجم الكتلة النقدية المتداولة ما يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي والأسعار ومنه إلى انخفاض حدة التضخم، يتخذ الإجراء العكسي حالة الكساد.[3]

أهم ما يميز هذه السياسة أنها وسيلة مباشرة وتحقق نتائج فورية وبالتالي تقلل من الوقت اللازم لظهور أثرها على البنوك التجارية، ولا تحتاج إلى أسواق واسعة ومتقدمة للتعامل

---

[1] محمد ضيف اله القطابري، مرجع سابق، ص26.

[2] ضياء مجيد الموسوي، *الاقتصاد النقدي*. الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 261.

[3] أحمد أبو الفتوح علي الناقه،نظرية النقود و الأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001 ، ص241 .

ولذلك هي مناسبة الاستخدام في الدول النامية[1]، لكن يعاب عليها بعدم إمكانية استخدامها بشكل متكرر لتغيير المعروض النقدي، كما أنها تصبح غير فعالة حالة وجود احتياطي كافي لدى البنوك التجارية.

أ-3 **سياسة السوق المفتوحة:** بقصد بها تدخل البنك المركزي في السوق المالية لبيع وشراء الأوراق المالية بصفة عامة والسندات الحكومية بصورة خاصة، بهدف التأثير على عرض النقود حسب متطلبات الظروف الاقتصادية، ولهذا فإن البنوك المركزية تحتفظ بكمية كبيرة من الأوراق المالية الحكومية مختلفة الآجال. كما تمكن هذه السياسة السلطة النقدية من بقاء المبادرة في يدها دائما، وتسمح لها بحقن العملة الوطنية أو امتصاصها من القاعدة النقدية بالقدر المناسب وفي الوقت المناسب.[2]

ب- **أساليب الرقابة الكيفية:** تستهدف توجيه الائتمان إلى مجالات الإنتاج السلعي والحد من الائتمان في المجالات الأخرى، أو كتفضيل قطاع عن قطاع آخر، ويتوقف نجاحه بمدى الالتزام في استخدام القروض في الأنشطة التي تعاقد بموجبها المقترضين مع البنوك عند طلب القرض.

ج- **أساليب الرقابة المباشرة:** هي مجموعة الأساليب التي يلجأ إليها البنك المركزي بهدف دعم أساليب الرقابة الكمية والكيفية، ونفرق بين:

ج-1 **أسلوب العلانية:** يقوم على أساسها البنك المركزي بنشر بيانات صحيحة عن حالة الاقتصاد الوطني وما يناسبه من سياسة معينة للائتمان المصرفي، ووضعها أمام الجمهور وذلك بهدف كسب ثقة الرأي العام والبنوك التجارية من اجل إقناعهم في مساندة ودعم السياسة النقدية التي يقرها في التوجيه والرقابة على الائتمان، يرتبط نجاحها بدرجة التقدم الاقتصادي والوعي المصرفي حيث يعتبر أكثر نجاحا في الدول المتقدمة عنه في الدول النامية.[3]

ج-2 **أسلوب الإقناع الأدبي:** يقوم البنك المركزي بتقديم توجيهات ونصائح للبنوك التجارية من خلال عقد اجتماعات مع مسئوليها لتوضيح أهدافه وتوجهاته بشان النقد والائتمان، ويتوقف نجاح هذا الأسلوب في مدى اقتناع البنوك لتجارية.

---

[1] سامي خليل، اقتصاديات النقود والبنوك، دار النهظة العربية، القاهرة، 2002 ، ص. 576

[2] محمود حامد محمد، الاقتصاد النقدي، دارحميثرا، القاهرة، 2017، ص 37.

[3] محمد ضيف الله القطابري، مرجع سابق، ص 34.

ج-3 **أسلوب الأوامر والتعليمات:** يلجأ البنك المركزي إلى هذا الأسلوب عندما لا يوفق في الأسلوب الأدبي، فيقوم بإصدار الأوامر والتعليمات المباشرة والتي تكون عندها البنوك التجارية ملزمة بتنفيذها، وأي قصور يعرضها إلى عقوبات من البنك المركزي.

2-2 ماهية السياسة المالية وأدواتها:

2-2-1ماهية السياسة المالية وأهدافها: عرّفها الاقتصادي "Bach" عل أنها: "أداة لاستخدام كل من الإنفاق الحكومي والضرائب إضافة إلى القروض لغرض التأثير على لطلب الكلي وذلك حسب الظروف الاقتصادية للبلد، فضلا عن دورها في تحقيق النمو الاقتصادي والتقليل من البطالة وتحقيق العدالة من خلال إعادة توزيع الدخل." وعرّفت على أنها: "دراسة تحليلية للنشاط المالي في القطاع العام، وما يستتبع هذا النشاط من آثار بالنسبة لمختلف القطاعات الاقتصادية في البلد متضمنة تكييفا لحجم الإنفاق ومصادر الإيرادات العامة بغية تحقيق أهداف معينة كالنهوض بالاقتصاد والتقريب بين طلبات المجتمع."[1]

تتمثّل الأهداف الأساسية للسياسة المالية في العناصر التالية: [2]

أ- **تحقيق التوازن المالي:** من خلال الاستخدام الأمثل لوارد الدولة، كأن يكون النظام الضريبي ملائما لحاجات الخزينة العمومية، وفي مصلحة المموّل في نفس الوقت من حيث عدالة التوزيع ومواعيد الجباية.

ب- **تحقيق التوازن الاقتصادي:** بالاستغلال الأمثل لإمكانيات المجتمع للوصول إلى الحجم الأمثل للإنتاج، مما يتعيّن على الحكومة تحقيق التوازن بين نشاط القطاعين الخاص والعام، وأن يقتصر نشاطها على التوجيه بالإعانات والضرائب كلّما زادت كفاءة المشاريع الخاصة، على أن لا تقل المنافع المحصّلة من النفقات العامة، مما يعني تحقيق توازن المنافع الناتجة عن القطاع الخاص والنفقات معا ويتحقّق هذا التوازن عند تعادل المنافع الحدية الناتجة عن النشاط الاقتصادي للحكومة مع المنافع الحدية لما تقتطعه بتحصيل إيراداتها من الأفراد.

---

[1] نزار كاظم الخيكاني و حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية: الإطار العام و أثرها على السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري، عمان 2020، ص 45-46.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 44-45.

ج- **تحقيق التوازن الاجتماعي:** أي الوصول بالمجتمع إلى مستويات الرفاهية في حدود إمكانيته وما تقتضيه العدالة الاجتماعية.

د-**تحقيق التوازن العام:** أي التوازن بين الإنفاق الحكومي والإيرادات الحكومية بالأسعار الثابتة في مستوى يسمح بتشغيل جميع عناصر الإنتاج المتاحة.

2-2-2 أدوات السياسة المالية: نفرّق بين الأدوات المباشرة والأدوات غي المباشرة.

أ- **الأدوات المباشرة:** أو الأدوات التقديرية، وهي سياسة تغير فيها الحكومة معدلات الضريبة أو البرامج الانفاقية من خلال إصدار تشريعات جديدة، ومن أهم الأدوات الرئيسية(برامج الأشغال العامة، مشاريع التوظيف العامة، التغيير في معدلات الضريبة) ما يتطلب التدخّل المباشر للحكومة من خلال:

-العمل على تغيير الإنفاق الحكومي أو إعادة هيكلته.

-إجراء تغييرات في معدلات الضريبة وإعادة هيكلتها.

ب- **الأدوات غير المباشرة:** أو الأدوات التلقائية التي تحقّق الاستقرار بشكل تلقائي، وتتخذ شكلين أساسيين(الضرائب التصاعدية والمدفوعات التحويلية).

-**الضرائب التصاعدية:** ترتفع معدلاتها نتاج الزيادة التي تحصل في مستويات الدخل وذلك في حالة الرواج، مما يحد من ارتفاع مستوى الطلب الكلي، وتنخفض تلقائيا بانخفاض مستوى الدخل ، مما يحفّز الطلب الكلي(حالة الركود)، بحيث يتوازن الدخل الشخصي المتاح مع الإنفاق.

-**المدفوعات التحويلية:** تدفع بلا ثمن من قبل الحكومة (مثل: خدمات التأمين ضد البطالة والتقاعد) مما يساهم في إعادة توزيع الدخل بين الأفراد.

المحور الثالث: مفهوم الاستثمار ومقومات القرار الاستثماري

تمهيد:

يسعى الفرد دائما نحو تلبية حاجياته وتعظيم منفعته، مما يتطلّب منه ترشيد إنفاقه وتخصيص جزء من دخله للادخار بغرض تحويله لاستثمار يحقّق له عائدا يسمح له بتحسين استهلاكه المستقبلي.

أولا: ماهية الاستثمار وأدواته

يتمثل الاستثمار في عملية استغلال الموارد(المادية والمعنوية) بشكل ينتج عنه عوائد مستقبلية ضمن بيئة استثمارية مؤكدّة أو غير مؤكدة.

1- تعريف الاستثمار ومجالاته:

1-1 تعريف الاستثمار:

عرّف الاستثمار بأنه التضحية بجزء من الاستهلاك الحالي المؤكّد في مقابل الحصول على استهلاك أكبر وغير مؤكّد مستقبلا أو خلال فترة زمنية معيّنة.[1]

كما عرّف اقتصاديا بأنه التوظيف المنتج لرأس المال من خلال توجيه المدخرات نحو استخدامات تؤدي إلى إنتاج سلع وخدمات تشبع الحاجات الاقتصادية للمجتمع وزيادة رفاهيته. [2] أو أنه: توظيف الأموال الفائضة في أدوات ومجالات استثماريه متنوعة بهدف خلق إنتاج جديد أو توسيع الإنتاج الحالي وزيادة تكوين رأس المال على مستوى الاقتصاد والمجتمع أو لتحقيق زيادة فعلية في الثروة.[3]

1-2 مجالات الاستثمار: ويقصد بها نوعية وطبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظّف فيه المستثمر أمواله بغرض تحقيق عائد مستقبلي ضمن هذا نفرق بين العديد من مجالات الاستثمار، وفقا للمعيار الذي ينظر منه إليها. [4]

أ- **المعيار الجغرافي:** نفرق ضمنه بين استثمارات محلية والتي تتم داخل حدود الدولة، واستثمارات خارجية(أجنبية) والتي تتم خارج حدود الدولة سواء بالشكل المباشر أو غير المباشر.

---

[1] **السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغيّر، دار الفكر، عمان، 2010، ص25.**

[2] دريد كامل آل شبيب، إدارة الاستثمارات، دار اليازوري، عمان 2009، ص14.

[3] نفس المرجع، ص 15.

[4] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 26-27.

ب- **المعيار النوعي:** والذي نفرّق فيه بين الاستثمار المالي والذي يتم على كل أشكال الأصول المالية(أسهم، سندات، شهادات إيداع....) داخل الأسواق المالية، أما الاستثمار الحقيقي والذي يتم على كل أشكال الأصول الحقيقية (العقار، معدات وتجهيزات، سلع ومعادن....).

يعرف الأصل الحقيقي بأنه كل أصل له قيمة اقتصادية في حدّ ذاته، ويترتّب على استخدامه قيمة مضافة، أما الأصل المالي فيمثل حقا ماليا لحائزه، ويكون-عادة- مرفقا بمستند قانوني، يترتّب عنه الحصول على عائد-ثابت أو متغيّر- ناتج عن الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.

الجدول رقم(02): خصائص الاستثمار في الأصول الحقيقية والأصول المالية

الاستثمار في الأصول الحقيقية	الاستثمار في الأصول المالية
- غير متجانسة، تحتاج إلى الخبرة والتخصّص عند التعامل بها - درجة عالية من الأمان - استثمار حقيقي يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني - سيولتها منخفضة - يترتب عن حيازتها نفقات النقل والتخزين، و/أو الصيانة.	- متجانسة، مما يمكن من وجود أسواق متطورة للتعامل بها. - لحاملها الحق في الحصول على عائد(فائدة أو ربح) - درجة عالية من المخاطر(تذبذب الأسعار) - لا تحتاج مصاريف نقل، تخزين أو صيانة.

المصدر: السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغيّر، دار الفكر، عمان، 2010، ص28-29.

الجدول رقم(03): مزايا وعيوب الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي

الاستثمار في الأصول الحقيقية	الاستثمار في الأصول المالية
المزايا: عنصر الأمان: بما انه يحمل قيمة في حدّ ذاته. **العيوب:** -اختلاف درجة المخاطرة ، بما أنّ الأصول الحقيقية غير متجانسة. -انخفاض السيولة: لعدم وجود سوق ثانوية فعالة تسمح بتداول هذه الأصول.	**المزايا:** -تجانس الوحدات الاستثمارية ينتج عنه سوق منظمة قريبة من خصائص سوق المنافسة، وبعيدة عن خصائص السوق الاحتكارية. -انخفاض التكاليف. -وجود وسطاء ماليين متخصّصين في تقديم

– ارتفاع تكاليف اقتناءها(نقل تخزين وصيانة) **– الاستثمار فيها يتطلّب خبرة وتأهيل.** **– قد تتطلب رأس مال ضخم غير متوفّر لدى أغلبية المستثمرين.**	**الخدمات الاستثمارية.** **العيوب:** **حالة عدم التأكّد والمخاطرة.**

المصدر: السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 28-29. أنظر كذلك: محمد غياث شيخة، الاستثمار: المبادئ الأدوات، المخاطر والتقييم، دار رسلان، دمشق، 2021، ص 60.

2- أدوات الاستثمار: تتمثل في مختلف الصيّغ والأدوات التي توفّرها جميع مجالات الاستثمار والمتاحة أمام المستثمرين بما يمكّنهم من تحقيق حاجياتهم الاستثمارية وتختلف الأدوات باختلاف النشاط الاستثماري.

ضمن هذا نفرّق نذكر أهم الأدوات الاستثمارية المتاحة:

2-1 الاستثمار في السوق النقدي: تتمثل السوق النقدية في السوق التي تتعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل(لا تزيد عن سنة)، حيث تمثل أدوات دين أو صكوك مديونية، يعطي لحاملها الحق في الحصول على أصل القرض والفوائد الناتجة عنه، هي أدوات قابلة للتداول.

أهم ما يميّزها:[1]

- سيولتها النسبية، بما يعني القدرة على تحويلها إلى نقدية في مدة قصيرة ودون أن يؤثر ذلك على ميزانية المستثمر.
- درجة خطورة ضعيفة مقارنة بباقي أدوات الاستثمار، نتاج طبيعتها ومدتها وعائدها المؤكّد(طبيعة المصدر).

من أهم **أدوات السوق النقدية:** الودائع لأجل، أذون الخزانة، شهادات الإيداع، القبولات المصرفية.

2-2 الاستثمار في الأوراق المالية: باقتناء الأوراق المالية باختلاف طبيعتها بغرض تحقيق عائد(فوائد أو ربح)، نفرّق بين الأسهم بأنواعها(عادية وممتازة) والسندات بأنواعها(عادية، قبالة للتحويل، مضمونة....الخ).

[1] **عبد اللطيف مصيطفى ومحمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، 2015، ص 18.**

2-3 الاستثمار العقاري: باقتناء العقارات (مباني، أراضي،..الخ) لتحقيق عوائد مستقبلية، ونميّز ضمنه بين الاستثمار المباشر من خلال اقتناء حقيقي للعقارات، وبين الاستثمار غير المباشر من خلال اقتناء سندات عقارية أو المشاركة في محفظة مالية لصناديق الاستثمار العقاري.[1]

2-4 الاستثمار في السلع: تتميّز بعض السلع بخصائص تجعلها أداة صالحة للاستثمار، جعلت لها أسواق متخصّصة(بورصات) يتم فيها تداول عقود تدعى بالعقود المستقبلية(مبنية على استثمار أصلي يتمثّل في أحد هذه السلع)، من أهم هذه السلع: القطن، الذهب، البن،...الخ. وتتميّز بـ:

- تجانسها وقابليتها للتصنيف و الترتيب،
- تتميّز سوقها بالمنافسة وتحدّ من نشوء الاحتكار،
- أن يتم التعامل بالسلعة في صورتها الأولية أو نصف المصنعة، ماعدا سبائك الذهب والفضة، السكّر والنفط.

تتميّز هذه السوق بدرجة عالية من المخاطر ناتجة عن ظروف التخزين، مما يجعل منها سوق مضاربة، كما يعدّ الاستثمار فيها قصير المدى نسبيا.(لا يتجاوز مدة العقدة المستقبلي سنتين عادة كحد أقصى.

2-5 الاستثمار في المشروعات الاقتصادية: يعتبر المشروع الاقتصادي من أدوات الاستثمار الحقيقي فهو قائم على أصول حقيقية منتجة للقيمة المضافة، يتميّز الاستثمار فيها بانخفاض درجة المخاطرة بحدوث خسائر رأسمالية، وعوائد معقولة ومستمرة كما يعطي الحق لصاحبها في إدارة أصوله.

2-6 الاستثمار بالعملات الأجنبية والمعادن النفيسة: ذلك عبر أسواق العملات الأجنبية المنتشرة عبر العالم، تتميّز بدرجة عالية من المخاطر وتتأثّر بالعديد من العوامل الاقتصادية والسياسة الداخلية والخارجية، أماّ أسواق المعادن(الذهب والفضة) فعلى الرغم من تقلبات أسعارها إلاّ أنها تميّز بقيمتها الذاتية، لكن التعامل بالمعادن النفيسة كودائع استثمارية يتطلّب المتابعة المستمرة للتطورات الاقتصادية والسياسة من طرف المستثمرين.

[1] محمد غياث شيخة، الاستثمار: المبادئ الأدوات، المخاطروالتقييم، دارسلان، دمشق، 2021، ص 46.

2-7 الاستثمار في الأدوات المشتقة: وهي عقود تشتق قيمتها من أصول مالية أو حقيقية، نميّز بين العديد من الأدوات المستخدمة فيها:

- **اتفاقيات إعادة الشراء:** أي شراء أوراق مالية من بائع يتعهّد بإعادة شراءها بعد فترة معيّنة(قد تصل إلى ليلة أو أكثر)، يستمرّ هذا الأمر لغاية إلغاءه من أحد الطرفين(التعامل فيها يكون بمعدلات الفائدة).
- **التعامل بحقوق الخيار:** هي عمليات آجلة يمنح فيها المشتري حق الخيار في إلغاء العملية أو إتمامها مقابل دفعه للبائع مبلغ معيّن متفق عليه مسبقا(ضمن هذا نفرق بين حق الشراء وحقي البيع)
- **التعامل بالعقود المستقبلية:** المبنية على أدوات مرتبطة بأسعار الفائدة على مدار الزمن، ومنه فهي التزام أكيد بشراء أو بيع الأداة خلال فترة زمنية معيّنة، وبمبالغ وكميات محدّدة ضمن سوق منظمة، هدفها الأولي الحماية من الخسائر وتعظيم الأرباح.

2-8 الاستثمار في المحافظ الاستثمارية: مما يعني تخصيص رأس المال لاقتناء مزيج من الاستثمارات بغرض التنويع وتدنية المخاطر، قد تضم المحفظة أصولا مالية أصولا حقيقية أو مزيج بينهما يستهدف المستثمر ضمنها الحفاظ على رأس المال أو زيادته، تحقيق عائد مستمر أو الاستثمار المستمر...الخ. [1]

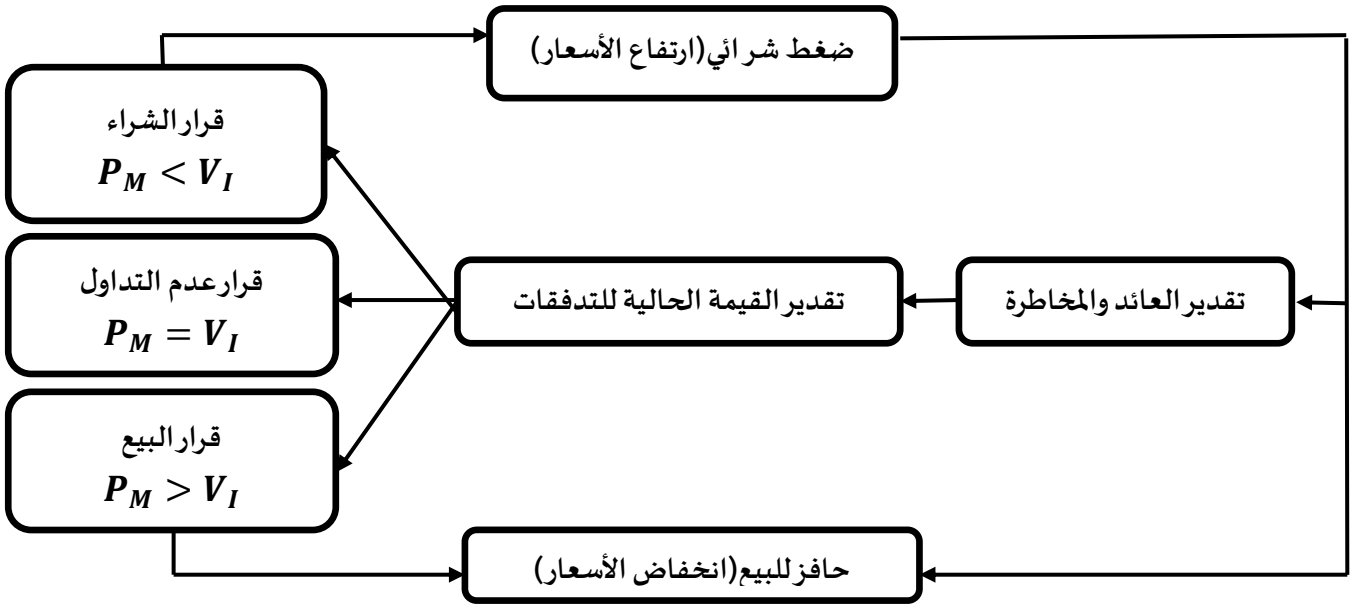
ثانيا: أنواع ومقومات القرار الاستثماري

يعد الاستثمار من أهم القرارات المالية التي قد يتخذها الشخص، والتي تتطلب منه التضحية الحالية بجزء من دخله ووقته بغرض الحصول في المستقبل على عائدا مجزى، ضمن هذا يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار، وهذه الأخيرة تتوقف على شكل العلاقة التي تنشأ بين سعر الأصل الاستثماري وبين القيمة أو المنفعة المنتظرة من طرف المستثمر، وعليه، فإن القرار الاستثماري يندرج تحت ثلاثة أنواع: قرار الشراء، قرار عدم التداول وقرار البيع.

[1] محمد غياث شيخة، مرجع سابق، ص 46-54.

الشكل الموالي يلخص نموذج القرار الاستثماري:[1]

الشكل رقم(03): نموذج القرار الاستثماري



المصدر: محمد مطروفايزتيم، دارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الأردن، 2005،ط1، ص 17.

V_I : القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الأصل الاستثماري.

P_M : السعر السوقي للأصل الاستثماري.

1- أنواع القرارات الاستثمارية: كما تمت الشارة إليه أعلاه، فإن القرارات الاستثمارية تنقسم إلى:

1-1 قرار الشراء: يتخذ المستثمر مثل هذا القرار إذا افترض أن القيمة الحقيقية للأصل الاستثماري والممثلة أساسا بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منه أكبر من السعر السوقي له، مما يعني من وجهة نظره أن الأصل الاستثماري مقيم بأدنى من قيمته في السوق، وهذا ما يخلق لديه ضغطا أو حافزا نحو الشراء بغرض تحقيق ربح رأس مالي الناشئ عن الفرق بين القيمتين في فاصل زمني غالبا ما يكون قصير إذ أن زيادة الضغوط الشرائية في السوق ينتج عنها ارتفاع الأسعار مما يؤدي إلى تدني الفارق بين القيمتين.

[1] محمد مطروفايزتيم، دارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الأردن، 2005،ط1، ص 17.

قرار الشراء : القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الأصل الاستثماري> السعر السوقي له

1-2 قرار عدم التداول: يتخذ المستثمر هذا القرار إذا بلغ السعر السوقي للأصل الاستثماري قيمته الحقيقية، مما يعني وجود حالة توازن لا يمكن من خلالها تحقيق ربح رأسمالي باتخاذ قرار الشراء أو البيع، كما ينفي وجود هذه الحالة إمكانيات انخفاض الأسعار في المستقبل القريب إلا ذا تغيّرت الظروف السائدة.

قرار عدم التداول: القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الأصل الاستثماري= السعر السوقي له

1-3 قرار البيع: ينشأ هذا القرار عندما يرتفع السعر السوقي للأصل الاستثماري عن قيمته الحقيقية، هذا بما أن السوق تحكمه قوانين العرض والطلب وهذه الأخيرة يحكمها سلوك أفراد وردود فعلهم اتجاه المعلومات المتاحة لهم، ما يعني أن حالة التوازن تزول إذا انطلقت رغبات الشراء من طرف مستثمرين لا يزالون يرون بأن القيمة السوقية للأصل أقل من قيمته الحقيقية، مما يخلق فارقا آخر بين القيمتين وحافزا لدى مستثمرين آخرين نحو البيع.

وهكذا تنشأ دورة في السوق بين القرارات الاستثمارية، تعطي إمكانية تحقيق أرباح استثمارية لدى بعض المستثمرين.

2- مقومات القرار الاستثماري: يبنى القرار الاستثماري على ثلاثة عناصر أساسية:[1]

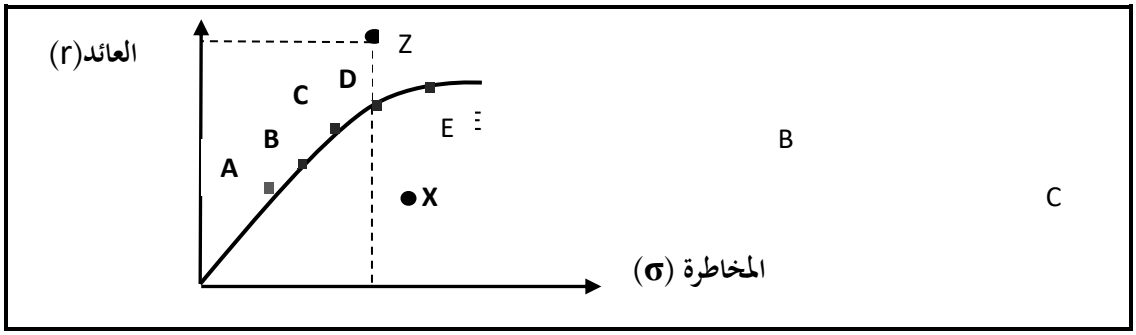
- بناء إستراتيجية ملائمة للاستثمار.
- الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار.
- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

2-1 بناء إستراتيجية ملائمة للاستثمار: يختلف منحنى التفضيل الاستثماري من مستثمرا لآخر وهذا وفقا لاختلاف ميول كل منهم اتجاه (الربحية، السيولة والأمان) والتي تمثل العناصر الأساسية لبناء إستراتيجية الاستثمار.

[1] محمد مطر، مرجع سابق، ص 19-24. أنظر كذلك: طلال كناوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، عمان، 2018، ص17-20.

غالبا ما يسعى المستثمر العقلاني من وراء اتخاذه القرار الاستثماري إلى تحقيق الربحية، بحيث يعبر معدل العائد المتوقع من الأموال المستثمرة عن ميل المستثمر لهذا العنصر الأساسي والاستراتيجي، بينما تعبر المخاطرة المتوقعة والتي يكون المستثمر مستعدا لتحملها وقبولها نتاج اتخاذه القرار الاستثماري عن ميله لعنصري السيولة والأمان، وعليه فإن المنحنى التفضيلي لأي مستثمر هو: ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة بين العائد المتوقع من جهة وبين المخاطرة التي يقبلها عند هذا العائد من جهة أخرى. وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم(04): منحنى التفضيل الاستثماري



المصدر: طلال كناوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، عمان، 2018، ص 18.

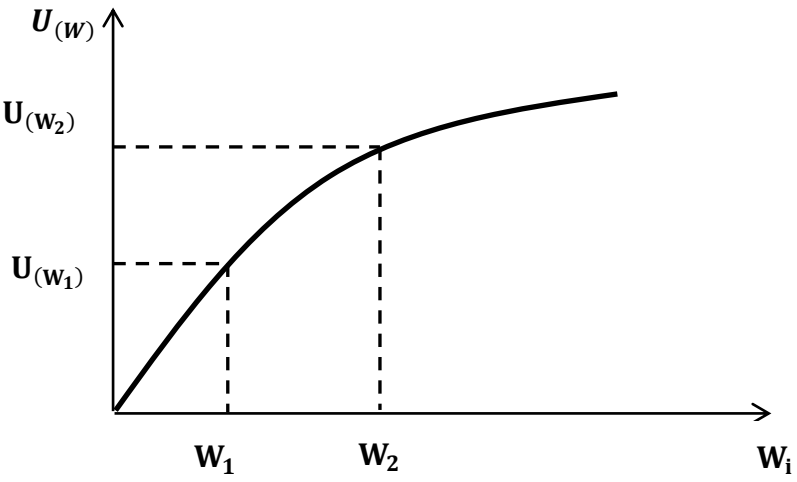
من الشكل أعلاه يتضح أن الأدوات الاستثمارية (A ,B,C,D,E) مقبولة من طرف المستثمر ومتاحة له لأنها تقع على خط التفضيل الاستثماري، في حين أن النقطة (X) فهي غير مقبولة إذ أنها تقع أدنى خط التفضيل الاستثماري، مما يعني أن هناك نقطة (أصل استثماري) أعلى منها تمنح عائدا أكبر عند نفس مستوى المخاطرة(D)، أما بالنسبة للنقطة (Z) فعلى الرغم أنها تمنح عائدا أعلى من النقطة (D) عند نفس مستوى المخاطرة، إلا أنها غير متاحة بالنسبة للمستثمر لأنها تقع أعلى من خط تفضيله الاستثماري.

وعليه يمكن، ووفقا لمنحنيات التفضيل الاستثماري، تقسيم المستثمرون إلى ثلاثة أنواع:

أ- **المستثمر المتحفظ(الذي يخشى المخاطرة):** يبني إستراتيجيته الاستثمارية على أولوية الأمان، مما ينعكس على قراراته والتي تكون جد حساسة اتجاه المخاطرة.

دوال المنفعة التي تتماشى مع هذا النوع من المستثمرين، هي الدوال المحدبة، والتي تشير إلى أن المنفعة الحدية من الدخل تزيد بزيادة الدخل ولكن بنسب متناقصة، أي أنها موجبة لكنها متناقصة كلما زاد الدخل، وهي تشير إلى أن الفرد لدية خوف من المخاطر وعليه يأمل في تحقيق ربح متوقع أكبر من الدخل المؤكد المكافئ وهذا للتعويض والسيطرة على تخوفه.

الشكل رقم(05): دالة منفعة الشخص الذي يبغض المخاطرة



Source: Faouzi Rassi, Gestion Financière à long terme ,op-cit, p73.

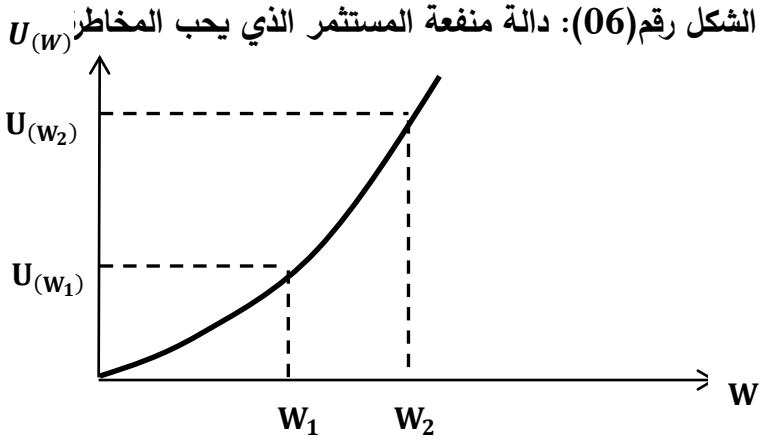
$U_{(W)}$ **: تمثل المنفعة على الدخل**

W_i **: تمثل الدخل**

ب- المستثمر المضارب(يحب المخاطرة): يبني إستراتيجيته الاستثمارية على أولوية الربحية ومعدل العائد المتوقع، مما ينعكس على قراراته والتي تكون متدنية الحساسية اتجاه المخاطرة، أي أنه في سبيل الحصول على معدات عائد مرتفعة فهو مستعد للاستثمار في مجالات خطرة.

دوال المنفعة التي تتماشى مع هذا النوع من المستثمرين هي الدوال المقعرة، حيث تزيد المنفعة بزيادة الدخل ولكن الزيادة الحدية في المنفعة تكون بنسب أكبر من زيادة الدخل، بالنسبة للمستثمر الذي يحب المخاطرة الأمل الرياضي للربح المتوقع يكون دائما أقل من الدخل المؤكد المكافئ للحالة العشوائية. الشكل الموالي يوضح دالة منفعة المستثمر المحب للمخاطرة:

الشكل رقم(06): دالة منفعة المستثمر الذي يحب المخاطر



Source : Faouzi Rassi, Gestion Financière à long terme ,op-cit, p73.

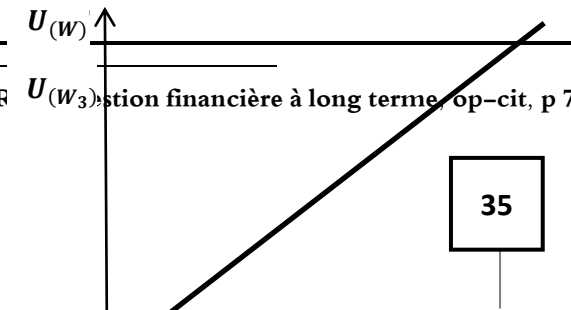
ج- **المستثمر المتوازن:** يبني إستراتيجيته الاستثمارية على مقدار متوازن من العائد والمخاطرة، أي أن درجة حساسيته اتجاه المخاطرة تكون معقولة وتمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد وتدنّي درجة المخاطرة.

دوال المنفعة التي تتماشى مع هذا النوع من المستثمرين هي الدوال الخطية، حيث تشير إلى أن المنفعة الحدية ثابتة باستمرار وأن أي زيادة في الدخل سوف تؤدي إلى زيادة في منفعة الشخص بنفس المقدار، والعكس صحيح، ميل الخط المستقيم ثابت، ومنه تكون دالة المنفعة خطية عندما يتخذ الفرد قرارات مالية مستقلة عن مستوى المخاطرة، وتأخذ الدالة شكل الصيغة الرياضية التالية:[1]

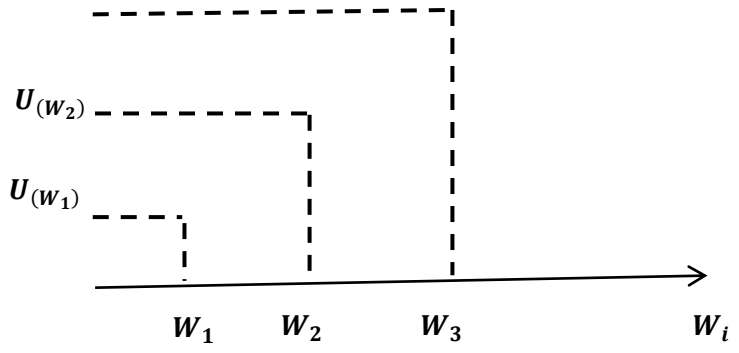
$$U_i = a + bW\,;\, b > 0$$

ويمكن توضيحها في الشكل الموالي:

الشكل رقم(07): دالة منفعة الشخص غير المبالي بالمخاطرة



[1] Faouzi R stion financière à long terme, op-cit, p 72.



Source:Faouzi Rassi, Gestion financière à long terme ,op-cit,p72.

2-2 الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار: لبناء إستراتيجية استثمار سليمة وعقلانية، لابد من الاسترشاد بالمبادئ العلمية لاتخاذ القرار، والتي تقوم أساسا على:

2-2-1 الخطوات العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري: يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أربعة خطوات أساسية:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.
- تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار.
- تحديد العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة.
- اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.

2-2-2 المبادئ والمعايير العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري: يراعي المستثمر الرشيد، عند اتخاذه القرار الاستثمارية، بعض المعايير الأساسية:

أ- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: تنشأ الفرص الاستثمارية للمستثمر عن العلاقة التي تخلقها الندرة النسبية للموارد التمويلية والتنافس على استقطابها، ضمن هذا يفترض على متخذ القرار الاستثماري مراعاة المفاضلة بين جميع الاستثمارات المتاحة واختيار تلك التي تتفق مع إستراتيجيته الاستثمارية، حيث كلما زادت الفرص الاستثمارية كلما توفرت مرونة أكبر في اتخاذ القرار الصحيح بالنسبة للمستثمر.

ب- **مبدأ الخبرة والتأهيل:** ليس كل من لديه فوائض مالية ويرغب في استثمارها قادر عل اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وعليه تضم الساحة الاستثمارية مستثمرين ساذجين ليس لهم الخبرة والدراية الكافية بالاستثمار، في حين يتمتع بعض المستثمرين بهذه الميزة مما يخولهم باتخاذ قرارات استثمارية عقلانية تمشي وإستراتيجيتهم، كما تضم الساحة الاستثمارية أفراد محترفين في تقديم الاستشارة للفئة الأولى مستغلين في ذلك خبرتهم ومعرفتهم في هذا المجال مقابل أتعاب مالية. وتعد الخبرة والمعرفة في المجال الاستثماري أساسية في اتخاذ القرارات الرشيدة وأنّ كلفتها أقل من المنفعة المحصلة منها.

ج- **مبدأ الملائمة:** يطبق المستثمر هذا المبدأ عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب والأداة الاستثمارية المناسبة من بين الأدوات الاستثمارية المتعددة والمتاحة، وفي هذا يعتمد المستثمر على منحى التفضيل الاستثماري(منحنى السواء) والذي يتحدد بدوره آخذا بالاعتبار مجموعة من العوامل: العمر، الوظيفة، مستوى الدخل، الحالة الاجتماعية والصحية.....الخ. ينطبق هذا المفهوم على المستثمر الفرد والمستثمر المؤسساتي.

د-**مبدأ التنويع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:** يهدف كل مستثمر، باختلاف طبيعته، إلى تحقيق عوائد تغطي التضحية(الزمن، النقود) التي قام بها، ولا يمكنه ذلك إلا إذا تحقق شرطين أساسين:

- أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماما من حيث القيمة: أي أنّ العائد المتوقّع يكون مؤكدا، بما يعني أنّ المخاطرة المتوقعة تساوي الصفر.
- أن تكون مؤكدة من حي التوقيت: أي من حيث دورة الحصول على العوائد(المدى القصير، المتوسط أو الطويل)، حيث لا تنشأ مخاطرة من اختلاف توقيت الدورة عن ما كان مخطّط له بما يؤثر على قراراته الاستثمارية.

ينشأ عن احتمال عدم تحقق أي من الشرطين مخاطر تتنوع وفقا لطبيعة الأداة الاستثمارية، يمكن تصنيفها بوجه عام إلى نوعين أساسيين:

- **المخاطر السوقية:** وهي التي تنشأ من خارج المنشأة وترتبط بظروف السوق المالي والاقتصاد ككل، وتنعكس آثارها على أسعر جميع أدوات الاستثمار سواء هبوطا أو نزولا ولا يمكن تدنيتها بالتنويع وتسمى أيضا بالمخاطر المنتظمة والتي تؤخذ بعين الاعتبار في نماذج إدارة الأصول المالية.

- **المخاطر غير السوقية:** التي تنشأ من داخل المنشأة، حيث تنعكس آثارها على أدوات استثمارية معينة(لها علاقة بالمنشأة) ويمكن تجنبها أو تدنيتها بالتنويع، وتسمى أيضا بالمخاطر غير المنتظمة ناتجة عن جهل المستثمر بأحوال السوق ولا تأخذ بعين الاعتبار في نماذج إدارة الأصول المالية.(لا يعوّضها السوق).

3-2 مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة: يبنى القرار الاستثماري على ثنائية العائد والمخاطرة، بما يعني العائد المتوقّع من الاستثمار ودرجة المخاطرة التي يتحمّلها، يمكن استخدام العديد من الأساليب الإحصائية للتنبؤ بهذه الثنائية، ويعدّ التباين والانحراف المعياري من أكثر الأساليب الشائعة.

تجدر الإشارة إلى أنّ إشكالية العلاقة بين العائد والاستثمار تظهر عند اختيار المجال الاستثماري(استثمار حقيقي واستثمار مالي)، فالاختلاف في الطبيعة والخصائص(تمت الإشارة إليه أعلاه) تؤدي حتما إلى خلق إشكالية الاختيار لدى المستثمر، هل يختار الاستثمار الحقيقي الذي يضم أصولا حقيقية تحمل قيمتها في ذاتها لكنها قليلة السيولة!؟ أم يختار الاستثمار المالي بطبيعته السائلة نسبيا(مقارنة بالأصول الحقيقية) لكنّها تتطلب درجة أعلى من الحيطة والحذر!؟، بطبيعة الحال الاختيار النهائي للاستثمار يبنى على عدة أسس(تمت الإشارة ليها أعلاه)، يراعى ضمنها درجة المخاطرة التي يحملها العائد المتوقّع.

المحور الرابع: معايير تقييم الاستثمار المالي (الأسهم والسندات العادية)

تمهيد:

يتحدد السعر السوقي للأصول المالية وفقا لآلية العرض والطلب عليها من طرف المستثمرين في الأسواق المالية، والذين يتخذون قراراتهم المالية على أساس المعلومات، ونتاج عدة عوامل قد يتجاوز السعر السوقي القيمة التي يجب أن يكون عليها أو أن يكون أدنى منها، مما يعني أن السعر السوقي للأصل المالي قد يكون مغالا فيه أو مقيم بأدنى من قيمته، ومنه نقصد بتقييم الأصول المالية تحديد القيمة الحقيقية لها، أي القيمة العادلة والتي غالبا ما تختلف عن القيمة السوقية.

أولا: تقييم الأسهم العادية

يتم التقييم من خلال تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الأصل المالي، ومن صعوبات تقييم الأسهم هو أن هذه الأخيرة ليس لديها تاريخ استحقاق ولا عائد ثابت، في حين يجب على المستثمر تقدير التدفقات النقدية العائدة وتوقيتها، ومعدل العائد المطلوب والملائم للاستثمار.

وعليه تم استعمال مداخل ونماذج لتقييم الأسهم نستعرض أهمها فيما يلي:

1- مدخل التوزيعات المتوقعة: يقوم هذا المدخل على أساس أن المصدر الأساسي للتدفق النقدي للسهم هو التوزيعات، حيث يتحدد سعر السهم بما يتوقع الحصول عليه من توزيعات، وحيث يصعب تحديد عمر السهم لعدم وجود عمر محدد للشركة ذاتها.[1]

$$P_0 = div_1(1+i)^{-1} + div_2(1+i)^{-2} + \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots + div_\infty(1+i)^{\infty} \quad \ldots\ldots(1)$$

$$P_0 = \frac{div1}{(1+i)} + \frac{div2}{(1+i)^2} + \ldots\ldots + \frac{div\infty}{(1+i)^{\infty}}$$

P_0: سعر السهم الحالي، **div**: توزيعات الأرباح، i: معدل العائد المطلوب.

ملاحظة: أن استعمال هذه الطريقة يتطلب تقدير دقيق للتوزيعات، لكن يبقى هذا الأمر صعب بالنسبة للمستثمر، لذا يجب استعمال بعض الطرق وتسهيل العملية.

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 213-216.

1-1 نموذج التوزيعات الثابتة: حسب هذا النموذج، سنفترض أن توزيعات الشركة ثابتة، وبالتالي:[1]

$$P_0 = \frac{div1}{(1+i)} + \frac{div2}{(1+i)^2} + \dots\dots + \frac{divn}{(1+i)^n} \dots\dots\dots(2)$$

حيث أن:

$$div_1 = div_2 = div_3 = \cdots = div_n \dots\dots\dots\dots(3)$$

$$P_0 = \text{div}\left(\frac{1}{1+\text{i}} + \frac{1}{(1+\text{i})^2} + \cdots\dots\dots + \frac{1}{(1+\text{i})^{\text{n}}}\right) \dots\dots\dots(4)$$

نضرب طرفي المعادلة في(1+i) فتصبح المعادلة (4) كما يلي:

$$P_0(1+i) = div\left(1 + \frac{1}{1+i} + \frac{1}{(1+i)^2} + \cdots\dots + \frac{1}{(1+i)^{n-1}}\right) \dots\dots(5)$$

بطرح المعادلة (4) من(5)، نجد:

$$P_0(1+i) - P_0 = div\left[1 - \left(\frac{1}{(1+i)^n}\right)\right] \dots\dots(6)$$

وعندما تؤول $n \to \infty$ فإن نهاية $\frac{1}{(1+i)^n}$ تؤول إلى 0، ومنه تصبح المعادلة (6) كما يلي:

$$P_0 \times i = div \Rightarrow P_0 = \frac{div}{i}$$

ومنه:

في ظل نموذج التوزيعات الثابتة، يتحدد سعر السهم بالمقدار الثابت للتوزيعات على معدل العائد المطلوب:

$$P_0 = \frac{div}{i}$$

1-2 نموذج معدل النمو الثابت(نموذج جوردن- شابيرو): يفترض هذا النموذج أن الشركة مصدرة السهم تنمو بمعدل ثابت سنويا، أي أن توزيعات الأرباح للسهم من المتوقع أن تزيد بنفس معدل النمو في أرباح الشركات.[1]

[1] **Faouzi Rassi, l'évaluation des actifs financiers et la relations risque-rendement, op-cit, p-p 9-10.**

$$div_1 = div_0(1+g)$$
$$div_2 = div_1(1+g)$$
$$\downarrow$$
$$div_n = div_{n-1}(1+g)$$

g: معدل النمو الثابت

وباستخدام هذا الافتراض الأساسي، فإن سعر السهم الآن يساوي:

$$P_0 = \frac{div1}{(1+i)} + \frac{div2}{(1+i)^2} + \cdots + \frac{divn}{(1+i)^n} \quad \cdots\cdots(1)$$

بالتعويض عن $div_1, div_2 \cdots\cdots div_n$:[2]

$$P_0 = \frac{div_0(1+g)}{(1+i)} + \frac{div_0(1+g)^2}{(1+i)^2} + \cdots\cdots + \frac{div_0(1+g)^n}{(1+i)^n} \quad \cdots\cdots(2)$$

بضرب طرفي المعادلة في$\left(\frac{1+i}{1+g}\right)$ نحصل على المعادلة(3):

$$P_0\left(\frac{1+i}{1+g}\right) = div_0\left(1 + \frac{1+g}{1+i} + \cdots\cdots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+i)^{n-1}}\right) \quad \cdots\cdots(3)$$

بطرح المعادلة (2) من (3)، نجد:

$$P_0\left(\frac{1+i}{1+g}\right) - P_0 = \left[div_0\left(1 + \frac{1+g}{1+i} + \cdots\cdots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+i)^{n-1}}\right)\right] - \left[div_0\left(\frac{1+g}{1+i}\right) + \cdots\cdots + \frac{(1+g)^n}{(1+i)^n}\right]$$

$$\Rightarrow P_0\left(\frac{1+i}{1+g} - 1\right) = div_0\left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+i)^n}\right) \quad \cdots\cdots(4)$$

---

[1] **Lawrence Gitman et Michael Joehnk, Investissement et marché financier ,op-cit, p-p356-359. Et :Faouzi Rassi, l'évaluation des actifs financiers et la relations risque-rendement, presses de l'université de Québec, Canada, 2010, p-p 8-9.**

[2] **سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص 399-400.**

أي أن:

$$P_0\left(\frac{1+i-(1+g)}{1+g}\right) = div_0\left(1-\frac{(1+g)^n}{(1+i)^n}\right) \quad \ldots\ldots(5)$$

أيضا: عندما تؤول $n\to\infty$ وعندما $i > g$، فإن المقدار :

$$\frac{(1+g)^n}{(1+i)^n} \to 0$$

$$P_0\left(\frac{i-g}{1+g}\right) = div_0 \Rightarrow P_0 = \frac{div_0(1+g)}{i-g} \Rightarrow P_0 = \frac{div_1}{i-g}$$

ومنه:

في ظل هذا النموذج، تتحدد القيمة الحقيقية للسهم بحاصل قسمة توزيعات الأرباح لفترة واحدة على الفارق بين معدل العائد المطلوب ومعدل النمو:

$$P_0 = \frac{div_1}{i-g}$$

بالنسبة لمؤسسة تمول نفسها ذاتيا فإن معدل النمو يساوي إلى ناتج ضرب معدل إعادة الاستثمار × معدل مردودية الاستثمارات الجديدة.[1]

م.النمو= معدل إعادة الاستثمار× معدل مردودية الاستثمارات الجديدة.

$$g = (1-d).(RNI)$$

فبافتراض مؤسسة تمول نفسها ذاتيا والتي توزع جزء من أرباحها **(d)** وبالتالي معدل إعادة الاستثمار = **(1−d)** ،كل الاستثمارات تمول ذاتيا وتساوي إلى الربح (Ben) × معدل إعادة الاستثمار (1−d). وبالتالي التوزيعات هي نسبة من نسبة من الأرباح، ومنه معدل نمو التوزيعات g يساوي إلى معدل نمو الأرباح:

[1] **Lawrence Gitman et Michael Joehnk, Investissement et marché financier ,op-cit, p-p356-359.**
انظر: حسين عطا غنيم مرجع سابق، ص328.

$$\mathbf{g} = \frac{\Delta \boldsymbol{div}}{\boldsymbol{div}} = \frac{\Delta \boldsymbol{Ben}}{\boldsymbol{Ben}}$$

نمو الأرباح مرتبط بمبالغ الاستثمار **(inv)** ومردودية الاستثمارات الجديدة **(RNI)**:

$$\Delta \boldsymbol{Ben} = \boldsymbol{inv} \times \mathbf{RNI} = \mathbf{Ben} \times (\mathbf{1} - \mathbf{d}) \times \mathbf{RNI}$$

معدل نمو الأرباح يساوي إلى معدل نمو التوزيعات، أي:

$$\mathbf{g} = (\Delta \boldsymbol{Ben}/\boldsymbol{Ben}) = (\mathbf{1} - \boldsymbol{d}) \times \mathbf{RNI}$$

إذا كان معدل التوزيع d ومعدل مردودية الاستثمارات الجديدة RNI ثابتين، فإن معدل نمو التوزيعات نفسه يكون ثابت، ومنه قيمة الأسهم تساوي:

$$\mathbf{P0} = \frac{\boldsymbol{d} \times \boldsymbol{BPA1}}{\boldsymbol{r} - (\mathbf{1} - \boldsymbol{d}) \times \boldsymbol{RNI}}$$

لو افترضنا مؤسسة تنفذ مشاريع مردوديتها = تكلفة رأس المال أي:

$$\mathbf{RNI} = \mathbf{r} \Rightarrow \mathbf{p0} = \frac{\mathbf{BPA1}}{\mathbf{r}}$$

هذا السعر هو نفسه سعر أسهم مؤسسة التي تحقق أرباح على السهم ثابت ثم توزع إجمالي الربح (d=1) و منه إعادة استثمار جزء من الأرباح لا يؤدي إلى ارتفاع قيمة الأسهم إلاّ بشرط أن مردودية الاستثمارات الجديدة تكون أكبر من معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، ما يعني أن المؤسسة لديها ميزة تنافسية.

$$\frac{\mathbf{d} \times \mathbf{BPA1}}{\mathbf{r} - (\mathbf{1} - \mathbf{d}) \times \mathbf{RNI}} > \frac{\mathbf{BPA1}}{\mathbf{r}} \rightarrow \mathbf{RNI} > r$$

بمعدل توزيع d معطى، نظرية معدل النمو الثابتg تفترض أن المؤسسة يجب أن تحتفظ بميزتها التنافسية سنة بعد سنة حتى مالا النهاية، وهذا بطبيعة الحال غير ممكن، حيث أن النظرية الاقتصادية تعلمنا أن في سوق تنافس متوازن الربح= 0، وبالقياس مع حالتنا، هذه

النتيجة تعني أنه في مثل هذه السوق مردودية الاستثمارات الجديدة تساوي إلى مردودية السوق(RNI=r).

مثال: إذا كان تقدير توزيعات الأرباح بـ 1000دج ومعدل العائد المطلوب هو 12%، معدل النمو = 7%، فإن سعر السهم الحالي هو:

$$P_0 = \frac{div_1}{r-g} \Rightarrow div_1 = div_0(1+g)$$

$$P_0 = \frac{1000(1.07)}{0.14-0.07} = 21.400 \text{ u.m}$$

ملاحظة: يتوقع المساهم زيادة التدفقات النقدية سنة بعد أخرى، وبالتالي تزيد القيمة الحالية لهذه التدفقات والتي تنعكس في زيادة سعر السهم السوقي.

1-3 نموذج النمو والتوزيعات المتغيرة: قد يصلح نموذج التوزيع للنمو الثابت لبعض الشركات ولا يصلح للبعض الآخر، باختلاف نشاط الشركة وخصائصها، ولتقدير سعر السهم للشركات ذات النمو المتغير نتبع الخطوات التالية:[1]

- القيمة الحالية للتوزيعات في مراحل النمو غير الثابت؛
- تقدير سعر السهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابت؛
- خصم هذا السعر بمعدل العائد المطلوب للحصول على قيمته الحالية؛
- تقدير السعر الحالي للسهم بإضافة نتيجة المرحلة الأولى إلى المرحلة الثانية للحصول على القيمة الحالية للسهم.

مثال: بافتراض أن التوزيعات الحالية (div_0)تساوي 1000دج، وأن الشركة تنمو بمعدل 13% خلال السنوات الخمس الأولى، وتستقر عند معدل نمو 10%. فما هو السعر الذي تدفعه في سهم هذه الشركة بمعدل خصم 12%.

[1] **Lawrence Gitman et Michael Joehnk, op-cit, p11.**

الحل:

- **المرحلة الأولى:** القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح في السنوات الخمس الأولى:

السنة	التوزيعات	معامل القيمة الحالية(12%)	القيمة الحالية
1	1130=(1.13)1000	0.893	1009.09
2	1276.9=(1.13)1130	0.797	1017.69
3	1442.9=(1.13)1276.9	0.712	1027.3
4	1630.5=(1.13)1442.9	0.635	1035.4
5	1842.5=(1.13)1630.5	0.567	1044.7
		المجموع	5.134.18

- **المرحلة الثانية:** نستخدم نموذج التوزيعات الثابتة:

$$\mathbf{P_0 = \frac{div_1}{r-g} \Rightarrow P_5 = \frac{div_6}{r-g} \Rightarrow P_5 = \frac{div_5(1+g)}{r-g}}$$

$$\boldsymbol{P_5 = \frac{1842.5(1.1)}{0.12-0.1} = 101.337.5}$$

$$\boldsymbol{P_{0=}\ 5134.18 + 101.337.5(1.12)^{-5} \approx 62.635.8\ u.m}$$

2- مدخل تقييم الأسهم عن طريق التدفقات النقدية: تمثل هذه طريقة أخرى لتقييم الأسهم على أساس التدفقات النقدية، وتقوم على أساس توقعات الأرباح والمردودية للاستثمارات، حيث يعتمد فيها المستثمر على نشاط المؤسسة ومساهمتها في خلق القيمة، على عكس سياسة التوزيعات والتي لا تمثل أساسا لخلق القيمة.[1]

[1] أنظر: محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 230.

مثال: لنفترض مستثمر يسعى لإعادة شراء شركة، وبالتالي هو لا يعتمد على توقع التوزيعات المستقبلية، لأنه هو من سيحدد سياسة التوزيعات التي تناسبه حالة ما إذا اشترى الشركة، وفي غياب إصدار أسهم جديدة تتحدد العلاقة بين الأرباح والاستثمار في الصيغة التالية:

$$\mathbf{div_t = Ben_t - NI}$$

Ben_t: الارباح في الفترة t

NI: *الاستثمارات الجديدة*

ومنه يمكن استخراج علاقة لتقييم الأسهم:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{BPA_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I_t}{(1+r)^t}$$

حيث:

BPA_t: الربح على السهم في السنة t

I_t: الاستثمار على السهم في السنة t

من هذه العلاقة نستنتج أن قيمة المؤسسة لا تساوي إلى القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، بحيث تطرح من هذه الأخيرة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المعاد استثمارها، فبمجرد حساب قيمة المؤسسة على أنها مجموع التدفقات النقدية المستقبلية قد يؤدي إلى سوء تقديرها، لان الاستثمارات الصافية قد تكون موجبة (استثمار) أو سالبة(التنازل عن الاستثمار).

- إذا كان القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة في مرحلة التراجع(الانخفاض)، أي أن الاستثمارات لا تسمح بتعويض الآلات التي تم التنازل عنها: الاستثمار الصافي سالب ورأس المال المنتج للشركات ينخفض من سنة لأخرى.
- إذا كان القطاع في مرحلة النضج، فإن الاستثمارات الجديدة تتمثل أساسا في تعويض الآلات القديمة : الاستثمار الصافي يساوي إلى الصفر، ومستوى الإنتاج يبقى مستمر عبر الزمن.
- إذا كان القطاع في مرحلة النمو، الاستثمارات الجديدة أكبر من حجم الاستثمارات التي تم التنازل عنها: ومنه الاستثمارات الصافية موجبة والقدرة على الإنتاج مرتفعة.

ولتقييم المؤسسة على أساس نتائجها واستثماراتها المستقبلية، يمكننا تقسيم قيمة الشركة إلى جزأين:

- القيمة الحالية للنتائج المحصلة –مع اعتبار أن نتيجة السنة ثابتة إلى مالا النهاية؛
- القيمة الحالية لمردودية الاستثمار اللازمة لتحقيق هذه النتائج.

ويمكن التعبير عن ما سبق في الصيغة التالية:

$$P_0 = \frac{BPA_0}{r} + VAN\ des\ NI$$

2-1 نموذج مضاعف السعر/الأرباح: حيث يمثل العلاقة بين سعر السهم والربح المتأتي منه، إذ تمثل نتيجته عدد مرات السعر للربح المتوقع، بحيث: يتم تحديد الربح المتوقع لسهم شركة معينة ثم نضاعف هذا المؤشر بمضاعف السعر المرجعي للوصل إلى القيمة الحالية للسهم.[1]

لدينا:

$$P_0 = \frac{BPA1}{r} + VAN\ des\ NI$$

و من جهة أخرى: طريقة التقييم باستعمال PER تفرض أن:

$$P0 = BPA_1 \times PER$$

بالتالي الشركات التي لديها PER مرتفع تكون عبارة عن شركات معدل العائد المطلوب فيها من طرف المساهمين ضعيف، أي أن مردودية الاستثمارات تكون مرتفعة (أي إمكانية تحقيق استثمارات بمعدلات مردودية أكبر من معدل العائد المطلوب للمساهمين) نسمي قيم النمو الأسهم التي لديها PER مرتفع لأن استثماراتها المستقبلية تمنح معدل مردودية أكبر من معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.

بعض التعليقات الموجودة على الأسواق المالية تفسر انه إذا كانت قيم النمو لديها PER مرتفع فهذا لأننا نتوقع أن الربح على السهم سيرتفع في المستقبل، لكن هذا الفرض غير

[1] **Cyrille Mandou, procédures de choix d'investissement, deboeck, Bruxelles, 2009, p19.**
انظر: محمد صالح الحناوي وآخرون مرجع سابق، ص 222.

صحيح، حيث ليس النمو هو الذي يؤدي إلى PER مرتفع لكن أكثره وجود فرص استثمار تمنح معدلات مردودية أكبر من معدل العائد المطلوب للمساهمين.

العوامل المؤثرة في مضاعف السعر/الأرباح:

$$P_0 = \frac{div1}{r - g}$$

بقسمة طرفي المعادلة على الربح المتوقع:

$$\frac{P_0}{BPA} = \frac{\frac{div1}{BPA}}{r - g}$$

حيث: $\frac{div1}{BPA}$ تمثل معدل توزيع الأرباح.

أي أن مضاعف السعر/الأرباح يتحدد بثلاثة عناصر:

- معدل توزيع الأرباح؛
- معدل العائد المطلوب؛
- معدل النمو.

2-2 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: يستعمل هذا النموذج في تقدير معدل العائد المطلوب ويعتبر أداة من أدوات تسعير الأسهم:[1]

$$r = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

لدينا معادلة التسعير:

$$r = r_f + \beta(\overline{r_m} - r_f) = r_f + \frac{COV_{(i,m)}}{var_m} \times (\overline{r_m} - r_f) \quad \text{.....(1)}$$

ومنه:

[1] **Cyrille Mandou**,**op-cit**, **p-p 19-20**.

$$r = r_f + \frac{(\overline{r_m} - r_f)}{var_m} \times cov_{(i,m)} \quad \text{.....(2)}$$

الطرف الثاني = سعر المخاطرة السوقي(Z)

$$\mathbf{r} = \overline{r_f} + \mathbf{Z} \times cov_{(i;m)} \quad \text{.....(3)}$$

و بما أن:

$$r = \frac{P_1 - P_0}{P_0} = \overline{r_f} + \mathbf{Z} \times cov_{(i;m)} \quad \text{.....(4)}$$

من هذه المعادلة يمكننا تقدير P_0 حيث:

$$P_0 = \frac{P_1}{1 + r_f + Z \times COV_{(i,m)}}$$

ثانيا:تقييم السندات العادية

تعد السندات من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة، وهي من الديون طويلة الأجل ولديها عدة تصنيفات، حسب المصدر، الأولية، سعر الفائدة على السند، والإطفاء، لكن في الغالب تصنف حسب جودتها والتي لديها علاقة طردية مع حجم المنشأة، ربحيتها،...الخ. وعكسية مع عدم استقرار الربحية.

1- تصنيف السندات:

1-1 التصنيف حسب الجودة: تقسّم إلى أربعة أصناف أساسية:

أ- **سندات عالية الجودة:** وهي التي تصدرها منشأة لديها قدرة عالية في رد القرض الذي عليها ودفع فوائده في الوقت المحدد له ودون أي تأخير.

ب- **سندات متوسطة الجودة:** هي التي تصدرها منشأة تكون لديها القدرة على تسديد أصل القرض والفائدة، إلا أنها قد تتأثر ببعض التغيرات الاقتصادية التي تؤثر على قدرتها (تأخير بسيط في تسديد الفوائد الدورية أو أصل القرض عن موعده المحدد).

ج- **سندات منخفضة الجودة:** هي سندات تزيد مخاطرها بدرجة أعلى من متوسط الاستثمار العادي، وتسمى سندات المضاربة، حيث ترتفع احتمالات التعرض لمخاطر عالية في المدى الطويل.

د-**سندات ضعيفة الجودة:** وهي من سندات المضاربة إلا أنها تحمل مخاطر كبيرة جدا تؤثر على مصداقية المنشأة، كما تؤدي بها إلى الإفلاس، و بالتالي التأثير على حقوق حاملي هذه السندات.

1-2 حسب مصدر السندات: أي حسب الجهة المصدرة للسند، والتي تعدّ معيارا أساسيا في تحديد نوعيته، فنجد السندات التي تصدرها الحكومة وتلك التي تصدرها الشركات الخاصة، وتعدّ السندات الحكومية أقذ خطورة (باعتبار قدرة الحكومة على تسديد أصل القرض والفوائد الناتجة عنه ودون تأخير)، وهناك أيضا السندات الدولية والتي تصدر بعدّة عملات، ونجد منها: [1]

أ- **سندات اليورو(Euro Bonds):** وهي السندات التي تكون في عملة غير عملة الدولة التي أصدرت فيها، وهي لا تعني أنها ستصدر باليورو أو داخل دولة أوروبية، كأن يتمّ إصدار سندات بالدولار من طرف مقترض أجنبي داخل سوق في لندن(عملة مغايرة للدولار).

ب- **السندات الأجنبية (Foreign Bonds):** هي سندات تصدر في سوق محلي من قبل منشأة أجنبية بعملة السوق المحلية كوسيلة لزيادة رأس المال. بالنسبة للشركات الأجنبية التي تمارس قدرًا كبيرًا من الأعمال في السوق المحلية، يعد إصدار السندات الأجنبية، ممارسة شائعة، وبالنسبة للمستثمرين في السندات الأجنبية، فهم عادة من سكان البلد المحلي، حيث يجد هؤلاء هذه السندات جذابة لأنهم يستطيعون التنويع وإضافة محتوى أجنبي إلى محافظهم دون التعرض الإضافي لسعر الصرف، ومع ذلك، امتلاكها يضم بعض المخاطر الضمنية والصريحة المرتبطة بها، بما في ذلك تأثير سعر الفائدة، وأسعار صرف العملات، والعوامل الجيوسياسية(استقرار دولة الجهة المصدرة، القوانين التي تحكم إصدار السندات، نظام المحاكم...الخ).[2]

---

[1] أنظر: ابراهيم الكراسنة إرشادات عملية في تقييم السهم والسندات، صندوق النقد العربي: معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010،ص 49-52.

[2] **James Chen , Foreign bond definition, risks, examples, https://www.investopedia.com/terms/f/foreignbonds.asp, 25-02-2021, consulted: 29-03-2023.**

ج- **السندات العالمية(Global Bonds):** عندما تقرر الشركات متعددة الجنسيات والمنشآت السيادية جمع رأس مال كبير، فقد تختار إصدار سندات عالمية. السندات العالمية هي سندات دولية يتم تقديمها في وقت واحد في أسواق رأس المال المختلفة بما في ذلك أوروبا وآسيا وأمريكا. قد يكون لهذه السندات معدل ثابت أو عائم مع آجال استحقاق تتراوح من سنة إلى 30 سنة.

بعض السندات العالمية مقومة بعملة الدولة الأصلية للشركة ، مثل الين للشركات اليابانية واليورو لشركة ألمانية. السندات العالمية الأخرى مقومة بعملة البلد الذي صدر فيه السند. بالعودة إلى المثال السابق، يمكن للشركة الأمريكية بيع سندات في سوق يابانية وتصنيفها بالين. يشبه السند العالمي سندات اليورو، ويختلف عنها في إمكانية طرحها بنفس عملة الدولة التي يتم طرح هذه السندات في أسواقها، حيث يمكن تداوله وإصداره في وقت واحد في البلد الذي تُستخدم عملته في تقييم السند. مثال تصدر شركة فرنسية سندات مقومة بالدولار الأمريكي ولكنها تقدم السندات في كل من أسواق اليابان والولايات المتحدة.[1]

1-3 حسب الأولية: تتمثل في موقع المقرض من استرداد دينه حالة إفلاس الشركة، أي بعد التصفية ورد الحقوق للدائنين، في أي درجة للدائنين يقع صاحب السند، فإذا كانت السندات ممتازة سيكون في الدرجة الأولى، أما ذا كانت سندات عادية فيمكن أن يقع في أدنى درجة.

1-4 سعر الفائدة على السندات: تختلف أسعار الفائدة على السندات، فمنها التي تبقى ثابتة حتى نهاية تاريخ الاستحقاق، ومنها المتغيرة حسب تغير المؤشر الذي ترتبط به تلك السندات، السندات الصفرية والتي لا تدفع أيّ فائدة وإنما تصدر عادة بخصم.

1-5 صفة الإطفاء: أي إنهاء علاقة الإقراض والاقتراض بين المصدر والمقرض بإطفاء السندات، ونجد ضمنها عدّة أنواع:

---

[1] **James Chen, Global Bonds, https://www.investopedia.com/terms/g/globalbonds.asp, 25 -04-2022, consulted: 29-03-2023.**

أ- **سندات قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي تحمل صفة إمكانية استدعائها من قبل الجهة المصدرة قبل نهاية تاريخ استحقاقها (غالبا بسعر أعلى من السعر الاسمي)، تلجأ هذه الجهة إلى استخدام هذه الميزة(الاختيارية) عندما ينخفض سعر الفائدة السوقي.

مثال: إذا أصدرت شركة قبل سنوات سندات بمعدّل فائدة 10٪، وانخفض سعر الفائدة السوقي إلى 8٪، فستلجأ إلى إعادة استدعاء سنداتها قبل نهاية تاريخ الاستحقاق مقابل دفع قيمة نهائية للمستثمرين، والاستفادة من إعادة إصدارها بمعدّل إقراض أقل.

ب- **سندات قابلة للتحويل:** وهي التي تعطي حاملها إمكانية تحويلها إلى أسهم نفس الشركة، مقابل سعر تحويل، فإذا كانت قيمة السند الاسمية تساوي 5000 دج وسعر التحويل 500 دج فإن عدد الأسهم المقابلة تكون 10 أسهم(500/5000= 10أسهم).

مثال: بافتراض سند يحمل صفة القابلية للاستدعاء والتحويل، وكانت نسبة التحويل 10 أسهم لكل سند، وأن سعر السهم 200دج، فإن سعر السند يساوي إلى نسبة التحويل فيسعر السهم(أي: 200×10= 2000دج)، وإذا كان سعر الاستدعاء يساوي 1800 دج، فإن من مصلحة المستثمر تحويل السند إلى أسهم(2000دج> 1800دج).

ج- **السندات القابلة للاسترجاع:** تعطي لحاملها الحق ولكن ليس الالتزام لبيع هذه السندات أو إرجاعها إلى مصدرها بسعر محدد مسبقا، غالبا يستخدم حامل السند هذا الحق إذا كان سعر الفائدة السوقي أعلى بكثير من العائد على سنداته.

مثال: إذا ارتفع سعر الفائدة السوقي إلى 15٪ في حين ن سعر الفائدة التي يحصل عليها صاحب السند تساوي 12٪، هنا يستخدم هذا المقرض حق الاسترجاع ليستفيد من إعادة استثمار أمواله في سندات بمعدل فائدة أعلى(15٪).

د- **السندات الصفرية:** هي سندات تباع بخصم عن قيمتها الاسمية على أن يسترد حاملها قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها ويمكن لحاملها بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة التي يحققها حامل السند.[1]

[1] عبد الكريم قندوز، الخيارات، المستقبليات والمشتقات المالية الأخرى، إي كتب، لندن، 2017 ص43-44.

2- تسعير السندات: يعرف السند العادي أكثر من سعر:

أ- **السعر الاسمي:** أو سعر إصدار السند لأول مرة، وهي قيمة السند القانونية وتثبت على وجه السند(La Valeur Faciale) ولا تتغير أبدا ما دام السند قائما، وتمثل أصل القرض الذي تعد الشركة بدفعه نهاية تاريخ الاستحقاق.

ب- **السعر السوقي:** وهو السعر الذي يتحدد وفقا لقانون الطلب والعرض في السوق المالي.[1]

ج- **السعر الذاتي(السعر الحقيقي):** هو السعر الذي يجب أن يكون عليه السند، بحيث يكون أدنى أو أعلى إصدار السعر السوقي، ويحسب عل أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من السند خلال فترة زمنية معينة،[2] وتستخدم لرقابة القيمة السوقية للسند خاصة في حالة سوق غير كفأ .

يقصد بتقييم السندات العادية إيجاد القيمة الحقيقية لها، أي السعر العادل الذي يجب أن يكون عليه، ولتحقيق ذلك لابد من معرفة:

- **القيمة الاسمية للسند:** قيمة أصل القرض(تم شرحها أعلاه)؛
- **تاريخ الاستحقاق:** وهو التاريخ الذي تعد المنشأة برد أصل القرض فيه، ويحسب بالمدة المتبقية حتى الاستحقاق، وتسمى الفترة من تاريخ الإصدار إلى تاريخ الاستحقاق بتاريخ الاستحقاق الأصلي؛[3]
- **التدفقات النقدية الدورية العائدة من السند:** وتمثل الفائدة الدورية التي يدفعها مصدر السند لحامله مقابل استعمال أمواله، وتظهر على شهادة السند وتمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية.
- **دورة عوائد السند:** دورات الحصول على الفوائد(سداسية، سنوية أو ربع سنوية).
- **معدل الخصم:** المعدل الذي تخصم به الورقة المالية وغالبا ما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السند.

وعليه يتمثل النموذج الأساسي لتقييم السندات في العلاقة الرياضية التالية:[1]

---

[1] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 501.

[2] نفس المرجع، ص 507.

[3] عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرة والتطبيق، دار المسيرة، عمان، 2014، ط 05، ص 204.

$$VA = \sum_{t=1}^{n} \frac{coupon}{(1+i)^t} + \frac{VF}{(1+i)^n}$$

$$VA = \frac{coupon}{1+i} + \frac{coupon}{(1+i)^2} + \cdots + \frac{coupon}{(1+i)^n} + \frac{VF}{(1+i)^n}$$

VA = القيمة الذاتية للسند، VF = القيمة الاسمية للسند، i= معدل الخصم، n= مدة السند المتبقية حتى الاستحقاق، coupon: القيمة النقدية للقسيمة.

إذا كانت العوائد النقدية الدورية ثابتة، فإن:

$$VA = coupon \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} + VF \frac{1}{(1+i)^n}$$

مثال: القيمة الاسمية لسندات تم إصدارها منذ 8 سنوات = 1500 دج بمعدل سنوي 8% لمدة 15 سنة. المطلوب: حساب القيمة الذاتية للسند إذا كان معدل الخصم = 4%.

الحل:

$$VA = 1500 \times 0.08 \times \left[\frac{1-(1.04)^{-7}}{0.04}\right] + 1500 \left[\frac{1}{(1.04)^7}\right] = 1858.7\ _{u.m}$$

- أحسب القيمة الذاتية إذا كان معدل الخصم= 9% ؟

$$VA = 1500 \times 0.08 \times \left[\frac{1-(1.09)^{-7}}{0.09}\right] + 1500 \left[\frac{1}{(1.09)^7}\right] = 1424.3_{u.m}$$

استنتاج: القيمة الذاتية للسند أكبر من القيمة الاسمية إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل العائد الاسمي للسند والعكس صحيح، حيث إذا كان معدل العائد المطلوب اكبر من معدل العائد الاسمي، هذا يعني أن هذا السند يحقق أكثر مما هو عليه، وبالتالي يرتفع الطلب عليه وتزيد قيمته، أما إذا كان السند يحقق أقل مما هو مطلوب، حيث يقل الطلب عليه فتنخفض قيمته.

[1] محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سابق، ص 259-262. أنظر: عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، ص 205.

وتحسب القيمة الذاتية لسببين:

- يسعى المستثمر لأن تكون القيمة السوقية للسند لا تختلف كثيرا عن القيمة الذاتية له وهذا للتعرف على الأداء الاستثماري للسند.
- في حالة عدم وجود سوق مالية كفأة يستعمل المستثمر القيمة الذاتية للتعبير القوي عن سعر السند.

3- بعض مبادئ السندات العادية: فيما يلي بعض المبادئ الأساسية للسندات العادية: [1]

أ. **المبدأ 1:** إذا كان سعر الإصدار = القيمة الاسمية للسند، فهذا يعني أن عائدها يساوي إلى العائد الاسمي، وتسمى: السندات بالقيمة الاسمية – l' obligation au pair

مثال: إذا كانت القيمة الاسمية للسند 1000 دج وبمعدل قسيمة 10%، تاريخ الاستحقاق سنة واحدة، فإن العائد المحقق بعد سنة هو: 1000 دج + 100 دج (فائدة). وإذا كان سعر الإصدار = 1000دج فإن العائد الحقيقي هو 10% أي:

$$r = \frac{1100-1000}{1000} = 10\%$$

ب. **المبدأ 2:** عندما يكون للسند العادي سعر سوقي أكبر من سعره الاسمي، عائده عند تاريخ الاستحقاق أكبر من عائده الحالي والذي هو نفسه أقل من المعدل الاسمي. وبالتالي العائد حتى الاستحقاق أقل من العائد الحالي وأقل من العائد الاسمي.

العائد حتى الاستحقاق < العائد الحالي < العائد الاسمي

ج. **المبدأ 3:** إذا كانت القيمة الاسمية أكبر من القيمة السوقية، فإن عائد السند حتى الاستحقاق أكبر من العائد الحالي وأكبر من العائد الاسمي.

العائد حتى الاستحقاق>العائد الحالي>العائد الاسمي

[1] **Pascal Alphonse et autres, Gestion de portefeuille et marché financier, PEARSON, France, 2013, 2edition, p-p 187-194.**

مثال: بافتراض المعطيات التالية والتي تخص أحد السندات:

القيمة الاسمية(و.ن)	القيمة السوقية(و.ن)	معدل القسيمة	تاريخ الاستحقاق
1000	950	%4	2سنة

ومنه:

معدل العائد الحالي	$\frac{40}{950} = 4.21\%$
العائد حتى الاستحقاق	$950 = 40\left[\frac{1-(1+i)^{-2}}{i}\right] + 1000(1+i)^{-2} \Rightarrow i = 6.76\%$

العائد حتى الاستحقاق > العائد الحالي عند السعر السوقي = 950 و.ن< السعر الاسمي =1000و.ن.

المحور الخامس: العائد والمخاطرة في المحفظة الاستثمارية

تمهيد:

يبني المستثمر العقلاني قراره الاستثماري على أساس العائد والمخاطرة، حيث يستهدف تعظيم العائد وتدنية مستوى المخاطرة للأصل الاستثماري مهما كانت طبيعته(استثمار فردي أو محفظة استثمارية).

أولا: مفهوم العائد وقياسه:

1- مفهوم العائد: هو عبارة عن الزيادة أو القيمة المضافة في رأس المال الأساسي والمحققة خلال فترة زمنية معينة، أي هو عبارة عن التغيّر الذي يحدث في أصل الثروة(رأس المال الأساسي) نتاج استغلالها وفقا لأدوات استثمارية وخلال فترة زمنية معينة.

كما يعرف العائد بأنه التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر لقاء التوظيف في رأس مال المشروع الاستثماري وخلال مدّة محدّدة.[1]

2- قياس العائد: فيما يلي أهم المعايير لقياس العائد:

2-1 العائد على الاستثمار(Return On Investment) : يقيس قدرة الوحدة النقدية من مجموع الأصول (مجموع المبلغ المستثمر) على تحقيق أرباح بعد الضريبة ويقاس بالمعادلة التالية:

$$ROI = \frac{BEN_{(net)}}{I}$$

حيث:

- **ROI: العائد على الاستثمار**
- $BEN_{(net)}$: **الأرباح الصافية بعد الضريبة.**
- **I: المبلغ المستثمر**

مثال: حدّد معدل العائد على الاستثمار لشركة "**النور**" مع العلم أنّ قيمة المبلغ المستثمر تساوي2.500.000دج وصافي الربح بعد الضريبة يساوي 200.000دج.

$$ROI_{(\text{النور})} = \frac{200.000}{2.500.000} = 0.08 \Rightarrow 8\%$$

[1] عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2019، ص90.

2-2 العائد على حقوق الملكية(Return On Equity): يقيس قدرة الوحدة النقدية الواحدة من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة.

حيث:[1]

حقوق الملكية= رأس المال المدفوع(أسهم عادية وممتازة) + مختلف الاحتياطات + الأرباح المعاد استثمارها.

ويحسب معدل العائد على حقوق الملكية بالمعادلة التالية:

$$ROE = \frac{BEN_{(net)}}{CP}$$

حيث:

- ROE: معدل العائد على حقوق الملكية
- CP: حقوق الملكية(رأس المال الخاص)

مثال: حسب المثال السابق، حدد معدل العائد على حقوق الملكية إذا علمت أن رأس المال الخاص (حقوق الملكة) بلغ 1.500.000دج.

الحل:

$$\mathbf{ROE} = \frac{\mathbf{200.000}}{\mathbf{1.500.000}} = \mathbf{13.3\%}$$

3-عائد الأسهم والسندات:

3-1 عائد فترة الاحتفاظ(الأسهم): تعد الأسهم مستندات ملكية، تمنح لحاملها الحق في الحصول على عوائد مرتبطة بنتيجة المؤسسة، ويتحقق العائد على السهم من مصدرين أساسيين:

- توزيعات الأرباح النقدية أو غير النقدية،
- الأرباح(الخسائر) الرأسمالية الناتجة عن تغير سعر السهم السوقي.

ومنه، يحسب معدل العائد على السهم على أساس العلاقة التالية:

[1] محمود الفاتح بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان، الأردن، 2014، ص 191-192.

أ- حالة الاحتفاظ بالسهم لفترة أقل من سنة:

$$\text{معدل العائد على السهم} = \frac{\text{سعر السهم نهاية الفترة+سعر السهم بداية الفترة+التوزيعات}}{\text{سعر السهم بداية الفترة}}$$

$$r_{(action)} = \frac{(P_1 - P_0) + div_1}{P_0}$$

حيث:

- P_1: سعر السهم نهاية الفترة (سعر البيع)
- P_0: سعر السهم بداية الفترة (سعر الشراء)
- div_1: توزيعات أرباح نهاية الفترة.

ب- حالة الاحتفاظ بالسهم لفترة أكبر من السنة:

$$r_a = \left(\frac{P_1 - P_0}{n} + div_1\right) \Big/ \left(\frac{P_1 - P_0}{2}\right)$$

حيث:

- n : تمثل مدّة الاحتفاظ بالسهم.

مثال: بلغت أسعار أسهم شركة النور قيمة 1500دج/للسهم ومن المتوقع أن يبلغ سعرها 1800دج بعد 3 سنوات، مع العلم أن قيمة التوزيعات السنوية تساوي 80دج.

- أحسب معدل العائد لفترة الاحتفاظ أقل من سنة، إذا علمت أن سعر البيع يساوي 1600دج في المدى القصير؟
- أحسب معدل العائد لفترة الاحتفاظ سنة واحدة بنفس السعر السوقي؟
- أحسب معدل العائد لفترة الاحتفاظ ثلاث سنوات.

الحل:

$$r_1 = \frac{P_1 - P_0}{P_0} = \frac{1600 - 1500}{1500} \approx 6.7\%$$

$$r_2 = \frac{P_1 - P_0 + div_1}{P_0} = \frac{1600 - 1500 + 80}{1500} = 12\%$$

$$r_3 = \frac{\frac{P_1 - P_0}{n} + div_1}{\frac{P_1 + P_0}{2}} = \frac{\frac{1800 - 1500}{3} + 80}{\frac{1800 + 1500}{2}} \approx 10.91$$

3-2 عائد السندات العادية: السندات صكوك مديونية، تعطي الحق لحاملها في الحصول على فوائد دورية بالإضافة إلى أصل القرض نهاية تاريخ الاستحقاق، وعوائدها غير مرتبطة بنتيجة المؤسسة.

الأصل في عائد السندات هو معدل القسيمة(الكوبون)، وسيضل هو العائد الوحيد في حالة واحدة، وهي ثبات سعر الفائدة السوقي وأن معدل القسيمة يساوي معدل الفائدة السوقي، وهذا الأمر تقريبا مستحيل، مما يوجد أكثر من معدل عائد للسندات:[1]

أ- **معدل العائد المرتقب التقريبي:** يقيس العائد المركب والمتوقع تحقيقه طوال فترة حياة السند حتى تاريخ استحقاقه، لذلك يسمى معدل العائد حتى الاستحقاق، ويمكن قياسه بطريقتين، وللتبسيط نعرض الطريقة الأولى:

$$Tr_P = \frac{\frac{P_n - P_m}{n} + K}{\frac{P_n + P_m}{2}}$$

حيث:

- P_n: السعر الاسمي للسند،
- P_m: السعر السوقي للسند،
- n: الفترة حتى الاستحقاق،
- K: القيمة النقدية للقسيمة.

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 254-256.

ب- معدل العائد الحالي للسند: يقيس مقدار التدفقات النقدية العائدة من الاستثمار في السند منسوبة إلى السعر السوقي للسند في الفترة الحالية، ويقاس بالمؤشر التالي:

$$TR_a = \frac{K}{P_m}$$

ج- معدل العائد المحقق للسند: تظهر أهميته عندما يخطط لبيع السند قبل تاريخ استحقاقه، أي ينبغي تقدير ما يتوقع الحصول عليه من فائدة خلال فترة احتفاظه بالسند.

$$Tr_r = \frac{\frac{P_V - P_m}{n_2} + K}{\frac{P_V + P_m}{2}}$$

حيث:

- P_V= سعر البيع
- n_2: فترة الاحتفاظ بالسند.

4- العائد المتوقع والعائد المطلوب:

4-1 العائد المتوقع وقياسه: ويتمثل في المتوسط المرجح لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة، وفقا للصيغ الرياضية التالية:

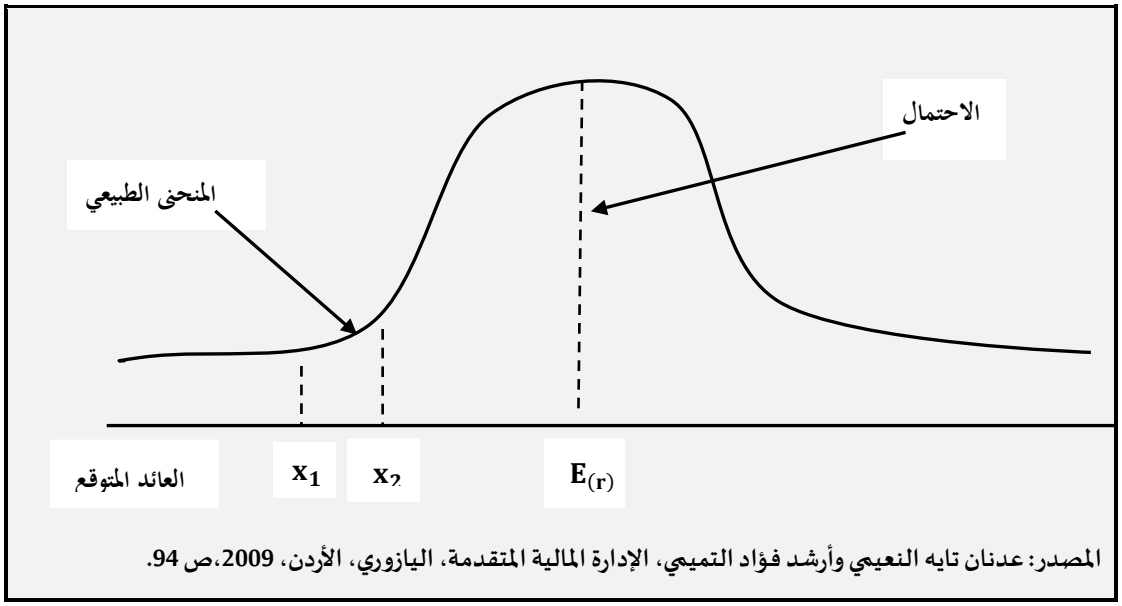
أ- حالة الاحتمالات الشخصية:

$$E_{(r)} = \sum_{i=1}^{n} r_i \times P_i$$

ويتضح من هذه الصيغة أن المستثمر يستعمل نظرية الاحتمالات في تحديد العائد من الاستثمار، و تنصّ على أن المستثمر يعتمد توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكنة طبقا لدرجة احتمال حدوثها، وعلى فرض أن هذه التوزيعات طبيعية، ويتضح من الشكل أدناه أن المجال المحصور بين $(x_2 و x_1)$على الخط الأفقي للقيم المتوقعة للعائد وتحت المنحنى الطبيعي يمثل احتمال تحقق قيمة مقدارها x.

إن خاصية التوزيعات الاحتمالية للمنحنى الطبيعي تجعل القيمة المتوقعة $E_{(r)}$ للعائد في منتصف المنحنى، وهذا يعني أن القيم تكون متساوية لجهتي المنحنى وبواقع 50% لكل جهة، يحدد المستثمر احتمالات تحقق العائد في ضوء الحالة الاقتصادية العامة، سواء الانتعاش، الركود أو الحالة الاقتصادية الطبيعية.[1]

الشكل رقم(08): التوزيعات الاحتمالية للعائد



المصدر: عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري، الأردن، 2009،ص 94.

مثال: إذا كانت أمامك المعطيات التالية والمتعلقة بالاستثمارين: A وB .المطلوب: تحديد معدل العائد المتوقع؟

الحالة الاقتصادية	الاحتمال(P_i)	عائد A%(r_A)	عائدB %(r_B)
ركود	0.2	5	7
عادية	0.5	25	30
انتعاش	0.3	35	45

$$E_{(r)} = \sum_{i=1}^{n} r_i \times P_i$$

[1] عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري، الأردن، 2009،ص 90.

$$E_{(r)_A} = 0.2 \times 0.05 + 0.5 \times 0.25 + 0.3 \times 0.35 = 24\%$$

$$E_{(r)_B} = 0.2 \times 0.07 + 0.5 \times 0.3 + 0.3 \times 0.45 = 29.9\%$$

ب- _حالة الاحتمالات الموضوعية: يتم الاعتماد على بيانات أداء الاستثمار لفترات زمنية سابقة، والاعتماد في ذلك على الوسط الحسابي:

$$\bar{r} = \sum_{i=1}^{n} \frac{r_i}{n}$$

مثال: إليك المعطيات التالية والمتعلقة بالاستثمارينA وB خلال الخمس سنوات الأخيرة:

السنوات	2018	2019	2020	2021	2022	المجموع
عائد A%	20	25	23	28	30	126
عائد B%	30	38	35	33	38	174

$$\bar{r}_{(A)} = \frac{126}{5} = 25.2\%$$

$$\bar{r}_{(B)} = \frac{106}{5} = 34.8\%$$

2-4 معدل العائد المطلوب: هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه نتيجة اتخاذه قرار الاستثمار والتضحية بالاستهلاك الحالي،[1] ويؤدي دورا حاسما في قبول أو عدم قبول الاستثمار، يمثل نموذج التسعير للأصول الرأسمالية أفضل النماذج تمثيلا للمبادلة بين العائد والمخاطرة وقياس معدّل العائد المطلوب.حيث يقبل إذا كان:

معدل العائد المطلوب أقل أو يساوي معدل العائد المتوقع

[1] عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 95

لا يخضع هذا المعدل لتقدير شخصي وإنما لعوامل موضوعية وأخرى خاصة بالاستثمار، ومن العوامل الموضوعية:

أ-**معدل العائد الخالي من الخطر:** هو معدل لا يحمل مخاطرة و لا يخضع لاحتمالات، عنصر التضحية الوحيد من جانب الأفراد هو الوقت، أي التفضيل الزمني للاستهلاك، ويتأثر كذلك بالفرص الاستثمارية المتاحة في النشاط الاقتصادي، وبمعدل النمو الحقيقي في الاقتصاد الوطني وفي الأجل الطويل.

ب- **بدل المخاطرة:** المستثمر في أنواع أخرى غير الاستثمارات الخالية من الخطر، يطلب عائدا إضافيا يطلق عليه بدل المخاطرة، أي أنه التعويض الذي يطلبه المستثمر في مقابل الاستثمار في أصول خطرة، ويختلف من استثمار لأخر.

ثانيا: مفهوم المخاطرة وقياسها

من الأساسيات التي يبنى عليها القرار الاستثماري درجة المخاطرة والتي تختلف من استثمار لآخر، حيث تنشأ المخاطرة من حالة عدم التأكد، وإن كان يقصد بعدم التأكد عدم المعرفة، فالمخاطرة يقصد بها حالة عدم التأكد مع وجود معرفة جزئية.

1- **مفهوم المخاطرة:** المخاطرة التي تصاحب الاستثمار هي عدم التأكد الجزئي الذي يتعلق بالعائد المتوقع، أي التقلبات في العوائد المحققة عن العائد المتوقع، ولتقديرها يستعمل الانحراف المعياري والذي يقيس درجة التشتت عن الوسط الحسابي.

يمكن تقسيم المخاطرة في الاستثمار إلى نوعين:

1-1 المخاطر المنتظمة: وهي التي تنشأ في العائد على السهم نتيجة التغيرات في النشاط الاقتصادي، وتؤدي إلى تغيرات في السوق ويطلق عليها مخاطر سوقية، وقد تكون بسبب تغيّر الظروف الاقتصادية(تغير سعر الفائدة، معدل التضخم....)، أو بسبب الظروف السياسية (عدم الاستقرار، الحروب...) أو بسبب كوارث طبيعية، ومثل هذه المخاطر لا يمكن تفاديها أو تدنيتها بالتنويع لأنها تقع على كل الاستثمارات.

1-2 المخاطر غير المنتظمة: تنشأ من داخل المؤسسة ذاتها، ولا علاقة لها بالسوق أو النشاط الاقتصادي ويطلق عليها مخاطر غير سوقية، وهذا النوع من المخاطر يمكن تفاديه أو تدنيته بفضل التنويع، وتنحصر مصادرها ضمن المخاطر الصناعية(كعدم

لقدرة على المنافسة نتاج ظهور نتاج جودة الصناعات الأخرى)، أو من مخاطر سوء الإدارة والذي ينعكس على أرباح الشركة وعلى سمعتها في السوق.

2- **قياس المخاطرة:** لا يكتفي المستثمر بتقدير العائد لاتخاذ القرار الاستثماري، وإنما عليه قياس المخاطرة المتوقعة من الاستثمار، وهناك العديد من الأساليب، إلاّ أنّ الانحراف المعياري، معامل الاختلاف والمعامل "بيتا" مقياس المخاطرة المنتظمة، تعدّ أكثر الأساليب استخداما.

2-1 الانحراف المعياري: يعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت للبيانات المكونة للحالة المدروسة، فكلما زاد التشتت عن متوسط هذه البيانات زادت نسبة الانحراف المعياري وبالتالي مستوى المخاطرة. ويحسب بالصيغة الرياضية التالية:

أ. **حالة الاحتمالات الشخصية:** تستعمل هذه المعادلة حالة وجود بيانات مستقبلية متوقعة أي غير مؤكدة، إلا أن احتمال حدوثها يمكن تقديره استنادا على تجربة المنشأة في الماضي وتوقعاتها المستقبلية، وبناء على جهود متخذي القرار الذين يعتمدون على أساليب علمية وتحليلية لتقييم الوضعية واحتمال حدوثها.

$$\sigma_i = \sqrt{\sum P_i \times (r_i - \bar{r})^2}$$

ب. **حالة الاحتمالات الموضوعية:**

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum (r_i - \bar{r}_i)^2}{n-1}}$$

2-2 معامل الاختلاف: هو مقياس لمقارنة مقدار التشتت أو الاختلاف لمؤشرين أو أكثر من البيانات في حالة اختلاف وحدات القياس المستخدمة مع وحدات كل مجوعة وكذلك عند اختلاف قيم الوسط الحسابي.[1] ويستعمل هذا المعامل لتفسير العائد المتوقع في ضوء المخاطرة، حيث يعتبر مقياسا نسبيا للمخاطرة، لأنه يربط بين المخاطرة والعائد المتوقع، ويحسب بالعلاقة التالية:

[1] حامد الشمرتي ومؤيد الفضل، الأساليب الاحصائية في اتخاذ القرار، مجدلاوي، الأردن، 2005، ص153.

$$CV_i = \frac{\sigma_i}{\bar{r}_i}$$

2-3 المعامل بيتا (β): أو مقياس المخاطرة المنتظمة يقيس درجة حساسية تقلّب العائد على الاستثمار الناتج عن تقلّب عائد سوق المال. أو بمعنى آخر يقيس مدى حساسية عوائد الأسهم للتغيرات في العوائد في محفظة السوق، ويحسب بقسمة التباين المشترك للاستثمار مع السوق على تباين السوق. [1] **(سنتطرّق إليه لاحقا)**

$$\beta_i = \frac{cov_{(r_i, r_m)}}{\sigma^2_{(r_m)}}$$

ثالثا: نظرية المحفظة الاستثمارية وقياس العائد والمخاطرة

يستهدف المستثمر في المحفظة تدنية المخاطر بفعل التنويع، وبإدخال مبدأ السيادة والسيطرة[2] يمكن الاختيار بين مجموعة كبيرة من المحافظ الاستثمارية المتاحة، وحسب المثال أدناه، يبقى أمام المستثمر ثلاثة استثمارات فردية لا يمكنه المفاضلة بينها.

الورقة المالية	العائد المتوقع%	المخاطر الكلية%
A	10	6
B	10	7
C	18	18
D	6	6
E	11	15

وإذا ما تم توليف هذه الاستثمارات في شكل محافظ تحوي كل منها استثمارين فقط، أي تشكيل المحافظ الاستثمارية التالية:

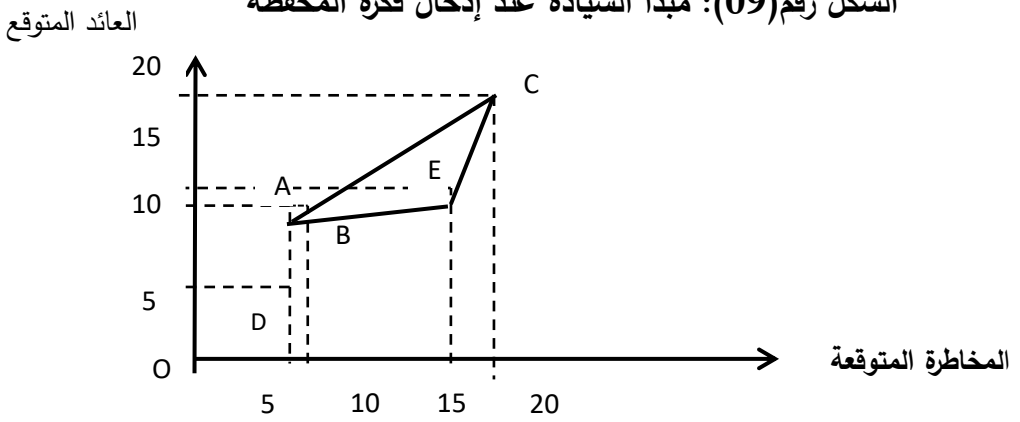
[1] محمد ساحل، التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مركز الكتاب الأكاديمي، الأردن، 2019، ص21.

[2] **يقوم هذا المبدأ على أساس الاختيار والمفاضلة بين الاستثمارات المالية المتاحة وفقا للمتغيرين: العائد والمخاطرة، ويقضي:**

- **إذا تساوى العائد المتوقع من البدائل الاستثمارية المتاحة، نختار الاستثمار الذي يتعرض عائده لأقل درجة من المخاطرة،**
- **إذا تساوى حجم المخاطر للبدائل الاستثمارية المتاحة، فإن أفضلها هو البديل الذي يتوقع أن يتولد عنه أقصى عائد.**

(C ,A)، (E ,A) ،(C,E) وبتطبيق مبدأ السيادة عليها، نجد وحسب الشكل الموالي، أن أي تشكيلة من المحفظة (C ,A) تتسيّد أي تشكيلة مقابلة لها من المحفظتين (E ,A) و(C,E) سواء من حيث مستوى العائد أو حجم المخاطرة، وبما أن الاستثمار الفردي (E) هو العنصر المشترك في المحفظتين الأقل جاذبية، فهذا يعني أنه الاستثمار الأقل جاذبية، ويبقى أمام المستثمر البديلين(A) و(C) يستثمرها في شكل محفظة وستكون أفضل محفظة من بين تلك المتاحة، أو أن يستثمرها في شكل فردي، وهنا يدخل سلوك المستثمر للاختيار، فإن كان من النوع الذي يحب المخاطرة فسيفضل الاستثمار (C) وإن كان من النوع الذي يخشى المخاطر فسيختار الاستثمار (A).

الشكل رقم(09): مبدأ السيادة عند إدخال فكرة المحفظة



اختيار الاستثمار في المحفظة سيدفع المستثمر إلى توزيع موارده المالية المتاحة بين الاستثمارات المكونة للمحفظة، حيث يتمثل عائدها في المتوسط المرجح الحسابي بالأوزان لعوائد الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة:[1]

$$\overline{rp} = \sum_{i=1}^{n} W_i \times r_i$$

$$\overline{rp} = W_1 \times r_1 + W_2 \times r_2 + \ldots\ldots\ldots + W_n \times r_n$$

$$E(rp) = \sum_{i=1}^{n} W_i \times E(r_i)$$

$$E(rp) = W_A E(r_A) + W_B E(r_B)$$

$\overline{rp}$: العائد المتوقع للمحفظة.

i: عدد البدائل الاستثمارية.

[1] سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص 161. انظر:

Lawrence Gitman et Michael Joehnk, investissement et marché financiers, PEARSON,France, 2008, p163.

Wi: وزن كل بديل استثماري داخل المحفظة ويقاس بنسبة الموارد المالية المستثمرة فيه منسوبة إلى مجموع مخصصات المحفظة.

r_i: العائد المتوقع لكل استثمار فردي داخل المحفظة.

مثال: إليك المعطيات التالية والمتعلقة بالعوائد المتوقعة للاستثمارات الفردية والوزن المالي لكل منها داخل المحفظة، المطلوب: حساب العائد المتوقع للمحفظة(A ,B ,C) ؟

الاستثمارات	العائد المتوقع%	الوزن المالي%
A	25	15
B	36	55
C	30	30

$$\overline{rp} = 0.25 \times 0.15 + 0.36 \times 0.55 + 0.3 \times 0.3$$
$$\overline{rp} = 32.55\%.$$

1- المحفظة الكفأة والحد الكفأ: هي تلك التي تنطوي على توليفة من الاستثمارات الفردية تتعرض لمخاطر أقل مقارنة باستثمارات بديلة يتولد عنها نفس مستوى العائد، أو تحقق أقصى عائد مقارنة باستثمارات بديلة على نفس مستوى المخاطر،[1] حيث أوضح الاقتصادي ماركويتز في كتاباته في خمسينات القرن الماضي، أنه بعدد محدود من الأوراق المالية يمكن بناء عدد لانهائي من المحافظ الاستثمارية، وأن اهتمام المستثمرين ينصب على مجموعة محددة من المحافظ الكفأة تشكل منحنيا يسمى الحد الكفء، ومن هذا المنحنى يستطيع المستثمر أن يختار محفظته الكفأة لتتلاءم مع معدل العائد الذي يرغب فيه ومستوى المخاطر التي يقبل بها.[2]

وعليه يقصد بالحد الكفء مجموع الاستثمارات التي يتوافر فيها هاذين الشرطين معا:

- عند كل مستوى من مستويات المخاطر يتم اختيار التوليفة التي تحقق أقصى عائد متوقع،

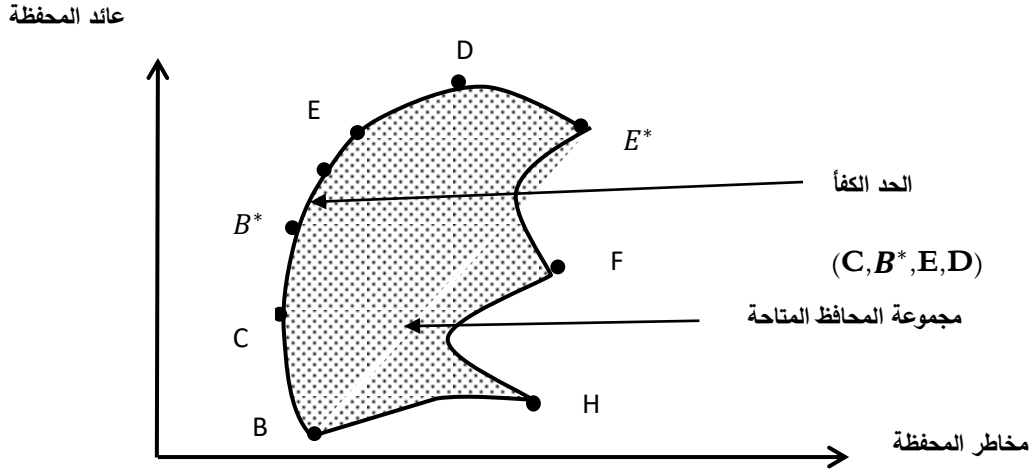
[1] منير ابراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 278.

[2] محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع-الأردن-مكتبة الجامعة-الشارقة، 2010، ص 71-72.انظر:
Franck Mauraux, Finance de marché, PEARSON, France, 2010. P16.

- عند كل مستوى من مستويات العائد يتم اختيار التوليفة التي تتعرض لأقل مخاطرة ممكنة.

ذلك أنها تتسيد كافة الفرص الاستثمارية الأخرى.

الشكل رقم(10): حدود المجموعة الكفأة



Source : Lawrence Gitman et Michael Joehnk, op-cit, 186.

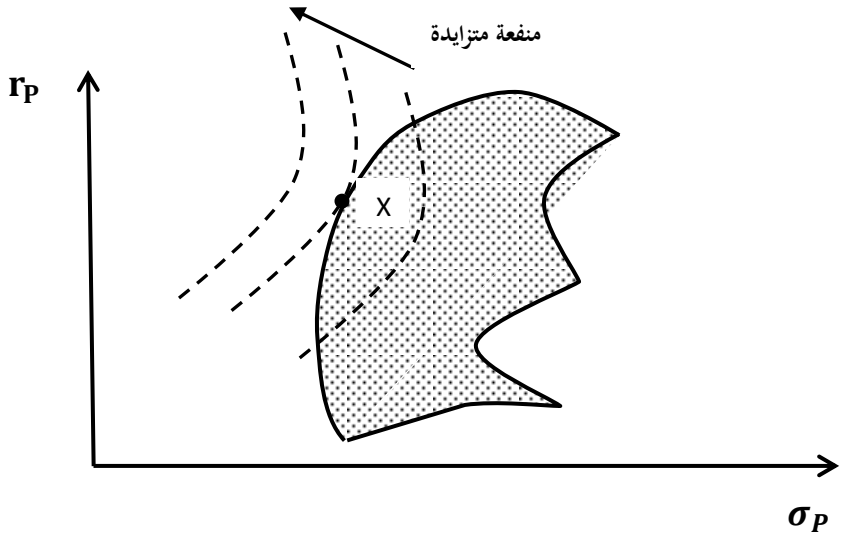
من الشكل أعلاه نلاحظ أن النقطة (C) (التوليفة) تحقق الشرط الأول والشرط الثاني للمجموعة الكفأة، حيث لا توجد أي توليفة أخرى تتسيدها عند ذلك المستوى من العائد والمخاطرة، نفس الملاحظة بالنسبة للنقطة (D)، بينما النقطة (E^*) تحقق الشرط الأول لكن لا تحقق الشرط الثاني حيث يوجد نقطة أخرى E والتي تعطي عند نفس مستوى العائد أدنى مخاطرة؛ بالنسبة للنقطة (B) لا تحقق الشرط الأول، حيث هناك نقطة B^* تحقق أقصى عائد عند نفس مستوى المخاطرة بينما تحقق الشرط الثاني حيث لا يوجد نقطة تتسيدها عند نفس مستوى العائد.

بما أن النظرية تقضي بتوافر الشرطين معا لاعتبار المحفظة كفأه، فإن حدود المجموعة الكفأة تقع بين المحفظتين (C) و(D).

2- موقع المحفظة المثلى: حسب النظريات المالية، المستثمر مستعد لتحمل وحدة واحدة إضافية من المخاطر في مقابل الحصول على وحدات عائد تفوقها، وعليه فإن المحفظة المثلى لابد وأن تكون عند النقطة التي يبدأ فيها ميل منحنى الحد الكفء في الزيادة بمعدل

متناقص، وتتحدد بنقطة تماسه مع أعلى منحنى سواء.[1] حسب المثال السابق وفي الشكل المبين أدناه، فإن النقطة X تمثل المحفظة المثلى وهي المحفظة الخطرة المثلى بالنسبة للمستثمر الذي يكره المخاطر.[2]

الشكل رقم(11): موقع المحفظة الخطرة المثلى



Source : Cristiana Doina Tudor , gestion de portefeuille et modélisation des séries temporelles , Publibok, France , 2012, p 25.et : Lawrence Gitman et Michael Joehnk, op-cit, p 186.

3-التنويع العشوائي والتنويع الأمثل للمحفظة المالية: إن الأساس الذي تقوم عليه المحفظة هو في قدرتها على تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال التنويع في الاستثمارات المكونة لها:[3]

3-1 التنويع العشوائي: يقضي التنويع العشوائي إلى انه كلما زاد عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة والمصدرة من طرف جهات مختلفة كلما أدى هذا إلى تدنية حجم المخاطر، حيث أشارت الدراسات إلى أن التنويع يؤدي إلى تدنية حجم المخاطر غير المنتظمة بنسبة تزيد عن 50% من المخاطر الكلية،كما أشارت إلى أن التنويع الذي يتجاوز خمسة عشر سهما لمؤسسات مختلفة، لن يؤدي إلى تدنية المخاطر غير المنتظمة على أساس أن هذه الأخيرة تؤول إلى الصفر عند هذا الحد، والسبب في ذلك

[1]**Cristiana Doina Tudor , gestion d portefeuille et modélisation des séries temporelles , Publibok, France , 2012, p 25.**

[2]**منير ابراهيم الهندي، اساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص 282.**

[3]**Cristiana DoinaTudor , op-cit, p-p 21-25.**

هو أن التقلبات في أسهم المؤسسات المختارة عشوائيا غالبا ما تكون مستقلة لا ارتباط بينها.

ومن أهم الانتقادات الموجهة للتنويع العشوائي هو: صعوبة إدارة المحفظة، ارتفاع تكاليف البحث عن استثمارات جديدة، اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، ارتفاع متوسط تكاليف الشراء و محدودية الموارد المالية مما يحول دون التنويع.

3-2 تنويع ماركويتز: أولى العديد من الباحثين في مجال المالية والاستثمار اهتماما كبيرا بالمخاطر المالية وأساليب الحد منها وتدنيتها، ولقد أسفرت جهود الباحث "هاري ماركويتز" عن نظرية المحفظة في بداية خمسينات القرن الماضي، والي تقضي بضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات ومراعاة درجة الارتباط بينها، ومن أهم الفروض التي بنيت عليها النظرية:[1]

-ينظر المستثمر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من الاستثمار عبر الزمن،

-يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، ويعكس منحنى المنفعة تناقص المنفعة الحدية للثروة،

-تمثل المخاطرة التقلب في العائد المتوقع،

-منحنى المنفعة دالة للعائد المتوقع والتباين(الانحراف المعياري) له،

-المستثمر من النوع الذي يبغض المخاطر.

فبالنسبة للمحفظة لا تتوقف المخاطرة عند مخاطرة كل استثمار فردي مكون لها على حدى، وإنما تشمل كذلك المخاطرة التي تنشأ من دمج هذه الاستثمارات في محفظة واحدة بقياس درجة الارتباط بينها، حيث:[2]

- معامل الارتباط موجب: التغير في عوائد الاستثمارين يكون ذو اتجاه واحد أي العلاقة بينهم طردية،
- معامل الارتباط معدوم: لا يوجد علاقة بين عوائد الاستثمارين.

[1] **Pierre Devolder et autres, op-cit, p321.et : Cristiana Doina Tudor ,op-cit, p 24.**

[2] **سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق ص 169.**

- معامل الارتباط سالب: وجود علاقة عكسية بين عوائد الاستثمارين.

عندما يكون معامل الارتباط سالب تكون المخاطر التي تتعرض لها المحفظة أقل مما لو كانت تلك العوائد ذات ارتباط معدوم وأقل مما كانت العلاقة بينهم طردية.

أجرى "هاري ماركويتز" تحليله على محفظة مكونة من أصلين ماليين–لغرض التبسيط– وما ينطبق على هذه المحفظة ينطبق على المحافظ التي تتكون من العديد من الأصول المالية الخطرة، وبيّن أن عملية بناء المحفظة الكفأة ينقسم إلى مرحلتين: مرحلة التحليل المالي والتوقعات بشأن الأوراق المالية، حيث أن نتيجة هذه المرحلة تمثل بداية المرحلة الثانية وهي مرحلة البناء.[1]

وعليه، المعادلة التي اقترحها ماركويتز لقياس مخاطر محفظة مكونة من استثمارين فرديين هي:[2]

$$\sigma_p = \sqrt{W_1^2 \times \sigma_1^2 + W_2^2 \times \sigma_2^2 + 2W_1W_2\sigma_1\sigma_2 \times \rho_{1,2}}$$

و بتعميم العلاقة على عدد n من الاستثمارات الفردية داخل المحفظة:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} W_i W_j \sigma_{ij}}$$

حيث:

σ_p: مخاطرة المحفظة

W_i: المورد المالي المخصص في الاستثمار i.

W_j : المورد المالي المخصص في الاستثمار j.

σ_{ij}: التباين المشترك بين الاستثمارين i وj .

$\sigma_{i,i}$: *تباين الاستثمار* i

σ_1, σ_2: الانحراف المعياري للاستثمارين 1و2 المكونين للمحفظة .

[1] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 74.

[2] Cristiana DoinaTudor , op-cit,p-p 23-24.

$\boldsymbol{\rho_{1,2}}$: معامل الارتباط بين الاستثمارين 1و2.

n: عدد الاستثمارات الفردية داخل المحفظة.

ولدينا:

$$\sigma_1\sigma_2\rho_{1,2} = \sigma_{1.2}$$
$$\rho_{1.2} = \frac{\sigma_{1.2}}{\sigma_1 \times \sigma_2}$$

ومنه:

$$\sigma_P = \sqrt{W_1^2 \times \sigma_1^2 + W_2^2 \times \sigma_2^2 + 2W_1W_2\sigma_{1,2}}$$

3-3 <u>التوزيع الأمثل للموارد المالية</u>: الاختيار العشوائي لمخصصات الموارد المالية للاستثمارات المكونة للمحفظة الكفأة، يمنح مستوى عائد معين عند مستوى مخاطرة معين، لكنه لا يحقق أعظم منفعة، أي أنه لا يحقق الهدف من التخصيص- أفضل عائد عند مستوى مخاطرة معيّن و تدنية المخاطر إلى حدها الأدنى: [1]

$$Min.\sigma_P{}^2 = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} W_iW_j\sigma_{i,j} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (1)$$

تخضع هذه الدالة لقيد الميزانية، حيث: لا يتجاوز الجزء المستثمر نسبة 100%. فبالنسبة لمحفظة مكونة من استثمارين فقط:

$$\sum_{i=1}^{n} W_i = 1 \dots\dots\dots\dots (2)$$
$$W_1 + W_2 = 1 \dots\dots\dots\dots\dots\dots (3)$$

قيد مستوى عائد معين: قد يرى المستثمر ضرورة تحقيق مستوى معين من العائد على المحفظة، ولذلك يضع هذه الشروط عند حل المشكلة:

$$\sum W_i \times E_i = E^* \dots\dots\dots\dots (4)$$

[1] سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص-ص 170-178.

أي أن مجموع العوائد على الاستثمارات المختلفة مرجحا بالأجزاء المستثمرة في كل استثمار لابد أن تساوي مقدار معين أو نسبة معينة من العائد E^*.

لحل مشكلة تخصيص الموارد لمحفظة مكونة من استثمارين:

$$\mathbf{Min\ \sigma p^2 = W_1^2 \times \sigma_1^2 + W_2^2 \times \sigma_2^2 + 2W_1W_2\sigma_{1,2}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (5)$$

وإذا كان القيد الوحيد:

$$\mathbf{W_1 + W_2 = 1 \Rightarrow W_2 = 1 - W_1}$$

بتعويض قيمة W_2 في المعادلة (5):

$$\boldsymbol{\sigma p^2 = W_1^2 \times \sigma_1^2 + (1 - W_1)^2 \times \sigma_2^2 + 2W_1(1 - W_1) \times \sigma_{1,2}} \ldots\ldots\ldots\ldots (6)$$

نشتق المعادلة (6) بالنسبة لـ W_1:

$$\frac{\partial \sigma P^2}{\partial W_1} = 2W_1\sigma_1^2 - 2\sigma_2^2 + 2W_1\sigma_2^2 + 2\sigma_{1,2} - 4W_1\sigma_{1,2} = 0$$

وبحل هذه المعادلة نحصل على قيمة W_1:

$$\mathbf{W_1 = \frac{\sigma_2^2 - \sigma_{1,2}}{\sigma_1^2 + \sigma_2^2 - 2\sigma_{1,2}}}$$

$$\mathbf{W_2 = \frac{\sigma_1^2 - \sigma_{1,2}}{\sigma_1^2 + \sigma_2^2 - 2\sigma_{1,2}}}$$

4-إسقاط فروض ماركويتز: من أهم الفروض التي بنيت عليها نظرية المحفظة لماركويتز:[1]

- أن المحفظة المثلى التي توجه إليها الموارد المالية للمستثمر لا تشتمل على أصول مالية خالية من الخطر، بل كل الأصول المالية خطرة.
- اعتماد المستثمر لتمويل محفظته على موارده المالية فقط، أي لايوجد إمكانية للاقتراض.

تم إسقاط هذه الفروض على أساس واقعية إمكانية احتواء المحفظة على أصل مالي خالي من الخطر، وكذا إمكانية الاقتراض وما لذلك من أثر في زيادة المخاطرة وفقا لمفهوم الرفع المالي؛ ولقد أسهم توبين سنة 1958 بإضافة هذا الافتراض الجديد، مما أدى إلى تغير إشكالية اختيار المحافظ الكفأة.[2]

4-1 إسقاط فرض الاقتصار على أصول خطرة: حسب ماركويتز، يكون الاستثمار خال من الخطر إذا تعيّن على المستثمر معرفة:

- القيمة التي سيصل إليها نهاية فترة الاستثمار يقينا،
- الانحراف المعياري للاستثمار الخالي من الخطر = 0،
- تاريخ استحقاق الورقة المالية مماثل لفترة الاستثمار التي خطط لها المستثمر.

مثل هذه المواصفات تنطبق على ورقة مالية أصدرتها جهة حكومية، وفيما يلي نحلل الآثار المترتبة من خلط الاستثمار الخالي من الخطر مع استثمارات خطرة، حيث :

$$\sigma_P = \sqrt{W_1^2 \times \sigma_1^2 + W_2^2 \times \sigma_2^2 + 2W_1W_2\sigma_1\sigma_2 \times \rho_{1,2}} \quad \text{.....(1)}$$

بما أن الانحراف المعياري للاستثمار الخالي من الخطر يساوي الصفر،مما يعني أن التباين المشترك بين الاستثمارين المكونين للمحفظة لابد وأن يساوي الصفر، وإذا اعتبرنا أن الاستثمار الثاني هو الاستثمار الخالي من الخطر، فإن المعادلة (1) تصبح:

$$\sigma_p = W_1 \times \sigma_1 \quad \text{.....(2)}$$

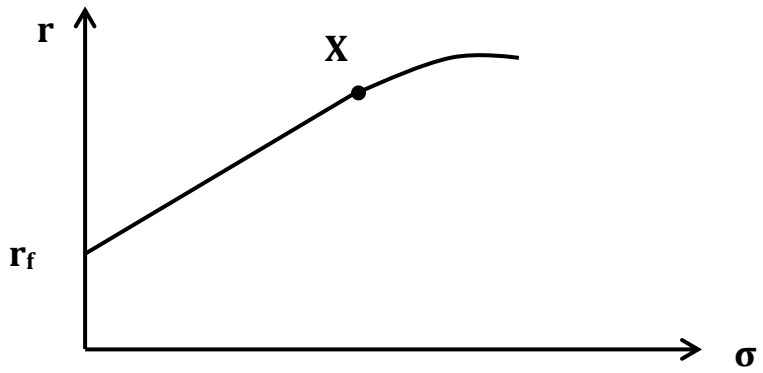
[1] منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق، ص-ص 284-292.

[2]، محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص91.

ومنه يصبح الحد الكفء كما هو موضح في الشكل التالي:

حيث تمثل النقطة X أفضل تشكيلة من الاستثمارات الخطرة التي تجذب المستثمر الذي يبغض المخاطر.

الشكل رقم(12): حدود المجموعة الكفأة لماركويتز بعد إسقاط الفرض الأول



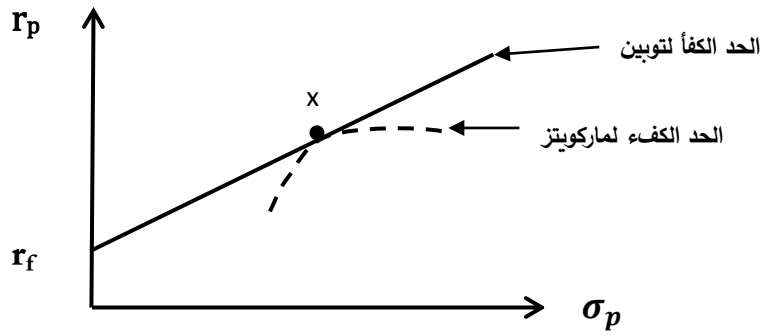
المصدر:منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 290.

إذا رغب المستثمر في تكوين تركيبة من المحفظة الخطرة واستثمار خال من الخطر، فلابد أن تقع المحفظة على الخط (r_f–x) للحد الكفء، وبمقارنة هذا الشكل مع الحد الكفء في نظرية ماركويتز، نجد أن أي محفظة على الخط المستقيم تتسيد أي محفظة مقابلة لها على الجزء الذي يقع يسار النقطة x للمجموعة الكفأة. كما أن النقطة المثلى تمثل نقطة تلاقي الحد الكفء مع منحنى السواء الأعلى، ومنه المحفظة المثلى لهذا المستثمر لابد وأن تكون عند النقطة التي يبدأ فيها ميل الحد الكفء في الزيادة بمعدل متناقص(النقطة x)، فالمحفظة التي تقع على الخط يتولد عنها عائد أكبر لنفس المستوى من المخاطر مقارنة بالمحفظة المقابلة التي تقع على حدود المجموعة الكفأة في نموذج ماركويتز.

4-2 إسقاط فرض اقتصار المستثمر على موارده الذاتية: تقضي هذه الفرضية بإمكانية قيام المستثمر بالاقتراض لتمويل الاستثمار في المحفظة، حيث يمكنه استعمال الأموال المقترضة في الاستثمار في الأصول المالية الخالية من الخطر، ويصبح الحد الكفء في ظل إسقاط هذا الفرض كما يلي: [1]

[1] منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 290.

الشكل رقم(13): حدود المجموعة الكفأة بعد إسقاط الفرض الثاني



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 92.

حيث أن المحافظ الممولة جزئيا من أموال مقترضة تنطوي على مخاطر أكبر ولكنها تحقق أيضا عائد أكبر، وبالتالي حدود المجموعة الكفأة تتمثل في الخط المستقيم الممتد ولم يتبقى من نظرية ماركويتز سوى النقطة x.

المحور السادس: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

تمهيد:

الهدف من تصميم هذا النموذج هو إعطاء نظرية إيجابية لنظرية المحفظة، هذا من خلال توضيح العلاقة بين العائد والمخاطرة في المحفظة، ويعود الفضل للاقتصادي "ويليام شارب–Sharp" سنة 1964[1]، وكذلك "لينتر–Linter" سنة 1965 و"موسان–Mossin" سنة 1966 واللذين تحصلوا على نتائج مشابهة وبصفة مستقلة وعليه يطلق على نموذج « CAPM » في الأدبيات المالية بنموذج "شارب–لينتر–موسان" [2]« SLM ».

أولا: فروض النموذج وكيفية البناء:

1– فروض النموذج: من أهم الفروض التي بني عليها النموذج:[3]

- تقييم المحافظ البديلة من طرف المستثمر يقوم على أساس متغيرين أساسيين (العائد والمخاطرة)، وعليه التوزيع الاحتمالي للعائد توزيع طبيعي.
- يمتد تقييم المستثمر للورقة المالية لفترة واحدة فقط.
- المستثمر من النوع الذي يبغض المخاطر ويسعى إلى تعظيم المنفعة المتوقعة من الدخل.
- المستثمر يسعى دائما إلى مزيدا من العائد.
- الأصول المالية قابلة للتجزئة أي أن المستثمر يمكنه شراء أي كمية يرغبها من ورقة معينة.
- المستثمر يمكنه أن يقرض و يقترض على أساس مع ل يساوي معدل العائد الخالي من الخطر، وهو متماثل بالنسبة لكل المستثمرين.
- لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفة للمعاملات.
- المعلومات تصل بسرعة ودون تكال، كما أن توقعات المستثمرين تكون متماثلة ومتجانسة.

---

[1] **William Sharp**: تحصل على جائزة نوبل سنة 1990 نتاج بناءه لنموذج التسعير.

[2] **Cristiana Doina Tudor, op-cit, p27.**

[3] **IBID , p28. Et :**

سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص184.

على الرغم من صعوبة تحقيق كل هذه الفروض على أرض الواقع إلا أن:

- **شارب:** يشير إلى أن حقيقة هذه الفروض تجعل من الممكن النظر للمتعاملين في سوق الأوراق المالية على أنهم وحدة واحدة، يمكن من خلالها بناء نموذج عام يمكن في ظله تقدير العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد "تسعير المخاطر".
- **ميلتون فريدمان:** لا ينبغي تقييم النظرية على ضوء الفروض التي يقوم عليها، بل الأفضل أن يكون التقييم على أساس نتائج اختبار مصداقيتها.
- **هوجن:** يؤكد ان بناء فروض النموذج أساسه معرفة تأثير المخاطر على العائد دون تأثير جانبي لعوامل أخرى(التكاليف والضرائب).

2- **كيفية بناء النموذج:** تسعير المخاطر في ظل هذا النموذج يقوم على أساس علاقة خطية بين العائد والمخاطرة ويطلق عليها "خط سوق رأس المال" و هو الخط الذي يمثل حدود المجموعة الكفأة في نظرية المحفظة بعد إسقاط فروض ماركويتز، حيث أن المحفظة الخطرة المثلى:[1]

- لابد وأن تشمل على كافة الأسهم المتداولة في سوق رأس المال دون تحيز،
- تكون من الضخامة بمكان بحيث تفي باحتياجات كل المستثمرين،
- تشمل كافة الأوراق المالية الخطرة المتداولة في السوق، وأن نسبة الاستثمار في كل ورقة فيها يتوقف على قيمتها السوقية النسبية والتي تساوي إلى القيمة السوقية الكلية لما هو مصدر من تلك الورقة المالية على القيمة السوقية الكلية لكافة الأوراق المالية المتداولة في السوق.

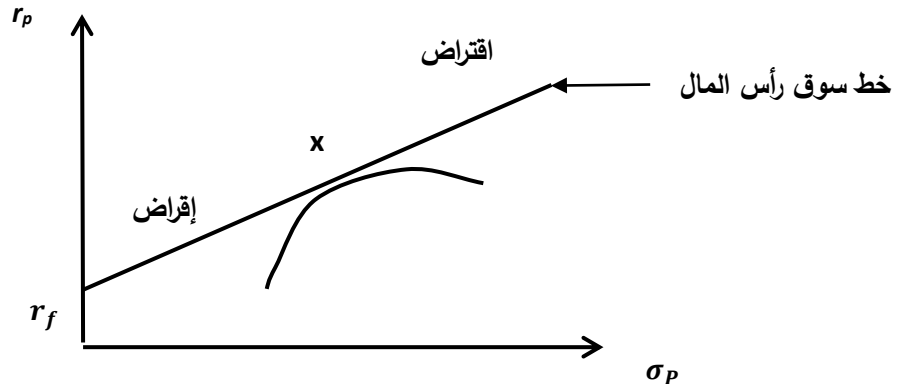
ثانيا: تقدير العائد والمخاطر لمحفظة السوق

1- **أهمية محفظة السوق بالنسبة لنموذج التسعير:** ترجع أهميتها إلى أن المجموعة الكفأة من المحافظ لابد وأن تشمل كل منها محفظة السوق واستثمار خال من الخطر، واقتراض مبلغ إضافي لتدعيم الموارد المالية للمستثمر توجيه الحصيلة كلها لمحفظة السوق. ومن المجموعة الكفأة اشتق خط سوق رأس المال بعد إسقاط فروض ماركويتز، وفي ظل

[1] منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 301-303.

هذا النموذج يطلق على المحفظة الخطرة المثلى بمحفظة السوق، أما الخط فيطلق عليه خط سوق رأس المال.

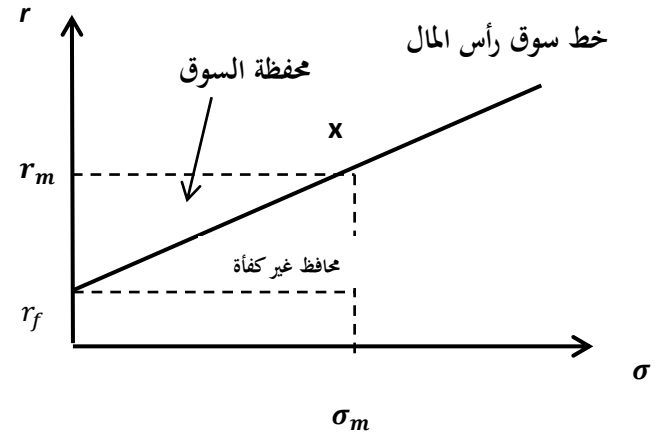
الشكل رقم (14): نموذج التسعير ومحفظة السوق



Source : Cristiana Doina Tudor, op-cit, p29.

2- **خط سوق رأس المال:** حسب الفروض السابقة للنموذج، فإن كل المستثمرين يصرون على الاستثمار في محفظة السوق وبنسب متماثلة، وبما أن كل نقطة على الخط المستقيم تعكس حجم العائد والمخاطر لمحفظة ما، فإذا ما قمنا بقسمة مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر في مقابل المخاطر التي تنطوي عليها المحفظة على حجم تلك المخاطر سنصل إلى حجم العائد لكل وحدة من وحدات المخاطر، وهي الفكرة التي يقوم عليها النموذج.

الشكل رقم(15): خط سوق رأس المال



المصدر: منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص305.

من الشكل أعلاه نستخرج ميل خط السوق: [1]

$$\frac{r_m - r_f}{\sigma_m} \dots\dots (1)$$

r_m: عائد محفظة السوق

σ_m: الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

وإذا ما كانت هناك محفظة كفأه غير محفظة السوق يبلغ حجم مخاطرها σ_z فإن مقدار العائد الذي يعوض المستثمر عن تلك المخاطر يتحدد في المعادلة (2)، حيث يمثل الشق الأول تسعير السوق لكل وحدة من وحدات المخاطر لمحفظة كفأه ، أما σ_z فتمثل حجم المخاطر للمحفظة الكفأة المراد تسعير مخاطرها.

$$r_z = \frac{r_m - r_f}{\sigma_m} \times \sigma_z \dots\dots (2)$$

ومنه المعادلة رقم(3): تمثل معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:[2]

$$r_z = r_f + \frac{r_m + r_f}{\sigma} \times \sigma_z \dots\dots (3)$$

كما أن خط سوق رأس المال(CML)يمثل علاقة التوازن بين العائد والمخاطر للمحافظ الكفأة، أي المحافظ التي يفضل التنويع الجيد لمكوناتها تتعرض فقط للمخاطر المنتظمة، أي أن(CAPM)المشتق من(CML)يزودنا فقط بتسعير السوق للمخاطر المنتظمة. وطالما المحفظة كفأه وتقع على خط سوق رأس المال، فإن المخاطر غير المنتظمة لها سوف تساوي 0، أي أن المخاطر الكلية للمحفظة تساوي المخاطر المنتظمة لها.

3- خط سوق الورقة المالية: تتعرض الورقة المالية إلى نوعين من المخاطر:[3]

- المخاطر غير المنتظمة: لا تعويض عليها فهي ناتجة عن جهل المستثمر بشؤون الاستثمار.

---

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 307.

[2] Daniel Szpiro, Economie monétaire et financière, deboeck, Bruxelles, 2009, p59.

[3] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 310-314.

- المخاطر المنتظمة: وتقاس بدرجة تقلب عائد الورقة المالية مع نقلب عائد السوق، أي ينبغي أن تقاس مخاطرها بتغاير عائدها مع عائد محفظة السوق(درجة تقلب عائدها مع عائد محفظ السوق)، على هذا الأساس توضح العلاقة بين عائد الاستثمار الفردي والمخاطر التي ينطوي عليها هذا العائد كما يلي:[1]

ميل خط سوق الأوراق المالية $\frac{r_m - r_f}{\sigma_m^2}$ ..... (4)

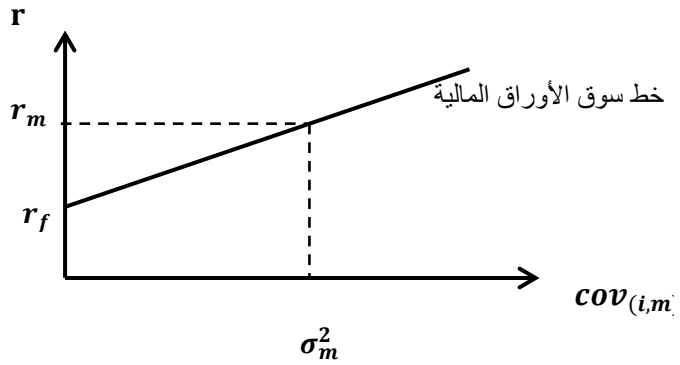
$$r_i = r_f + \frac{(r_m - r_f)}{\sigma_m^2} \times cov_{(i,m)} \quad \text{.....(5)}$$

حيث:

r_i: معدل العائد على الاستثمار في الورقة المالية i،

$cov_{(i,m)}$ أو (i,m) : التباين المشترك بين عائد السوق وعائد الورقة المالية، وهو مقياس قبول المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها عائد الورقة المالية.

الشكل رقم(16): خط سوق الورقة المالية



المصدر: سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص197.

بإعادة صياغة المعادلة رقم (05):

$$r_i = r_f + \frac{cov_{(i,m)}}{\sigma_m^2} \times (r_m - r_f)$$

[1]**Cristiana Doina Tudor, op-cit, p-p 31-32.**

ومنه:

$$r_i = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

حيث β مقياس المخاطرة المنتظمة، وتساوي:

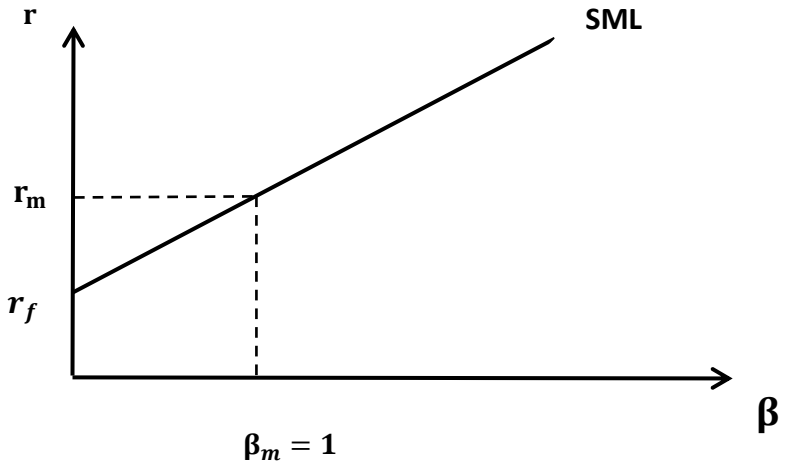
$$\beta = \frac{cov_{(i,m)}}{\sigma_m^2}$$

معامل β لمحفظة السوق = 1 وهو مقياس نسبي للمخاطر المنتظمة، حيث: [1]

- إذا كانت β للورقة المالية > 1:(الاستثمار هجومي)، هذا يعني أن المخاطر التي يتعرض لها عائدها يفوق المخاطر التي يتعرض لها عائد محفظة السوق. والعكس صحيح. كما أن العائد المتوقع للورقة المالية لابد وأن يزيد عن معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.
- إذا كانت β = 0: (الاستثمار محايد)، العائد المتوقع يعادل تماما عائد الاستثمار الخالي من الخطر.
- إذا كانت β < 1: (الاستثمار دفاعي)، معدل العائد المتوقع للورقة المالية اقل من معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.
- إذا كانتβ <0: حالة نادرة، تعني أن العائد المتوقع للورقة المالية أقل من معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

[1] **Cyrille Mandou, procédures de choix d'investissement, deboeck, Bruxelles, 2009, p20. ET : Eric Chancelier, finance de marchés, Ellipses, France, 2021.**

الشكل رقم(17): خط سوق الأوراق المالية والمعامل β



Source :Cristiana Doina Tudor, op-cit, p 33.

4- خط سوق الأوراق المالية وتقييم المحافظ غير الكفأة: يمكن استعمال النموذج في تقييم المحافظ المالية غير الكفأة لأن الانحراف المعياري الذي يستخدم في قياس المخاطر المنتظمة للمحافظ الكفأة أساسه التباين المشترك لتلك المحفظة، بالإضافة إلى أنّ الورقة المالية الفردية غير كفأه بطبيعتها، وبالتالي يمكن معاملة المحفظة غير الكفأة معاملة الورقة المالية المفردة ونستعمل في ذلك المعامل β.[1]

ملاحظة: خط سوق رأس المال هو الخط الذي يكشف عن التوازن بين العائد المتوقع والمخاطرة للاستثمارات الكفأة فقط، وهذا ما يبرر الاستخدام الواسع لمعادلة خط سوق الأوراق *المالية* (SML)*مقارنة* بخط سوق رأس المال.*(CML)*

تحسب β للمحفظة غير الكفأة بطريقتين:

- حساب β للعائد المتوقع من المحفظة وذلك بمعاملتها كما لو كانت استثمارا في ورقة مالية مفردة.
- حساب المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان للمعامل β للاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة، مع مراعاة أن الوزن يقاس بنسبة الموارد المخصصة لكل استثمار فردي.

$$\boldsymbol{\beta_{(E)} = W_1 \times \beta_1 + W_2 \times \beta_2 + \cdots \ldots \ldots + W_n \times \beta_n}$$

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص314-315.

$$\boldsymbol{\beta_{(E)} = \sum_{i=1}^{n} W_i \times \beta_i}$$

حيث:

$\beta_{(E)}$: معامل β للمحفظة غير الكفأة.

نموذج التسعير ومؤشر غياب التوازن

يعني غياب التوازن أن القيمة السوقية للورقة المالية أكبر أو أصغر مما ينبغي، أو معدل العائد على الاستثمار فيها أكبر أو أصغر مما ينبغي أن تكون عليه في ظل التوازن، أي أقل أو أكبر مما يتوقعه نموذج التسعير، و لهذه المعلومة أهمية بالغة لدى المستثمر، فإذا اكتشف أن القيمة السوقية للورقة المالية مغال فيها فإنه من صالحه التخلص منها بالبيع إذا كانت بحوزته، ومن ناحية اخرى يكون من صالحه شراءها إذا اكتشف أن قيمتها أقل مما ينبغي.[1]

- **مثال:** إليك المعطيات التالية والمتعلقة بثلاثة أوراق مالية:

الورقة المالية	A	B	C
المعامل β	1.2	1	0.8
معدل العائد الخالي من الخطر	10%		
معدل العائد على محفظة السوق	15%		

منه: معدل العائد المطلوب على هذه الاستثمارات في ظل التوازن:

$$\boldsymbol{r_A = 10 + 1.2(15 - 10) = 16\%}$$

$$\boldsymbol{r_B = 10 + 1(15 - 10) = 15\%}$$

$$\boldsymbol{r_C = 10 + 0.8(15 - 10) = 14\%}$$

[1] سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص 201–202.

حسب الجدول التالي:

الورقة المالية	السعر الحالي	السعر المتوقع نهاية الفترة	التوزيعات نهاية الفترة	معدل العائد المتوقع%
A	40	42	5.2	18
B	50	55	2.5	15
C	30	32	1.9	13

إذن:

- الورقة الأولى تباع بأقل من سعرها حيث آن معدل العائد على الاستثمار= 18% أكبر من المتوقع حالة التوازن 16%.
- الورقة الثالثة تباع بسعر أعلى مما يتوقع، أي أن العائد المتولد عنها لا يكفي للتعويض عن المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها العائد.
- الورقة الثانية تباع بسعر التوازن.

المحور السابع: إدارة المحفظة والسياسات الاستثمارية

تمهيد:

تعد إدارة المحفظة الاستثمارية عملية مميزة ومنظمة تتبنى نشاطات مختلفة وأساليب علمية وفنية تتضمن التخطيط، التنظيم، التنسيق والإشراف على الأصول المالية أو المادية المكونة للمحفظة، فهي عملية صنع قرارات بواسطة مراقبة تحركات عمليات الاستثمار بغرض الوصول إلى الهدف المنشود بأقل التكاليف والخسائر وبأيسر السبل الممكنة لتعظيم المنفعة.

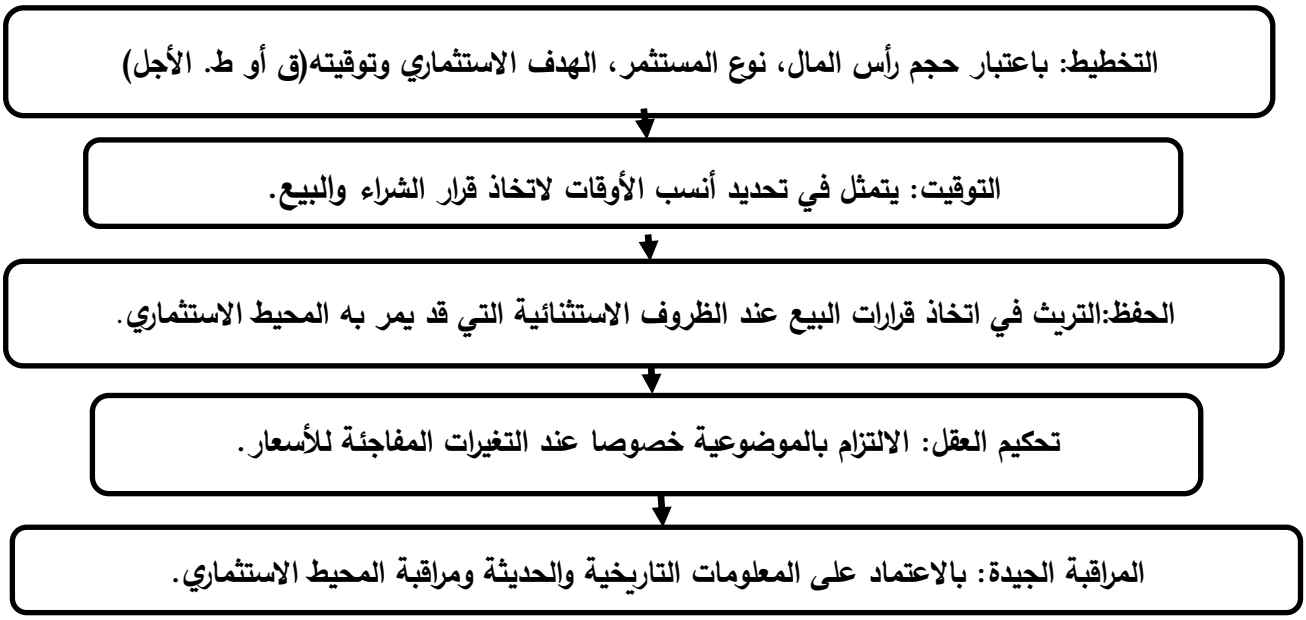
وتعد المعلومات الأساس الذي يعتمده صاحب القرار لاتخاذ قراره الاستثماري، حيث يستند على المعلومات التي تخص المستثمر، أهدافه وحاجاته، وعلى طبيعة الأصول الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها، وهنا تكمن الصعوبة فالمعلومات غير مستقرة ومتغيرة عبر الزمن، كما قد تؤثر عوامل أخرى على قرارات المدير الاستثماري.

أولا: تطور الإطار العام والنموذج العالمي لإدارة المحافظ الاستثمارية

1- تطور الإطار العام لإدارة المحافظ الاستثمارية: اختلف الباحثون في تحديد إطار عام لإدارة المحافظ الاستثمارية، وعموما يمكن حصر هذه الخطوات في ثلاثة مجموعات أساسية:

1-1 الفئة الأولى: تفترض هذه الفئة أهمية تبني خطوات وعناصر أساسية تضم التخطيط، التوقيت، الحفظ، تحكيم العقل والمراقبة الجيدة للوصول إلى الهدف الرئيسي من العملية الاستثمارية. والشكل الموالي يلخص هذه الخطوات:[1]

الشكل رقم(18): خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية حسب الفئة الأولى من الباحثين



[1] غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 38.

1-2 الفئة الثانية: تفترض خطوات تضم تحليل المحيط الاستثماري والتنبؤ بأهم متغيراته، وفيما يلي بعض الخطوات:

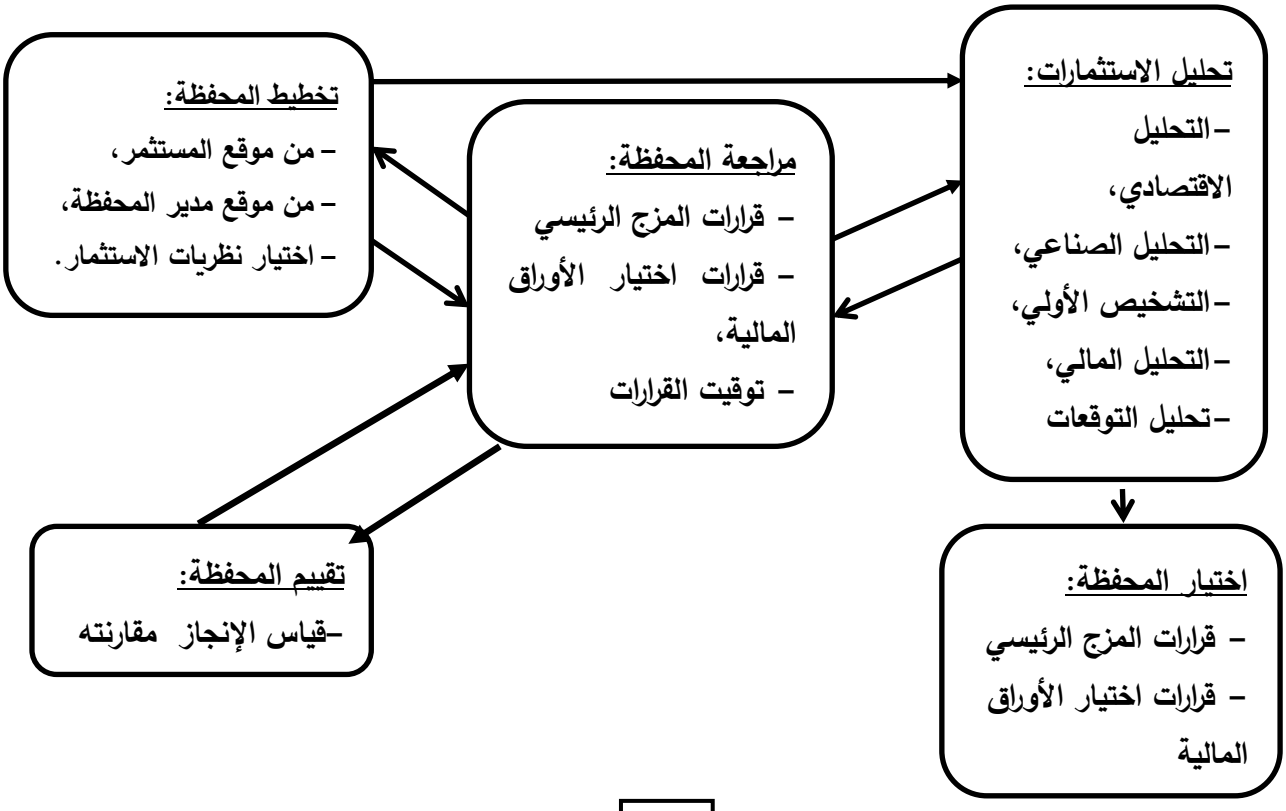
- التحليل العميق للقطاعات والشركات المعنية،
- التنبؤ بالحسابات الختامية وبأسعار الأصول المالية وبحركة السوق،
- قياس المخاطر واختيار المحافظ.

1-3 الفئة الثالثة: تعتمد هذه الطريقة على تشكيل محفظة استثمارية مبنية على تنبؤات وتحليلات متخصصين في الأوراق المالية والمحافظ لزيادة كفاءتها.

على الرغم من الأهمية التي تولى لهذه الأبحاث كونها منطقية وتستهدف تعظيم المنفعة، إلا أنها لا تأخذ في الاعتبار الزمن واستمرارية القرار الاستثماري، مما يصعب العملية الإدارية، بالإضافة إلى تأثير المعلومات المستقبلية على كفاءة الأسواق المالية.

2- النموذج العام لإدارة المحافظ: يحاول هذا النموذج تخطي النقائص التي جاءت في الدراسات السابقة، حيث يأخذ بعين الاعتبار عامل تأثير الزمن على القرار الاستثماري وعامل استحداث المعلومات لتأثيرها المباشر على كفاءة السوق، ويمكن تلخيص هذا النموذج والذي يصلح لكل أشكال المحافظ الاستثمارية في الشكل التالي:

الشكل رقم(19): النموذج العالمي لإدارة المحافظ الاستثمارية



يضم الشكل أعلاه أهم محاور بناء النموذج العام لإدارة المحافظ الاستثمارية، فيبدأ بتخطيط المحفظة، تحليل الاستثمارات ثم اختيار المحفظة، تقييمها وفي الأخير المراجعة والتي تعدّ عملية دورية ومستمرّة.

2-1 تخطيط المحفظة: أي تحديد الأهداف من التسيير والوسائل المحققة لها، وهذا من خلال تحديد موقع المستثمر، موقع مدير المحفظة وقياس الاستثمار.

أ- تحديد موقع المستثمر: أي تقصي وضعية المستثمر من عدة نواحي:

- حجم رأس المال والذي يكون المستثمر مستعدا لاستثماره داخل المحفظة،
- الوضع المالي للمستثمر والذي يبين احتياجاته وتوجهاته الاستثمارية اتجاه رأس المال إن كان سيزيد بزيادة الأرباح أو سيسحب منه،
- ميول المستثمر للاستثمارات طويلة الأجل أو قصيرة الأجل(ضمن هذا يحدد شكل الأوراق المالية المستثمر فيها عند كل حالة)،
- أهداف المستثمر والتي تبيّن إلى أي شكل من المستثمرين ينتمي(الكارهون للمخاطر، المضاربون أو المتوازنون أمام المخاطرة).

ب- تحديد موقع مدير المحفظة: والذي يتميّز برأيه وقراراته عن باقي المتخصصين في مكاتب الخبرة وعن المستثمرين، كما يجب أن يمنح مكافئات ثابتة لتحفيز نشاطه ومتغيرة كنسبة من العوائد المحققة في المحفظة.

ج- وضع مقاييس للاستثمار: تمثل أهم خطوة، وتعتمد على إيجاد مقاييس للمخاطرة والعوائد، أي تحديد مستوى المخاطرة التي يمكن قبولها والعائد الذي يرضي المستثمر.

كما يعد تخطيط علاقات العمل والاتصال بين المدير والمستثمر خطوة مهمة لاتخاذ أفضل القرارات.

2-2 تحليل الاستثمارات: نفرق في هذا الصدد بين نوعين من التحاليل التي تعتمد لاتخاذ القرارات الاستثمارية: التحليل الأساسي والتحليل الفني.

التحليل الأساسي هو أسلوب يجمع عددا من التقنيات (التحليل الاستراتيجي، التحليل المالي) ويهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية أو المحفظة من خلال تحليل وضعية الشركة المصدرة له، وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها، تحليل الصناعة التي

تنتمي إليها والبيئة الاقتصادية التي تنشط فيها.[1] ومنه التحليل الأساسي يستهدف التنبؤ بأرباح المحفظة الاستثمارية والمخاطر المتعلقة بها.

أما التحليل الفني فيعتمد على تحليل المعلومات التاريخية المتعلقة بالاستثمار والتغيرات التي طرأت على أسعاره، واستخدام الرسوم البيانية من أجل إيجاد نمط تغيرات الأسعار والتنبؤ بها في المستقبل. تتمثل الفكرة الأساسية لجميع نظريات التحليل الفني في أن التاريخ يميل لتكرار نفسه.[2]

سنعتمد ضمن دراستنا على التحليل الأساسي وفقا للنموذج العام لإدارة المحافظ:

أ- **التحليل الاقتصادي:** بغرض اتخاذ أفضل القرارات يعمد مدير المحفظة إلى تحليل العديد من المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية والتي ترسم الوجه العام للبيئة الاستثمارية لتأثيرها المباشر على أسعار الأوراق المالية، ومن أهم المتغيرات:

- السياسات المالية
- السياسات النقدية
- معدل التضخم
- حجم الناتج الوطني

أ-**1 السياسات المالية:** تعد الضرائب والإنفاق الحكومي من أهم أدوات السياسة المالية والتي تعتمدها الحكومات بغرض تحقيق أهدافها المرسومة وفقا للبيئة الاقتصادية المحيطة، وتؤثر السياسة الضريبية بشكل مباشر على أرباح الشركات والتي تؤثر بدورها على أسعار أوراقها المالية في السوق المالي، حيث أن تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات يؤدي إلى ارتفاع الربح الصافي وبالتالي رأس المال الأساسي وتوزيعات الأرباح، مما يؤثر بصفة مباشرة وإيجابية على أسعار أوراقها المالية، والتي ترتفع في السوق المالي.

ويحدث العكس حالة رفع معدل الضريبة على أرباح الشركات. أما بالنسبة للإنفاق الحكومي فإن زيادته تؤثر بشكل مباشر على معدلات البطالة والتي تنخفض نتاج

[1] محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها:مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية،مصر،2005، ص82.

[2] عبد اللطيف مصيطفى ومحمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2015، ص61.

زيادة المشاريع الحكومية، مما يؤدي إلى ارتفاع دخول الأفراد وبالتالي المعروض النقدي في الاقتصاد مما يؤثر بشكل إيجابي على أرباح الشركات وبالتالي أسعار أوراقها المالية.(العكس صحيح).[1]

أ-2 السياسات النقدية: أو السياسات التي تهدف إلى تغيير كمية المعروض من النقود، ومن ثم سعر الفائدة بغرض تحقيق الأهداف الاقتصادية للدولة، والتي ترمي إلى تحقيق التوظيف الكامل للموارد، ثم تحقيق معدل نمو مقبول مع استقرار في المستوى العام للأسعار.كما يقصد بها مجموع الإجراءات والأساليب التي تتخذها السلطات النقدية في إدارة كل من: النقود، الائتمان، تنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني لتحقيق أهداف الدولة الاقتصادية،الاجتماعية و السياسة المالية.[2]

ولقد أثبتت دراسة لـ"فريدمان وشوارتر" عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، حيث أن زيادة المعروض النقدي قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى الأداء الاقتصادي،[3] مما يشجع الاستثمار ويخفض مستويات البطالة وبالتالي يرتفع الطلب على المنتجات ومنه ارتفاع أرباح الشركات وما لذلك من أثر إيجابي على أسعار الأوراق المالية.[4]

أ-3 أسعار الفائدة: يتمثل معدل الفائدة في نسبة الدخل السنوي الناتج عن عملية الاقتراض إلى المبلغ المقترض، ويمثل سعر الفائدة بالنسبة للمقترض تكلفة الحصول على النقود، أما بالنسبة للمقرض فيمثل المكافأة عن الخدمة التي يقدمها للمقرض والتعويض عن التخلي عن الاستهلاك الحالي ومخاطر عدم السداد.

تتأثر الأوراق المالية ذات العائد الثابت بمستويات سعر الفائدة، حيث أن ارتفاع هذه الأخيرة يجعل هذه الأوراق غير تنافسية و بالتالي يرتفع العرض عن الطلب، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها في السوق المالي.

أ-5معدل التضخم: من أهم مظاهر التضخم في الاقتصاد هو الارتفاع الزائد للكتلة النقدية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات وينتج عنه انخفاض قيمة العملة

---

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 491.

[2] وليد مصطفى شاويش، السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ص 155-156.

[3] لكن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى ارتفاع مستويات التضخم.

[4] غازي فلاح الومني، مرجع سابق، ص 49.

أو القوة الشرائية لها. يؤثر التضخم بشكل سلبي على الاستثمار في السندات لأن عائدها ثابت، وبانخفاض القوة الشرائية تنخفض قيمة العائد، وبالتالي يمكن التحول عنها بالاستثمار في الأسهم أو في نشاطات حقيقية أخرى والذي يكون له الأثر الإيجابي على أسعار الأسهم.

أ-5**حجم الناتج الوطني:** من أهم المؤشرات الاقتصادية التي يعتمدها المحللون الماليون لاتخاذ القرار الاستثماري هو حجم الناتج الوطني، والذي يشير إلى حالة الرواج الاقتصادي عند ارتفاعه، مما يعني زيادة حجم النشاط الاقتصادي وزيادة عدد الشركات، مما ينعكس إيجابا على أسعار الأسهم. والعكس صحيح.

أ-6**المؤشرات الاقتصادية:** اعتمد المكتب القومي الأمريكي للبحوث الاقتصادية قائمة من المؤشرات الاقتصادية والتي من شأنها رسم البيئة الاقتصادية المحيطة بالاستثمار والتي قد تؤثر على قيمته واتجاهاته، وشملت هذه القائمة ثلاثة مجموعات أساسية، نشير إليها فيما يلي:[1]

- ✓ مؤشرات سابقة للحالة الاقتصادية،
- ✓ مؤشرات تتزامن والحالة الاقتصادية،
- ✓ مؤشرات لاحقة للحالة الاقتصادية.

فيما يلي تحليل مبسّط لأهم هذه المؤشرات:

الجدول رقم(04): مؤشرات سابقة للحالة الاقتصادية

المؤشر	التحليل
مؤشر تأسيس منشآت جديدة	زيادة عدد هذه المنشآت←زيادة حجم الإنتاج←رواج اقتصادي
مؤشر standards & poor's «	يقيس حركة تداول سوق نيويورك للأوراق المالية←يقيس حالة السوق وتقلبات أسعار الاسهم←ارتفاع المؤشر←حالة رواج اقتصادي
مؤشر تصاريح البناء	زيادة تصاريح البناء←زيادة الطلب على سلع البناء←زيادة الإنتاج←رواج
عقود شراء الآلات	زيادة هذه العقود←زيادة حجم الإنتاج الصناعي←زيادة خطوط الإنتاج←رواج
الأوامر الجديدة للسلع الاستهلاكية	ارتفاع دخل الأفراد←ارتفاع الطلب على السلع الاستهلاكية←زيادة الإنتاج←رواج

[1] منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995.

صافي التغير في المخزون	انخفاض رصيد المخزون السلعي للبلد←تصريف للاستهلاك←زيادة الإنتاج←رواج
نسبة التغير في مجموع الأصول السائلة	زيادة التغير في الأصول السائلة للبلد←ارتفاع الاستهلاك←زيادة الانتاج←رواج
أداء البائعين	ارتفاع حجم المبيعات←زيادة استهلاك المنتجات←زيادة الإنتاج←رواج
معدل الاستغناء عن العمالة	انخفاض هذا المعدل←الشركة بحاجة إلى عمالة←لزيادة الإنتاج←رواج
توازن العرض والطلب على النقود	أي زيادة في عرض النقود يقابلها زيادة في الطلب عليه←حدوث توازن←رواج
صافي التغير في أسعار المواد(الخام)	ارتفاع أسعار المواد الخام←يعني ارتفاع الطلب عليها لزيادة الإنتاج←رواج اقتصادي
متوسط أيام العمل لعمال الإنتاج	ارتفاع هذا المتوسط←الشركة بحاجة لزيادة الإنتاج←رواج

الجدول رقم(05): مؤشرات تتزامن والحالة الاقتصادية

المؤشر	التحليل
مؤشر الإنتاج الصناعي	ارتفاع هذا المؤشر حالة الرواج الاقتصادي← زيادة حالة الازدهار
المبيعات الصناعية والتجارية	زيادة هذا المؤشر حالة الرواج الاقتصادي ←تواصل حالة الازدهار
صافي دخل الفرد	ارتفاع صافي دخل الفرد حالة الرواج الاقتصادي←ارتفاع مستوى الادخار والاستثمار← زيادة حالة الرواج الاقتصادي.

الجدول رقم(06): مؤشرات لاحقة للحالة الاقتصادية

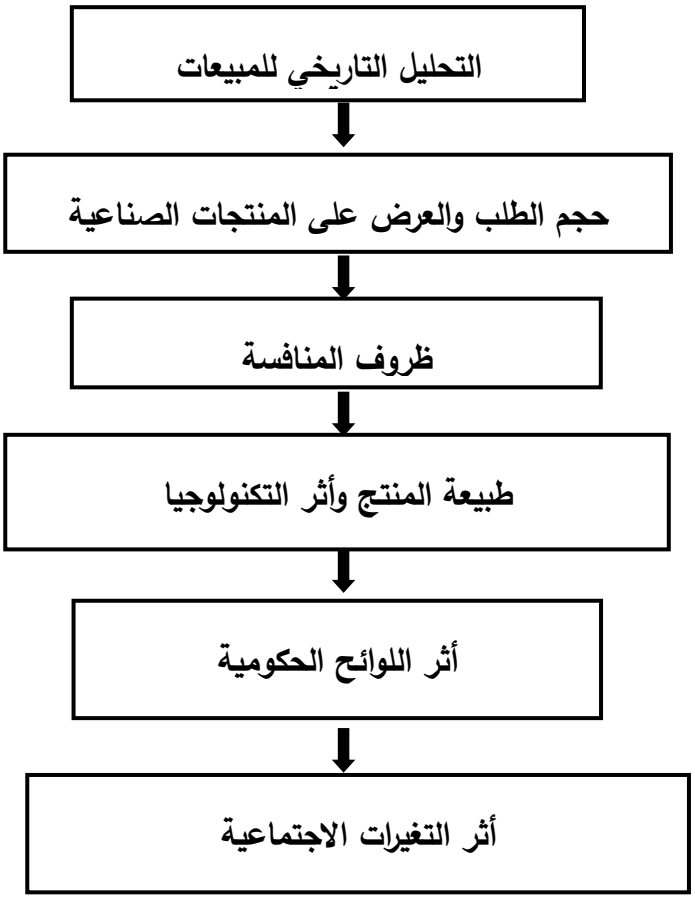
المؤشر	التحليل
المخزون الصناعي والتجاري	انخفاض هذا المخزون عند التحول إلى حالة الرواج
متوسط البقاء في العمل	انخفاض هذا المؤشر←حالة التحول من الرواج إلى الكساد الاقتصادي←ارتفاع معدل الاستغناء عن العمالة.
تكلفة العمالة للوحدة المنتجة	انخفاض هذه التكلفة ←عند التحول من حالة الرواج إلى الكساد
معدل التغير في الحد الأدنى للفائدة على القروض	انخفاض نسبي لهذا المعدل← عند التحول إلى حالة الرواج
حجم القروض للتجارة والصناعة	ارتفاع هذا المعدل عند التحول إلى حالة الرواج.

ب- التحليل الصناعي وخطواته: لا يعد التحليل الاقتصادي وحده كافيا لاتخاذ قرارات الاستثمار في محافظ استثمارية لشركات تنتمي إلى قطاعات مختلفة، وعليه يعد التحليل الصناعي أو التحليل القطاعي للشركات الخطوة اللاحقة التي يتخذها مدير المحفظة حتى يتسنى له عقلنه الموارد المالية وتعظيم المنفعة.

تنتمي الشركات المساهمة إلى قطاعات مختلفة، وكل قطاع قد يتفرع إلى قطاعات أخرى تزداد أهميتها بزيادة حركة أسهمها في الأسواق المالية، ويبحث المحلل المالي من خلال دراسته عن معرفة حجم التباين بين العوائد التي تحققها الصناعات المختلفة داخل الاقتصاد.

ضمن هذا، يتبع المحلل المالي خطوات نلخصها في الشكل الموالي:

الشكل رقم(20): خطوات التحليل الصناعي للبيئة الاستثمارية



سنتطرق فيما يلي، وبشيء من التفصيل، إلى هذه العناصر وتوضيح أهميتها:

- التحليل التاريخي للمبيعات: مما يسمح للمحلل المالي بالتنبؤ بالأرباح المستقبلية المحتملة في قطاع الصناعة المعنية، ولا يتوقف عند هذا الحد بل يحلل هيكل التكاليف(المتغيرة والثابتة)، معدل دوران الأصول.
- حجم الطلب والعرض على المنتجات الصناعية وظروف المنافسة: يحدد هذا المؤشر الموقع السوقي للمنشأة، حيث يتحدد السعر وفقا لآلية العرض والطلب، وأن أي ارتفاع

فيه يعني زيادة الطلب، ومنه تتحدد قدرة المنشأة على مواجهته، وأي تخلف يفتح مجالا أمام المنافسين مما قد يؤثر سلبا على مبيعاتها وبالتالي مردوديتها.

- طبيعة المنتج وأثر التكنولوجيا: تتأثر بعض الصناعات والمحتكرة في غالب الأحيان من طرف الشركات الضخمة والرائدة في إنتاج منتجات عالية التكنولوجيا (مثل الحواسيب...الخ).

ومنه، تحليل هذا المؤشر يمكن من معرفة الصناعات التي تتمتع باستقرار أرباحها وعوائدها.

- أثر اللوائح الحكومية: ويقصد به مدى تدخل الدولة في شؤون الصناعة، من خلال الإجراءات واللوائح التي من شأنها التأثير على الحركة الإنتاجية مما ينعكس على مردودية الشركات وبالتالي على ربحية أسهمها، أو من خلال علاقاتها الخارجية ومدى قدرتها على دخول الأسواق العالمية.
- التحولات الاجتماعية: ويقصد به أساسا تغير النمط الاستهلاكي للمجتمع مما يؤثر على طلب بعض المنتجات الصناعية.

ضمن هذا، يستعمل المحلل المالي العديد من الأدوات التي تسمح له بتحليل ظروف الصناعة:

- دورة حياة الصناعة: حيث تمر الصناعة بأربعة مراحل أساسية(الظهور، النمو السريع، النضوج، التراجع)، و على المحلل تحديد أي مرحلة تمر بها الصناعة مما يسمح له بتوقع حجم مبيعاتها وبالتالي مردوديتها.
- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: أي تحليل الطلب على المنتج، ومن أهم الأساليب "تحليل الانحدار المتعدد" بحيث يفسر التغير في حجم المبيعات(المتغير التابع) الناتج عن التغير في عوامل أخرى(المتغيرات المستقلة) مثل: أسعار السلع البديلة، حجم السوق...الخ.
- التنبؤ بمعدل النمو: إيجاد نمط معين لنمو الأرباح بالاعتماد على بيانات تاريخية ضمن سلسلة زمنية.

ج- **التشخيص الأولي:** أي التصفية الأولية، مما يعني تدنية حجم السوق إلى مجموعة معينة من الشركات وفقا لنتائج التحليل الاقتصادي والصناعي.

د-**التحليل المالي:** وهي الخطوة اللاحقة للتشخيص المالي، وتسمح هذه المرحلة بتحديد نقاط القوة والضعف لكل شركة.(تحليل الميزانية، نسب رأس المال، نسب المديونية، نسب المردودية)...الخ.

هـ- **التحليل التوقعي:** من خلال رسم صورة مستقبلية لكل ورقة مالية تضم توقعات عن مردوديتها وقيمتها السوقية ...الخ.

2-3 اختيار المحفظة: تضم عنصرين أساسيين:

أ- **قرارات المزج الرئيسي:** يقصد به توزيع رأس المال على الاستثمارات الرئيسية ثم الاستثمارات الفرعية وهذا بالاعتماد على نوعية المحفظة، تتخذ هذه القرارات من أعلى مستوى من الإدارة.

ب- **اختبار الأوراق المالية:** بناء على كل الخطوات السابقة يتم الشراء وتركيب الأصول الأساسية للمحفظة الاستثمارية.

2-4 تقييم المحفظة: بفحص القيمة السوقية لأصول المحفظة والتأكد من أنها حققت أهداف المستثمر، ويتم التقييم في خطوتين أساسيتين:

أ- **قياس الانجاز:** يعتمد على فحص القيمة السوقية للأوراق المالية في فترة زمنية معينة ومقارنتها بفترات سابقة.

ب- **مقارنة الانجاز:** بمقارنة هذه المحفظة مع محافظ أخرى أو مع معدلات السوق، والحم على مدى صحة قرارات المدير المالي في اختياره لها.

2-5 مراجعة المحفظة: تمثل المركز الرئيسي لإدارة المحفظة ضمن النموذج العام لإدارة المحافظ، والتي قد تعود إلى تحليل الاستثمارات، قرارات المزج الرئيسي واختيار المحفظة.

المحور الثامن: العلاقة بين المخاطرة المتوقعة والعائد المتوقع

تمهيد:

يختلف السلوك الاستثماري للأفراد باختلاف نظرتهم إلى المخاطرة، وتتباين قراراتهم ما بين محبي وكارهي المخاطر، ويعد التنويع السبيل الأمثل لتدنية المخاطر كما جاء ضمن نظرية المحفظة، وعليه يعتمد هؤلاء على الأمل الرياضي لتحديد العائد المتوقع والانحراف المعياري لتحديد المخاطرة، وضمن هذا تنشأ علاقة بينهما تسمح بتحديد العائد المتوقع لأصل أو محفظة مالية بدلالة المخاطرة المتوقعة.

أولا: العائد والمخاطرة لمحفظة مكوّنة من أصلين ماليين و منN أصل مالي

1- العائد والمخاطرة لمحفظة مكوّنة من أصلين ماليين:

بافتراض وجود محفظة (P) مكوّنة من أصلين ماليين، حيث تمثّل (W_2,W_1) المورد المالي المخصّص لكل استثمار، يساوي مجموعها 1. حيث:

$$W_1 + W_2 = 1$$

القيمة الموجبة لWi تمثل عملية شراء الأصل المالي(i)، أما القيمة السالبة فتمثل عملية بيع على المكشوف. (أي أنّ الأصل المالي تم اقتراضه).

توزيع الاحتمالات على المحفظة توزيع طبيعي، محدّد بعاملين:

- **العائد المتوقع:** والذي يمثّل مجموع العائد المتوقّع لكل استثمار فردي داخل المحفظة مرجحا بالوزن المالي له، أي:

$$r_p = W_1 \times r_1 + W_2 \times r_2$$

- **المخاطرة المتوقعة(الانحراف المعياري):** والذي يمثل تباين كل استثمار فردي داخل المحفظة مرجحا بالوزن المالي له، بالإضافة إلى المخاطرة التي تنشأ من دمج الاستثمارين داخل محفظة واحدة معبرا عنها بدرجة الارتباط.(معامل الارتباط).

$$\sigma_p = \sqrt{W_1 \times \sigma_1^2 + W_2^2 \times \sigma_2^2 + 2W_1W_2\sigma_1\sigma_2\rho_{(1,2)}}$$

1-1 حالة وجود أصل مالي خالي من الخطر داخل المحفظة: مما يعني إمكانية الإقراض والاقتراض بمعدل فائدة خالي من الخطر (r_f)، حيث أن تباين الأصل المالي الخالي من الخطر يساوي الصفر، فإذا افترضنا أن B هو الأصل المالي الخطر (الأسهم) وان الوزن المالي المستثمر فيها W_2، فإن العلاقات الأساسية تصبح كالتالي:

$$r_p = (1 - W_2)r_f + W_2(r_B) = r_f + (r_B - r_f) \times W_2 \quad \ldots\ldots\ldots\ldots(1)$$

تمثل المعادلة رقم (1) معدل العائد على المحفظة حالة وجود أصل مالي خالي من الخطر، ومنه:

$$\sigma_p = W_2 \times \sigma_B \quad \ldots\ldots\ldots\ldots(2)$$

المعادلة رقم(2) تمثل مخاطرة المحفظة التي تحوي أصل مالي خالي من الخطر.

وبالتالي:

$$W_2 = \frac{r_P - r_f}{r_B - r_f} \quad \ldots\ldots\ldots(3)$$

ومنه تنتج علاقة خطية بين العائد المتوقع للمحفظة وبين مخاطرتها:

$$r_p = r_f + \frac{r_B - r_f}{\sigma_B} \times \sigma_P \quad \ldots\ldots\ldots(4).$$

ملاحظة: الميل $\frac{r_B - r_f}{\sigma_B}$ يمثل مؤشر شارب للأصل الماليB، حيث يزودنا بحجم العائد المتوقع الإضافي للأصل المالي بالنسبة لوحدة واحدة من الخطر(الانحراف المعياري)، وإذا أراد المستثمر الاختيار بين مجموعة من الأصول الخطرة، فعليه اختيار الأصل الذي يكون فيه مؤشر شارب مرتفع.[1]

[1] André Farber, Marie-paule Laurent et autres, Finance, Pearson , France, 2009, p 38-40.

2-1 حالة الأصلين المكونين للمحفظة خطرين مع معامل ارتباط موجب تام= $(\rho_{1,2}$

(1+: في هذه الحالة علاقة التباين تكون مربع تام، أي ان مخاطرة المحفظة تساوي إلى المتوسط المرجح للانحرافات المعيارية للأصول المالية المكونة للمحفظة، يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$r_p = W_1 \times r_1 + W_2 \times r_2 \dots (1)$$

$$\sigma_p = W_1 \times \sigma_1 + W_2 \times \sigma_2 \dots (2)$$

نستخرج W_2 **من العلاقة (2):**

$$W_2 = \frac{\sigma_p - \sigma_1}{\sigma_2 - \sigma_1} \dots \dots (3)$$

نعيد كتابة r_p بالشكل التالي:

$$r_p = (1 - W_2) \times r_1 + W_2 \times r_2 \Rightarrow r_p = r_1 + W_2(r_2 - r_1) \dots (4)$$

ومنه،بتعويض (3) في(4) نجد:

$$\mathbf{r_p = r_1 + \frac{r_2 - r_1}{\sigma_2 - \sigma_1} \times (\sigma_p - \sigma_1) \dots \dots (5)}$$

3-1 حالة الأصلين المكونين للمحفظة خطرين ومعامل ارتباط سالب تام= $_{1,2}$)

(1-: نحصل كذلك على علاقة التباين مربع تام، لكن بوجود جذرين مختلفين:

$$\sigma_p = -W_1\sigma_1 + W_2\sigma_2 \dots\dots(1)$$
$$\sigma_p = W_1\sigma_1 + W_2\sigma_2 \dots\dots(2)$$

العلاقتين (1) و(2) يوضحان إمكانية خلق محفظة خالية من الخطر مع الوزن المالي لكل أصل داخل المحفظة، حيث:

$$W_2 = \frac{\sigma_1}{\sigma_1+\sigma_2} \text{ et : } W_1 = \frac{\sigma_2}{\sigma_1+\sigma_2}$$

ويمكن تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة المتوقعة من خلال المعادلتين الآتيتين:

- إذا كانت : $W_1 > \frac{\sigma_2}{\sigma_1+\sigma_2}$ فإن:

$$r_p = r_1 + \frac{r_2-r_1}{\sigma_1+\sigma_2} \times (\sigma_p - \sigma_1)$$

- إذا كانت: $W_1 < \frac{\sigma_2}{\sigma_1+\sigma_2}$

فإن:

$$r_p = r_2 + \frac{r_1-r_2}{\sigma_1+\sigma_2} \times (\sigma_p - \sigma_2)$$

2- العلاقة بين العائد والمخاطرة المتوقعة لمحفظة مكونة منN أصل مالي

إذا كان عدد الأصول المالية في المحفظة يساوي N، فإن العائد المتوقع والمخاطرة المتوقعة تكتب بالمعادلتين التاليتين، حيث يمثل التباين والتباين المشترك بين الأصول المالية داخل المحفظة أساس حساب تباين المحفظة.

$$r_p = \sum_{i=1}^{N} W_i . r_i$$

$$\sigma_p{}^2 = \sum_{i=1}^{N} \sum_{j=1}^{N} W_i . W_j . \sigma_{i,j} = \sum W_i^2 . \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{N} \sum_{j \neq i}^{N} W_i \times W_j \times \sigma_{i,j}$$

ثانيا: التنويع وتدنية مخاطر المحفظة وقياس مخاطرة أصل مالي

1- التنويع وتدنية مخاطر المحفظة: يمكن توضيح أهمية التباين المشترك باعتبار مجموعة من الأصول المالية التي تملك نفس الخصائص: أي نفس العائد المتوقع (r)، نفس الانحراف المعياري (σ) ونفس معامل الارتباط بين أي أصلين ماليين (ρ)، فإذا افترضنا

وجود محفظة مكونة من n أصل مالي والوزن المالي موزع بشكل متساوي بينها، فإن الجزء المستثمر في أي أصل مالي (i) يساوي:[1]

$$\mathbf{W_i = \frac{1}{n}}$$

بتطبيق العلاقات السابقة، فإن:

$$\boldsymbol{r_p = r}$$

$$\boldsymbol{\sigma_p = \sqrt{\frac{\sigma^2}{n} + \rho\sigma^2\left(1 - \frac{1}{n}\right)}}$$

حيث: $\boldsymbol{\rho\sigma^2}$ → التباين المشترك بين أي أصلين ماليين.

ومنه : علاقة الانحراف المعياري توضح انه كلما ارتفع عدد الأصول المالية داخل المحفظة، كلما أدى ذلك إلى تدنية حجم المخاطر، إلى أنه يوجد دائما حد أدنى لها حتى عندما تؤول n إلى مالا النهاية:

$$\boldsymbol{n \to \infty}$$

$$\boldsymbol{\sigma_{p \to \sqrt{\rho\sigma}}}$$

مهما تنوعت الأصول المالية داخل المحفظة، فإنه يوجد دائما حد أنى من المخاطرة لا يمكن التخلص منه، وهو معرف بالتباين المشترك بين الأصول المالية.

2- **قياس مخاطر أصل مالي معين:** تقاس مخاطر الأصل المالي (i) بمدى مساهمته في مخاطرة المحفظة، حيث تقاس بطريقتين مرتبطتين فيما بينهم:

- القياس المطلق: التباين المشترك للأصل المالي مع المحفظة $\boldsymbol{(\sigma_{i,P})}$.
- القياس النسبي: المخاطرة المنتظمة للأصل المالي داخل المحفظة $\boldsymbol{(\beta_{i,P})}$

[1] André Farber, Marie-paule Laurent et autres, op-cit, p 40-42.

حيث أن التباين المشترك للأصل المالي مع المحفظة يمثل المتوسط المرجح للتباين المشترك للأصل المالي مع كل الأصول المالية داخل المحفظة:

$$\sigma_{ip} = \sum_{i=1}^{N} W_i \times \sigma_{ij}$$

تباين المحفظة يساوي إلى المتوسط المرجح للتباين المشترك للأصول المالية داخل المحفظة:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{N} W_i \times \sigma_{ip}$$

$$\sigma_p^2 = W_1^2\sigma_1^2 + W_2^2\sigma_2^2 + 2(W_1W_2\sigma_1\sigma_2\sigma_{1.2})$$

للتوضيح نستعمل علاقة التباين للمحفظة المكونة من أصلين ماليين:

يمكن إعادة كتابتها بالشكل التالي:

$$\sigma_p^2 = W_1(W_1\sigma_1^2 + W_2\sigma_{1,2}) + W_2(W_1\sigma_{1,2} + W_2\sigma_2^2)$$

حيث تمثل العبارتين داخل القوسين في العلاقة أعلاه: التباين المشترك لكل أصل مالي مع المحفظة.

مثال:

$$W_1 \times \sigma_1^2 + W_2 \times \sigma_{1,2} = W_1 \times cov_{(r_1,r_1)} + W_2 \times cov_{(r_1,r_2)}$$
$$= cov_{(r_1,W_1,r_1)} + cov_{(r_1,W_2,r_2)}$$
$$= cov_{(r_1,W_1,r_1+W_2\times r_2)}$$
$$= cov_{(r_1,r_p)} = \sigma_{1,p}$$

و منه:

$$\sigma_p{}^2 = W_1\sigma_{1,p} + W_2\sigma_{2,p}$$

تباين المحفظة يساوي إلى المتوسط المرجح بالأوزان للتباين المشترك لكل أصل مالي داخل المحفظة مع المحفظة، ويمكن تعميم الحالة بالنسبة لـ N أصل مالي داخل المحفظة.

حيث تمثل $\boldsymbol{\sigma_{i,p}}$ قياس لمخاطر الاصل المالي داخل المحفظة وتشير إلى مساهمة الاصل (i) في مخاطرة المحفظة.

$\boldsymbol{\beta_{i,p}}$: مقياس المخاطرة المنتظمة للأصل المالي (i) مع المحفظة P، فهي تقاس بنسبة التباين المشترك للأصل (i) والمحفظة وتباين المحفظة، أي:

$$\boldsymbol{\beta_{i,p}} = \frac{\boldsymbol{\sigma_{i,p}}}{\boldsymbol{\sigma_p^2}}$$

حالة β>1: مخاطرة الاصل (i) في المحفظة (P) أكبر من المتوسط (متوسط β =1)

$$\sum_{i=1}^{N} \boldsymbol{W_i \beta_{i,p}} = \mathbf{1}$$

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

1- إبراهيم الكراسنة إرشادات عملية في تقييم السهم والسندات، صندوق النقد العربيي: معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010.

2- أحمد أبو الفتوح علي الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر،2001.

3- حامد الشمرتي ومؤيد الفضل، الأساليب الاحصائية في اتخاذ القرار، مجدلاوي، الأردن، 2005،

4- دريد كامل آل شبيب، إدارة الاستثمارات، دار اليازوري، عمان 2009.

5- رمزي زكي، الاقتصاد السياسي للبطالة، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، أكتوبر 1998.

6- سامي خليل، اقتصاديات النقود والبنوك، دار النهظة العربية، القاهرة،2002 .

7- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغيّر، دار الفكر، عمان، 2010.

8- صالح خصاونة، الاقتصاد الكلي، مؤسسة وائل، عمان، 1995.

9- ضياء مجيد الموسوي، *الاقتصاد النقدي*. الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.

10- طلال كناوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، عمان، 2018.

11- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية 2004.

12- عبد الكريم قندوز، الخيارات، المستقبليات والمشتقات المالية الأخرى، إي كتب، لندن، 2017 .

13- عبد اللطيف مصيطفى ومحمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2015.

14- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.

15- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية: تحليل كلي، مجموعة النيل العربية، القاهرة، ط2003،1.

16- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري، الأردن، 2009.

17- علي عبد الوهاب نجا ومحمد أحمد السريتي وآخرون، مبادئ الاقتصاد الكلي، كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2020.

18- محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات واسواق مالية، دار المريخ للنشر والتوزيع، 2009.

19- محمد ساحل، التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مركز الكتاب الأكاديمي، الأردن، 2019.

20- محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.

21- محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية،مصر،2005.

22- محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية، دار غيداء، عمان، ط1، 2011.

23- محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع-الأردن- مكتبة الجامعة-الشارقة، 2010.

24- محمد غياث شيخة، الاستثمار: المبادئ الأدوات، المخاطر والتقييم، دار رسلان، دمشق، 2021.

25- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الأردن، ط2005،1.

26- محمود الفاتح بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان، الأردن، 2014.

27- محمود حامد محمد، الاقتصاد النقدي، دار حميثرا، القاهرة، 2017.

28- المعهد البيبلوغرافي، ترجمة هاني صالح، الاقتصاد اليوم كيف يعمل؟، العبيكان، الرياض، 2008.

29- منير ابراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، القاهرة، 1998.

30- منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995.

31- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

32- نزار كاظم الخيكاني وحيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية: الإطار العام وأثرها على السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار الياوزري، عمان 2020.

33- وليد العايب ولحلو بوخاري، اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية، دار الحسن العصرية، بيروت، 2013.

34- وليد مصطفى شاويش، السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي.

المراجع باللغة الأجنبية:

Les ouvrages :

1- André Farber, Marie-paule Laurent et autres, Finance, Pearson , France, 2009.

2- Cristiana Doina Tudor, Gestion de portefeuille et modélisation des séries temporelles , Publibok, France , 2012.

3- Cyrille Mandou, Procédures de choix d'investissement, deboeck, Bruxelles, 2009.

4- Cyrille Mandou, Procédures de choix d'investissement, deboeck, Bruxelles, 2009.

5- Daniel Szpiro, Economie monétaire et financière, deboeck, Bruxelles, 2009.

6- Eric Chancelier, Finance de marchés, Ellipses, France, 2021.

7- Faouzi Rassi, l'évaluation des actifs financiers et la relations risque-rendement, presses de l'université de Québec, Canada, 2010.

8- Franck Mauraux, Finance de marché, PEARSON, France, 2010.

9- Frederic Mishkin et autres, Monnaie, banques et marchés financiers, Nouveaux Horizons, Paris, 2007.

10- Lawrence Gitman et Michael Joehnk, Investissement et marché financiers, PEARSON,France, 2008.

11- Pascal Alphonse et autres, Gestion de portefeuille et marché financier, PEARSON, France, 2013, 2edition.

12- Paul-jacque Lehmann, la politique monétaires : institutions, instruments et mécanismes, Lavoisier ; Paris, 2011.

SITES INTERNET :

1- James Chen, Foreign bond definition, risks, examples, https://www.investopedia.com/terms/f/foreignbonds.asp, 25-02-2021, consulted: 29-03-2023.

2- James Chen, Global Bonds, https://www.investopedia.com/terms/g/globalbonds. asp, 25 -04-2022, consulted: 29-03-2023.