

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة سعد دحلب \* البليدة \*

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

تخصص إدارة الأعمال

بحث يدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير

حول



من إعداد الطلبة

2005/2004

## تمهيد

تمثل الأوراق المالية المصدرة من شركات الأعمال السلعة الرئيسية المتعامل بها في سوق المال ، وتعرف الورقة المالية بأنها صك ذو حق في التدفقات النقدية المتوقعة ، وهي بذلك مستند ملكية ، كما يمكن أن تبين حقوق ومطالب المستثمر وتكون بذلك صك مديونية ، كما يمكن أن تعبر الورقة المالية عن الحقين معا.

حيث أن جمع الأصول المالية كالأسهم والسندات يكون لنا المحفظة الإستثمارية والتي هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الإستثمار تتكون من أصلين ماليين أو أكثر .

إذا نظرا لأهمية الإستثمار المالي و المحافظ الإستثمارية ، إرتأينا إلى تقسيم هذا الفصل من هذا البحث إلى مبحثين ، نوضح في الأول أدوات الإستثمار المالي ، أما في المبحث الثاني فسنعرض أهم المفاهيم الخاصة بالمحفظة الإستثمارية .

## المبحث الأول : أدوات الإستثمار المالي

تقسم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال من زاوية الحقوق التي ترتب لحاملها على أصول الشركة المصدرة إلى نوعية أساسيين هما<sup>1</sup>:

- ❖ أدوات ملكية وتشمل التعهدات والخيارات والأسهم .
- ❖ أدوات دين وتشمل السندات .

### المطلب 1 : أدوات الملكية

1- التعهدات : التعهد هو صك تصدره المؤسسة المساهمة في السوق المالي مرفقة بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم الممتازة والسندات وذلك بهدف الترويج لهذه الأوراق عن طريق توفير مزايا إضافية تشجع على شرائها ويعطي التعهد للمستثمر الحق في

شراء عدد محدد من الأسهم العادية للمؤسسة المصدرة من تاريخ الإصدار ، ويسقط حق المستثمر في إستخدامها بعد إنقضاء مهلتها المحددة .

2- الخيارات : تشبه التعهدات في كثير من الأوجه ، لكنها تختلف عنها في بعض النواحي ، فالتعهدات تصدرها المؤسسة مصدرة الأوراق المالية ، بينما الخيارات تصدر عن متعهدي إصدار هذه الأوراق المالية التي تقوم بدور الوساطة كبنوك الإستثمار ، كذلك تكون مدة الخيار بشكل عام أقصر من مدة التعهد ، إذ في حين لا تتجاوز مدة الخيار العام الواحد بينما تمتد فترة التعهد إلى 3 أو 5 سنوات ، من جانب آخر يوجد حد أعلى للتعهدات التي يحق للمؤسسة إصدارها ، بينما لا يوجد مثل هذه القيود على عدد إصدار الخيارات .

---

<sup>1</sup> د. محمد مطر \* إدارة الإستثمارات الإطار النظري و التطبيقي \* مؤسسة الوارق للنشر و التوزيع ، عمان الأردن ، 1999 ، ط2 ، من ص 176- إلى ص 178 .

\* أنواع الخيارات : تنقسم الخيارات التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية إلى نوعين :

أ- يعطي لحامله الحق في شراء السهم العادي للمؤسسة المصدرة بسعر محدد خلال مدة محددة تماما كالتعهد ، ويطلق على هذا النوع من الخيارات - Call options - ويحقق للمستثمر مزايا متى كانت الأسعار السوقية لأسهمها العادية صاعدة وذلك بتحقيق مكاسب رأسمالية .

ب- يعطي لحامله الحق في أن يبيع للشركة كمية محددة من أسهمها العادية بسعر محدد خلال مهلة محددة ، ويطلق على هذا النوع من الخيارات - Put Options - ويحقق مزايا للمستثمر متى كانت الأسعار السوقية للأسهم العادية للشركة المصدرة هابطة وذلك بقصد تخفيض الخسائر الرأسمالية المحققة .

3- الأسهم : يعرف السهم بأنه "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصته في رأس المال الشركة"<sup>1</sup> وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة ، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار .

3-1- خصائص السهم : يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي :

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

\* الأسهم متساوية القيمة : يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية تكون أسهما متساوية القيمة ، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس المؤسسة بقيم مختلفة .

\* المسؤولية المحددة للمساهم : تنص قوانين الشركات أن مسؤولية المساهم محددة في الشركة .

<sup>1</sup> د. محمد مطر - مرجع سابق - من ص 179 إلى ص-181 .

3-2- أنواع الأسهم : يمكن تقسيم الأسهم لأنواع مختلفة ، لكن ما يهمنا هو تقسيم الأسهم على أساسين هما :

3-2-1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار : و تقسم إلى 3 أنواع :

أ- سهم لحاملة : يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها ومن أهم مزايا هذا الشكل أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد إستلامه ، ومن أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع .

ب- السهم الإسمي : يصدر هذا النوع بإسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل بإسمه في سجلات المؤسسة .

ج- السهم الإذني أو الأمر : ويذكر إسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر وعليه يتم إنتقال الملكية عن طريق التطهير بدون الحاجة للرجوع إلى المؤسسة .

3-2-2- تقسيم السهم على أساس الحقوق المرتبة عليها بالنسبة لحاملها : تقسم إلى نوعين :

أ- الأسهم العادية : السهم العادي هو ورقة مالية طويلة الأجل وهو عبارة عن مستند ملكية يخول لحامله الحق في إمتلاك جزء من ممتلكات المؤسسة التي أصدرته وتكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصا نقدية في رأس المال المؤسسة ، كما قد تكون عينية إذا مثلت حصصا عينية في رأس المال <sup>1</sup> .

ب- الأسهم الممتازة : الأسهم الممتازة هي أداة مالية توجد وسط الأسهم العادية و السندات فهي تشبه السندات في حصولها على عائد محدد ، كما أنها تشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالأرباح ، وعليه فالسهم الممتاز هو \*مستند ملكية لكن ليست تلك الملكية المعروفة في الأسهم العادية لأن حامله لا يحق له التصويت في الجمعية العامة للمؤسسة كما هو الحال بالنسبة لحامل السهم العادي ومن جهة أخرى فإن السهم الممتاز ليس له تاريخ إستحقاق ولكن من الممكن أن ينص العقد على إستدعائه في وقت لاحق \* <sup>2</sup> .

<sup>1</sup> د. عبد الغفار حنفي ود.سمية قرياقص " أسواق المال" دار الجامعة للنشر و التوزيع ، 2000 ص252.

<sup>2</sup> منير الهندي " أدوات الإستثمار في الأوراق المالية و أسواق الإستثمار " المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية 1999 ، ص 13 .

\* أنواع الأسهم الممتازة <sup>1</sup>: تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية :

- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح : وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها المؤسسة أرباحا لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب .

- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح : يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه الحق في مشاركة

المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد حصولهم على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى .

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : تعتبر قابلية السهم الممتاز إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم ، إذ يتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي ، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي ، مما يحقق له مكاسب رأسمالية .

- الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء : يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقابليتها للإستدعاء أو السداد من قبل المؤسسة المصدرة إذا كانت قابلة للإستدعاء أو غير قابلة للإستدعاء وقابلية السهم الممتاز للإستدعاء تعطي المؤسسة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من السهم بردها إلى المؤسسة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار ، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في إستهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال إذ يمكنها تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين و بالتالي تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي .

و غالباً ما يصدر شرط القابلية للإستدعاء مقترناً بشرط قابلية التحويل إلى أسهم عادية ، وذلك على إعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم ، في حين يعتبر شرط القابلية للإستدعاء في صالح الشركة .

1 د. محمد مطر - مرجع سابق - ص 183-184 .

## المطلب 2 : أدوات دين

وتتمثل أدوات الدين في السندات وهي :<sup>1</sup>

1- السندات : تعرف بأنها ورقة مالية ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه سداد القرض وفوائده وفقاً إلى شروط الإصدار .

و بهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال حيث أن السندات تصدر بواحد من الأسلوبين التاليين :

\* إن يتولى بنك الإستثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الإكتتاب بها ، ويسمى هذا النوع من الإصدارات -إصداراً عاماً- .

\* أن يقتصر دور بنك الإستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الإكتتاب ، ويتم الإصدار هنا بموجب إتفاقية بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وذلك بناء على شروط خاصة يتم الإتفاق عليها من خلال المفاوضات ، ويسمى هذا النوع من الإصدار -إصداراً خاصاً- .

2- الخصائص الرئيسية للسند : تتمثل فيما يلي :

أ- السند أداة دين : يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية ، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية ، لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في إستقاء حقوقه سواء من أرباح الشركة ، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية .

ب- السندات أداة إستثمار ثابتة الدخل : يعتبر السند من أداة الإستثمار الثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة ، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة ، وتبعا لتغيير نسبة التوزيع الأرباح ، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز .

1 د. محمد مطر - مرجع سابق - ص 179-205 .

ج- محدودية الأجل : يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلولة ، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار ، هذا عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائما مادامت الشركة المصدرة قائمة ، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند ( الكوبون ) وكذلك سعره السوقي .

د- القابلية للتداول : يشبه السند السهم في هذه الخاصية ، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم ، وخاصة التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي .

3- أنواع السندات : يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة منها :

3-1- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار : تقسم السندات على هذا الأساس إلى:

أ- سندات حكومية : تصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها ، ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة وسندات البلدية .

ب- سندات أهلية : تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص ، ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية و السندات المضمونة بعقار .

3-2- تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار : تقسم السندات من زاوية الشكل إلى :

أ- سندات لحامله : يكون السند لحامله عند ما يصدر خال من إسم المستثمر ، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار ، وتنتقل ملكية السند بمجرد الإستلام ، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند إستحقاقها .

ب- سندات إسمية أو مسجلة : ويكون السند إسمي أو مسجلا متى حمل إسم مالكه كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة ، يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كل من الدين والفائدة ، أو أن تكون مسجلا تسجيلا جزئيا ويقتصر التسجيل هنا على تسجيل أصل الدين فقط .

3-3- تقسيم السندات على أساس الأجل : تقسم السندات حسب طول أجلها إلى :

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

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

3-4- تقسيم السندات على أساس الضمان : تصدر السندات إما مضمونة أو غير مضمونة حيث أن :

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

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

3-5- تقسيم السندات حسب القابلية للإستدعاء أو الإطفاء : يوجد نوعان هما :

أ- سندات غير قابلة للإستدعاء : وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الإحتفاظ بها لحين إنتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة إستدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب ، و الأصل أن تكون السندات غير قابلة للإستدعاء إلا إذا نص على قابلية إستدعائها بصراحة في عقد الإصدار .

ب- سندات قابلة للإستدعاء : وهي السندات المشمولة بشرط الإستدعاء وتصدر عادة بعلاوة الإستدعاء ، قصد تشجيع المستثمر على شرائها ، وتختلف السندات القابلة للإستدعاء من حيث المهلة المسموح بها بالإستدعاء .

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

بينما الشائع هي السندات ذات الإستدعاء المؤجل و التي يمنح حاملها مهلة حماية من الإستدعاء تتراوح بين 5 و 10 سنوات من تاريخ الإصدار ، وبذلك لا يحق للشركة إستدعاء السند قبل مضي المهلة ، ولكن بمجرد إنتهاء المهلة تصبح لها الحرية المطلقة في الإستدعاء .

3-6- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل : تقسم السندات بشكل عام إلى نوعين :

أ- السندات الغير قابلة للتحويل : مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الإستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل وتصدر في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل .

ب- السندات القابلة للتحويل : توفر السندات القابلة للتحويل للمستثمر التمتع في أن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي وأمان السند ، مما يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر .

3-7- السندات الدولية : نقصد بها السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملة البلد الأصل ، ولصالح مقترض أجنبي ، وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية و التي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه .

### المطلب 3 : مزايا و عيوب كل من الأسهم والسندات

#### 1- مزايا و عيوب الأسهم :<sup>1</sup>

1-1- مزايا السهم : يتمتع حامل السهم بمجموعة من المزايا أو الحقوق نذكر منها :

- ❖ الحق في تحويل و نقل ملكيته للأسهم لشخص آخر بالبيع أو التنازل .
- ❖ الحق في الحصول على نصيبه من التوزيعات التي تقرر الشركة توزيعها .
- ❖ التأثير في قرارات الشركة من خلال حق التصويت في الجمعيات العامة بنسبة ما يمتلكه من أسهم .
- ❖ حق الإطلاع على دفاتر الشركة .
- ❖ حق الأولوية في الإكتتاب ، أي أن حامل السهم له الحق الإكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة لرفع رأسمالها وذلك في حدود ما يمتلكه من أسهم .

أما بالنسبة للشركة المصدرة فمن بين المزايا التي تمنحها لها الأسهم هي:

- ❖ يعتبر السهم العادي مصدر دائم للتمويل .
- ❖ إصدار المزيد من الأسهم من شأنه أن يؤدي إلى إنخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ومن ثم يزيد حجم القروض التي يمكن للشركة الحصول عليها .



<sup>1</sup> حسن خربوش و آخرون " الإستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق " مؤسسات التجهيز المكتبية ، عمان ، 1996 ، ص 165 .

## 1-2- عيوب السهم : من بين المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم هي :

- ❖ لا يجوز للمستثمر حامل السهم الرجوع إلى المؤسسة المصدرة للسهم لإسترداد قيمته .
- ❖ مخاطر الإفلاس المتمثلة في عجز المؤسسة عن سداد إلتزاماتها .
- ❖ مخاطر القوة الشرائية للنقود .
- ❖ إن توسع قاعدة المساهمين يؤدي إلى إنخفاض عائد السهم .
- ❖ مخاطر تقلب أرباح المؤسسة ، ففي حالة عدم تحقيق الأرباح فليس من حق المستثمر المطالبة بنصيبه من الأرباح .
- ❖ إن توزيعات الأرباح التي تجريها المؤسسة لا تخفف من العبء الضريبي .

## 2- مزايا و مخاطر الإستثمار في السندات :<sup>1</sup>

1-2- مزايا السندات : تظهر الميزة الأساسية للسندات في كونها من أدوات الدين الإستثمارية ذات الدخل الثابت ، وأهم المزايا التي تمنحها السندات لحاملها هي :

- ❖ ميزة ثبات و إستمرارية العائد ، لأن كوبون السند واجب الدفع مهما كانت نتيجة الشركة المصدرة له .
- ❖ ميزة الأمان في إسترداد المبلغ المستثمر ، ذلك أن السند غالبا ما يصدر مضمونا بإحدى أصول الشركة ، كما أن حامل السند له حق الأولوية عن حامل السهم في إستيفاء دينه على الشركة في حالة التصفية أو الإفلاس .
- ❖ ميزة الإعفاء الضريبي .

---

<sup>1</sup> محمد مطر - مرجع سابق - من ص 207 إلى ص 210 .

2-2- مخاطر السندات : مقابل المزايا التي يقدمها السند ، لكن هناك مخاطر كثيرة يتعرض لها المستثمرون ، وتتمثل فيما يلي :

- ❖ مخاطر السيولة : تفتقر السندات لخاصية السيولة ، خصوصا إذا كانت طويلة الأجل أو كانت من فئة متدنية الجودة ، وبسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد في الفترات التي يسودها التضخم الإقتصادي حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن القيمة الإسمية التي يصدر بها ، وكلما طال أجل السند

ترتفع هذه المخاطر والعكس ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حد أدنى ، ينصح المستثمرون في السندات أخذ العوامل الآتية بعين الإعتبار وهي : - حجم الإصدار  
- حجم الصفقة  
- فئة السند  
إذ كلما إرتفعت هذه العوامل كلما أدى ذلك إلى إرتفاع السيولة و العكس .

❖ مخاطر تقلب أسعار الفائدة : تتحرك أسعار الفائدة صعودا أو هبوطا باتجاه معاكس لتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال من هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم .

❖ مخاطر إستدعاء السند : تصدر بعض الشركات سندات مقرونة بشرط الإستدعاء ، ويعطي هذا للشركة المصدرة حق إطفاء سنداتها خلال فترة محددة بقيمة تدعى القيمة الإستدعائية للسند والتي غالبا ما تكون أعلى من قيمته الإسمية بعلاوة تسمى علاوة الإستدعاء ، ويكون شرط الإستدعاء ملازما في بعض الحالات للسندات القابلة للتحويل لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في إستدعاء سنداتها في الأحوال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمته الإستدعائية ما يغري الشركة المصدرة على إستدعاء سنداتها وذلك لغلق الطريق أمام حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية ويحدث غالبا عند إنخفاض أسعار الفائدة السوقية .

❖ مخاطر الإطفاء السنوي للسندات : يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفى سنويا نسبة محددة من الإصدار ، كما ينص في العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة ، و يستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد إرتفاع السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الإسمية ، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرار كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية .

❖ مخاطر الرفع المالي : طالما أن حملة السندات يشكلون فئة من دائني الشركة المصدرة لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي ( الديون) و مصادر التمويل الداخلي ( حقوق المساهمين ) ، ومن هنا فإن تجاوز نسبة الرفع المالي لحدود التوازن أمر يحمل في طياته مخاطر على حقوق حملة السندات لظهور منافسين إضافيين لهم ينافسونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة إذا ما تعرضت للتصفية أو الإفلاس ، إضافة إلى تجاوز نسبة الرفع المالي عن الحدود المعقولة غالبا يصاحبه إنخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها و السندات الصادرة عنها .

❖ مخاطر الإفلاس : إن إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث إنخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات ستعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معا .

### مقارنة بين السند و السهم

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

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

### المبحث الثاني : ماهية المحفظة الإستثمارية

تعتبر محفظة الأوراق المالية إحدى الأدوات التي يستعملها المستثمر للتقليل من المخاطر الناجمة عن الإستثمار في الأوراق المالية ، و للتعريف أكثر سوف نتطرق للعناصر التالية :

- ❖ مفهوم المحفظة الإستثمارية .
- ❖ خصائص المحفظة الإستثمارية .
- ❖ أنواع المحفظة الإستثمارية .

## المطلب 1 : مفهوم المحفظة الإستثمارية

من خلال هذا المطلب سوف نقوم بعرض أبسط تعريف للمحفظة الإستثمارية و توضيح الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها :

1- تعريف المحفظة الإستثمارية : المحفظة الإستثمارية هي عبارة عن أداة مركبة من أدوات الإستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة<sup>1</sup>.

و بهذا فإن المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي ، هذه الأوراق يمكن أن تكون أسهما فقط و في هذه الحالة تسمى المحفظة - محفظة أسهم - أو تكون سندات فقط و تسمى المحفظة -محفظة سندات - كما قد تكون المحفظة مشكلة من الإثنين معا و يطلق عليها إسم - المحفظة الهجينة - .

وتمتاز المحفظة الإستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع كما تختلف من حيث الجودة ، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية و هي الأصول التي لها قيمة إقتصادية ملموسة مثل العقارات ، الذهب و الفضة والمشاريع الإقتصادية و على أصول مالية مثل الأسهم والسندات ، أذونات الخزينة و الخيارات أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد و المخاطر و أخرى مرتفعة العوائد و المخاطر .

<sup>1</sup> ناظم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل البياتي - مرجع سابق - ص 261.

## 2- أهداف المحفظة الإستثمارية : تتمثل أهداف تكوين و إدارة المحفظة فيما يلي<sup>1</sup>:

❖ تعتبر نظرية المحفظة الإستثمارية أسلوبا فعالا لتحليل مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية ، لأنها تركز على مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الإستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة .

❖ تطوير البيانات المالية و المحاسبية بالشركات و توفيرها للمستثمر بالأسلوب و الكيفية التي تمكنه من إتخاذ القرار الإستثماري المناسب بإعتبارها مدخلات .

❖ إضافة إلى هذه الأهداف العامة هناك هدف خاص بالمستثمرين وخاصة البنوك وشركات التأمين ، بإستثمارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد و ضمان تلبية حاجة البنك و المؤسسة المالية للسيولة و تجنب التعرض لخطر الإفلاس و عدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع المودعين .

## المطلب 2 : خصائص المحفظة الإستثمارية

تتميز المحفظة الإستثمارية بالخصائص التالية :

### 1- العائد و المخاطرة :

1-1- العائد : يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية التي تأخذ بعين الإعتبار عند إتخاذ القرارات الإستثمارية ، وكما سبق ذكره فإن المحفظة هي أداة مركبة تتكون من مجموعة من الأوراق المالية ، و بالتالي فعائدها هو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المشكلة لها .

---

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي " إدارة الأسواق و المنشآت المالية " توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999 ، ص 424 .

و تتمثل عوامل التوزيع في نسبة الأموال المستثمرة في كل صنف للأوراق المالية المكونة للمحفظة ، ومنه تكون صيغة العائد كما يلي <sup>1</sup>:

$$R_p = \sum X_i \cdot R_i$$

حيث :

$$R_i = \text{عائد الورقة المالية } i$$

$$X_i = \text{نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية } i$$

$$n = \text{تمثل عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة}$$

و بذلك يمكن إستنتاج العائد المتوقع للمحفظة ، و هو عبارة عن المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأصول المالية المشكلة للمحفظة ، ويعطى العائد المتوقع للمحفظة بالصيغة التالية <sup>2</sup>:

$$E(R_p) = \sum X_i \cdot E(R_i)$$

حيث :

$$E(R_i) = \text{العائد المتوقع للورقة المالية } i$$

1-2- المخاطرة : يقصد بالمخاطرة تلك الخسارة المتوقعة نتيجة عدم التأكد من العائد المتوقع تحقيقه مستقبلا من الإستثمار في محفظة الأوراق المالية .

وتعطى الصيغة العامة لمخاطرة المحفظة بالعلاقة التالية <sup>3</sup> :

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 \cdot X_i^2$$

حيث :

$$\delta_i = \text{الإنحراف المعياري للإستثمار}$$

غير أنه عند حساب مخاطرة المحفظة يجب الأخذ بعين الإعتبار تغير عائد كل أصل من الأصول المالية وكذا درجة الارتباط الموجودة بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة .

1,2 Bertrand Jacquillat et Bruno slonik " Marchés Financiers : gestion de portefeuille et des risques " Gauthier Villars , Paris , 2eme édition ,1994 , P 87 .

3 Bertrand Jacquillat et Bruno slonik , Op.cit , P 130.

ومنه يمكن حساب الارتباط بين الأصول المالية من خلال معامل التباين و معامل الارتباط :

\* صيغة المخاطرة حسب معامل التباين  $cov (R_i . R_j)$  : معامل التباين بين معدل العائد لأصلين ماليين ، يمكن أن يكون موجبا أو سالبا أو معدوما ، وذلك حسب الحالات التالية :

❖ إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسيرا في نفس الإتجاه فإن معامل التباين يكون موجبا .

❖ أما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسيرا في إتجاهين معاكسين فإن معامل التباين يكون سالبا .

❖ وفي حالة ما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين مستقلة عن بعضها البعض فإن معامل التباين يكون معدوما .  
ويمكن حساب معامل التباين حسب الصيغة الرياضية التالية :

$$cov (R_i . R_j) = P (R_i . R_j) . \delta_i . \delta_j$$

حيث :

$$P (R_i . R_j) = \text{معامل الارتباط بين الإستثمارين } i \text{ و } j$$

$$\delta_i . \delta_j = \text{تمثل الانحرافات المعيارية لعوائد الإستثمارين}$$

ومنه تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل التباين كما يلي :

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 . X_i^2 + \sum \sum X_i . X_j . cov (R_i . R_j)$$

\* صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط : معامل الارتباط عبارة عن معيار إحصائي يوضح العلاقة بين متغيرين و إتجاههما ، ويأخذ معامل الارتباط قيمة محصورة بين (1+) و (1-) و ذلك حسب الوضعيات التالية :

❖  $1=P$  إرتباط موجب و تام ، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية ذات علاقة إرتباطية تامة وموجبة بمعنى أن العوائد لها نفس الإتجاه .

❖  $1- =P$  إرتباط سالب و تام ، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية تسير في إتجاهين متعاكسين .

❖  $0 =P$  إرتباط معدوم ، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية مستقلة عن بعضها البعض .

وتعطى الصيغة الرياضية لمعامل الارتباط لنوعين من الأصول المالية حسب العلاقة التالية 1:

$$P(R_i . R_j) = \frac{cov (R_i . R_j)}{\delta(R_i) . \delta(R_j)}$$

ومن خلال هذه العلاقة يتضح أن إشارة معامل الارتباط تتوقف على معامل التباين بين المتغيرين  $(R_i . R_j)$

ومنه تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط كما يلي :

$$\delta^2(p) = \sum \delta i^2 \cdot X_i^2 + \sum \sum X_i \cdot X_j \cdot P (R_i \cdot R_j) \cdot \delta(R_i) \cdot \delta(R_j)$$

2- التنوع: تحتوي سوق الأوراق المالية على العديد من الأصول المالية التي تتفاوت من حيث العائد ودرجة المخاطرة وعادة ما تكون الأصول المالية التي لها عائد أكبر هي التي تكون فيها درجة المخاطرة كبيرة لأن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي علاقة طردية ، غير أن القرار الإستثماري الرشيد يساعد على زيادة العائد دون زيادة مماثلة في درجة المخاطرة وذلك بأن تتضمن المحفظة الإستثمارية أوراق مالية مختلفة المخاطر كأساس لزيادة العائد

وبهذا يقصد بالتنوع قرار المستثمر الخاص بمكونات المحفظة ، فالتنوع الجيد في تشكيلة المحفظة من شأنه تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد <sup>2</sup> .

و للتنوع عدة طرق ، أهمها تنوع جهة الإصدار و تنوع تاريخ الإستحقاق فالتنوع في جهة الإصدار يقصد به عدم توجيه مكونات المحفظة نحو أصول مالية تصدرها شركة واحدة و إنما يجب توجيهها إلى عدة شركات

أما تنوع تواريخ الإستحقاق فيقصد به تنوع إستثمار مخصصات المحفظة في أنواع مختلفة من الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل للتقليل من الخسائر ، غير أن الإستثمار في هذه السندات يترتب عليه تقلبات كثيرة في العائد السنوي المتحصل عليه من تلك الإستثمار في تلك الأوراق ، من جهة أخرى فإن الإستثمار في السندات طويلة الأجل يساهم في إستقرار العائد المتولد عن تلك السندات إلا أن أسعار هذه الأخيرة قيمتها السوقية تتعرض لتقلبات شديدة نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة في السوق .

<sup>1</sup> حنفي عبد الغفار و سمية قرياقص - مرجع سابق - ص 132 .

<sup>2</sup> ناظم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل البياتي - مرجع سابق - ص 270 .

### المطلب 3 : أنواع المحافظ الإستثمارية <sup>1</sup>

هناك أربع أنواع من المحافظ الإستثمارية يمكن تلخيصها في النقاط التالية :

1- محفظة الدخل: تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات ، غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين و الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر .

2- محفظة النمو: تركز محفظة النمو على أدوات الإستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها ، وتعتمد هذه المحفظة أساسا على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها ، ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ في العادة إلى رسملة إحتياجاتها وذلك من أجل إستخدام هذه الأموال في عملياتها ، ويتفاهم المستثمرون في محافظ النمو على هذه السياسة ، إذ مهمهم هو زيادة معدل النمو وليس التوزيعات النقدية للأرباح .

3- المحفظة المختلطة: وترتكز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها وتقوم المحافظ

المختلطة بتنوع إستثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية و الأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الإستثمارية .

4- المحفظة المتوازنة : و هي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات ، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات و في نفس الوقت المحافظة على رأس مال المستثمر <sup>2</sup> .

5- المحافظ المتخصصة في الصناعات : هي تلك المحافظ التي تخصص في إستثمار أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة والنفط وغيرها <sup>3</sup> .

---

<sup>1</sup> حسن علي خربوش و آخرون - مرجع سابق - من ص 58 إلى ص 60 .  
<sup>2</sup> - <sup>3</sup> Russell .J. Fuller and James L. Fdrrell . Jr " Modern Investment and Security Analysis " Mc. Graw hill .U.S.A , 1987 , P 563 – P 565 .

## خلاصة الفصل

تختلف الأوراق المالية عن بعضها البعض من حيث جهة الإصدار و العوائد التي تنتجها ، و المزايا التي تقدمها إلى حامليها و المخاطر التي تنطوي عليها ، هذا التنوع في الأدوات الإستثمارية يجعل منها بدائل إستثمارية متنوعة متاحة للمستثمر من أجل المفاضلة بينها .

إذا كلما زادت أهمية الأوراق المالية كلما أدى ذلك إلى زيادة أهمية المحفظة المكونة من تشكيلة متنوعة من الأصول و الأدوات الإستثمارية لأنها أيضا أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر ، إذ يجب أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة من حيث الكم و النوع و الوقت و المكان ، وتختلف أهداف الإستثمار في المحافظ باختلاف أولويات و إحتياجات المستثمر بالإضافة إلى عمره ووجود أو عدم وجود دخل من مصادر أخرى و غير ذلك من العوامل الأخرى التي تحدد متطلباته .



## تمهيد

تعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية أسلوب فعال لتحليل مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية لأنه يركز على مبدأ تنوع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الإستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة محفظة الأوراق المالية ، من هنا يمكن إعتبار هذه الأخيرة في الشركات القابضة أهم وسائل علاج لمشكلة تقييم الإستثمارات .

إذا إدارة المحفظة الإستثمارية في الشركات و المؤسسات المالية هي النشاط الرئيسي الموالي لنشاط الشركة ليس فقط لما يحققه من دخل و إيرادات و لكن أيضا لتحقيق عوامل التوازن و الإستقرار المالي و الحيوية و الفعالية للشركة .

وحتى يتمكن مدير المحفظة من حسن إدارة المحفظة ، يحتاج إلى تحديد مسبق للسياسات المعتمدة في إدارة المحافظ الإستثمارية ، إضافة إلى تحديد أهم مراحل و طرق تسيير و تقييم المحافظ الإستثمارية وهذا ما سأحاول تبسيطه في المبحث الأول من هذا الفصل ، أما في المبحث الثاني فإني سوف أكشف الضوء على نماذج تسيير المحافظ الإستثمارية .

### المبحث الأول : تسيير المحفظة الإستثمارية

هناك عدة إعتبارات تؤثر على سلوك المستثمر في إتخاذ قراراته الإستثمارية ومن ثم تكوين محفظة مالية جيدة ، ومن أهمها أن تكون لديه حوصلة على المعلومات التالية :

- ❖ السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الإستثمارية .
- ❖ مراحل و طرق تسيير المحفظة الإستثمارية .
- ❖ تقييم أداء المحفظة الإستثمارية .

#### المطلب 1 : السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الإستثمارية

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة المحفظة الإستثمارية هي 1:  
1- السياسة الهجومية : هذه السياسة يتوجه إليها المستثمر المضارب لأن هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد ، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان ومنه فإن إهتمامه ينصب

على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشككة للمحفظة ، ويطلق على هذا النوع من المحافظ - محافظ رأس المال - ، أما عن الأدوات الإستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80% إلى 90% من قيمة المحفظة .

2- السياسة الدفاعية : في هذه السياسة المستثمر يكون جد متحفظ إتجاه عنصر المخاطرة ، الأمر الذي يدفعه إلى إعطاء الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد ، لذا نجد المستثمر في هذه السياسة يركز على الأدوات الإستثمارية ذات الدخل الثابت ، ويطلق على هذا النوع من المحافظ - محفظة الدخل - ، حيث تتكون قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% إلى 80% من رأس مال المحفظة .

3- السياسة المتوازنة : تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين وبتبناها المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق إستقرار نسبي في المحفظة ، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة ، وتتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من الأدوات الإستثمارية القصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة ، إضافة إلى الأدوات الإستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم العادية و الممتازة و السندات الطويلة الأجل ، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له إنتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى .

<sup>1</sup> طاهر حيدر حردان -مبادئ الإستثمار - دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان ، ط1 1997 ص81 .

## المطلب 2: مراحل وطرق تسيير المحفظة الإستثمارية

- 1- المراحل الأساسية لتسيير المحفظة الإستثمارية : يتم تسيير المحفظة من خلال ثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها كما يلي<sup>1</sup> :
- 1-1- تحديد أهداف المستثمر : وتتمثل الأهداف الأساسية التي يأخذها بعين الإعتبار فيما يلي :
  - ❖ حفظ رأس المال : عندما يقبل المستثمر على الإستثمار ، فإن هدفه يكون على الأقل الحفاظ على رأس ماله ليس فقط بنفس القيمة المستثمرة ولكن الحفاظ أيضا على القوة الشرائية للأموال المستثمرة ، فالمستثمر الذي يفضل الإستثمار بأمان ، يجب عليه إختيار محفظة مكونة من سندات الخزينة وسندات ذات جودة عالية بحيث يضمن له ذلك حماية مثلى لرأس ماله عكس المحافظ التي تتكون من أسهم فإنها لا تضمن الحماية لرأس المال لأنها تنطوي على مخاطرة كبيرة .
  - ❖ العائد : إن الهدف الأساسي للمستثمر هو الحصول على عائد دوري ، مستمر ومرتفع نسبيا ، و عليه يجب إختيار محفظة تتكون من سندات و أسهم التي تقوم بتوزيعات مرتفعة ، بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال .
  - ❖ السيولة والقابلية للتداول : تتصف الأوراق المالية بقابلية التداول إذا كان بالإمكان بيعها بسهولة وبسرعة ويعتبر حيازة أوراق مالية ذات سيولة عالية وتجنب الأوراق المالية ذات التداول البطيء مهم جدا لأن هذه الأخيرة تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة .
  - ❖ سهولة التمييز : تتطلب بعض الأوراق المالية متابعة مستمرة من المستثمر والقيام بدراسات تحليلية لإتخاذ قرار بشأنها ، وهذا النوع من الأوراق المالية يستلزم وقت وجهد وتكاليف كبيرة لتسييرها وبالتالي فالمستثمر الذي لا يريد بذل جهد كبير في تسيير محفظته عليه تجنب الأوراق المالية المعقدة التسيير .
  - ❖ المزايا الجبائية : تعتبر الضرائب أحد العوامل المؤثرة على القرارات الإستثمارية ، وذلك لأن المعالجة الجبائية تختلف من فرصة إستثمارية إلى أخرى ، و عليه فالمستثمر يسعى إلى لتوظيف أمواله في الأوراق المالية ذات المعالجة الجبائية المميزة ، بمعنى أن المستثمر يقارن بين البدائل الإستثمارية ويختار أفضلها على أساس العائد .

<sup>1</sup> Mourisette " Valeurs Mobiliers et Gestion de Portefeuille " S.M.G que bec Canada , 2eme édition , 1993 , P116 .

1-2- تحليل مختلف الفرص الإستثمارية : يقوم المستثمر بحصر مختلف الفرص الإستثمارية المتاحة في السوق ، وتجميع كل المعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها وترتيبها وفقا إلى أهداف المستثمر وذلك بهدف تشكيل محفظة تعكس أهدافه الإستثمارية .

1-3- تقييم كفاءة المحفظة الإستثمارية : عندما يكون للمستثمر محفظته يقوم بتقييم كفاءتها على ضوء النتائج المحصل عليها و التغيرات الحاصلة في وضعية المستثمر .

2- طرق تسيير المحفظة الإستثمارية : يمكن للمستثمر إختيار إحدى الطرق التالية لتسيير محفظته المالية :

1-2- التسيير المباشر : هذا النوع يقوم به مالك المحفظة ، ويصبح معقدا إذا كانت السوق متطورة ويتداول فيها العديد من الأوراق المالية ، لأنه في هذه الحالة يتطلب تسيير المحفظة الوقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار والقيام بعمليات الشراء و البيع وإصدار الأوامر .

2-2- التسيير بالوكالة : في هذا النوع من التسيير يقوم المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بتسيير المحفظة لحساب المالك ، هذا الوسيط يتمثل في البورصة أو بنك معين أو مسير محفظة ، هذه الوكالة تكون في شكل عقد يحدد فيه بدقة مجال تطبيق التسيير وتحديد مسؤوليات الأفراد المتعاقدة ، وكذلك كيفية تسديد مستحقات المسير .

2-3- التسيير الجماعي : يتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية ، حيث أن التنوع الكبير لشركات الإستثمار ذات رأس مال متغير و الصناديق الجماعية للتوظيف يسمح بتكوين محافظ جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية والتي تتكيف مع حاجيات المستثمرين .

2-4- التسيير بالإستشار : هو أن يقوم مالك المحفظة بطلب النصح من مستشار مالي حيث يتم ذلك بناء على الثقة بين المستثمر و مستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين .

### المطلب 3 : تقييم أداء المحفظة الإستثمارية

تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية ، وسوف نتطرق في هذا المطلب إلى أهم النماذج المستعملة في تقييم أداء المحافظ الإستثمارية وهي :

1- نموذج شارب : يتركز نموذج شارب على حساب العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة ، و يصاغ نموذج شارب حسب العلاقة التالية<sup>1</sup> :

$$D_p = \frac{R_p - R_F}{\delta_p}$$

$D_p$  = يشير إلى نسبة مؤشر المكافأة للتقلب في العائد والتي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقييم .

$$\begin{aligned} \overline{R_p} &= \text{متوسط عائد المحفظة} . \\ R_F &= \text{معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطرة} . \\ \delta_p &= \text{مخاطرة المحفظة} . \end{aligned}$$

وعليه فالمقدار  $(R_p - R_F)$  يمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يطلق عليه ببديل الخطر، ومنه معادلة شارب تحدد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية التي تنطوي على عملية الإستثمار في المحفظة .  
وتجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب لا يمكن إستخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع إلى قيود مماثلة مثل محفظة مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط .

2- نموذج ترينور : يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة و المخاطر الغير منتظمة ، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها بشكل جيد .  
و بالتالي لا توجد هناك مخاطر غير منتظمة ، أي أنه يقوم بقياس المخاطر المنتظمة فقط وذلك بإستخدام معامل بيتا " B " كمقياس لمخاطر المحفظة المالية .

$$B = \frac{\text{COV} ( R_p . R_M )}{\delta_p}$$

$$B = \text{معامل بيتا} = R_p - \text{عائد المحفظة} = R_M - \text{عائد محفظة السوق} .$$

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي - تحليل و تقييم الأسهم و السندات - الدار الجامعية طبع ، نشر ، توزيع الإسكندرية ، 2002 ، ص 282 .

$$\text{COV} = \frac{\sum (\delta_{RP} . \delta_{RM})}{n-1}$$

$$\delta_{RP} = \text{إنحراف عائد المحفظة} = \delta_{RM} - \text{إنحراف عائد محفظة السوق} .$$

$$n = \text{عدد الفترات} .$$

إذا يمكن صياغة النموذج كما يلي<sup>1</sup> :

$$D_p = \frac{R_p - R_F}{B}$$

3- نموذج جنس : يعرف بإسم ألفا ويقوم على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد و هما<sup>2</sup> :

❖ المقدار الأول : يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة و متوسط معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطرة و هو ما يسمى - العائد الإضافي - .

❖ المقدار الثاني : يمثل حاصل ضرب معامل B في الفرق بين متوسط عائد السوق و متوسط العائد على الإستثمار الخالي من المخاطرة و التي يمكن أن تسمى - علاوة خطر السوق- .

ومنه يظهر نموذج جنس كما يلي :

$$\text{ALPHA "a"} = (\overline{R_p} - R_F) - B (\overline{R_M} - R_F)$$

$\overline{R_p} - R_F =$  العائد الإضافي .

$B (\overline{R_M} - R_F) =$  علاوة خطر السوق .

وتشير المعادلة إلى أن معامل -ألفا- إما أن يكون :

- ❖  $a > 0$  يشير إلى الأداء السيئ للمحفظة .
- ❖  $a < 0$  يشير إلى الأداء الجيد للمحفظة .
- ❖  $a = 0$  يشير إلى حالة التوازن بين عائد المحفظة وعائد السوق .

1- 2- محمد صالح الحناوي - مرجع سابق - على التوالي ص 286 و ص 289.

### المبحث الثاني : نماذج تسيير المحافظ الإستثمارية

إن تسيير المحافظ المالية يتطلب إتباع طرق معينة مبنية على مجموعة من القواعد الأساسية ، لذلك هناك عدة نماذج لتسيير هذه المحافظ من أجل التحليل و التسيير الجيد وهي كالتالي :

- ❖ نموذج ماركويتز .
- ❖ نموذج السوق .
- ❖ نموذج تسعير الأصول المالية .

#### المطلب 1 : نموذج ماركويتز

1- مفهوم نموذج ماركويتز: قبل وضع هذا النموذج كان المستثمر يعتقد أن مجرد زيادة الإستثمارات التي تتضمنها المحفظة فإن ذلك يؤدي إلى التنوع و تقليل المخاطرة . إلا أن - هاري ماركويتز- أثبت سنة 1952 أن هذا التنوع بسيط ويطلق عليه التنوع الساذج وقد لا يؤدي إلى تدنية المخاطر ، ومن ثم قام بوضع نظرية خاصة بالتنوع الكفاء<sup>1</sup> الذي يقلل المخاطرة في المحفظة إذا توفرت الشروط التالية :

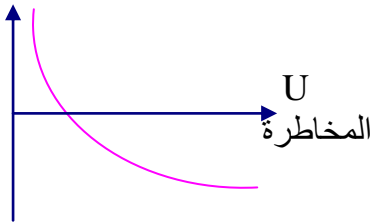
\* أن يكون معامل الارتباط للإستثمار المكون للمحفظة سالب ، بمعنى أن العلاقة بين عوائد تلك الإستثمارات تكون عكسية .

\* أن يكون توزيع الأموال الإجمالية بين الإستثمارات داخل المحفظة توزيعا دقيقا ومثاليا يتم بإستخدام نماذج رياضية وليس عشوائيا .

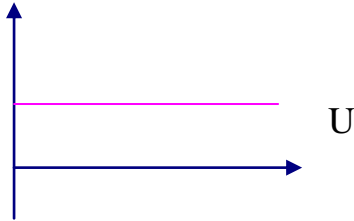
\* أن يتم إختيار الإستثمارات التي تدخل في تشكيلة المحفظة منذ البداية من بين الإستثمارات الكفاءة ، ويقصد بهذه الأخيرة تلك الإستثمارات التي تحقق عائدا أكبر من غيرها مع تساوي المخاطرة وأن تحقق مخاطرة متدنية مقارنة مع غيرها مع تساوي العائد المحقق .  
إن نموذج هاري ماركويتز يسمح بتحديد الحدود الفعالة للإستثمار ، وبالتالي تحديد المحفظة الإستثمارية المثلى وذلك من خلال المزج بيم مختلف المحافظ الكفاءة ومنحنى التفصيل الشخصي للمستثمر الذي يحدد إتجاه المستثمر ناحية الخطر .

<sup>1</sup> محمد عبده محمد مصطفى - تقييم شركات الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة - دار الجامعة للنشر و الطباعة ، 1998 ، ص30.

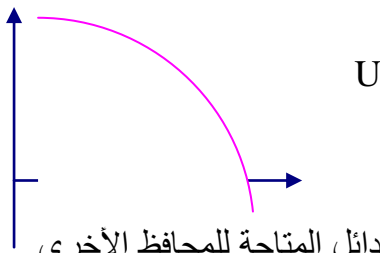
2- فرضيات النموذج : لقد بنى ماركويتز نظرية التنوع الكفاءة للمحفظة على فروض متعددة أهمها فرض المنفعة الحدية للعائد على الإستثمار الذي إستمد من نظرية المنفعة . وعلى أساس هذه النظرية بنى ماركويتز نموذجاً بإعتبار أن كل مستثمر له منحنى منفعة خاص به إتجاه الإستثمار ، وبما أن المنفعة تكون متزايدة كما قد تكون ثابتة ، أو متناقصة بزيادة عائد الإستثمار ، وبما أن القرار الإستثماري عبارة عن مقايضة بين العائد و المخاطرة ، فإن منحنى المنفعة الحدية للعائد من الإستثمار يأخذ شكل منحنيات السواء في المفهوم الإقتصادي<sup>1</sup> :



\* عندما تكون المنفعة متزايدة فإن المستثمر على إستعداد لتحمل حجم كبير من المخاطرة على الرغم من تراجع العائد حسب ما هو موضح في الشكل :



\* عندما تكون المنفعة الحدية للعائد ثابتة ، فإن العائد يبقى ثابتاً وفي المقابل حجم المخاطرة في تزايد مستمر ، والمستثمر هنا يكون على إستعداد لتحمل المخاطرة على أن يبقى العائد ثابتاً ويكون ذلك كما هو موضح في الشكل التالي :



\* أما عندما تكون المنفعة الحدية للعائد متناقصة فإن العائد يقل كلما زادت المخاطرة ، كما هو موضح في الشكل التالي : وبالتالي فإن المستثمر لا يقدم على الإستثمارات ذات المخاطرة الكبيرة ، إلا إذا كان العائد المتوقع كبيراً .

ويفترض ماركويتز أن هناك محفظة واحدة من بين جميع البدائل المتاحة للمحافظ الأخرى هي الأفضل من حيث العائد مقارنة بالمخاطرة وتسمى- بالمحفظة الكفاءة -، وعليه يقوم المستثمر بإختيار المحفظة التي تحقق له أقصى عائد متوقع بدرجة معينة من الخطر .

<sup>1</sup> طاهر حيدر حردان - مرجع سابق - ص 77.

## المطلب 2 : نموذج السوق

يتميز هذا النموذج بالسهولة النسبية مما جعله أكثر النماذج إستعمالاً من طرف عدد كبير من المؤسسات المالية الأوروبية و الأمريكية ، وأول من وضع هذا النموذج كان ماركويتز سنة 1952 ثم طور من طرف شارب سنة 1954 ليقوم بتعديله كل من لينتر و فاما سنة 1965 و 1968 على التوالي ، من خلال تحسين الطرق التطبيقية .

ويقوم نموذج السوق على تقدير المرودية و الخطر التي ينطوي عليها الإستثمار في الأوراق المالية ، ويعتمد أساساً على فكرة التقلبات في أسعار الأوراق المالية الناتجة عن تأثير السوق بشكل عام و إلى أسباب خاصة مرتبطة بالورقة المالية ذاتها<sup>1</sup> ، وعليه يقسم نموذج السوق التقلبات التي تحدث للسهم إلى قسمين :

- ❖ القسم الأول : يعود إلى تأثير السوق ، وهو ما يعبر عنه بالمخاطر النظامية .
- ❖ القسم الثاني : مرتبط بالسهم ذاته ، نظراً لخصائص ونوعية السهم وهو ما يسمى بالمخاطر الذاتية أو الخاصة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر متعلقة بخصائص القطاع

أو الصناعة التي ينتمي إليها السهم، ومخاطر متعلقة بالسهم في حد ذاته ، ويمكن التقليل من المخاطر الخاصة بتنويع المحفظة المالية وذلك بإضافة أسهم جديدة للمحفظة .  
ومنه يمكن التعبير عن مجموعة العوامل المؤثرة على السهم من خلال العلاقة الخطية التالية <sup>2</sup> :

$$R_{it} = \alpha_i + B_i \cdot R_{mt} + \epsilon_{it}$$

$R_{it}$  = معدل المرودية للسهم  $i$  خلال الفترة  $(t)$  .

$R_{mt}$  = معدل المرودية للسوق والمقاس من خلال المؤشر العام خلال الفترة  $(t)$  .

$\alpha_i$  = تمثل معدل ربحية السهم عندما تكون ربحية السوق معدومة ، وقد تكون  $\alpha$  موجبة ، سالبة أو معدومة ، فهي قيمة غير ثابتة شديدة التغير .

$B_i$  = معلمة خاصة بالسهم  $i$  ، تبين العلاقة الموجودة بين تقلبات السهم  $i$  و تقلبات المؤشر العام للسوق ، وهذه المعلمة هي معلمة بيتا التي تعرف كمايلي:  $\delta_{im}$

$$B_i = \frac{\delta_{im}}{\delta_m^2}$$

$\delta_{im}$  = التباين المزدوج لمعدل ربحية السهم  $i$  مع مؤشر السوق .

$\delta_m^2$  = تباين معدل ربحية السوق .

<sup>1-2</sup> Bertrand Jacquillat et Bruno slonik - OP.Cit – P 91 - P 93.

وبناء عليه يمكن تصنيف الأسهم إلى عدة أقسام :

❖  $B=1$  معدل ربحية السهم يساوي التغير في المؤشر العام للسوق .

❖  $1 < B$  التغير في معدل ربحية السهم للأعلى بمقدار أكبر أو أقل من 1 % نتيجة لتغير مؤشر السوق بأكبر أو أقل من 1 % .

❖  $1 > B$  التغير في معدل ربحية السهم للأسفل بمقدار أكبر أو أقل من 1 % نتيجة لتغير مؤشر السوق بأكبر أو أقل من 1 % .

$\epsilon_{it}$  = إبسلون ( epsilon ) متغير عشوائي متبقي ، يعبر إنحرافه المعياري عن المخاطرة الخاصة ، ويمكن التعبير عن كل من الخطر النظامي و الخطر الغير نظامي لبناء علاقة الخطر الكلي للسهم .

❖ فالخطر النظامي للسهم يساوي إلى  $B$  مضروبة في الإنحراف المعياري لربحية السوق .

❖ الخطر الغير نظامي يساوي الإنحراف المعياري للمعامل المتبقي  $(\delta \epsilon_i)$ .

ومنه يمكن بناء علاقة الخطر الكلي للسهم بالعلاقة التالية <sup>1</sup>:

$$\delta_i^2 = B_i^2 \cdot \delta_m^2 + \delta_{\epsilon_i}^2$$

<sup>1</sup> Bertrand Jacquillat et Bruno slonik - OP.Cit – p 99.

### المطلب 3 : نموذج تسعير الأصول المالية

1- فروض النموذج : يعتبر نموذج الأصول المالية من أدوات التحليل التي تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد و المخاطرة ، والمقصود بالمخاطرة هنا مخاطرة السوق التي تقاس بمعامل بيتا "B" و تؤثر على جميع الأوراق المالية لأنه لا يمكن تجنبها بتنويع المحفظة المالية .

ويعود الفضل في صياغة النموذج إلى شارب سنة 1964 و الذي وضع له مجموعة من الفرضيات التي تتلخص فيما يلي <sup>1</sup> :

\* إن المستثمر يختار المحافظ المالية البديلة على أساس العائد و المخاطرة و عليه يقوم بتوزيع العائد المحتمل توزيع طبيعي .

\* إن المستثمر هدفه الحصول على أكبر عائد ، فلو إختار بين محافظتين متماثلتين من جميع النواحي عدا العائد فإنه يختار المحفظة ذات العائد الأكبر .

\* الأصول المالية قابلة للتجزئة ، أي أن المستثمر يستطيع شراء أي كمية من الأوراق المالية مهما كان حجمها .

\* المستثمرين لهم نفس التنبؤات بالربحية والمخاطرة .

\* السوق مكونة من مجموعة مستثمرين يحاول كل واحد منهم تجنب المخاطرة و تعظيم المنفعة المتوقعة خلال نفس الفترة فيحاول كل مستثمر التقليل من التباين خلال نفس الفترة .

\* المستثمر يستطيع الإقراض و الإقتراض على أساس معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطرة .

\* إن المعلومات تصل إلى المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة .

---

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيري - الإستثمار في الأوراق المالية - مؤسسة الوارق للنشر و التوزيع ، عمان 2001، ط1 ، ص 158- ص 159 .

2- عروض نموذج تسعير الأصول المالية : تتضمن كل محفظة مالية توظيفات بدون مخاطرة مع عائد ، كما تتضمن توظيفات أخرى تصاحبها مخاطرة ولكن لها مردوديتها ويمكن التعبير على العائد المتوقع بالمعادلة التالية <sup>1</sup>:



$$E(R) = (1-x) R_F + x E(R_p) \dots\dots (1)$$

$R_F$  = توظيف بدون مخاطرة بعائد .

$R_p$  = توظيف مع مخاطرة بمردودية .

$(1-x)$  = نسبة الثروة المستثمرة بتوظيفات بدون مخاطرة .

$X$  = نسبة الثروة المستثمرة بتوظيفات مع مخاطرة .

$$\frac{\delta_R}{\delta_p} = X \quad \leftarrow \delta^2_R = X^2 \delta^2_p \text{ ومنه يصبح خطر المحفظة يساوي}$$

نقوم بتعويض قيمة  $X$  في (1) نحصل على :

$$E(R_p) - R_F$$

$$E(R) = \frac{E(R_p) - R_F}{\delta_p} \cdot \delta_R + R_F$$

وتوضح هذه المعادلة على وجود علاقة طردية خطية بين مردودية المحفظة و الخطر المرتبط بهذه المحفظة .

---

<sup>1</sup> Bertrand Jacquillat et Bruno slonik - OP.Cit -P130- P 131.

## خلاصة الفصل

تطرقنا في هذا الفصل إلى أداة إستثمارية مركبة ، هي إدارة المحفظة المالية التي تكمن أهميتها أساسا في أن الإختيار الأمثل لمكونات المحفظة من الأوراق المالية يساعد على تدنية حجم المخاطرة دون التضحية بالعائد المتوقع .

ومنه تعبر إدارة محفظة الأوراق المالية عن إتجاه لتحليل المخاطرة وأسلوب يهدف إلى تخفيضها بإدماج ما تتضمنه من إستثمارات متنوعة مع بعضها البعض بحيث تحتوي المحفظة أقل درجة من المخاطرة ، وذلك بالإعتماد على نماذج تسيير المحافظ الإستثمارية و التي يمكن إعتبارها وسيلة فعالة للتحليل الدقيق من أجل الإختيارات المالية للمستثمر .