

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 - قلمنة -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير

قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع

أداء الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وعلاقته

بكفاءة سوق الاوراق المالية

- دراسة حالة سوق الأسهم السعودي -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود ومؤسسات مالية

تحت إشراف الأستاذ:

بن شرشار عز الدين

من إعداد الطالبتين:

• قروي وهيبة

• مرزوقي ليلي

السنة الجامعية: 2013/2012

قال الله تعالى:

بسم الله الرحمن الرحيم

"رب اشرح لي صدري (25)

ويسر لي أمري (26) واحلل

عقدة من لساني (27) يفقهوا

قولي (28) "

سورة طه

## الشكر

يارب نحمدك لأنك كنت المستجيب لدعائنا بأن نصل لما  
وصلنا إليه، نشكرك لأنك زرعت فينا معنى الصبر عند  
الشدائد، وجعلت لنا لكل ضيق مخرجاً خلال مسيرتنا  
العلمية، فألف حمد وألف شكر لله الذي وفقنا لإتمام هذا

العمل المتواضع وبعد:

نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف بن شرشار عز الدين  
الذي تقبلنا بصدر رحب طيلة عملنا ولم يبخل علينا بنصائحه  
وتوجيهاته.



## الإهداء

إلى الذين قال فيهما الحق تبارك وتعالى: "وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا"  
إلى الشمعة التي تحترق لتنير طريقتي، إلى الابتسامة البراقة، إلى حزن الحنان وعنوان الأمان، إلى من ربنتني  
وأنا صغيرة وحملت همومي وأنا كبيرة. إلى أحدى كلمة نطقتهما شفقتني

### "أمي الغالية"

إلى طيفه الأمل، ورمز الأخلاق والعمل، إلى الذي كان لي سندا وعمونا في حياتي، إلى الذي بذل الغالي  
والنفيس من أجل إيطالي إلى ما أنا عليه، إلى عنوان الرجولة

### "والدي العزيز"

إلى من يطيب معصم همي وتعبي، ويسري في عروقهم دمي، إلى رفقاء دربي إخوتي وأخواتي

إلى أحدى براءة في الوجود: مريم، يونس

إلى سندي و مصدر قوتي و كبريائي، إلى فخري و اعزازي خالي العزيز

إلى خالتي، زوجة خالي، زوجة أخي

إلى التي أفتخر بأنني معها في إنجاز هذا العمل: مرزوقي ليلي

إلى اللواتي عشت معهن أسعد أيام حياتي الجامعية : أمال، حسيبة، مريم

إلى كل صديقاتي



## الإهداء

إلى من قال فيهما الله عز وجل: "واخفض لهما جناح الذل والرحمة وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا"  
إلى ملاكِي في الحياة، إلى معنى الحب و الحنان والتفاني، إلى بسمَةِ الحياة و سر الوجود، إلى من كان  
دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي، إلى شمعة تنير ظلمة حياتي، إلى حافظة أسرارِي، إلى رمز الحب  
و بلسم الشفاء، إلى من أرضعتني الحب والحنان، إلى من حملتني وهن علي وهن، إلى أغلي الحبايب، إلى  
"أمي، أمي، أمي، الغالية"

إلى من كَلَّه الله بالهيبَة و الوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى من أحمل اسمه بكل  
افتخار، أرجو من الله أن يمد عمرك لتري ثمارا قد حان قطفها بعد طول إنتظار، وستبقي كلماتك نجوم  
أهتدي بها اليوم، وفي الغد و إلى الأبد "والدي العزيز"

إلى من يطيب معهم همي وتعبي، ويسري في عروقهم دمي، إلى رفقاء دربي إخوتي و أخواني  
إلى التي أفتخر بأنني معما في إنجاز هذا العمل: فروي وهيبَة  
إلى الأخوات اللواتي لم تلدمن أمي، إلى سدي وفوتي وملاذي، إلى من تذوقته معهم أجمل اللحظات  
، إلى من تملو بالإخاء وتميزوا بالوفاء و العطاء، إلى يذابيح الصدق الصافي، إلى من معهم سعدت  
و برقتهم في دروب الحياة الحلوة والحزينة سررت، إلى من كانوا معي على طريق الخير والنجاح، إلى من  
عرفت كيف أجدهم وعلموني أن لا أضيعهم، إلى من أتمنى أن تبقي صورهم في عيوني، إلى من هم  
إخوتي بالله، إلى من سأفتقدهم وأتمنى أن يفتقدوني أحر صديقاتي  
أمال، حسية، مريم

ليلي

# خطة البحث

الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

تمهيد

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

المطلب الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية وأبرز وظائفها

المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: الأسهم

المطلب الثاني: السندات

المطلب الثالث: المشتقات المالية

المبحث الثالث: آليات وميكانيزمات التعامل في سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

المطلب الثاني: العمليات التي تتم في البورصة

المطلب الثالث: أنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية

المبحث الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية وأنواعها

## خطة البحث

المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وأبرز مؤشرات قياس الكفاءة

### خلاصة الفصل

الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

#### تمهيد

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية

المطلب الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية

المطلب الثاني: أنواع محفظة الأوراق المالية

المطلب الثالث: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية

المبحث الثاني: بناء محفظة الأوراق المالية

المطلب الأول: العائد والمخاطرة

المطلب الثاني: تحليل محفظة الأوراق المالية

المطلب الثالث: المحفظة المثلى

المبحث الثالث: نماذج تقييم أداء المحفظة وعلاقتها بكفاءة السوق

المطلب الأول: نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية

المطلب الثاني: مقاييس التقييم المقارن لأداء محافظ الأوراق المالية وعلاقتها بكفاءة السوق

المبحث الرابع: تسيير محفظة الأوراق المالية باستخدام مؤشرات السوق

المطلب الأول: تبسيط تسيير المحفظة

المطلب الثاني: توسيع استراتيجيات محفظة الأوراق المالية

المطلب الثالث: توسيع مجالات التوظيف في سوق الأوراق المالية



الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

تمهيد

المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الأسهم السعودي

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي

المطلب الثاني: الإطار القانوني لسوق الأسهم السعودي

المطلب الثالث: الإطار التنظيمي (المؤسسي) لسوق الأسهم السعودي

المبحث الثاني: مؤشرات تطور أداء سوق الأسهم السعودي

المطلب الأول: تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي

المطلب الثاني: تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي

المبحث الثالث: تحليل و استكشاف مستويات كفاءة سوق الأسهم السعودي

المطلب الأول: التحليل على مستوى فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة

المطلب الثاني: التحليل على مستوى فرضية الصيغة القوية للكفاءة

المطلب الثالث: معوقات وصعوبات التخصيص الكفؤ في سوق الأسهم السعودي

المبحث الرابع: بناء محفظة الأوراق المالية في سوق الأسهم السعودي

خلاصة الفصل

الخاتمة العامة

# المقدمة العامة

# المقدمة العامة

## مقدمة

تعد الأسواق المالية من المواضيع التي استحوذت على اهتمامات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، ويرجع اهتمام الدول النامية بالأسواق المالية نظرا لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة في الأوراق المالية، كالأسهم والسندات، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التكوين الرأسمالي الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج.

وفي إطار المنافسة الشديدة أصبح لزاما على كل دولة من أجل النهوض باقتصادها والمحافظة على مكانتها أن تولي اهتماما كبيرا لأسواق رأس المال وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات الإدارية، التنظيمية والتشريعية، إلى جانب العمل على زيادة وتنوع الأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره ونمو سوق رأس المال.

وعلى هذا فإنه لا تستطيع أسواق المال تحقيق أهدافها المنوطة إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تسهم في التقييم الحقيقي للشركات المدرجة بها وللاوراق المالية المتداولة فيها، بحيث هذا التقييم يجعل المستثمر يتخذ القرار الاستثماري الرشيد لتكوين محفظته المالية المثلى والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنوع وبدرجة تحقق هدفه الرئيسي في تعظيم العائد المتوقع للمحفظة مع تخفيض درجة مخاطرتها إلى حد أدنى.

ومن هذا المنطلق فإن السلطات المالية بالمملكة العربية السعودية سعت في مرحلة مبكرة إلى بناء نظام مالي منظم لخدمة الاقتصاد الوطني، وفي هذا السياق شهدت مختلف المعاملات المالية بالمملكة السعودية تطورات تشريعية وتنظيمية عديدة مع مطلع عام 2003، ميزها صدور المرسوم الملكي الذي نص على التأسيس الرسمي لسوق الاسهم السعودي، وتعيين الجهات الوصية على إدارته، إلى جانب اصدار العديد من اللوائح التنظيمية الداعمة لعمل السوق والمعالجة لأوجه قصوره وهذا بهدف تحسين مستوى كفاءته.

## 1- إشكالية البحث:

تكمن مشكلة هذه الدراسة في الدور الذي تؤديه سوق الأوراق المالية التي تتصف بالكفاءة في توجيه مدراء المحافظ على تسيير محافظهم المالية وتحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مخاطرة ممكنة.

وعليه يمكننا طرح التساؤل الرئيسي التالي:



## المقدمة العامة

ما مدى مساهمة أسواق الأوراق المالية الكفؤة في التأثير على أداء محافظ الاستثمار في الاوراق المالية؟

وبناء على التساؤل الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1- إذا كانت أسواق الأوراق المالية تعد إحدى الركائز الأساسية للتطور الاقتصادي، فما هو دورها في سيرورة الحياة الاقتصادية المعاصرة؟

2- هل لكفاءة سوق الأوراق المالية أثر على القيمة السوقية للسهم؟

3- ما هي أبرز أدوات الاستثمار في سوق الاوراق المالية؟

4- فيما يكمن دور المؤشر العام في سوق الاوراق المالية عامة وعلى أداء المحفظة الاستثمارية خاصة؟

5- ما مستوى كفاءة سوق الأسهم السعودي؟ وكيف يمكن بناء محفظة استثمارية مثلى انطلاقاً من مختلف الادوات المتداولة بسوق الأسهم السعودي؟

### 2- فرضيات البحث:

للإجابة على الاشكالية موضوع دراستنا وضعنا الفرضيات التالية:

1- تساهم أسواق الأوراق المالية في تنمية الموارد الادخارية، وتحريكها نحو فرص الاستثمار المثلى.

2- تكون القيمة السوقية للسهم عادلة وتعكس القيمة الحقيقية للشركة المصدرة له إذا كان سوق الأوراق المالية ذو صيغة قوية من الكفاءة.

3- المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تضم تشكيلة من الأوراق المالية الأكبر من حيث القيمة السوقية.

4- المؤشر العام هو الذي يعكس الاتجاه العام للأسعار ويمثل المستوى الأمثل لأداء محفظة الأوراق المالية.

5- تتميز سوق الأسهم السعودية بمستوى كفاءة ضعيفة في التعامل مع امعلومات والبيانات المالية عن الأسهم المتداولة بها.

## المقدمة العامة

### 3- أهداف البحث:

يمكن حصر أهم أهداف دراستنا هذه في النقاط التالية:

- محاولة معرفة مدى تأثير مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية على القرارات الاستثمارية التي يتخذها المستثمر في اختيار الأصول المالية المكونة لمحفظته، وتحديد الوقت المناسب للقيام بعمليات البيع والشراء من أجل تعظيم العائد وتقليل المخاطر.

- التعرف على مختلف الاستراتيجيات التي يجب أخذها بعين الاعتبار لاختيار التشكيلة المثالية من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة بما يتوافق وأهداف المستثمر وامكانياته.

- التعرف على الأساليب العلمية والطرق الاحصائية الرياضية التي يعتمد عليها في بناء وتقييم محفظة الأوراق المالية من خلال الكشف عن العلاقة التي تربط بين العائد والمخاطرة، وتبسيط الضوء على مختلف النماذج الرياضية المهمة في اختيار المحفظة المثلى.

- التعرف على أهمية وجود سوق مالي يعمل على توجيه الأموال المدخرة إلى قنوات سليمة للاستثمار في أوراقها المالية خاصة، نتيجة أن أسعار هذه الأخيرة وتطورها تعد الرابط المهم بينها وبين سوق الأوراق المالية، حيث أن سعر الورقة المالية يعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركة المعنية، من حيث الأرباح المحققة والمردودية وكذا ثقة المستثمرين والمختصين.

- محاولة التعرف على سوق الأسهم السعودي وكيفية سير نشاطه، وكذا مستوى الكفاءة الذي استطاع سوق الأسهم السعودي تحقيقه، ومن ثم تقييم أداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة به، ومقارنتها بمستوى كفاءة السوق.

### 4- أهمية البحث:

تكمن أهمية هذه الدراسة في أن فكرة الأسواق المالية الكفؤة قد أثارت الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش بين الاكاديميين وصانعي السياسة الاقتصادية في الدول المتقدمة بينما لم تنل الاهتمام الكافي والملائم من قبل نظائهم في العالم العربي، حيث يعتبر الإمام بنظرية الأسواق المالية الكفؤة أمراً ضرورياً وشرطاً أساسياً، لمحاولة فهم آلية عمل الأسواق المالية، وكذا لمساعدة المستثمر على اتخاذ قراراته في كيفية توظيف مدخراته وبناء محفظته.

## المقدمة العامة

وعليه نجد أن المملكة العربية السعودية من بين الدول العربية التي تطمح إلى رفع درجة كفاءة سوقها المالي، والعمل على تخصيص الموارد المالية النادرة بالمملكة تخصيصاً مماثلًا بما يعود إيجابياً على اقتصادها وعلى أفراد المجتمع.

### 5- المناهج المتبعة والأدوات الإحصائية المستخدمة:

في إطار الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على عدد من المناهج التي أملتتها ظروف وجوانب الدراسة، كالمنهج التاريخي في الحديث عن نشأة وتطور السوق المالي، وكذا التطور الذي شهدته مؤشرات سوق الأوراق المالية، حيث انتقلت من مجرد أداة تستخدم للتنبؤ باتجاه الأسعار في السوق، وتسيير محفظة الأوراق المالية، إلى أداة تجري عليها مختلف عمليات التداول شأنها في ذلك شأن أي ورقة مالية أخرى، كما تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لأنه يتماشى وطبيعة موضوع البحث، وذلك من خلال تحليل وقياس أداء محفظة الأوراق وعلاقته بكفاءة سوق الأوراق المالية، ومن أجل دراسة العلاقة المشار إليها فإننا سوف نعتمد في قياس أثر كفاءة سوق الأوراق المالية على أداء الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على مجموعة من النماذج الإحصائية الرياضية السليمة والفعالة ومختلف المقاييس لتقييم أداء المحفظة والتنبؤ بمخاطر الاستثمار فيها.

### 6- التوثيق العلمي:

في سبيل حصر جوانب الموضوع واثراء موضوع الدراسة اعتمدنا على البحث المكتبي الذي ساعدنا على تغطية جوانب الموضوع النظرية، من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية والفرنسية، والتي تعرضت لجانب من جوانب الموضوع، بصورة كلية أو جزئية، إضافة إلى مجموعة من الأبحاث العلمية وعدد من الرسائل العلمية والمجلات وعدد من مواقع الانترنت التي اعتمدنا عليها أكثر في دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والتي تمثل مختلف التقارير السنوية الصادرة عن السوق المالية للتداول.

### 7- صعوبات البحث:

خلال فترة إنجازنا هذا البحث صادفتنا جملة من الصعوبات والمتمثلة اساسا في نقص المراجع التي تناولت الجانب التطبيقي من الدراسة لسوق الأسهم السعودي، وهو ما جعلنا نعتمد أكثر على مواقع الانترنت والعمل على تحليل مختلف التقارير السنوية الصادرة عن السوق المالية " تداول " هذا من جانب، أما من جانب آخر هو



## المقدمة العامة

حادثة الموضوع وتشعبه اقتضى وقتنا اطول لإجراء الدراسة خاصة على مستوى دراسة حالة سوق الأسهم السعودي لصعوبة تجميع البيانات عن مختلف الأدوات المتداولة بهذا السوق والاعتماد عليها في تقييم أداء محافظ الأوراق المالية.

### 8- محتويات البحث:

من أجل الإجابة على الاشكالية المطروحة والتأكد من صحة الفرضيات المعروضة، قمنا بتقسيم موضوع دراستنا إلى ثلاثة فصول، الفصل الأول جاء بعنوان الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية، حيث تطرقنا فيه إلى ماهية سوق الأوراق المالية في المبحث الأول، الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية في المبحث الثاني، آليات وميكانيزمات التعامل في سوق الأوراق المالية ضمن المبحث الثالث، وكفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها في المبحث الرابع.

أما الفصل الثاني فقد خصص تحت عنوان نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية، وتطرقنا فيه إلى كل من المباحث التالية، المبحث الأول أدرج ضمن الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية، في حين جاء المبحث الثاني تحت عنوان بناء محفظة الأوراق المالية أما المبحث الثالث فتضمن نماذج تقييم أداء المحفظة وعلاقتها بكفاءة السوق، في حين كان المبحث الرابع بعنوان تسيير محفظة الأوراق المالية باستخدام مؤشرات السوق.

والفصل الثالث والأخير والذي كان بمثابة التجسيد الميداني لموضوع دراستنا فقد تناولنا فيه دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي والذي تضمن كل من الإطار النظري لسوق الأسهم السعودي ضمن المبحث الأول، مؤشرات تطور أداء سوق الأسهم السعودي في المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فقد أدرج ضمن عنوان تحليل و استكشاف مستويات كفاءة سوق الأسهم السعودي، في حين جاء المبحث الرابع والأخير بعنوان بناء محفظة الأوراق المالية في سوق الأسهم السعودي.

# الفصل الأول

### تمهيد

مع القفزة النوعية التي عرفها الفكر المالي وظهرت الحاجة الملحة من طرف أصحاب الفوائض المالية ورغبة منهم في توظيفها في المشاريع التي تحقق لهم عوائد أكبر مع درجة أقل من المخاطرة، وفي مقابل ظهور فئة اخرى تعاني عجزا في السيولة نتيجة ارتفاع تكاليف التمويل جعل نمط التمويل يتحول من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر، أي ما يعرف في المالية الحديثة بالانتقال من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالية، لهذا ظهرت السوق المالية بمختلف أقسامها كقنوات مناسبة لتدفق الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي.

ومن هنا يمكن اعتبار السوق المالية المؤسسة المالية التي تعنى بوضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم المنقولة بغية تسهيل مختلف التعاملات فيما بين المتدخلين فيها ، والوصول غلى التخصيص الكفاء للموارد من خلال تحديد الأسعار بصورة اساسية تعكس كافة المعلومات الواردة في هذا السوق بصدق وسرعة، لأن أي تلاعب في المعلومات الواردة إلى السوق المالية، سيكون له الأثر البالغ على سمعة تلك السوق ككل وكفاءتها.



### المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

سوق المال هو الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة ما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأسعار السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه.

فالسوق المالي هو السوق الذي يتكون من سوق النقد وهي السوق التي تتعامل في القروض قصيرة الأجل وسوق الأوراق المالية والتي تتعامل في القروض متوسطة وطويلة الأجل.

وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مفهوم سوق الأوراق المالية، أقسامها وأبرز وظائفها ومن ثم إلى مؤشرات سوق الأوراق المالية.

### المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

شهدت سوق الأوراق المالية تطورا على عدة مراحل إلا أنه من الناحية الاقتصادية نجد أن الكتاب والمفكرين الاقتصاديين قد فشلوا في وضع تعريف واحد وواضح لسوق الأوراق المالية.

### الفرع الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أماكن خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد أسواق الأوراق المالية، ففي فرنسا مثلا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن 19 في مبنى خاص أطلق عليه اسم "ROYAL EXCHANGE"، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأسهم عام 1821، فقد أخذت مقرا لها وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات في السابق وهو "ول ستريت"<sup>(1)</sup>.

(1)- عصام حسين "أسواق الأوراق المالية"، طبعة أولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008، ص. 15.

غير أن مصطلح " البورصة " يعود إلى القرن 15 للميلاد أين كان التجار القادمين من " فلورنسا " يجتمعون في فندق أحد الصيارفة لمدينة " Bruges " البلجيكية المعروفة باسم " Vander Brouse " والذي كان يؤمن التجار من كافة المناطق حيث كانت مختلف المعاملات فيما بينهم تتم في شكل عقود وتعهدات مبنية على أساس الثقة المتبادلة وبصورة دورية ومنتظمة<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية

كما سبق وأن ذكرنا أنه تختلف آراء المفكرين الاقتصاديين والباحثين في مجال المال والاقتصاد في تعريف سوق الأوراق المالية.

فهناك من يعرف سوق الأوراق المالية على أنها: " نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين على نوع معين من الأوراق المالية أو أصل مالي معين، حيث يمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال خارج البورصة أي في الأسواق الموازية"<sup>(2)</sup>.

أما من جانب آخر فهناك من يعرفها على أنها: " هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الأوراق التي تم إصدارها والأشخاص الراغبون في شراء نفس هذه الأوراق، فالطرف الأول يكون دافعه الأساسي هو الحاجة إلى السيولة أو عدم الرغبة في تجميد أمواله، أما الطرف الثاني فهدفه البحث عن القيم التي تضمن له التوظيف الأمثل لفوائضه المالية"<sup>(3)</sup>.

وفي نفس السياق فهناك من يعرفها على أنها: " آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، بحيث تكمن هذه الآلية في تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى

- 
- (1)- صلاح الدين جوده " بورصة الأوراق المالية - علميا وعمليا - "، طبعة أولى، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص.10.
  - (2)- عبد الغفار حنفي، " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، خيارات -"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص. 39.
  - (3)- عاطف وليم أندراوس، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص. 21.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد تعود على كل من مصدري الأوراق المالية والمشتريين لها<sup>(1)</sup>.

أما من الناحية القانونية فتعرف سوق الأوراق المالية على أنها: " شخصية اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي، بحيث تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في السوق مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وحضور اجتماعات لجان السوق وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين واللوائح أو الصالح العام"<sup>(2)</sup>.

من خلال هذه التعاريف السابقة يمكن أن نعرف سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تهدف إلى التسعير والتمويل ولها عرض وطلب، وراء كل منهما وسطاء، حيث هنا الوساطة تتم بين أشخاص ماليين وليست بين أموال، كما أنها تعمل في إطار آليات معينة وزمان ومكان معين وموضوعها الأوراق المالية ( الأسهم، السندات ).

### الفرع الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية عن غيرها من الأسواق بمجموعة من الخصائص أهمها<sup>(3)</sup>:

- سوق الأوراق المالية هي سوق منتظمة ففي معظم البلدان هناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق.
- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.
- التداول في الأسواق المالية توفر المناخ الملائم لظهور سوق منافسة وبالتالي تتحدد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

(1)- عاطف وليم أندراوس، " أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها " طبعة أولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص. 26.

(2)- صلاح السيد جوده، مرجع سابق، ص. 12.

(3) - طاهر حردان، " أساسيات الاستثمار "، طبعة أولى، دار البداية، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص. 35.



## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

- نظرا للمرونة التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في الوقت نفسه.

- تطور أسواق الأوراق المالية باستمرار يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.

- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب الدراية الكاملة بالمعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض العمليات التي تؤثر سلبا على المستثمر والمجتمع.

### المطلب الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية وأبرز وظائفها

يتجلى الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية من خلال الوظائف التي يقوم بها والأهداف التي تعمل على تحقيقها باعتبارها المرآة العاكسة لوضعية النشاط الاقتصادي، وعليه قبل التطرق إلى أهم وظائفها سنحاول التطرق أولا إلى أقسامها.

### الفرع الأول: تقسيمات سوق الأوراق المالية

تقسم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين هما: سوق الإصدار ( السوق الأولية ) وسوق التداول ( السوق الثانوية).

#### أولا: السوق الأولية ( سوق الإصدار )

و تسمى كذلك سوق الإصدار، و هي تلك السوق التي تهتم بإنشاء تلك الورقة المالية لأول مرة، لذا فإنها تسمى أيضا سوق الورقة الجديدة، التي تهتم فيها بتجميع المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن من قبل و هي السوق التي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراقا مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية.

يتم من خلال السوق الأولية بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات ، وعندما تطرح الأوراق المالية للمرة الأولى من خلال السوق الأولية يكون المصدر شركة جديدة أو شركة قائمة في السوق من سنوات عدة

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

وقد تمثل الأوراق المالية المصدرة نوعاً جديداً للمصدر أو تمثل كميات إضافية لورقة مالية سبق أن طرح لها إصدارات عدة في الماضي.

والمسألة الأساسية التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار هي أنه أياً كان شكل الأوراق المالية المصدرة فإن هذه الأوراق تتمتع أموالاً جديدة لحساب مصدريها.

والجدير بالذكر أنه يوجد نوعين من الطرح للأوراق المالية للاكتتاب العام في السوق الأولية هما: الطرح للتداول العام والطرح للتداول الخاص، حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة في السوق في حالة الطرح العام، بينما تطرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب الطرح الخاص وغالباً ما يكونوا الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: السوق الثانوية ( سوق التداول )

بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة وضخمة إلا أنها لا تصل إلى حجم السوق الثانوية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، ونقل ملكيتها وحيازتها بين أكثر من شخص، وكلما كانت السوق الثانوية سوق نشطة كانت حيوية للاقتصاد أكثر فعالية، فالتعامل الحقيقي يرتبط ارتباطاً قوياً بالسوق الثانوية.

ويتم من خلال السوق الثانوية إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وتبعاً لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها وليست الشركة أو الجهة المصدرة لها.

وتقوم السوق الثانوية للأوراق المالية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه للتقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً. بمعنى أنه بدون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلاً سوقاً أولية ( سوق الإصدار)، ففي السوق الثانوية يمكن تسهيل الأوراق المالية، أي تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع. ولاشك أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولا وتداولاً، حيث يكون من السهل بيعها وتحويلها إلى نقود بسرعة وبدون خسائر.

(1) - عاطف وليم أندراوس، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق "، مرجع سابق، ص. 22.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

وعلى هذا فإن عدم وجود سوق ثانوية للأوراق المالية يعني صعوبة تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، لأنه في تلك الحالة يتعين الاحتفاظ بها- في حالة شرائها- حتى تواريخ استحقاقها، وبالتالي فإنه بالرغم من كونها تمثل استثمارا ماليا مجتبا إلا أنها تسهل من تمويل الاستثمار الحقيقي.

وإلى جانب ما تقدم، تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، حيث أن المشروعات والمؤسسات التي تشتري الأوراق المالية من السوق الأولية سوف تدفع للجهة المصدرة سعرا لا يزيد عن السعر التي تعتقد أن السوق الثانوية تمسكه. وكلما زاد سعر الورقة المصدرة في السوق الأولية ومن ثم الأموال التي يمكن أن تجمعها الجهة المصدرة.

ويتم خلق السوق الثانوية من خلال مجموعة من السماسرة أو التجار، ويعمل السماسرة كوسطاء للتقريب بين المشتري والبائع، بينما يتعامل التجار لحسابهم الخاص ويحددون الأسعار التي يكونوا عندها على استعداد لإتمام عملية البيع أو الشراء<sup>(1)</sup>.

هذا وتنقسم السوق الثانوية إلى سوق رسمية وسوق غير رسمية، فإذا كانت سوقا رسمية أطلق عليها لفظ البورصة أو السوق المنظمة أما إذا كانت غير رسمية فهي تمثل السوق الموازية أو غير المنظمة.

### أ- الأسواق المنظمة

يطلق على السوق المنظمة ببورصة الأوراق المالية، وتعد البورصة بمثابة كيان له مكان مادي ملموس يعمل فيه وكلاء مشتري الأوراق المالية ووكلاء بائعي الأوراق المالية المتداولة والمسجلة والمستوفاة لشروط التداول.

وتتعدد بورصات الأوراق المالية، حيث تتباين بين أسواق وطنية مركزية وأسواق محلية، وتخدم البورصات المحلية أو الإقليمية مناطق محددة وتركز جهودها على الأوراق المالية المتعلقة بالمصالح المحلية لهذه المناطق وتشكل هذه البورصات نسبة محدودة من إجمالي التعاملات في الأوراق المالية، وتتعامل البورصات المركزية في جميع الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة البورصة والأوراق المالية بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهات المصدرة لهذه الأوراق، وتعتبر بورصة نيويورك للأسهم أهم وأكبر بورصات الأوراق المالية في العالم حيث يتم التعامل من خلالها في نحو 85% من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة، وتوجد أيضا بالولايات المتحدة الأمريكية البورصة الأمريكية للأسهم والتي تقع في مدينة نيويورك وتتعامل بنحو 3% من الأوراق

(1) - سمير عبد الحميد ورضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر"، طبعة أولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 29.

المالية المسجلة، وتتميز البورصة الأمريكية عن بورصة نيويورك في أنها تتعامل أساسا في أسهم الشركات الصغيرة والحديثة، ونظرا لصغر حجم التعامل في السندات مقارنة بحجم التعامل في الأسهم داخل كلا البورصتين فقد اثير لهما على أحدهما بورصتي للأسهم، حيث تتركز حركة التعامل في السندات في الأسواق غير المنظمة<sup>(1)</sup>.

### ب- الأسواق غير المنظمة

تعرف السوق غير الرسمية أو كما يطلق عليها البعض بالسوق الموازية أو غير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة غير رسمية و غير مركزية، و يجري التعامل في هذه الأسواق على الأصول المالية غير المقيدة في السوق الرسمية و أصبحت تتعامل حاليا في الكثير من الأدوات المالية والتي منها المشتقات المالية كالعقود الآجلة و هذه العقود يقابلها في الأسواق الرسمية العقود المستقبلية كما تتعامل في عقود الاختيار شأنها في ذلك شأن العقود الرسمية، كما تتعامل بلا منافس في بعض الأدوات التي صارت تحظى بأهمية كبيرة في الأسواق الدولية كعقود تثبيت أسعار الفائدة و هي عقود الحد الأقصى لسعر الفائدة، و عقود الحد الأدنى و عقود الطوق التي تجمع بين النوعين السالفين، و فضلا عن هذا فهي تتعامل في عقود و اتفاقيات المبادلات و بلا منافس لها مطلقا، أما عن كون هذه السوق سوقا للمفاوضة فلأن الأسعار فيها تخضع للتفاوض مع المشتغلين بالمتاجرة في هذه الأسواق من المحترفين و هم طائفة الديلرز و هي غير مركزية لأن عمليات البيع و الشراء لا تتم في مكان واحد معد خصيصا لهذا الغرض كما هو الحال في بورصات الأوراق المالية.

وتمتاز تلك السوق بسهولة التعامل فيها، بحكم تحررها من الكثير من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق الرسمية. وتحدث عملية التبادل في السوق غير المنظمة (التعامل خارج المنصة) من خلال مكاتب المتعاملين وسماسرة السوق، حيث يتوافر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية محل التعامل وأسعارها ويتم الربط بين المتعاملين من خلال شبكة اتصالات قوية، يمكن عن طريقها أن يجري سمسار المستثمر اتصالاته بتجار الأوراق المالية ليختار من بينهم من يقدم أفضل الأسعار<sup>(2)</sup>.

و هناك أسواق فرعية من الأسواق غير المنظمة و هي السوق الثالثة و السوق الرابعة

(1) - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياص، " أسواق المال "، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص. 275.

(2) - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص. 24.

- السوق الثالثة

وهي بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، و تختص بالتعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، و هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم للشراء و بيع تلك الأوراق و بأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، و العملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات و حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية<sup>(1)</sup>.

- السوق الرابعة

يقصد بالسوق بالرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية دون وساطة، و الهدف منها هو استبعاد الشركات التجارية و السمسرة بهدف تخفيض النفقات، و يتم التعامل فيها من خلال شبكة اتصال الكترونية تسمى، "INSIT NET"، حيث يتم عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.

وسواء كانت سوق التداول منظمة أو غير منظمة، فثمة ضرورة لوجود ما يسمى بصانع السوق، ويكون صانع السوق محتفظا بمخزون من الأوراق المالية يجعله على استعداد في أي وقت لبيع و شراء الأوراق المالية التي يتعامل فيها، ويلعب ما يسمى بالمتخصص دور صانع السوق في الأسواق المنظمة، حيث يتخصص في التعامل في ورقة أو مجموعة من الأوراق المالية، و يجمع نشاطه بين السمسرة والاتجار، فإذا قام المتخصص بالتوفيق بين رغبات المشترين ورغبات البائعين فهو يعمل كسمسار، وإذا لم يتم التوفيق بينها يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون الأوراق المالية لتوفيق الرغبات، و من ثم فهو في تلك الحالة يعمل كتاجر<sup>(2)</sup>.

(1)- رسمية أحمد أبو موسى، " الأسواق المالية والنقدية "، طبعة أولى، دار المعتر، عمان، 2005، ص.45.

(2) - حمزة محمود الزبيدي، " الاستثمار في الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص.119.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

والشكل الموالي يلخص لنا أقسام سوق الأوراق المالية

شكل رقم (1-1): أقسام سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- (1) - عاطف وليم أندراوس، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق "، مرجع سابق، ص. 22.
- (2) - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 24.
- (3) - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياص، مرجع سابق، ص 275.



### الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بوظائف متعددة ومتنوعة والتي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له وما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أدائها وتلخص هذه الوظائف في<sup>(1)</sup>:

- إيجاد حلقة اتصال بين البائعين والمشتريين الأمر الذي ييسر سبل الاستثمار وتمويل الاقتراض.
- تشجيع الادخار وذلك بفتح مجال واسع أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة.
- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية الأمر الذي يضمن عائدا ملائما للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي.
- وجود السوق يساعد راسمي السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في الرفاهية والتنمية الاقتصادية.
- أيضا من وظائف السوق توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن اختيار وسائله الاستثمارية وتمكينه من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة.

### المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية

يقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق فهو أداة لتحديد اتجاهات الأسعار في السوق بصفة عامة، أو لقطاع ما في السوق، حيث يعتبر المؤشر أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة.

### الفرع الأول: تعريف المؤشرات وأنواعها في سوق الأوراق المالية

#### أولا: تعريف المؤشر

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيرات الحادثة في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر بنسبة مئوية للتغيرات عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات أو الصناديق... إلخ، ارتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا بقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل<sup>(2)</sup>.

(1) - طاهر حردان، مرجع سابق، ص. 35.

(2) - عصام حسين، مرجع سابق، ص. 35.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

ويقاس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق الأوراق المالية والذي يستهدف المؤشر قياسه.

ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو لمجموعة معينة من الأسهم وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين، ونستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة، حيث يستخدم لكل سوق مؤشرا وعدد من المؤشرات لتقييمه<sup>(1)</sup>.

كما تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة، وأداة للتنبؤ بحركة تطوره من جهة أخرى، حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة، والحكم عن أداء المديرين، وتقدير مخاطر المحفظة المالية<sup>(2)</sup>.

من خلال ما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل لمؤشر سوق الأوراق المالية:

مؤشر سوق الأوراق المالية هو قيمة رقمية لقياس تطور الأسعار، وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا، من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة، أو قطاع ما بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة.

### ثانيا: أنواع مؤشرات سوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف مؤشرات البورصة وفقا لمعيارين أساسيين هما: حجم العينة المكونة للمؤشر ومنهجية أو كيفية بنائه وذلك كما يلي<sup>(3)</sup>:

(1)- المرجع السابق، ص.35.

(2) - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص.251.

(3)- société de gestion de la bourse des valeurs, lanégociation en bourse, ouvrage collectifs, la bourse algerienne, publication N0 3, décembre 1998, pp.22-25.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

أ- **المؤشر العام**: وهو مؤشر يمثل السوق ككل بمختلف أنشطته خلال فترة معينة، وبالتالي ينبغي أن يشمل المؤشر معظم إن لم نقل كل القيم المتداولة في هذه السوق كي يتسنى له عكس حالتها بكل مصداقية.

ب- **المؤشر الخاص**: يشمل هذا النوع من المؤشرات على عدد محدد من القيم، مركزا في الغالب على قياس الحالة التي عليها قطاع أو صناعة معينة دون سواها.

ج- **المؤشر الخاص بعنصر واحد**: يقيس هذا المؤشر، كما تشير تسميته بالمؤشر الغير المرجح الحالة التي عليها متغيرة واحدة كالسعر مثلا أو الكمية ويحسب هذا المؤشر عموما كمتوسط حسابي كما يلي:

$$\bar{X} = \sum_{i=1}^n P_i / n$$

حيث:  $p$  : سعر السهم  
 $n$ : مجموع عدد الأسهم.

أما في حالة ما إذا وجد فرق كبير بين أصغر وأكبر قيمة للسعر، يفضل استعمال المتوسط الهندسي بدل المتوسط الحسابي والذي يمثل الجذر النوبي لنتائج ضرب الأسعار.

$$G = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n P_i}$$

د- **المؤشر المركب**: يتضمن هذا المؤشر أو ما يعرف بالمؤشر المرجح توفيقا من المتغيرات عادة ما يكون السعر وعدد الأسهم المتداولة، وتمثل القيمة السوقية ناتج سعر السهم المتداول في عدد الإصدارات المتداولة<sup>(1)</sup>:

La capitalisation de marché courante

L'indice Valeur courant =  $\frac{\text{La capitalisation de marché courante}}{\text{La capitalisation de marché de l'année ajustée}}$

(1) - société de gestion de la bourse des valeurs, op.cit, p.23.

$$I_t = \frac{\sum P_{it} \cdot Q_i}{\sum P_{i0} \cdot Q_i} I_0$$

ويعبر عنه رياضيا كما يلي:

حيث:

$I_t$ : قيمة المؤشر حاليا.  $P_{i0}$ : سعر الإصدار  $i$  في فترة الأساس.

$P_{it}$ : سعر الإصدار  $i$  في الفترة الحالية.  $I_0$ : قيمة المؤشر في فترة الأساس.

$Q_i$ : عدد الإصدارات  $i$  المتداولة.

وتجدر الإشارة أنه إلى جانب هذه الأشكال أو الأنواع فإن مؤشرات البورصة تقسم إلى مؤشرات مرجحة و أخرى غير مرجحة ، نوع يتداول في بورصات خاصة بالمؤشرات ونوع آخر لا يتداول، يتداول بعضها في الأسواق الفورية و الأسواق الآجلة، بالإضافة إلى أن هناك من المؤشرات ما يقيس نتائج الاستثمارات (investment performance Index) وغيرها من الأنواع<sup>(2)</sup>.

وعليه يمكن القول أن هناك العديد من مؤشرات البورصة التي تختلف سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف، أي القطاع المراد قياس حالة السوق بالنسبة له أو من حيث قابلية التداول إلى درجة أن تنوع وتطور المؤشرات قد وصل إلى إنشاء مؤشرات المؤشرات (les indices d'indice) .

### الفرع الثاني: بناء المؤشرات

نتيجة للأهمية التي ارتقت إليها المؤشرات فضلا عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي العام للدولة أو للتنبؤ بما سيكون عليه مستقبلا جعلها كغيرها من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وهو ما دعت إليه الحاجة للبحث عن طرق بناء وحساب هذه المؤشرات<sup>(1)</sup>.

(2) P. Gobry , les indices boursières et les marchés d'indice boursière , Presses Universitaires , France , 1er édition , 1990 , p.p.11.12.

(1) - السيد متولي عبد القادر، " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير " طبعة أولى، دار الفكر، عمان، 2010، ص ص.195-197.

أولاً: اختيار العينة

تعرف العينة بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون العينة المختارة ملائمة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والانتساع والمصدر.

- **الحجم:** يعني عدد الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر، وكلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.

- **الانتساع:** يعني أن العينة المختارة تمثل وتغطي مختلف القطاعات الاقتصادية المشاركة في السوق، وعلى ذلك فإن المؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة.

- **المصدر:** أي مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

ثانياً: تحديد الأوزان النسبية لأفراد العينة

تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة.

و هناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. و هذه المداخل تتمثل في:

أ- **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، و لكن يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها، و من الأمثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر داوجونز الذي يحتوي على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك.

ب- **مدخل الأوزان المتساوية:** و ذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، و من الأمثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر FT30 الذي يجمع ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

ج- مدخل الأوزان على أساس القيمة: أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر. و هذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي داخل المؤشر، بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، و هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

و من أهم الأمثلة على المؤشرات التي تتبع مدخل الأوزان حسب القيمة يأتي مؤشر 500 ستاندرد أندبور أو (S&P500) (Standard & Poor Index 500). و الذي يحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل: 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك منها: 400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال و البنوك و التأمين.

أما عن طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة:

نستخدم الصيغة التالية في حساب المؤشر حسب مدخل الأوزان على أساس القيمة، نستخدم الصيغة التالية:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum ptQt}{\sum PbQb}$$

حيث أن:

$\text{Index}_t$ : قيمة المؤشر في الفترة t  $\text{Pb}$ : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

$\text{Pt}$ : إقفال أسعار الأسهم في الفترة t  $\text{Qb}$ : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

$\text{Qt}$ : عدد وحدات الأسهم في الفترة t

### الفرع الثالث: بعض المؤشرات العالمية

تقاس حركة و اتجاهات الأسهم في أسواق الأوراق المالية من خلال المؤشرات، و التي يتكون كل منها من مجموعة من الشركات من المفترض أن تعكس حالة السوق و مدى كفاءته، بالإضافة لمعدل ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم و لعل أهم المؤشرات العالمية هي:

في الولايات المتحدة الأمريكية كل من مؤشر داوجونز و مؤشر ستاندرد بورز 500، في اليابان مؤشر نيكاي، و في فرنسا مؤشر كاك.



أولاً: مؤشر داوجونز

تم استخدام مؤشر داوجونز ابتداءً من عام 1884، و قد أعد في البداية من عينة مكونة من 9 أسهم صناعية، و في عام 1898 ارتفعت العينة إلى 12 سهماً، ثم في عام 1916 إلى 12 سهماً، و في عام 1928 ارتفع حجم العينة إلى 30 سهماً، و مازالت هذه العينة على أساس 30 سهم حتى الآن، حيث أصبح لمؤشر داوجونز أثر كبير على نفسيات المستثمرين و على مختلف قطاعات الاقتصاد الأمريكي، و هو ينتشر يوميا في الصحف المالية ووسائل الاتصال الأخرى.

يتكون مؤشر داوجونز من ثلاث مؤشرات هي: مؤشر صناعي، مؤشر للمواصلات و مؤشر للمنافع، و مع أن هذه المؤشرات تميل للتحرك في نفس الاتجاه تقريبا، إلا أن المؤشر الصناعي يعتبر أهمها و يهتم به معظم المستثمرين و يحتوي هذا المؤشر على 30 شركة لكل شركة سهم واحد، حيث تمتاز هذه الشركات ب: ارتفاع قيمتها السوقية، عراقة الشركات، ضخامة الحجم و عدد المساهمين، حجم تداوله كبير و يومي<sup>(1)</sup>.

ثانياً: مؤشر ستاندر د اندبورز 500

في عام 1923 بدأت شركة ستاندر د اندبورز الأمريكية بنشر مؤشر أسعار لبورصة نيويورك، يعتمد على معدل أسعار 233 سهماً و تتضمن مؤشرات إضافية لـ 26 مجموعة صغيرة، و قد ارتفع عدد الشركات في هذا المؤشر إلى 500 شركة في عام 1957.

و يقاس هذا المؤشر بمعدل أسعار أكبر 500 شركة مسجلة في السوقين:

- سوق نيويورك المالي.

- سوق الأسهم المالي.

و مؤشر ستاندر د اندبورز يضم 500 ورقة مالية راجعة لمختلف قطاعات الاقتصاد الأمريكي

400 شركة ضمت الشركات المشار إليها هي شركات صناعية، 40 مؤسسة هي مصالح عامة.

40 شركة هي مصارف أو شركات مالية، 20 مؤسسة هي شركات النقل.

(1) - عصام حسين، مرجع سابق، ص. 37.

و خلافا لمؤشر داوجونز الذي يجري احتسابه باستخدام المتوسط الحسابي أي بإهمال الأوزان، فإن مؤشر ستاندر داندبورز 500 هو مؤشر مرجع يراعى في احتسابه الأوزان الترجيحية، فيظهر التغيرات النسبية في أوراق الشركات التي يشملها المؤشر مقارنة بنسبة الأساس، حيث أعطى لفترة الأساس (1941 - 1943) الرقم 10<sup>(1)</sup>.

### ثالثا: مؤشر نيكاي

يعتبر هذا المؤشر أهم مؤشرات سوق الأسهم في اليابان، استعمل أول مرة في السابع من سبتمبر 1950، و يتم حسابه باتباع أسلوب مؤشر داوجونز، لكن عدد الشركات الداخلة في مؤشر نيكاي تبلغ 225 شركة تمثل 70% من الشركات الكبرى في سوق طوكيو، و يستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية و مقياس للعوائد، و مساعدة المستثمرين على تكوين محافظ أوراقهم المالية. و يتم تغيير المؤسسات الداخلة في حساب المؤشر حسب أوضاع تلك الشركات، من حيث سيولة أسهمها في السوق، و مدى تمثيلها لقطاع الصناعة التي تنتمي إليها<sup>(2)</sup>.

### رابعا: مؤشر الكاك 40

تقوم بورصة باريس بحساب هذا المؤشر على أساس أنه مرجح بالأسهم الحرة المتاحة للتداول لعدد من الشركات يبلغ أربعين شركة تمثل التي يتم تداول أسهمها في البورصة، و إن خصائص اعداد هذا المؤشر جعلت منه مؤشرا من نوعية موازية لتلك التي تتمتع بها أهم المؤشرات مثل: ستاندر داندبورز 500، لكن ذلك لا يطرح مشكلة فعلية نظرا لأن تلك الأوراق المالية تمثل تطور مجموع الأسهم المتداولة في باريس<sup>(3)</sup>.

(1) - محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص. 251.

(2) - وسام ملاك، " البورصات والأسواق العالمية "، الجزء الأول، طبعة أولى، دار المنهل، لبنان، 2003، ص. 409.

(3) - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص. 218.

### المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية السلع الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال وهي مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للمؤسسات التي تبحث عن الأموال لتمويل استثماراتها، حيث نجد أنه توجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية، فيمكن التمييز بين أوراق مالية تمثل مستندات ملكية وأخرى تعتبر مستندات مديونية، وإلى جانب هذه الأدوات ظهرت أدوات جديدة جراء التطورات الاقتصادية والتي تعرف بالمشتمقات المالية.

### المطلب الأول: الأسهم

تعتبر الأسهم من أهم الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وسوف نحاول من خلال هذا المطلب تعريف الأسهم وإبراز مختلف أنواعه.

### الفرع الأول: مفهوم السهم

السهم عبارة عن صك ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة المساهمة يعطي لصاحبه الحق في حصة من رأسمال الشركة المصدرة له، وهو الأداة الرئيسية لتمويل الشركة لما له من مزايا عديدة حيث نجد أنه عند إصدار المزيد من الأسهم يؤدي ذلك إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى هيكل رأس المال مما ينجم عنه زيادة القدرة الاقتراضية للشركة<sup>(1)</sup>.

كما يعرف على أنه منتج مالي (ورقة مالية) طويل الأجل يمثل مستند ملكية لجزء من رأس المال الاجتماعي للشركة التي أصدرته، وعلى هذا فإن للأسهم عوائد متغيرة وذلك لأن المساهم يتحصل على نسبة من الأرباح يتماشى مع ما يملكه من أسهم، ولهذا فإن العوائد تتوقف على قيمة الأرباح المحققة وأيضا على قرار الجمعية العامة للمساهمين في توزيع الأرباح أم لا، له ثلاث قيم وهي: القيمة الاسمية، القيمة الدفترية والقيمة السوقية<sup>(2)</sup>.

(1) - رفيق مزاهدية، " كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات " رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2007، ص.17.

(2) - جبار محفوظ، " الأوراق المالية المتداولة في البورصة " الجزء الثاني، طبعة أولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص.10.

## الفرع الثاني: أنواع الأسهم

يعتمد في عملية تقسيم الأسهم إلى عدة معايير من بينها معيار أو طريقة التداول، طريقة لتسديد قيمتها والتقسيم حسب الحقوق المكفولة.

أولاً: التصنيف حسب طريقة التداول: وتتمثل في<sup>(1)</sup>:

### أ- الأسهم الاسمية:

وهي الأسهم التي يسجل اسم حاملها على الورقة بحيث يمكنه بيع هذه الورقة لمستثمر آخر، وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى بجدول التنازلات.

### ب- الأسهم لحاملها:

وهي الأسهم التي يتم تداولها دون كتابة اسم المالك على وجه الورقة وتنتقل ملكية السهم في هذه الحالة بمجرد الحيازة الفعلية للسهم، لذا لا يجوز إصدار أسهم لحاملها إلا إذا كانت القيمة مدفوعة بالكامل.

ثانياً: التصنيف حسب طريقة التسديد: وتتمثل في ثلاثة أنواع هي<sup>(2)</sup>:

### أ- الأسهم العينية:

وهي تكون في شكل حصة عينية من رأسمال الشركة كالمساهمة على شكل استثمار مادي أو مخزونات أو براءة اختراع، بحيث أنه لا يمكن للشركة تسليم هذه الأسهم لأصحابها إلا بعد استلام الموجودات التي تقابلها، وتعتبر في هذه الحالة قيمتها مدفوعة بالكامل وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة زمنية عادة ما تكون سنة.

(1) - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص.68.

(2) - بوكساني رشيد، " معوقات الأسواق المالية العربية "، رسالة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص.57.

ب- الأسهم النقدية:

وهي التي يدفع حاملها مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.

ج- الأسهم المختلطة:

وهي أن يدفع المساهم جزءا من قيمتها مقابل عيني والجزء الباقي يسدد نقدا.

ثالثا: التصنيف حسب الحقوق المكفولة

أ- الأسهم العادية:

وهي تعد بمثابة حق في ملكية الشركة وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا أو قرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أو كلها، وفي حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات والأسهم الممتازة<sup>(1)</sup>.

وللسهم العادي قيم مختلفة نذكر منها<sup>(2)</sup>:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم وعلى عقد التأسيس.

- القيمة الدفترية: وهي عبارة عن قيمة الشركة والتي هي محاسبيا تساوي رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

- القيمة السوقية: وهي تعبر عن سعر السهم في السوق أو سعر التداول وهذه القيمة تتغير بناء على عدة عوامل مختلفة كالعوائد التي تحققها الشركة والتوزيعات وغيرها من العوامل الأخرى.

(1) - عصام حسين، مرجع سابق، ص.100.

(2) - محمد صالح جابر، " الاستثمار بالأسهم والسندات "، دار وائل للنشر، عمان، 2002، ص.27.

1- خصائص الأسهم العادية: وتمثل في<sup>(1)</sup>:

- تعتبر الأسهم العادية غير محدودة العمر ولا الأرباح على عكس السندات.
  - يحق لشركة المساهمة سحب جزء من أسهمها من التداول عن طريق إعادة شرائها من حاملتها، كما يحق لأي مستثمر أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة.
  - يحصل حملة الأسهم العادية على توزيعات تتوقف على الأرباح التي تحققها الشركة، فتوزيعات الأسهم العادية متغيرة من سنة إلى أخرى.
  - الأسهم العادية تأتي بعد السندات والأسهم الممتازة من حيث الأولوية في استرداد رأس المال عند إفلاس أو تصفية الشركة.
- و بالإضافة الى هذه الأنواع من الأسهم توجد اتجاهات جديدة بخصوص الأسهم العادية وهي<sup>(2)</sup>:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

- وهي التي ترتبط فيها توزيعات بكمية الإنتاج أو بقيمة الأرباح المحققة من قبل قسم معين كقسم الإنتاج أو التوزيع مثلاً.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

- الأصل في التوزيعات أنها ليست من المصاريف الاجمالية ، إلا أنه بإصدار الشركة هذا النوع من الأسهم للعمال تستفيد من خبرة خصم التوزيعات من الإيرادات المحققة قبل فرض الضريبة وهو ما يحقق لها في الأخير من وفر ضريبي من جانب وتحسين مردود العامل من جانب آخر.

(1) - شريك رفيق، " دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال "، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2005، ص.31.

(2) - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص.35.



- الأسهم العادية المضمونة:

تعطي الحق لحاملها بالعودة إلى الشركة المصدرة لطلب تعويض فيما لو تعرض سعر بيع أسهمها في السوق إلى انخفاض خلال فترة محددة.

ب- الأسهم الممتازة:

ويطلق عليها أسهم الأفضلية أو الأولوية، وهي تمثل مصدرا هاما من مصادر التمويل الخارجي طويل الأجل، حيث يعد هذا النوع من الأسهم هجينا لأنه يجمع ما بين صفات الأسهم العادية وصفات السندات، فهي توفر لمالكها عائد محدد كنسبة مئوية من قيمة السهم الاسمية.

والسهم الممتاز يمثل مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، حيث نجد أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تتمثل في القيمة التي تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة وليس للسهم الممتاز تاريخ استحقاق<sup>(1)</sup>.

ولحملة هذا النوع من الأسهم يتمتعون بمجموعة من الحقوق نذكر منها<sup>(2)</sup>:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.

- عند تصفية الشركة فإن حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية في استيفاء قيم أسهمهم قبل سداد قيمة الأسهم العادية.

1- خصائص الأسهم الممتازة: تتمثل في<sup>(3)</sup>:

- هو صك ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة.

- في حالة تصفية الشركة يحصل حملة الأسهم على جزء من الأرباح وحصصة من رأس المال.

- حق الاشتراك في الجمعيات العمومية والتصويت.

(1) - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص.151.

(2) - ضياء مجيد، " البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها - " مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص.40.

(3) - المرجع السابق، ص.41.

- إن أرباح السهم غير محدد مقدما وتعتمد على المركز المالي للشركة.

## 2- أنواع الأسهم الممتازة:

تصنف الأسهم الممتازة هذا حسب الاتجاهات الحديثة إلى<sup>(1)</sup>:

### 2-1- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:

يكون لحملة هذا النوع من الأسهم الحق في المطالبة بالأرباح المتأخرة في حالة عدم كفاية الأرباح المحققة في إحدى السنوات لدفع النسبة المقررة لهم في سنة ما.

### 2-2- الأسهم الممتازة غير مجمعة للأرباح:

في هذا النوع من الأسهم لا يكون لأصحابها حق مشاركة حملة الأسهم العادية في باقي أرباح الشركة بعد استيفاء نسبة الأسهم منها، وهذا عندما تكون معدلات الأرباح الموزعة على الأسهم العادية أكبر من الحد الأدنى المتفق عليه في عقد الشركة.

### 2-3- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

وهي التي يكون لأصحابها حق مشاركة حملة الأسهم العادية في باقي أرباح الشركة بعد استيفاء نسبة الأسهم منها، وهذا عندما تكون معدلات الأرباح الموزعة على الأسهم العادية أكبر من الحد الأدنى المتفق عليه في عقد الشركة.

### 2-4- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

هذا النوع من الأسهم يتم تصنيفه من قبل الشركة التي أصدرته إلى أسهم قابلة للاستدعاء وأسهم غير قابلة للاستدعاء، وقابلية هذا النوع من الأسهم للاستدعاء يمنح للشركة المصدرة حق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها بسعر محدد وخلال فترة زمنية معينة من تاريخ الإصدار، مما يحقق للشركة المصدرة ميزة استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين.

(1) - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص. 162.

كما نجد أيضا توجهات جديدة بشأن الأسهم الممتازة يمكن ذكرها كالتالي<sup>(1)</sup>:

### - الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

ظهر هذا النوع من الأسهم في أمريكا، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزانة ويجرى تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على عائد سندات الخزانة، وقد حدد مجال تغير نسبة التوزيعات بين 7.5% إلى 15.5% من القيمة الاسمية للسهم.

### - الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث أنه عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

### المطلب الثاني: السندات

تعد السندات إحدى أدوات المديونية التي تعتمد عليها الشركات والحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل ويتميز هذا النوع من الأدوات بثبات العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرها<sup>(2)</sup>.

كما يمكن تعريف السند أيضا بأنه التزام مالي يتعهد بموجبه مصدر السند بدفع فوائد دورية للمحتفظ بالسند خلال فترة زمنية إلى غاية تسديد قيمة القرض<sup>(3)</sup>.

وهذا النوع من الأوراق يوفر لحاملها مجموعة من الحقوق نذكر منها<sup>(4)</sup>:

- لحامل السند الحق في الحصول على الفوائد المتفق عليها بصورة دورية وفي مواعيدها.

- التزام الشركة برد قيمة السند لحامله عند حلول أجله.

(1) - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص.60.

(2) - رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص.23.

(3) - محمد يوسف عنتر الفالوجي، " اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف "، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، قسم المحاسبة، الجامعة الإسلامية، 2007، ص.18.

(4) - محمد يوسف ياسين، " البورصة "، طبعة أولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص.50.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

- الأولوية في استرداد أموالهم عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

### الفرع الأول: خصائص السندات

تتصف السندات بالعديد من الخصائص تتعلق بطبيعتها وهي<sup>(1)</sup>:

- السند يمثل دين أو التزام على الشركة المصدرة له، وحامل السند هو بمثابة دائن للشركة المصدر له.
- لحامل السند حق الأولوية في استيفاء حقوقه سواء كانت من أرباح الشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس قبل حملة الأسهم.
- قابلية السند للتداول مثله مثل السهم فتتوقف طريقة تداوله على شكله، فإن كان اسمياً فتداوله يكون بقيد التصرف في سجلات الشركة وإن كان لحامله فبالمنافاة اليدوية وإن كان لأمر فبالتظهير.
- السند أداة استثمارية ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فوائد دورية وثابتة .
- تصدر السندات بأجال محددة ويسجل تاريخ استحقاقها في عقد الإصدار ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند وكذلك السعر السوقي له.
- لا يحق لحامل السند الاشتراك في إدارة الشركة فهو دائن للشركة وليس مالك لها.

(1) - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص.ص.27.28.

الفرع الثاني: أنواع السندات

يمكن تصنيف السندات طبقاً لعدة معايير منها<sup>(1)</sup>:

أ- التصنيف حسب جهة الإصدار: وتتمثل في:

- 1 - السندات التي تصدرها شركات الأعمال: وهي سندات التي تصدرها الشركات المساهمة العامة المحدودة.
  - 2 - السندات الحكومية: وهي التي تصدرها جهات حكومية والممثلة في البنوك المركزية لتمويل المشاريع ذات المنفعة الاجتماعية أو كوسيلة لتغطية العجز في ميزانيتها أو بغرض تقليص الكتلة النقدية وتخفيض معدل التضخم.
- ب- التصنيف حسب نوع الإصدار: تتمثل في:

- 1- السندات المصدرة بالقيمة الاسمية: وهي سندات تصدر بقيمة اسمية معينة مدونة على السند بحيث يتعين على المكتتب بدفع هذه القيمة بالكامل عند الاكتتاب، ويسترد هذه القيمة عند حلول الأجل المحدد لاستحقاقها ولا تعطي هذه السندات أية ميزة سوى الحصول على فائدة ثابتة لذلك يكون سعر الفائدة عليها مرتفعاً.
- 2- السندات المصدرة بعلاوة أو بخصم: في حالة الإصدار بعلاوة والمقصود بها هو إصدار السندات بأعلى من قيمتها الاسمية أما في حالة الإصدار بخصم فهي إصدار السند بأقل من قيمته الاسمية وفي كلتا الحالتين فإن المستثمر يتحصل على القيمة الاسمية للسند بتاريخ الاستحقاق ولكنه في الحالة الأولى يحقق خسارة رأسمالية بينما يحقق ربحاً رأسمالياً في الحالة الثانية.

(1) - العديد من المراجع أهمها:

- محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص.46.

- لطرش سميرة، " كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "، رسالة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010، ص.35-40.

- نظير رياض محمد الشحات، " إدارة محفظة الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات "، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 2007، ص.93-95.

ج- التصنيف حسب آجال الاستحقاق:

1- **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتجاوز أجل استحقاقها السنة ويتم تداولها في سوق النقد، ومن أبرز الأمثلة عليها ما يسمى بأذونات الخزينة التي يصدرها البنك المركزي.

2- **سندات متوسطة وطويلة الأجل:** لا يوجد إجماع حول مدة استحقاق هذه السندات، إلا أن العرف جرى على اعتبار أن السندات المتوسطة الأجل تستحق خلال الفترة التي تزيد عن السنة أو تقل عن سبعة أو عشرة سنوات، أما عن السندات طويلة الأجل وهي التي تستحق خلال فترة تزيد عن عشرة سنوات، وتتنصف بارتفاع معدل الفائدة لارتفاع درجة المخاطرة.

- **السندات الدائمة:** وهي السندات التي ليس لها تاريخ استحقاق محدد، ويحصل حامل هذا النوع من السندات على مبلغ فائدة سنوي ثابت ولمدة طويلة جدا.

هـ- التصنيف حسب أسلوب تحديد أسعار الفائدة:

1- **السندات ذات سعر فائدة ثابت:** وهي تلك السندات التي تعطي لحاملها حق الحصول على معدل فائدة محدد في عقد السند وغير قابل للتغيير بغض النظر عن معدلات الفائدة السائدة في السوق.

2- **السندات ذات سعر فائدة متغير:** وهي تلك السندات التي تصدر بمعدل فائدة متغير أو عائم، على أن يعاد النظر به دوريا كل ثلاثة أو ستة أشهر ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

و- التصنيف حسب القسيمات (الكوبونات) المرفقة للاكتتاب:

1- **السندات المرفقة بقسيمات "كوبونات الاكتتاب في السندات":**

وهي السندات التي تسمح لحاملها بالحصول على سندات أخرى لنفس الشركة المصدرة في تاريخ معين وبسعر محدد مسبقا في عقد الإصدار، حيث يرفق كل سند بقسيمة (كوبون) يمكن استبداله بسند جيد مع العلم أنه يمكنه تسجيل هذه الكوبونات في البورصة بصفة مستقلة عن السندات الأصلية، كما أن معدل الفائدة لهذه السندات يكون أقل من معدل الفائدة السائد في السوق لأن الكوبونات المرفقة بسندات تعطي حاملها امتياز أو حق في شراء سندات أخرى وبسعر محدد، ويكون السعر هنا مهم جدا خاصة مع ارتفاع القيمة السوقية للسند.

## 2- السندات المرفقة بقسيمات الاكتتاب في الأسهم:

وهي التي يكمن لحاملها الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية، حيث أن تسليم أحد القسيمات المرفقة بالسند تمكنه من الحصول على سهم أو عدة أسهم بسعر يحدد مسبقا وبفترة زمنية محددة كذلك، فحامل هذه السندات بالإضافة إلى كونه مقرضا قد يصبح مساهما مستقبلا.

وهناك أنواع أخرى من السندات نذكرها:

**1- السندات القابلة للتحويل:** تتميز هذه السندات بإمكانية قيام حاملها بتحويلها لدى نفس الجهة المصدرة وحسب رغبتهم إلى أسهم عادية تكسبهم حق الملكية ولهم نفس حقوق المساهمين العاديين وعليهم نفس واجبات هذا الأخير، ويكون هذا خلال فترة محددة في عقد إصدار السندات مسبقا.

**2- سندات ذات الدخل:** يشترط في هذا النوع من السندات أن تقوم الشركة المصدرة للسند بدفع فوائد عندما تحقق أرباحا لأصحاب السندات، وبالتالي ليس من حق حامل السند مطالبة الشركة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة أرباحا.

**3- السندات القابلة للاستدعاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة استدعاء يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها، لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق الأوراق المالية، وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء فمن سندات تكون قابليتها للاستدعاء مطلقة وفي هذه الحالة يكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أية لحظة تريد بعد إصداره، وعلى حامل السند الالتزام بتقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة، وإذا امتنع عن ذلك يحرم من فائدة السند، وهذا النوع من السندات نادر الوجود، بينما الأكثر شيوعا هو السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5-10 سنوات من تاريخ إصداره، وبذلك لا يجوز للشركة المصدرة استدعاء السند قبل مضي هذه المهلة ولكن بمجرد انتهاء هذه المهلة تصبح حررتها مطلقة في استدعائه<sup>(1)</sup>.

(1) - محمد مطرو فايز تيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية " طبعة أولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص.ص.104.105.



الفرع الثالث: مقارنة بين الأسهم والسندات

ما سبق التطرق عليه يمكن تلخيص أهم الفروق بين الأسهم والسندات في الجدول الموالي:

الجدول رقم (1-1): مقارنة بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم	نوع الورقة المالية / طبيعة الفرق
		العائد
- الفائدة المتحصل عليها محددة ومؤكدة الاستحقاق وتاريخها معروف ومحدد.	- أرباحها غير محددة والأرباح التي يحصل عليها حملة الأسهم غير مؤكدة التحقيق وغير مؤكدة التوزيع وتاريخها غير محدد.	
		تاريخ الاستحقاق
- قابلة للسداد والاستدعاء ولها أجل محدد في عقد الإصدار.	- غير قابلة للسداد أو الاستدعاء وليس لها أجل محدد.	
		التصويت
- لا يحق لحامل السند التدخل في الإدارة والتصويت وانتخاب مجلس الإدارة.	- يحق لحامل السهم التدخل في الشؤون الإدارية والقيام بالتصويت عن طريق الجمعية العامة.	
		الضمان
- في بعض الأحيان يتم تقديم ضمان لحامل السند.	- لا يتم تقديم ضمان لحامل السهم	
		الأسبقية
- عند تصفية الشركة فإن حملة السندات لهم الأولوية في استلام مستحقاتهم قبل حملة الأسهم بغض النظر عن النتيجة المسجلة ربح أم خسارة.	- عند تصفية الشركة فإن سداد التزامات حملة الأسهم تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات.	
		الطبيعة القانونية
- تمثل ديناً على الشركة أو الحكومة.	- تمثل ملكية الشركة المساهمة في رأس مال الشركة	
		استرداد المبلغ المستثمر
- يمكن استرداده في الموعد لاستحقاق	- لا يمكن استرداد رأس ماله إلا	

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

السداد (نهاية مدة القرض) بالكامل.	بالباع في البورصة أو عند التصفية ويكون قابل للتغير بالزيادة أو النقصان.	
- ليس لهم الحق في ذلك إلا في حالات استثنائية.	- لهم الحق في ذلك	حضور الجمعيات العامة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- نظير رياض محمد الشحات، مرجع سابق، ص.96.

- جبار محفوظ، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص.ص.78.79.

### المطلب الثالث: المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول رئيسة تمثل موضوع العقد مثل: الأسهم والسندات.... وغيرها. وهي تظهر كبنود داخل الميزانية وتنشأ عنها تدفقات نقدية، وعليه فإن المشتقات المالية هي أدوات خارج الميزانية ولا ينشأ عنها تدفقات نقدية، ومن أهم هذه الأدوات المشتقة نجد كل من: عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات (المقايضات).

### الفرع الأول: عقود الخيار

#### أولاً: تعريف عقود الخيار

تعد عقود الخيار أحد الأدوات الاستثمارية الحديثة لكونها تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي قد يتعرض لها، والتي يعد أبرزها التقلبات التي تطرأ على أسعار الأسهم.

وعليه يمكن القول بأن عقد الخيار هو: اتفاق بين طرفين، الطرف الأول: مشتري الخيار والثاني: بائع الخيار، لشراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد متفق عليه مقدماً. وهذا النوع من الاتفاق يعطي لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني يسمى العلاوة، على أن يتم التنفيذ خلال فترة محددة<sup>(1)</sup>.

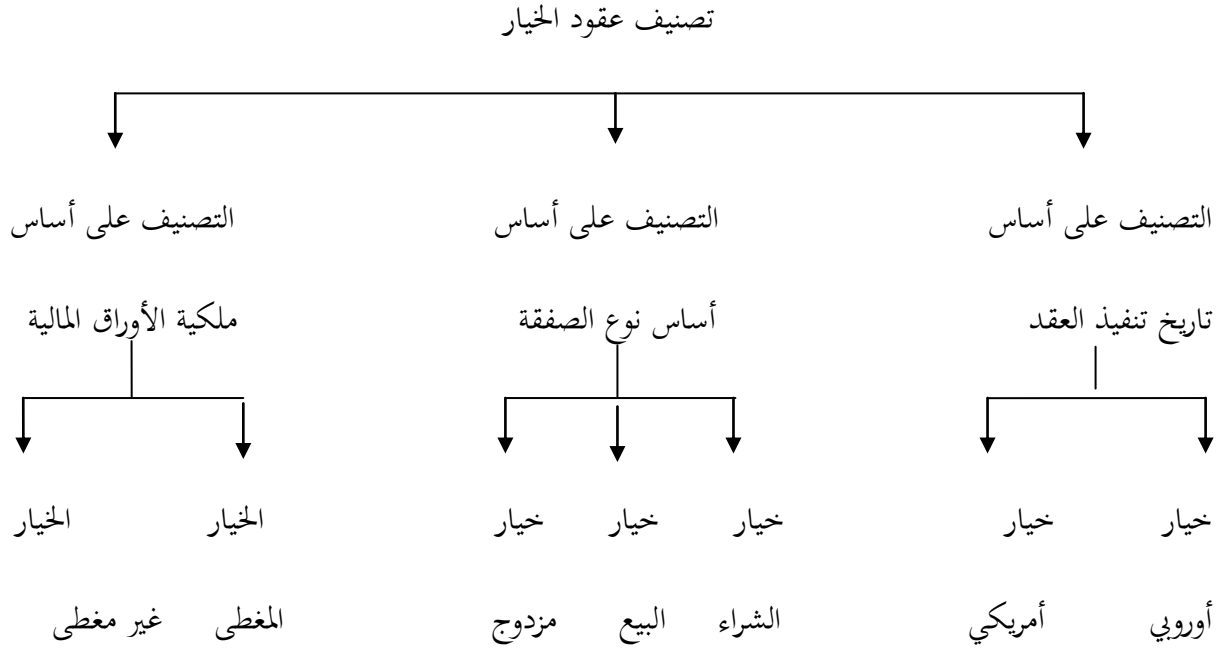
(1) - حسين بن هاني، "الأسواق المالية" طبعة أولى، دار الكندي، الأردن، 2002، ص.171.

ثانياً: أنواع عقود الخيار

هناك العديد من المعايير التي يعتمد عليها في تصنيف عقود الخيار والتي يمكن تلخيصها في الشكل

الموالي<sup>1</sup>:

الشكل رقم (1-2): أنواع عقود الخيار



المصدر: محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص.320.

(1) - بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" طبعة ثانية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1997، ص.320-322.

- مؤيد عبد الرحمن الدوري، "إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية"، طبعة أولى، اثناء للنشر عمان، 2010، ص.923-330.

أ- التصنيف على أساس تاريخ تنفيذ العقد:

وتتمثل في عقد الخيار الأوروبي وعقد الخيار الأمريكي<sup>(1)</sup>

- الخيار الأوروبي: وفيه يمكن تنفيذ عقد الخيار فقط في اليوم الأخير قبل انتهاء سريان العقد.

- الخيار الأمريكي: يتيح هذا النوع من العقود للمستثمر أن ينفذ العقد في أي وقت خلال الفترة التي تمتد بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.

ب- التصنيف على أساس نوع الصفقة:

وتتمثل في عقد خيار الشراء وعقد خيار البيع وعقد الخيار المزدوج<sup>(2)</sup>

- خيار الشراء: هو خيار يعطي لحامله (مشتري الخيار) الحق في شراء ورقة مالية بسعر تنفيذ معين وفي تاريخ استحقاق معين.

- خيار البيع: هو خيار يعطي لحامله الحق في بيع ورقة مالية بسعر تنفيذ معين وفي تاريخ استحقاق معين.

- الخيار المزدوج: وهو نوع جديد ومستحدث ويقصد به الجمع بين خيار البيع وخيار الشراء ومقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها وذلك رهنا بمصلحة الشاري، حيث أنه إذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان مشتريا وإذا انخفضت كان بائعا.

ج- التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية:

وتتمثل في عقد الخيار المغطى وعقد الخيار غير المغطى<sup>(3)</sup>

- عقد الخيار المغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع أصل معين يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

(1) - محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، طبعة ثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص.ص. 321.320.

(2) - مؤيد عبد الرحمان الدوري، "إدارة الائتمار والحافظ الاستثمارية"، طبعة أولى، إثراء للنشر، عمان، 2010، ص.ص. 330.

(3) - محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص. 321.

- عقد الخيار غير المغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع أصل معين لا يكون فيه المستثمر مالكا للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ثالثا: أركان عقد الخيار

يرتكز عقد الخيار على مجموعة من العناصر والمتمثلة في<sup>(1)</sup>:

أ- مشتري الحق: وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار ويكون له الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه وذلك راجع إلى مبلغ العلاوة الذي يقوم بدفعه للطرف الثاني.

ب- محرر الحق: وهو الذي يقوم بتحرير عقد حق الخيار لصالح مشتري الحق مقابل مبلغ العلاوة الذي حصل عليه.

ج- سعر التنفيذ: هو سعر الورقة المالية وقت التنفيذ وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق.

د- السعر السوقي: هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء العقد.

هـ- تاريخ التنفيذ: هو تاريخ إبرام العقد.

و- تاريخ الاستحقاق: هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الخيار بتنفيذ هذا الحق.

ي- العلاوة: هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري الخيار بدفعه للبائع، مقابل أن يكون للمشتري الحق في تنفيذ العقد أو لا.

(1) - المرجع السابق، ص.ص.321.322.

الفرع الثاني: العقود المستقبلية

أولاً: تعريف العقود المستقبلية

يشير مصطلح العقود المستقبلية بأنه عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري على الاتفاق على تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق على أن يدفع المشتري الثمن في هذا التاريخ<sup>(1)</sup>.

كما يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها عبارة عن اتفاق منمط يقوم على أساس التسليم المؤجل للسلعة محل التعاقد في منطقة جغرافية محددة، ويتحدد سعر العملية الذي سيتم به هذا التبادل عند تاريخ استحقاق العقد<sup>(2)</sup>.

وبالإضافة إلى هذا فإن للعقود المستقبلية مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي العقود والمتمثلة في<sup>(3)</sup>:

- الخاصية الأساسية التي يتمتع بها هذا النوع من العقود بأنه عقد ملزم التنفيذ.
- استخدامها كأداة للتخفيف أو التحوط من المخاطر السعرية التي قد تطرأ على الأصل محل العقد.
- تعتبر عقود متجانسة ومتماثلة مما يسهل فهمها والتعامل بها.
- يتم التعامل بها في الأسواق المنظمة.
- تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت للتسوية وذلك لضمان تنفيذ الصفقات.
- إن التعامل بالعقود المستقبلية يتطلب إيداع هامش مبدئي لدى السمسار وكذلك إجراء تسوية يومية للسعر.

(1) - فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، جدار للكتاب العالمي، عالم المكتب الحديث، عمان، 2006، ص.51.

(2) - طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص.131.

(3) - بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

- فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص.52.51.

- حسين بني هاني، مرجع سابق، ص.180.181.

ثانيا: أركان العقود المستقبلية

تتمثل أركان العقود المستقبلية في<sup>(1)</sup>:

- السعر المستقبلي: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين لإتمام الصفقة في المستقبل.
- تاريخ التسليم: وهو التاريخ الذي يتفق عليه الطرفين لإتمام عملية التبادل.
- محل العقد: وهو الأصل المتفق على بيعه أو شرائه والذي قد يكون بضائع أو أوراق مالية، عملات... إلخ.
- مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الأصل محل العقد نظير دفع سعر معين للطرف الثاني (بائع العقد).
- بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسليم الأصل محل العقد مقابل حصوله على السعر المتفق عليه.

ثالثا: أوجه الاختلاف بين عقود الخيارات والمستقبليات

يمكن إيضاح أبرز نقاط الاختلاف بين هذين العقدين من خلال الجدول التالي:

جدول رقم ( 1-3 ): مقارنة بين عقود الخيار والعقود المستقبلية

عقود الخيار	عقود المستقبلية
<ul style="list-style-type: none"> <li>- لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه</li> <li>- تقتصر خسارة المشتري على قيمة العلاوة المدفوعة.</li> <li>- لا يحق لمشتري الخيار استرداد قيمة العلاوة المدفوعة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تعد عقود حقيقية لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد على أن يتم التسليم ودفع القيمة في تاريخ لاحق.</li> <li>- إن الخسارة في هذا النوع من العقود قد تمتد لتشمل القيمة الكلية للعقد.</li> <li>- إن الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المستثمر للخسارة.</li> </ul>

(1)- محمد صالح الخناوي وآخرون، " تقييم الأسهم والسندات "، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص.354.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

المصدر: هاشم فوزي ودباس العبادي، "الهندسة المالية" دار الوراق، الأردن، 2007، ص.100.

### الفرع الثالث: العقود الآجلة

#### أولاً: تعريف العقود الآجلة

وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقاً، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق ومن أمثلتها عقود الاستيراد والتصدير<sup>(1)</sup>.

#### ثانياً: المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

يمكن إبراز أهم أوجه الاختلاف بين هاذين العقدين من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (1-4): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
- عقود غير نمطية.	- عقود نمطية.
- يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد.	- يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
- تتم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق.	- يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.
- يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم.	- يتحقق الربح أو الخسارة يومياً عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.
- يتم تداولها في الأسواق غير منظمة.	- تتداول في الأسواق المنظمة.

المصدر: هاشم فوزي ودباس العبادي، مرجع سابق، ص.83.

(1) - بوعافية سميرة، مداخلة بعنوان "التعامل بالمشترقات المالية"، الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، يومي 20-21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، ص.10.



الفرع الرابع: عقود المبادلة

أولاً: مفهوم عقود المبادلة

تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ تتم بين طرفين أو أكثر، وتتم تسوية هذا العقد خلال فترات دورية وهو عقد ملزم لكلى الطرفين<sup>(1)</sup>.

هذا وتتميز عقود المبادلة بمجموعة من الخصائص أهمها<sup>(2)</sup>:

- هذا النوع من العقود يكون ملزماً لكلى طرفي العقد.
- عقود المبادلة عقود غير نمطية
- يتم التعاقد خلال هذا النوع من العقود بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي العقد.
- توفر امكانية التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف.
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- لا تتضمن دفع هوامش أو علاوات.

(1) - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص.213.

(2) - هاشم فوزي ودباس العبادي، مرجع سابق، ص.91.

ثانياً: أنواع عقود المبادلة:

تشمل عقود المبادلات على أنواع عديدة نذكر منها<sup>(1)</sup>:

#### أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة:

في هذا النوع من العقود تتم مبادلة سعر الفائدة الثابت بسعر الفائدة المتغير، حيث أن أحد أطراف عقد المبادلة يوافق على دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يستلم سلسلة من التدفقات النقدية ذات معدلات فائدة متغيرة، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر في العقد على استلام التدفقات النقدية ذات معدل فائدة ثابت مقابل دفع مجموعة من التدفقات النقدية بمعدل فائدة متغير.

كما تنقسم عقود مبادلة أسعار الفائدة هي بدورها إلى عدة أنواع أهمها:

#### 1- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد:

تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بمحدود دنيا أو عليا.

#### 2- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد:

تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها محددة بسقف معين.

#### 3- عقود المبادلة المختلطة:

وهي تنطوي على اتخاذ موقف طويل الأجل (أي شراء) أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد وفي نفس الوقت اتخاذ موقف قصير الأجل (أي بيع) أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

(1) - بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

- محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية" المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 372-397.

- محمد صالح الحناوي وآخرون، "تقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص 320-344.

**ب- عقود مبادلة البضائع:**

وهي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة، ويمكن إيضاح ذلك من خلال التطرق إلى المثال التالي:

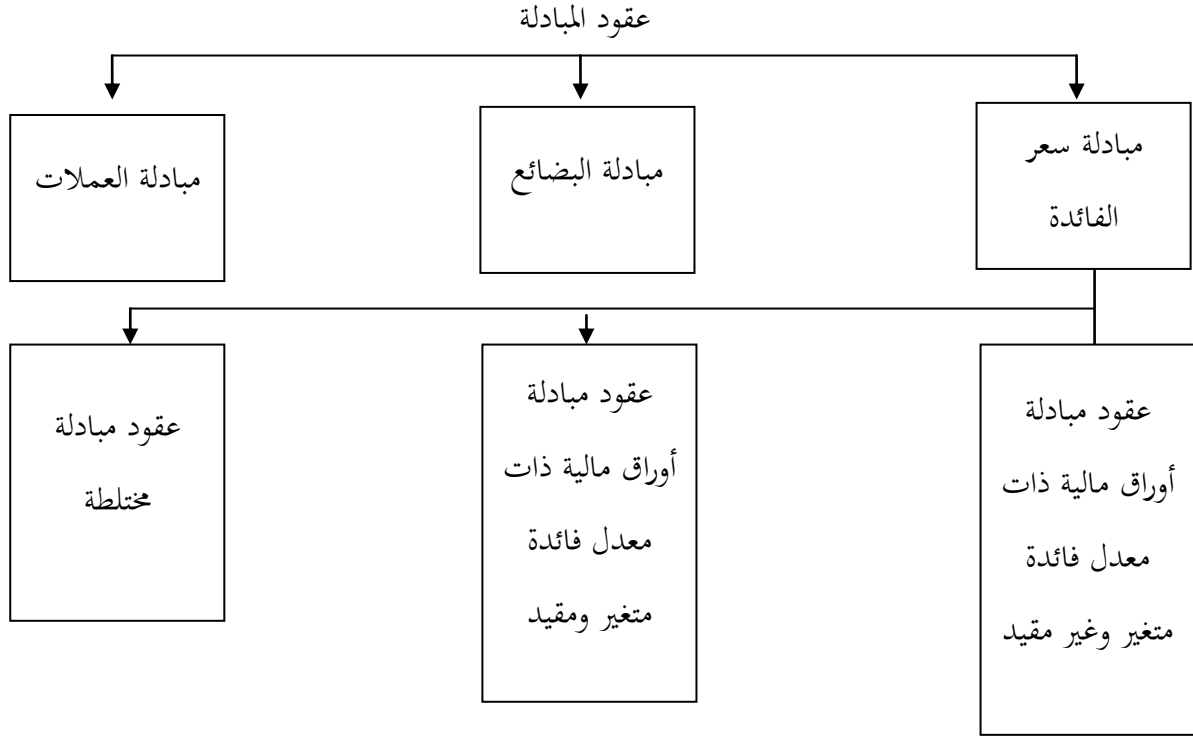
توجد شركة تكرير البترول ترغب في دفع سعر ثابت للبترول خلال فترة معينة، وعلى هذا الأساس تقوم شركة تكرير البترول باتخاذ موقف مبادلة طويل الأجل، وذلك بهدف الحصول على الفارق بين السعر الحاضر للبترول والسعر المحدد سلفاً، وإذا كان السعر الحاضر أقل من السعر المحدد سلفاً فإن شركة تكرير البترول تلتزم بدفع قيمة هذا الفارق.

**ج- عقود مبادلة العملات:**

هذا النوع من العقود يهدف إلى تغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف المتوقع حدوثها، وفي ظل هذا النوع من العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر، وفي نفس الوقت تتم عملية بيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها وذلك في نطاق السوق الآجل.

كما يمكن تلخيص مختلف أنواع عقود المبادلة ضمن الشكل التالي:

شكل رقم (1-3): أنواع عقود المبادلة



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

(1)-محمد صالح الحناوي وآخرون "الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص.397.

(2)-محمد صالح الحناوي وآخرون، "تقييم الأسهم والسندات" مرجع سابق، ص.344.

### المبحث الثالث: آليات وميكانيزمات التعامل في سوق الأوراق المالية

يضم سوق الأوراق المالية العديد من الوسطاء والأطراف المتداخلة الأخرى، كما يتم في هذا السوق إقامة العديد من الهيئات المنظمة للإشراف على الكثير من العمليات التي تحدثه داخله، ومراقبة كل هذا النسيج المتداخل فيما بينه ليس بالأمر الهين، لذلك لعب ولازال يلعب التنظيم والتحكم في إدارة ميكانيزمات سوق الأوراق المالية دورا رئيسيا ومهما في نجاح وتوسع الأسواق العالمية.

### المطلب الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

إن سوق الأوراق المالية هي مكان يتداول فيه الأوراق المالية التي تصدرها الشركات وذلك من خلال مجموعة من المتعاملين هم<sup>(1)</sup>:

#### الفرع الأول: الجمهور

وهم الأفراد الذين يستثمرون أموالهم في البورصة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة عبر صناديق الاستثمار، حيث أنه منذ نهاية السبعينات وخلال عشرية الثمانينات عرف قفزة هائلة في عدد الأفراد المستثمرين في البورصة، وهو ما يعرف ببرنامج الخصخصة أي انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص نتيجة للإعفاءات الضريبية المؤثرة إيجابيا في زيادة الإدخار المالي وملكية العمال لأسهم الشركة التي يعملون بها.

غير أن المستثمر الفرد بطبيعته يرغب في تحقيق أكبر عائد في كافة الحالات، إذ تجده يتجاوب مع تغير الظروف السوقية، كأن يتجه إلى الشركات العقارية إذا ما ارتفعت أسعار هذه الأخيرة، وإلى قطاع التوزيع إذا ما ارتفع الاستهلاك وإلى الشركات ذات الطابع التصديري إذا ضعفت قيمة العملية وغيرها من التحولات.

(1) - العديد من المراجع أهمها:

- جبار محفوظ، "تنظيم وإدارة البورصة" الجزء الثالث، طبعة أولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص.ص. 12-32.  
- ميكاويب منصف، محاضرة بعنوان: "الأوراق المالية المتداولة في البورصة"، النظرية المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة قلمة، 2006.

### الفرع الثاني: المستثمرون التأسيسيون

تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار وغيرها، حيث تلعب هذه المؤسسات دورا بارزا في تطور السوق وفي تمويل الاقتصاد بشكل عام من خلال تجميعها للمدخرات الضخمة وإعادة ضخها مجددا في الدورة الاقتصادية، ومن هنا تعتبر هذه المؤسسات من أهم مزودي السوق برؤوس الأموال لامتيازها بالاستقرار وثبات قدراتها الادخارية والاستثمارية.

### الفرع الثالث: المؤسسات الصناعية والتجارية

تعد هذه المؤسسات من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة، كما قد تلجأ إلى البورصة للحصول على التمويل اللازم بهدف ضمان سير نشاطها أو التوسع في استثماراتها، وهذا من خلال إصدار أوراق مالية يتم تداولها بعد ذلك، إلا أن هذا مقيد بعملية التسجيل في هذه الأخيرة ومن بينها القيمة السوقية، وضعيتها المالية، نسبة رأس المال المفتوح للاكتتاب وغيرها من الشروط.

أما عن هذه المؤسسات (الصناعية والتجارية) الحديثة لم تعد تقتصر على إصدار الأوراق المالية بمختلف أنواعها للحصول على رؤوس الأموال الضرورية، بل تعدى إلى توظيف كافة إمكانياتها المالية في أي مجال والتدخل في البورصة بهدف تحقيق أرباح نشاطاتها العادية.

### الفرع الرابع: الدولة

تعتبر الحكومة هي أيضا من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة خاصة من خلال إصدار السندات الحكومية والتي هي أقل الأوراق المالية مخاطرة، أما عن الدافع وراء مثل هذه الإصدارات هو بهدف تغطية العجز في الميزانية العمومية أو بهدف تمويل أكبر للمشاريع التنموية.

### الفرع الخامس: الوسطاء الماليون

يمثل الوسطاء العمود الفقري لأي بورصة إذ أنهم يقومون بملاقة بائعي ومشتري الأوراق المالية وتنفيذ أواميرهم، غير أن نشاط الوسطاء لم يكن يقتصر فقط على التعامل في الأوراق المالية بل قد اتسع ليشمل إعداد البحوث والتحليلات المختلفة للسوق وتقديم الاستشارة الضرورية للمتعاملين بهدف مساعدتهم على تكوين محافظ مالية تحقق أهدافهم وهو ما يساعد على تنشيط الوسطاء في البورصات الأمريكية والبريطانية إلى خمسة أنواع هم:

- السماسرة الوكلاء.
- المضاربون.
- تجار الطلبيات الصغيرة.
- سماسرة المقصورة .
- المتخصصون.

### المطلب الثاني: العمليات التي تتم في البورصة

نتيجة لما عرفته وسائل الاتصال من تطور وربط البورصات والأسواق المالية الدولية بشبكة اتصال عالمية جعلت من هذا العالم المالي الواسع قرية صغيرة، بإمكان تنفيذ أوامر البيع والشراء وعقد الصفقات فيما بين المستثمرين بسرعة فائقة دون تحمل مصاريف إضافية وهذا من خلال إمكانية التتبع لتطور حركة أسعار الأوراق المالية المرغوب الاستثمار فيها في أي لحظة كانت، وبذلك تتم في البورصة والأسواق بصفة عامة العديد من العمليات والتقنيات من طبيعة مختلفة نذكر أهمها:

### الفرع الأول: عمليات الإصدار

إلى جانب أن البورصة أو السوق الثانوية هي سوق تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، غير أن لها دور أساسي في عمليات الإصدار، إذ تساهم بقدر كبير في تمويل الاقتصاد الوطني بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ولتوضيح هذا الدور يجب فهم العلاقة التي تربط بين الأوراق المالية المصدر والاستثمارات المنجزة خلال فترة معينة<sup>(1)</sup>.

$$\text{دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات} = \frac{\text{مجموع الإصدارات للفترة}}{\text{مجموع الاستثمارات للفترة}}$$

وبهذا يمكن معرفة دور تلك الإصدارات التي تقوم بها مختلف الشركات والهيئات والحكومات في تمويل الاستثمارات والاقتصاد الوطني بصفة عامة، غير أن عملية الإصدار لأي شركة في البورصة تمر بمرحلتين هما:

### أولاً: مرحلة الإصدار في السوق الأولية

حيث تقوم الهيئة المصدرة للأوراق المالية باختيار الورقة المناسبة والوقت المناسب لذلك من خلال تهيئة الظروف التي من شأنها أن تساعد على إنجاح عملية الإصدار التي بها يتم تمويل المشروعات الجديدة أو التوسع في المشروعات القائمة، وذلك من خلال زيادة رأس مالها (إصدار الأسهم) أو التمويل عن طريق زيادة ديونها طويلة

(1)- جبار محفوظ، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص. 37.

الأجل، وبهذا يكون لهذه المرحلة دورا فعالا في تمويل المنشآت التي هي بحاجة إلى أموال من خلال جمع المدخرات من أصحاب الفائض وتوظيفها في شراء ما تم إصداره من الأوراق المالية من أصحاب العجز منشئة في الأخير علاقة بين مقدمي الأموال (المكتتبين) وبين تلك المشروعات<sup>(1)</sup>.

### ثانيا: مرحلة التداول

والتي تبدأ مباشرة بعد عملية الإصدار، كما تتم في السوق الثانوية بهدف توفير السيولة للأدوات المالية المصدرة، ولولا هذه المرحلة لما رغب المدخرون بالاستثمار في مثل هذه الطريقة، لأنه قد يحتاجون في أي لحظة لأموالهم لشراء أوراق مالية أخرى أفضل مردودية أو لأي غرض آخر، وهو ما ..... البورصة من خلال هذه المرحلة على إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية مرة أخرى للحصول على السيولة اللازمة بما في ذلك المبلغ الأصلي المستثمر ومبلغ من الأرباح والفوائد.

والجدير بالذكر هنا هو أن تسعير الأسهم المصدرة حديثا عادة ما يكون سعر أقل من قيمتها الحقيقية وذلك لجلب أكبر عدد ممكن من المستثمرين وضمان نجاح عملية الإصدار، غير أن ميكانيزمات السوق كفيلة بإعادة السعر إلى ما يجب أن يكون عليه بمجرد إقبال عدد كبير من المستثمرين على تلك الأسهم المصدرة حديثا.

### الفرع الثاني: الأوامر وتكاليف تنفيذها

يقصد بالأمر ذلك التوكيل أو التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض عقد الصفقة والمتمثلة في شراء الأوراق المالية والمنتوجات المالية الأخرى المتداولة بصفة عامة، كما أن هذا التوكيل عادة ما يحرر كتابيا على وثيقة رسمية متضمنة جميع توجيهات المستثمر لوسيط فيما يخص العمليات المكلف بها، غير أن كفاءة تنفيذ الصفقة يتحدد بمدى وضوح الأمر الصادر من المستثمر المتضمن لعدة شروط من أهمها: تحديد نوع الورقة موضوع الصفقة، الجهة المصدرة الورقة المالية، السعر وكمية الأوراق المالية المطلوبة، نوع السوق (الفوري أم الآجل) ومدة صلاحية الأمر.

وحق تظهر فعالية الوسيط في إتمام الصفقة على المستثمر أن يترك له هامش المناورة والتصرف بحرية حتى لا يضيع الفرص الاستثمارية الأكثر نجاعة والمتطلبة لاتخاذ القرار بسرعة دون الرجوع إلى المستثمر لأخذ رأيه.

(1)- منير هندي ورسمية قرياص، " الأسواق والمنشآت المالية " مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، ص.ص.47.48.



أولاً: أشكال الأوامر

تقسم أوامر البيع والشراء للأوراق المالية على أساس السعر، وقت التنفيذ أو كلاهما معاً، بالإضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر.

أ- الأوامر غير المحددة بسعر التنفيذ: وتنقسم إلى:

1- أوامر التنفيذ بالسعر الأفضل:

يمنح هذا الأمر في ظل المرونة والحرية التامة بتنفيذ الصفقة، أي أنه لا تتم عملية تحديد سعر الورقة المتداولة، وعليه يتم تنفيذ هذا الأمر بأول سعر يحدد في البورصة وبصورة كلية في حالة ما إذا سلم الأمر قبل بداية التداول، غير أنه إذا ما تم تسليمه أثناء التعامل فإنه ينفذ بالسعر السائد في البورصة لحظة تسليمه، كما يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر حالة التعامل في الأوراق المالية المسجلة بطريقة التسجيل الثابت، الذي بتنفيذ الأوامر كلية بمجرد تحديد أول سعر في البورصة، كما قد ينفذ جزئياً في حالة ما إذا لم يجد الوكيل الطرف الآخر القادر على تداول هذه الأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة بواسطة هذا الأمر بالانخفاض وهذا بعد موافقة سلطات البورصة.

2- أوامر التنفيذ بسعر السوق:

بموجب هذا الأمر يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة على أساس سعر السوق، فهي شبيهة بالنوع السابق من حيث أن المستثمر لا دخل له في تحديد سعر تنفيذ معين، كما أن تنفيذ هذه الأوامر يتم بمجرد إيجاد الطرف الآخر، غير أن هذا النوع من الأوامر يختلف عن سابقه من حيث إمكانية تنفيذ جزئياً على مدى فترة التداول دون إجراء عملية تخفيض العرض أو الطلب والرجوع إلى سلطات البورصة، كما يستعمل مثل هذه الأوامر حالة التعامل في الأوراق المالية المسجلة بطريقة التسجيل المستمر.

أما ما يميز هذين النوعين من الأوامر هو سرعة وضمان تنفيذ الصفقات، أما من الناحية السلبية فهو عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ مسبقاً وهو ما يشكل خطر على هذا الأخير في حالة كون البورصة التي تتعامل فيها غير كفؤة.

ب- الأوامر المحددة بسعر التنفيذ: وتنقسم إلى<sup>(1)</sup>:

### 1- الأوامر المحددة:

من خلال هذه الأوامر يتم تحديد سعر تنفيذ الصفقة من قبل المستثمر، وهو ما يبقى الوسيط في وضعية انتظار حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد ويمكن التمييز بين أوامر البيع المحددة والتي يكون السعر المحدد فيها بمثابة السعر الأدنى، وأوامر الشراء المحددة ويكون السعر المحدد فيها بمثابة الحد الأعلى، أما من ناحية أهم إيجابيات هذا النوع من الأوامر هو حماية صاحبه من انخفاض أرباحه أو زيادة خسائره، كما تعفي مصدرها من المتابعة لتطور حركة أسعار منتجاتها المالية، غير أن هذه الأوامر غير مضمونة من حيث تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد.

### 2- أوامر الإيقاف:

وهي الأوامر التي من خلالها يلتزم الوسيط بتنفيذ الصفقة عند السعر المحدد له للحد من الخسائر الرأس مالية، كما قد يتحول أمر الإيقاف الخاص بالشراء إلى أمر قابل للتنفيذ بالسعر الأفضل إذا ما تمت الصفقة بسعر يساوي أو أعلى من السعر المحدد، كما يتحول أمر الإيقاف الخاص بالبيع إلى أمر قابل للتنفيذ بالسعر الأفضل في حالة إتمام الصفقة بسعر يساوي أو أقل من السعر المحدد وذلك راجع إلى الطريقة التي يصاغ بها الأمر.

- في حالة البيع: بع إذا وصل السعر إلى المستوى كذا أو انخفض عنه.

- في حالة الشراء: اشترى إذا وصل السعر إلى المستوى كذا أو زاد عنه.

### 3- أوامر الإيقاف المحدودة:

يعتبر هذا النوع من الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف، فهو مكمل لهذه الأخيرة من خلال معالجة عدم التأكد فيما يخص سعر التنفيذ تاركا للوسيط حرية التصرف في ذلك، فالمستثمر يحدد السعر الأدنى الذي تنفذ به الصفقة وهذا بالنسبة لأوامر البيع على عكس أوامر الشراء أين يحدد السعر الأقصى للورقة المالية الراغب الاستثمار فيها على أن تنفذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه<sup>(2)</sup>.

(1) - صلاح الدين حسن السيسي، " بورصات الأوراق المالية " طبعة أولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص ص. 17-24.

(2) - محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص ص. 24-26.

ثانيا: الخصوصيات

حتى يضمن المستثمر إتمام صفقاته الموكلة للوسيط وتسهيلا لتنفيذها من قبل هذا الأخير فإنه يتبع أوامره بالعديد من الخصوصيات من أهمها:

- تظهر الأوامر المددة التي يرغب المستثمر تنفيذ الأمر فيها، انطلاقا من الأوامر ذات المددة يوم واحد، إلى أوامر ذات المددة المفتوحة.

- يحدد المستثمر عدد الأوراق المالية التي يرغب في شرائها أو بيعها مستعينا ب: شراء أو بيع الكل أو لا شيء، أو تحديد عدد الأوراق في كل حصة أو خلال عدد من الحصص.

- ترتيب عمليات البيع والشراء المتزامنة والمتتالية سواء بالربط أي البيع والشراء في نفس الحصة، أو بالتسلسل حيث يطلب الوسيط مثلا تنفيذ عملية الشراء قبل البيع أو العكس.

- تحديد المبلغ الكلي للصفقة الذي لا يجب تجاوزه بغض النظر عن كمية أو عدد الأوراق.

تبقى الإشارة إلى أن الخصوصيات السالفة الذكر ذات منفعة محدودة، ويجب استخدامها بحذر حتى لا تضيع على المستثمر فرص أكثر مردودية<sup>(1)</sup>.

ثالثا: العوامل المؤثرة في أسعار الأوراق المالية محل الأمر

تتأثر أسعار الأوراق المالية بمجموعة من العوامل التي تحدث أثناء تنفيذها فتتخفف بمقدار التأثير أو تلغى نهائيا من أهمها<sup>(2)</sup>:

- ينخفض سعر الورقة المالية محل الأمر بقيمة مبلغ القسيمة المرفقة بها بمجرد نزعها.

- نزع حق الاكتتاب والتوزيع يؤدي إلى إلغاء الأوامر التي حدد فيها المستثمر سعر التنفيذ، بينما تبقى الأوامر غير محدودة السعر صالحة لكن بدون حق الاكتتاب أو التوزيع.

(1) - جبار محفوظ، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص ص. 87-91.

(2) - مريم عديلة، " محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2004، ص. 32.

- يتأثر سعر تنفيذ الأمر وصيغة التعامل به بكيفية تحرير الأوراق ن حيث كونها مسددة كلياً أو جزئياً وفي هذه الحالة أيضاً يحتفظ بالأوامر غير المحدودة السعر وتلغى الأوامر المحدودة.

### المطلب الثالث: أنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية

إن الأسلوب الذي يتبعه سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة به له تأثير على آلية عمل قوى العرض والطلب فعندما يحدد سعر الورقة في السوق قد يصل إلى سعر أعلى من قيمته الاسمية و نظراً لتأثره بعدة عوامل.

### الفرع الأول: تعريف سعر السوق

وهو القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء انعقاد إحدى جلسات سوق الأوراق المالية، ويتم تسجيل هذا السعر بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعير<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: تقنيات التعامل والتسعير

هناك العديد من التقنيات التي تهدف إلى تحديد أسعار الأدوات المالية الحاملة في طيها تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعاً، ومن أهمها<sup>(2)</sup>:

### أولاً: التعامل بالمناداة

في ظل هذه العملية يتلاقى المتعاملون وحها لوجه في صالة البورصة، وتعد الصفقات شفويًا بالمناداة، وهكذا تضمن الشفافية في التعامل ومراقبة الصفقات مباشرة، إلا أنه عادة ما يتم التفاوض بمثل هذه الطريقة على الأوراق المالية النشطة والأكثر تداولاً في البورصة.

(1) - محمد صبري هارون، " أحكام الأدوات المالية - أسهم، سندات - "، طبعة أولى، دار النفائس، الأردن، 2009، ص.68.

(2) - بالاعتماد على عدة مراجع أهمها:

- جبار محفوظ، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص.114-117.

- شمعون شمعون، " البورصة - بورصة الجزائر - "، دار هومة، الجزائر، 2005، ص.45.

### ثانيا: التعامل بالإدراج

يكمن الاختلاف في هذه الطريقة عن سابقتها في كون أنها تتم كتابيا لا شفويا، حيث يخصص لكل ورقة في البورصة درجا لكافة الأوامر الخاصة. بهذه الأخيرة كما يوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي الذي يصبح بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة، على أن يحدد السعر وفقا لعملية جمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية سواء بالبيع أو الشراء مضافا إليها باقي أوامر الحصة السابقة.

### ثالثا: التعامل بالصندوق

حيث يتم التعامل بمثل هذه الطريقة إلا في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل، أو في حالة ما إذا تعلق الأمر بتسعير ورقة مالية تتميز ببعض المشاكل وتتطلب اتخاذ قرارات خارجية عن التعامل العادي، غير أن جوهر هذه الطريقة يكمن في تركيز كافة أوامر البيع والشراء للورقة المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، ويحد السعر بعد إحصاء وتفحص كل الأوامر المعنية.

### رابعا: التعامل بالمقابلة

وهي مزيج من الطريقة الشفوية والطريقتين الكتابيتين، حيث تسجل كافة الأوامر الخاصة بالورقة المعنية في سجل خاص، وبالإضافة إلى التقاء المتعاملين وتفاوضهم شفويا حول عقد الصفقة، مما يسمح من معرفة حدود سعر التوازن، كما تسمح بإجراء عمليات المراجعة والموازنة وتعديل السعر، غير أن التطور التكنولوجي ساهم بشكل كبير معالجة الأوامر وإعطاء سعر التوازن وتغييره تماشيا مع ظروف السوق.

### ب- كيفية تحديد الأسعار:

تعتمد عملية تسعير الأوراق المالية المقيدة في البورصة أساسا على مبدأ قانون العرض والطلب، مثله في ذلك مثل كافة أسواق المنتجات والسلع الأخرى، حيث أنه كلما ارتفع عدد أوامر الشراء (الطلب) الخاص بورقة مالية معينة، مع بقاء العرض ثابتا ارتفع سعر هذه الأخيرة، وبالعكس إذا انخفض ذلك العدد فإن السعر ينخفض، أما في حالة ارتفاع أوامر البيع (العرض) مع بقاء مستوى الطلب على حاله فإن سعر الورقة ينخفض، والعكس إذا ما انخفض ذلك العدد فإن السعر يرتفع.

الفرع الثاني: مبادئ التسعير

انطلاقاً من أوامر البورصة بنوعيتها، الأوامر المحدودة السعر وأوامر التنفيذ بالسعر الأفضل تم اشتقاق أربع مبادئ للتسعير هي<sup>(1)</sup>:

1- في حالة تلقي الوسيط تفويضا من المستثمر يتعلق برغبته في شراء ورقة مالية معينة بالسعر الأفضل فيإمكانه اقتنائها ولو بسعر أعلى من ذلك.

2- إذا ما تلقى الوسيط توكيلا من طرف المستثمر يتعلق برغبته في شراء ورقة مالية ما بسعر محدد مسبقا فإنه بإمكانه الشراء وبسعر أقل من ذلك دون تجاوز السعر المحدد.

3- في حالة البيع بالسعر الأفضل فله أن يبيع ولو بسعر منخفض.

4- أما في حالة البيع بالسعر المحدد فله أن يجري الصفقة ولو بسعر أعلى من ذلك.

انطلاقاً من ذلك تجمع أوامر البيع والشراء الخاصة بكل منتج مالي، ويقابل العرض بالطلب ويحدد السعر التوازني الذي به تنفذ أوامر البيع والشراء لأوراق الأولى في انتظار تغير كل من العرض والطلب بما فيها السعر تبعا لذلك، وبمقابلة العرض والطلب نحصل على جول يعرف بـ: "جدول تحديد الأسعار"، وذلك بإتباع الخطوات التالية:

- ترتيب أوامر الشراء المتمثلة في الطلب في الجهة اليمنى من الجدول حسب كل سعر حدد من قبل المستثمرين، بما فيهم الذين يحددوا ذلك (الطلب بالسعر الأفضل)، كما ترفق تلك الأوامر بالعدد المتراكم المتمثل في الطلب الكلي على الورقة المعنية عند كل سعر محدد، ويكون الترتيب والتراكم من الأعلى إلى الأسفل.

- بنفس الطريقة ترتب أوامر البيع (العرض) في الجهة اليسرى من الجدول حسب كل سعر محدد، بما في ذلك العرض بالسعر الأفضل، وبالإضافة إلى ذلك نرفق الأوامر بالعدد المتراكم للأوراق المعروضة عند كل سعر محدد والترتيب والتراكم يكون من الأسفل إلى الأعلى عكس الحالة السابقة.

(1)- جبار محفوظ، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص.ص.122.123.

- ترتب الأسعار في عمود يتوسط الجدول تصاعديا أي من أدنى سعر إلى أعلاه، على اعتبار أن السعر الأدنى هو السعر الأفضل وأقصى سعر يمثل السعر الأفضل للشراء، ومن بين تلك الأسعار يحدد سعر التوازن الذي يكون عنده التبادل أعظما.

### الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على سعر الورقة المالية

تجدر الإشارة إلى أنه هناك عدة عوامل مؤثرة على سعر الورقة المالية تتوقف بالدرجة الأولى على طبيعة الأصول المالية، فإذا كانت هذه الأصول أسهما فإن أسعارها تتأثر ب<sup>(1)</sup>:

#### 1- العوامل الداخلية:

والمتمثلة في وضعية الشركة المصدرة في الماضي والحاضر، وفي المستقبل متجسدة في النتائج المسجلة في السنوات السابقة والمتعلقة بالتدفقات النقدية الداخلة ومعدل خصمها، معدل نمو المؤسسة، الأرباح الموزعة، نسبة التمويل الذاتي، تطور رقم الأعمال، المردودية وخاصة مضاعف السهم (هو حاصل قسمة سعر السهم على الربح لكل سهم أو رسملة البورصة للشركة على الربح الإجمالي الصافي) والذي يعتبر بمثابة مقياس ثقة المستثمرين وكذلك مقياسا جيدا لسعر السهم، فكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما ارتفع سعر السهم.

#### 2- العوامل الخارجية:

وتشمل كل من الظروف الاقتصادية السائدة، القوانين الضريبية، الحروب، التوترات السياسية المحتملة، الانتخابات، الإضرابات وظروف القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة (التطور التكنولوجي ومدى إقبال الزبائن على منتجاتها).

أما إذا كانت سندات فإن العامل الأكثر تأثيرا على أسعارها هو سعر الفائدة، بالإضافة إلى أن أسعارها تتأثر كذلك بالقرارات الضريبية والمالية والسياسية، الحالة الاقتصادية للدولة من تضخم وبطالة، معدل النمو وظروف الشركة المصدرة.

(1) - جبار محفوظ، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص ص. 124-126.

### المبحث الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها

تقوم سوق الأوراق المالية بمهمة أساسية في تخصيص وحشد الموارد نحو الاستثمارات المنتجة، وهي بهذا تمثل قناة تضمن تمويل الاستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية وتأسيسا على ذلك ولكي تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة وتتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية.

وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، متطلباتها ومن ثم التطرق إلى الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وأبرز مؤشرات قياس الكفاءة.

### المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يكون السوق كفاء لا بد له أن يتوفر على مجموعة من الشروط لكي يصل إلى مستوى الكفاءة المرغوب بها، وذلك بهدف استقطاب المستثمرين.

### الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الكفاء

يقصد بالسوق الكفاء بأنه " ذلك السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره شركة ما لكافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت هذه المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر الأسهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم و إذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الإدعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.

أي أن: السوق الكفاء هو الذي يحدد السعر الصحيح للأوراق المالية، أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية لهذه الأوراق، و القيمة الحقيقية للورقة هي المبلغ الذي يحصل عليه أو بدفعه مقابل هذه الورقة بالنظر إلى العائد الذي يمكن أن يتحقق منها<sup>(1)</sup>.

(1) - منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص.489.



أما من جانب آخر فهناك من يعرف السوق الكفاء على أنها " ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر الأوراق المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، حيث يظهر في السوق ما يسمى بالسعر العادل للورقة المالية حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية تماما للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة ، بحيث هذه الأخيرة التي تكون كافية لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في الورقة المالية من مخاطر"<sup>(1)</sup>.

كما تعرف أيضا على أنها : " مدى توافر المعلومات المناسبة والملائمة للمستثمرين و إلى أي حد تعكس الأسعار السائدة في السوق واقع وحقيقة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية أي أن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني أن الأسعار الحالية للأوراق المالية المعروضة تعكس واقع الأوراق المالية من حيث قوتها وضعفها وبالتالي يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح أو عوائد غير عادية وغن يجد بعض المستثمرين أنفسهم قد استثمروا أموالهم في أوراق مالية مسعرة بأكثر مما يجب مما ينتج عنه الحصول على عادات منخفضة بدرجة غير عادية"<sup>(2)</sup>.

وعليه فإنه انطلاقا من التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص تعريف سوق الأوراق المالية الكفاء على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة للسوق مما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة الحقيقية لها.

### الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء

يتميز سوق الأوراق المالية الكفاء بمجموعة من الخصائص أهمها<sup>(3)</sup>:

- أن تكون كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكلفة زهيدة أو بدون تكلفة على الإطلاق.
- أن تكون هذه المعلومات منتشرة بحيث لا يمكن لشخص واحد أو مجموعة من الأشخاص أن يعرف بها قبل الآخرين ( أي أن لا تكون المعلومة محتكرة على فئة معينة من المستثمرين ).

(1)- صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص.24.

(2)- حسين عطا غنيم، " أساسيات الاستثمار وتكوين إدارة محافظ الأوراق المالية "، طبعة أولى، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص.29.

(3)- أمين عبد العزيز حسن، " الأسواق المالية "، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص.ص.239.240.

## الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

- وجود عدد كاف من المستثمرين الذين يقومون بتحليل هذه المعلومات ويتخذون قراراتهم بناء على نتائج هذا التحليل، وبحيث ينعكس ذلك على أسعار الأوراق المالية.
- توافر عدد كبير من البائعين والمشتريين وألا تكون هناك قيود على دخول السوق والخروج منها.
- ليس هناك بائع واحد أو مشتر واحد يمكنه التحكم في أسعار الأوراق المالية، بحيث ترتفع هذه الأسعار أو تنخفض بشكل غير عادي وبما يحقق مصلحة هذه البائع أو ذلك المشتري.
- عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها أي وصولها إلى البائعين والمشتريين في نفس الوقت.
- كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار:

إن أسواق الأوراق المالية الكفاءة تخضع لما يسمى بظاهرة الحركة العشوائية التي تصف حركة متغير لا يمكن التنبؤ بتغيراته المستقبلية حيث يحتمل أن تتغير قيمته الحالية انخفاضاً أو ارتفاعاً<sup>(1)</sup>.

ويرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية علم 1900 إلى الباحث الفرنسي لويس باشلي حيث قام برصد التغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع وتبين له أنها تفتقد وجود أي ترابط بينها بشكل يعني عدم وجود نمط محدد لحركة هذه الأسعار وقد علق على ذلك بأن المضاربة في السوق هي لعبة عادلة في ظلها أن يضمن البائع أو المشتري تحقيق الأرباح على حساب غيره وقد رأى أيضاً أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تمثل تقدير غير متحيز للسعر الذي يسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ الصفقة أو العقد وانتهى إلى أن الأسعار الحالية في سوق السلع تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد<sup>(2)</sup>.

وتأسيساً على رؤية الكثير من الاقتصاديين بإمكانية التنبؤ بمراحل الدورات التجارية التي تمر بها الاقتصاديات في الدول الرأسمالية من خلال تتبع التطورات التي تطرأ على العديد من المتغيرات الاقتصادية وترشيحهم لأسواق الأوراق المالية للقيام بهذا الدور من خلال رصد التطورات في سلوك أسعار الأوراق المالية وربطها بالأنماط السابقة لحركة الركود والرواج في الاقتصاد حاول موريس كاندل عام 1953 اختبار صحة هذه

(1) - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص. 15.

(2) - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 516-518.

الفرضية غير انه فوجئ بأنه لا يمكن تحديد أنماط محددة للتغيرات في أسعار الأوراق المالية ويمكن استخدامها في التنبؤ حيث اتضح له أن أسعار الأسهم تتغير بشكل عشوائي إذ أنها قد ترتفع أو تنخفض في اليوم الواحد بغض النظر عن اتجاهات تغيرها في الماضي.

ولذلك يمكن القول أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكفاءة تتغير بشكل عشوائي لا يمكن التنبؤ به فالمعلومات الجديدة ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي لا يمكن التنبؤ به وقد تنطوي على أنباء جيدة أو غير جيدة بالنسبة للسهم.

ولأن المعلومات الجديدة تؤثر في السعر وأن ورودها إلى السوق يتصف بالعشوائية فمن المنطقي أن تتخذ أسعار الأسهم اتجاهات عشوائية- عند تغيرها- في اتجاه المعلومات الجديدة فالحركة العشوائية هي نتيجة الأسعار التي تعكس على المعلومات الجارية فإذا أمكن التنبؤ بتحركات أسعار الأسهم فإن ذلك يعد دليلاً على عدم كفاءة السوق لأن القدرة على التنبؤ بالأسعار تشير إلى أن كل المعلومات لم تنعكس على الأسعار<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية وأنواعها

إن مفهوم الكفاءة العام مفهوم واسع ولكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو إنجاز العمل بأقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف ولكن للأسواق المالية وكفاءتها شأن آخر مع أنه لا يخرج في بعض نواحيه عن نطاق تحقيق النتائج بأقل ما يمكن من الجهد والوقت والتكاليف ومن هذا المنطلق نقول إن لكفاءة الأسواق المالية مجالاً مهماً جداً وهو مجال التخصيص أي تخصيص الموارد وتوجيه رأس المال إلى الوحدات الاقتصادية التي تحمل الفرص الاستثمارية الفضلى وإذا نجحت السوق في تحقيق ذلك تكون ذات كفاءة.

### الفرع الأول: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

ولكي تكون السوق ذات كفاءة في مجال التخصيص يجب أن تتوفر فيها عناصر أخرى لها علاقة بالكفاءة وهي: الكفاءة الداخلية (كفاءة التشغيل) والكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير)<sup>(2)</sup>.

(1) - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص. 153. 154.

(2) - زياد رمضان ومروان شحوط، " الأسواق المالية "، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008، ص. 197. 198.

### أولاً: الكفاءة الداخلية

وهي الكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التشغيلية (التنظيمية) في السوق ولذلك يجوز أن نطلق عليها مصطلح الكفاءة التشغيلية وهي أول ما يتبادر إليه الذهن عند ورود مصطلح الكفاءة مجردا وبدون أي صفة في مجرى الحديث وهي تحقيق النتائج أو إنجاز العمل بأقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف أما عند تطبيقها على مجال الأسواق المالية فنجد أنها وعلى وجه الخصوص تعني أن التعامل في الأسواق المالية يتم بتكلفة منخفضة وبفترة زمنية قصيرة وبموجب أنظمة معينة وهذا معناه أن العمولات والرسوم التي يدفعها البائع (أو المشتري) إلى الوسطاء وإلى إدارة السوق عند إتمام العملية عمولات رسوم منخفضة نسبيا هذا أولا، أما ثانيا فهو أن تتم عملية البيع (أو الشراء) وما يتبعها من نقل الملكية من البائع إلى المشتري في فترة زمنية معقولة وهذا معناه أيضا توفر بائع مستعد للبيع أمام كل عرض شراء ووجود مشتري جاهز للشراء أمام كل أمر بيع وهذا ما يساعد كثيرا على توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية.

فالسوق ذات الكفاءة الداخلية هي السوق التي توفر الأموال وتوجهها بسرعة إلى مشروعات الأعمال الناجحة وفي نفس الوقت تحقق للمستثمرين بها أرباحا رأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار استثماراتهم في تلك السوق. والكفاءة الداخلية بحد ذاتها لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم وعمولات وضرائب فكلما ازدادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كانت السوق أكفأ داخليا.

### ثانياً: الكفاءة الخارجية

وتعرف أيضا بكفاءة التسعير، حيث يعتبر أهم عامل في تعزيز كفاءة السوق المالية التسعيرية هو سرعة تحرك الأسعار استجابة للمعلومات الجديدة المتوفرة أو التي يجب معرفتها وينتج عن سرعة تأثير المعلومات على أسعار الأسهم أنه لا يمكن التنبؤ بأسعار الأسهم في حالة السوق ذات الكفاءة لأن هذه الأسعار لا تسلك نمطا معيناً بل تسير سيرا عشوائياً يصعب معه التنبؤ بها.

إذا فمن علامات كفاءة السوق التسعيرية عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار التي ستسود مستقبلا حتى ولو قام المستثمر بجميع أنواع التحليل المالية أو الإحصائية سعياً وراء ذلك.

وتكون السوق ذات كفاءة في الحالة التي نجد فيها أن كل المعلومات المتوفرة والمتاحة قد انعكست أولاً بأول على أسعار الأسهم. وبذلك فإن المستثمر لن يتمكن من خلال استخدامه لأية تحليل أو أية استراتيجية

استثمارية من تحقيق عوائد إضافية ( غير عادية ) صافية أي بعد الأخذ بعين الاعتبار تكلفة التداول وتكلفة المخاطر.

### الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

تصنف كفاءة سوق الأوراق المالية إلى صنفين رئيسيين هما: الكفاءة الكاملة للسوق والكفاءة الاقتصادية للسوق.

#### أولاً: الكفاءة الكاملة للسوق

تعني الكفاءة الكاملة عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، هذا يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر آخر على تلك المعلومات ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره.

ومن بين الشروط الواجب توفرها في السوق المالية لتكون سوق كفاء كاملة ما يلي<sup>(1)</sup>:

- المعلومات متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف حتى تكون توقعات المستثمرين متماثلة.
- عدم وجود أي قيود على التعامل فلا توجد تكاليف على المعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف أي أن المستثمر يبيع ويشترى أي قيمة من الأوراق المالية مهما صغر حجمها وذلك ببسر وسهولة.
- مع وجود الأعداد الكبيرة من المستثمرين فإن تصرفات أي منهم لا تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، ومن ثم فإنهم يتجهون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء قراراتهم الاستثمارية.

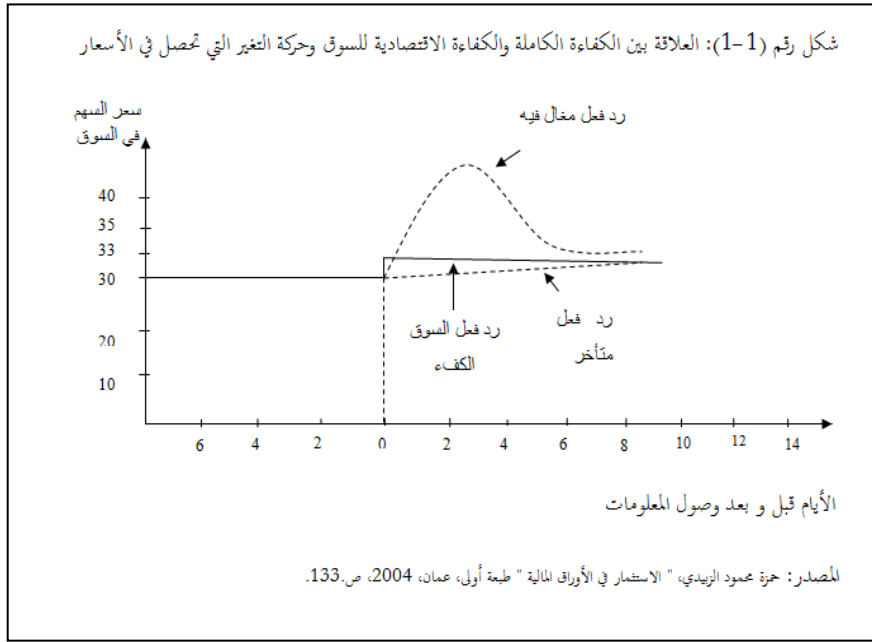
(1) - أمين عبد العزيز حسن، مرجع سابق، ص.ص.240.241.

ثانيا: الكفاءة الاقتصادية للسوق

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي البعض من الوقت للوصول للمعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل (أي أن هناك تباطؤ زمني) غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل<sup>(1)</sup>.

ولتوضيح العلاقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق وحركة التغير التي تحصل في الأسعار يعرض Maugen الشكل التالي:

ويوضح هذا الشكل ثلاث مراحل يمكن أن تحصل لتصور طريقة استجابة سعر السهم في السوق إلى المعلومات التي ترد إلى السوق يوميا، نوضحها كالتالي<sup>(2)</sup>:



المرحلة الأولى: يصورها الخط

الداكن، حيث يظهر هذا الخط الطريقة التي يستجيب فيه السهم للمعلومات في السوق ذات الكفاءة، وفي هذه الحالة نجد أنه عند وصول المعلومات السارة إلى السوق نجد أن سعر السهم قد انتقل من 30 دينار إلى 33 دينار في اليوم الذي وردت فيه هذه المعلومات والسبب في ذلك هو

افتراض عدم وجود معلومات إضافية جديدة ترد إلى السوق لاحقا.

(1) - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص.497.

(2) - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص.133.134.

**المرحلة الثانية:** يعرضها الخط المتقطع حيث يظهر طريقة استجابة سعر السهم في ظل السوق غير الكفاء، فعند وصول المعلومات السارة إلى السوق نجد أنه سيمر بعض الوقت، حتى تسعى مكاتب السمسرة بتحليل المعلومات التي وصلت إلى السوق حول الأسهم والمنشآت المصدرة لها، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع طفيف في سعر السهم استجابة لهذه المعلومات السارة وبعد يوم أو أكثر فإن المحللين يصلون إلى استنتاجات تشير إلى أن القيمة السوقية للسهم هي أقل من قيمته الحقيقية وبسبب هذه الحالة فإن جملة من قرارات الشراء للأسهم سوف تحصل مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم في السوق فترتفع أسعاره حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والمحددة ب 33 دينار كما يظهر في الشكل.

**المرحلة الثالثة:** يعبر عنها المنحنى المتقطع ومنه يظهر أن المستثمرين حصلوا على معلومات مغالى فيها حيث وصل سعر السهم إلى أعلى من قيمته الحقيقية أي أكثر من 33 دينار، وعندما تحدث هذه الحالة في السوق فإن المستثمرين يستغلون هذه الحالة حيث تتم عمليات بيع كبيرة للأسهم وبسبب زيادة العرض سوف تنخفض القيمة السوقية للسهم حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والبالغة 33 دينار.

### المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وأبرز مؤشرات قياس الكفاءة

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة الأسواق الأوراق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق، ومن ثم نتطرق إلى أهم المؤشرات التي تساعدنا في الحكم على مدى كفاءة السوق.

### الفرع الأول: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

#### أولاً: الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

بموجب هذه الصيغة فإن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية مثل حجم الصفقات السابقة أو حركة الأسهم للأيام أو الأسابيع أو الأشهر الماضية. وتكون حركة الأسعار في المستقبل مستقلة تماماً عن المتغيرات التي حدثت في الماضي، أي أن التغيرات السريعة المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، وبالتالي وفي ظل هذا الوضع لا يستطيع المستثمرين تحقيق عوائد استثنائية. وفي ظل المستوى الضعيف للكفاءة تكون الاختلافات واسعة بين السعر السوقي للسهم وقيمته الحقيقية. لقد اختبرت الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

من خلال العديد من المداخل لتقييم حركة الأسعار العشوائية، والتأكد من مدى ارتباط أسعار الأوراق المالية بالمعلومات الماضية والتي منها اختبار الأنماط وسلسلة الارتباط وقواعد التصفية، واستخدمت العديد من الدراسات هذه الاختبارات وأكدت صحة فرضيات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق<sup>(1)</sup>.

### ثانيا: الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق

يفترض الشكل متوسط القوة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل او بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي.

وقد اهتمت العديد من الدراسات باختبار صيغة الفرض متوسط القوة من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية مثل الأرباح والتوزيعات أو استجابة الأسعار للإصدارات الجديدة لإعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم أو الإعلان عن إتباع أساليب جديدة عند إعداد القوائم المالية وقد اختلفت الدراسات في اختبارها لفرض السوق الكفاء من النوع متوسط القوة حيث أثبت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لأن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين مما يعتبر تأييدا لهذا الفرض في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق وتحقيق أرباح غير عادية مما يعني رفض صيغة الفرض المتوسط القوة<sup>(2)</sup>.

### ثالثا: الصيغة قوية لكفاءة السوق

وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعمامة والخاصة، فهذه الصيغة أختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض

(1) - محمد الهاشمي حجاج، " أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية " رسالة ماجستير، تخصص مالية السوق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012، ص.44.

(2) - محمد صالح الحناوي، " تحليل وتقييم الأسهم والسندات "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص.ص.128.129.



أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية .

ينشغل السوق الكفاء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية

لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية هناك العديد من المؤشرات إلا أننا سنحاول التركيز فقط على كل من مؤشر حجم السوق، مؤشر سيولة السوق ومؤشر التذبذب.

#### أولاً: مؤشر حجم السوق

وهو الذي يقاس بمؤشر نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي ، والذي يستعمله المحللون لقياس مدى اتساع حجم السوق من خلال العلاقة التالية<sup>(2)</sup> :

#### القيمة السوقية للأسهم المدرجة

= معدل الرسملة السوقية

#### الناتج المحلي الإجمالي

وتتمثل مدلولية هذا المؤشر لكونه يعطي صورة عن مدى مساهمة وقدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رؤوس الأموال و توسيع القاعدة الاستثمارية، بما يسمح بتوزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين.

(1) - مفتاح صالح ومعارفي فريدة، " متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها- "، كجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010، ص.186.

(2) - بن شرشار عز الدين، "دراسة اقتصادية قياسية لتقلبات أسعار الأوراق المالية في البورصة - دراسة حالة شركة اسمنت المدرجة بسوق الأسهم السعودي"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: التحليل والإشراف الاقتصادي، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011، ص.113.

ثانياً: مؤشر سيولة السوق

كما هو معروف أن سيولة السوق تزداد كلما كانت هناك استمرارية في أوامر التداول (عمق السوق) و بأحجام كبيرة (اتساع السوق)، إلى جانب توفر قدرة داخلية في السوق على إزالة أي اختلال في العلاقة بين الكمية المعروضة والكمية المطلوبة، ولهذا فإن مؤشر التداول (معدل الدوران) يعتبر من بين أكثر المؤشرات تمثيلاً و تعبيراً عن سيولة السوق والذي يحسب وفق العلاقة التالية<sup>(1)</sup>:

قيمة الأسهم المتداولة

$$\text{معدل دوران الأسهم} = \frac{\text{قيمة الأسهم المتداولة}}{\text{الرسملة السوقية}}$$

ثالثاً: مؤشر التذبذب

يفيد مؤشر التذبذب في إظهار ما إذا كانت الأسعار قد وصلت إلى الحد الأعلى وهو ما يعرف بحالة الشراء الزائد أو أن الأسعار قد وصلت إلى الحد الأدنى وهو ما يعرف بحالة البيع الزائد.

ونظراً لأن بداية الحركة في الأسعار عادة ما تكون مصحوبة بوجود اتجاه عام سواء اتجاه للصعود أو الهبوط فإن استخدام مؤشر التذبذب لا يكون مفيد في هذه المرحلة وعلى أن يتم استخدام مؤشر التذبذب في نهاية الفترة الخاصة بحركة الأسعار حيث تأخذ هذه الحركة الشكل الأفقي.

ويتم وفقاً لهذا المؤشر رسم خط يعبر عن الحد الأعلى للأسعار وآخر يعبر عن الحد الأدنى للأسعار بالإضافة إلى خط ثالث يعبر عن الحركة المتوسطة للأسعار، ويمكن ترميز هذه الأسعار فتعبر عن الحد الأعلى بالرقم +1 والحد الأدنى بالرقم -1 والحد المتوسط بالرقم صفر.

وهناك ثلاث أشكال مختلفة لهذا المؤشر نبينها فيما يلي:

مؤشر التذبذب لقوة الدفع، مؤشر التذبذب الذي يعكس معدل التغيير، المتوسط المتحرك لمؤشر التذبذب<sup>(2)</sup>.

(1) - بن شرشار عز الدين، مرجع سابق، ص.114.

(2) - حسين عطا غنيم "دراسات في التمويل"، طبعة أولى، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص. 84-87.

### خلاصة الفصل

يعد سوق الأوراق المالية سوق منظم يلتقي فيه البائعون والمشترون عن طريق الوسطاء الماليين لتبادل رؤوس الأموال في شكل قيم منقولة من أسهم وسندات، فوجودها يعمل على حشد المدخرات وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المنتجة بهدف دعم الاقتصاد وزيادة معدلات النمو وتوفير التمويل اللازم لهذه المشروعات الاقتصادية وخاصة الكبيرة منها، أما عن عنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، حيث تصنف هذه السوق ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب، وتكون هذه السوق كفاءة إذا توافرت فيها المعلومات للجميع وبجودة عالية وبأقل تكاليف مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وقرار الاستثمار قليل جدا باعتبار أن المعلومات هي المادة الأولية لقرار الاستثمار.

## الفصل الثاني

### تمهيد

لقد شهد الاستثمار في الأوراق المالية تطورا كبيرا، حيث يعد هذا الاستثمار من الأنشطة التي تزداد أهميتها يوما بعد يوم نظرا لانتشار التعامل بها بين عدد كبير من الأفراد والمؤسسات وحتى الدول والحكومات وأيضا لضخامة الأموال المستثمرة فيها.

وتعد أبسط قواعد الاستثمار الناجح هي تكوين محفظة متنوعة بشكل جيد، فالاستثمار يجب أن يكون موزعا بين مجموعة أصول ولا يركز على أصل واحد كما يساعد التنوع إلى حد كبير في تقليص حجم الخطر إلى مستويات مقبولة لذا فإنه على المستثمر أن يتعلم كيف يدير محفظته وكيف يبدأ التخطيط للاستثمار واتخاذ القرار الاستثماري وفق خطوات محددة ومدروسة بعناية وبشكل أكثر شمولا، ومن خلال هذا نجد أن محفظة الأوراق المالية تشكل إحدى أهم أدوات الاستثمار التي نالت لإهتمام المعنيين والمختصين في شؤون المال والاقتصاد.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع، وهذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها، وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مفهوم محفظة الأوراق المالية وأبرز أنواع هذه المحفظة وإيضاح الآليات الواجب إتباعها لتكوين المحفظة.

### المطلب الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية

إن مفهوم محفظة الأوراق المالية وكيفية إدارتها يلعب دورا فعالا في الاستثمار، لأن أكثر المحافظ الاستثمارية تعتمد في اتخاذ قراراتها في نهاية المطاف على قرار المستثمر.

### الفرع الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية

هناك العديد من التعاريف لمحفظة الأوراق المالية نذكر منها:

تعرف محفظة الأوراق المالية بأنها: " أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر وقد تكون هذه الأدوات أصول حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر"<sup>(1)</sup>.

كما يعرفها آخرون وفي نفس السياق بأنها: " أداة استثمارية مركبة من الأصول الحقيقية والمالية التي يستثمر بها أمواله مأخوذة كوحدة واحدة شريطة أن يكون هدف المستثمر تقليل مخاطر الاستثمار عن طريق تنويع الأصول المستثمر بها وتنمية قيمتها السوقية"<sup>(2)</sup>.

(1) - دريد كامل آل شيب، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، طبعة أولى، دار المسيرة، عمان، 2010، ص.15.

(2) - أحمد معجب العتيبي، " المحافظ المالية الاستثمارية "، طبعة أولى، دار النفائس، عمان، 2007، ص.27.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

كما يمكن تعريف محفظة الأوراق المالية على أنها: " أداة مركبة من أدوات الاستثمار وتكون من أصليين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وقد يكون مدير المحفظة مالكا لها كما قد يكون مأجور وحينها ستتفاوت صلاحيتها في إدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه وبين مالكي المحفظة"<sup>(1)</sup>.

بينما يعرفها آخرون على أنها: " توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية ( كالأسهم والسندات والمشتقات....) وحسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية ( كالعقارات والمعادن النفيسة...) وكل ما لا يوجه للانتفاع الترفيهي أو الاستهلاك المظهري بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح، وذلك حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المرحة ".<sup>(2)</sup>

ويتضح من هذا التعريف أن المحفظة تعتمد في مدى فاعلية دورها على ثلاثة عوامل رئيسية<sup>(2)</sup>:

1- توليفة متنوعة من الأدوات التي تتسم بمجداها الاقتصادية المرتفعة نسبيا.

2- إدارة تتميز بكفاءة عالية للأداء.

3- مناخ استثماري يتصف بالاستقرار العام وبوجود فرص متعددة.

ومما سبق يمكن وضع التعريف الشامل لمحفظة الأوراق المالية كالتالي:

محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية ( أسهم، سندات...) التي يقوم المستثمر بتجميعها بغية تنمية القيمة السوقية لها، حيث تتباين وتختلف قيمة كل منها ومعدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها كما أن هذه الأصول المكونة للمحفظة قد تكون مرتبطة مع بعضها البعض وقد تكون مستقلة كما أنها تتركز على درجات مختلفة من المخاطر.

(1) - إبراهيم راشد الشمري، " دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 75، 2009، ص.12.

(2) - هوشيار معروف، " الاستثمار والأسواق المالية"، طبعة أولى، دار الصفاء، عمان، 2009، ص.222.

## الفرع الثاني: أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية

يقوم المستثمر بالاستثمار في محفظة الأوراق المالية بغية تحقيق مجموعة من الأهداف نذكر منها<sup>(1)</sup>:

**أولاً: الحفاظ على رأس المال الأصلي:** ويعد هذا الهدف ضروري لاستثمار المستثمر بالسوق، فمهما زادت طموحات الفرد وتوقعاته لارتفاع فرص الأرباح، فإنه يجب أن لا تصل مغامرته إلى تعرض رأسماله الأساس للخطر، ورأس المال الأصلي لا يعني فقط الأموال التي بدأ بها الاستثمار، بل يجب أن تمتد إلى قوتها الشرائية أيضاً، فعدم تعريض القوة الشرائية للأسهم يعني أيضاً رأس المال الأصلي.

**ثانياً: استقرار تدفق الدخل:** يعد هذا الهدف جديراً بالاهتمام لجميع المستثمرين، حتى لأولئك الذين لا يعتمدون في حياتهم اليومية على دخل الاستثمار وفوائده، هذا الاستقرار يتيح للفرد الفرصة للتمتع اليومي ببعض الدخل الإضافية، كما أنها تتيح له إعداد خطة لإعادة استثمار جزء من هذه الدخل إذا ما أراد ذلك، كما أن هذه التوزيعات يمكن أن تستخدم لمواجهة مصاريف غير متوقعة.

**ثالثاً: النمو في رأس المال:** وهو يعد من المكاسب الفعلية المؤجلة التي يحققها المستثمر من استثماراته ومن ثم تزويده بضمانات إضافية للمستقبل.

**رابعاً: القابلية للتسويق والسيولة:** يجب على المستثمر أن يركز على الأسهم، التي يتمكن من بيعها في السوق في أي وقت تعرض فيه.

**خامساً: التنويع:** إن تنويع الاستثمارات يقلل من تعرض المستثمر للمخاطر، فكلما زاد عدد الأسهم في المحفظة انخفض الانحراف القياسي للمحفظة بأجمعها.

## المطلب الثاني: أنواع محفظة الأوراق المالية

يمكن تقسيم محافظ الأوراق المالية حسب نوعية الأوراق المالية المكونة لأصول المحافظ إلى أربعة أنواع

وهي:

(1) - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة، القاهرة، 2008، ص.ص.263.264.



### الفرع الأول: محفظة الدخل

هي تلك المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أعلى دخل للمستثمر بأقل درجة من المخاطر وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية التي تدر على المستثمر أعلى العوائد، فالدخل مثلا يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات ولا بد من اختيار السند الذي يحقق أعلى فائدة في وقت قصير، كذلك بالنسبة للأسهم فإن دخلها يتحقق عن طريق توزيعات الأرباح لذلك لا بد من اختيار الأسهم التي توزع أرباح عالية وتكون قليلة المخاطرة<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: محفظة النمو

وهي المحفظة التي تهتم بأسهم الشركات النامية، وهي عبارة عن الشركات التي تنمو أرباحها وتزداد سنة بعد سنة.

إن اختيار الأسهم النامية عملية صعبة ومعقدة ودقيقة، ويجب أن تعتمد على دراسات دقيقة تستند إلى قياس الأرباح وقياس المخاطر ومقارنتها مع أسهم أخرى، بعد الأخذ بعين الاعتبار أن كل شركة تمر في مراحل نمو حتى تصل إلى مرحلة معينة ثم تبدأ في مرحلة السكون والثبات ثم مرحلة التنازل العكسي، ويمكن أن نخصر مميزات الأسهم التي تمتاز في محافظ النمو على النحو الآتي<sup>(2)</sup>:

أ- تحقيق نمو جيد في العوائد.

ب- استقرار في معدل النمو، أي الزيادة المستمرة في المبيعات أو الأرباح سنة بعد أخرى.

ج- ارتفاع عوائد السهم الواحد، وهي نسبة الأرباح بعد الضريبة على عدد الأسهم.

د- تحول مخاطر قليلة نسبة للأسهم الأخرى.

(1) - غازي فلاح الومني، " إدارة المحافظ الاستثمارية " طبعة ثانية، دار المناهج، عمان، 2003، ص.21.

(2) - المرجع السابق، ص.ص.22.23.

### الفرع الثالث: المحفظة المختلطة

هي تلك المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز البعض منها بتحقيق الدخل، ويتميز البعض الآخر بتحقيق النمو، وهنا يجب أن تتبع القواعد العامة لكل نوع من الأسهم الفردية التي تسري على نوع المحفظة التي ينتمي إليها السهم، ويناسب هذا النوع من المحافظ المستثمرين متوسطي العمر والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ<sup>(1)</sup>.

### الفرع الرابع: المحفظة المتوازنة

وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين قصير الأجل وطويل الأجل، وهذا يتطلب بالتأكيد توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط والمخاطرة<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثالث: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية

لتكوين محفظة مالية تتوافق مع رغبات المستثمر واحتياجاته لا بد من التحديد المسبق للقيود المفروضة لتكوينها بالإضافة إلى مراحل تشكيلها.

### الفرع الأول: قيود تكوين محفظة الأوراق المالية

يمكننا حصر أهم القيود الخاصة بتكوين محفظة الأوراق المالية فيما يلي<sup>(3)</sup>:

**أولا: قيود زمنية:** ونعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله.

**ثانيا: قيود رأسمالية:** أي إمكانيات المستثمر المالية وحجم ونوع الأموال التي تكون بحوزته والمخصصة لشراء وحياسة الأوراق المالية، بالإضافة لمدى توفر الأموال للمستثمر حتى يتمكن من انتهاز الفرص الجيدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته.

(1) - محمد صالح جابر، مرجع سابق، ص. 278.

(2) - محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، " الاستثمار في البورصة، طبعة أولى، الدار الجامعية، عمان، 2006، ص. 26.

(3) - محسن أحمد الخضيري، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة "، إيترك للنشر، مصر، 1999، ص. 69.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

ثالثا: قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة: وذلك بشكل مفاجئ أو في أجل قصير، الأمر الذي يؤدي بالمستثمر إلى التخلص من بعض الأوراق المالية، وفي هذه الحالة لا بد عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.

رابعا: قيود ضريبية والتزامية: وهذا مرتبط بالقوانين والتشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو لنوع معين من الشركات أو لمناطق جغرافية معينة، أو لأنشطة معينة، لذا لا بد على المستثمر أن يكون على إطلاع بما حتى لا يتفاجئ بتغييرها.

خامسا: قيود ومحددات المخاطر: إن درجة تقلب المخاطر تتنوع وتختلف من استثمار لآخر، ومن ورقة مالية لأخرى، ومن درجة خطر معين لآخر، لذا لا بد على المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد.

### الفرع الثاني: مراحل بناء محفظة الأوراق المالية

إن اختيار محفظة الأوراق المالية يتم عبر ثلاث مراحل أساسية هي<sup>(1)</sup>:

#### أولاً: اختيار الأفق الزمني

يمكن القول بأن نماذج المحفظة تحدد مدة زمنية معينة لحمل الأسهم، ولا يتم خلال هذه المدة أية صفقة للأسهم، وقد تم تحديد الحد الأدنى للأفق الزمني مع المعلومات المتوفرة، وتكلفة تحليل تلك المعلومات بـ 6 أشهر إلى سنة وقد يمتد إلى سنتين، وتحت أغلب الظروف فإن السنة الواحدة هي الحل الملائم، إذ يمكن التنبؤ بالتغيرات الاقتصادية بشكل دقيق بحيث تكون تقديرات العائد وتكلفة التحليل قريبة من الواقع.

#### ثانياً: تهيئة المدخلات الحساسة

تعتبر هذه المرحلة من أهم المراحل، باعتبار أن مخرجات هذه المرحلة تكون مدخلات للمرحلة التالية في بناء وتشكيل المحفظة المالية التي تحقق رغبات المستثمر من حيث العائد والخطر، ولذلك بعد التحديد الدقيق للمتغيرات التي تقيس العائد المتوقع والمخاطرة للورقة المالية ذات أمر مهم جدا فيما يتعلق بإجراءات بناء المحفظة.

(1) - بوزيد سارة، " إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري "، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007، ص. 06.

ثالثاً: نموذج تقدير المحفظة

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

## المبحث الثاني: بناء محفظة الأوراق المالية

إن عملية بناء محفظة الأوراق المالية تجعل المستثمر يكون أمام قرار صعب، في محاولة اختياره الاستثمار بين عشرات الشركات الجيدة الموجودة في السوق، هذا ما يدفع المستثمر إلى التطلع إلى متغيرين مهمين هما العائد والمخاطرة على اعتبار أن الميزة الرئيسة لبناء المحفظة هي التوزيع أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطر.

بعد تحديد عائد ومخاطر كل محفظة يمكن للمستثمر الاختيار بين مجموعة من المحافظ وصولاً إلى المحفظة المثلى.

### المطلب الأول: العائد والمخاطرة

تعتبر المخاطرة أهم العوامل المؤثرة في السوق لذا فإن القدرة على فهم وقياس وإدارة خطر الاستثمار أمر جوهري من أجل الاستثمار الفعال في سوق الأوراق المالية، فالتقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية يؤدي إلى تقييم عادل لعوائد هذه الأصول وبالتالي الوصول إلى سعرها العادل.

### الفرع الأول: العائد

#### أولاً: مفهوم العائد

يمثل العائد المكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله في مشروع ما كالأسهم العادية مثلاً، والتي يكون فيها العائد إما بصيغة أرباح نقدية موزعة تقرر من قبل إدارة الشركة أو في شكل توزيعات أرباح الأسهم، وإلى جانب ذلك العوائد الرأسمالية الناتجة عن عملية البيع والشراء في البورصة<sup>(1)</sup>.

(1) - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص.45.

ثانيا: أنواع العائد

ومن خلال الحديث عن العائد على الاستثمار نجد أنه لا بد من التمييز بين العائد الفعلي والعائد المتحقق، ونوضح ذلك من خلال ما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- **العائد المتحقق (الفعلي)**: هو عبارة عن المكاسب أو الخسائر الكلية التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة معينة من الزمن، وتمثل عوائد الاستثمار بقيمة التدفقات النقدية المتحصل عليها خلال فترة اقتنائه لهذا الأصل المالي.

ب- **العائد المتوقع**: هو أقل عائد يقبل به المستثمر ليستثمر في أصل معين وذلك في حالة توازن السوق حيث يتساوى العائد المتوقع مع العائد المطلوب من قبل المستثمر ويسمى العائد المتوقع بالعائد قبل الحقيقية حيث تكون عناصر معادلة قياس العائد ذات قيم متوقعة وليست قيم متحققة أو فعلية.

ثالثا: طرق قياس العائد

تحدد أهم معايير قياس العائد على النحو التالي<sup>(2)</sup>:

أ- **العائد على الاستثمار**:

يقيس هذا المعيار قدرة الدينار الواحد من مجموع الأصول وهو الذي يمثل مجموع المبلغ المستثمر من تحقيق أرباح بعد الضريبة حيث يحسب هذا المقياس على النحو التالي:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{الأرباح الصافية بعد الضريبة}}{\text{المبلغ المستثمر (مجموع الأصول)}}$$

(1) - حشايشي سليمة، مداخلة بعنوان " التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية "، الملتقى الدولي حول " الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية "، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص.ص.10.09.

(2) - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.ص.71-73.

ب- العائد على حقوق الملكية:

حيث يدلنا هذا المقياس على قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة، حيث أن حقوق الملكية تمثل رأس المال المدفوع والمكون من أسهم عادية وأسهم ممتازة، بالإضافة إلى الاحتياطات المختلفة مثل الاحتياطي الإجباري والاحتياطي الاختياري واحتياطات أخرى، بالإضافة إلى الأرباح المدورة حيث يحسب مقياس معدل العائد على حقوق الملكية وذلك على النحو التالي:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

ج- عائد فترة الاحتفاظ:

يعتبر هذا المقياس من أفضل المقاييس التي تهم المستثمر وبخاصة المستثمر الذي لديه محفظة مالية حيث يقيس هذا المعيار العائد المحقق لحامل السهم أو للمستثمر خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية ومن الممكن أن تكون فترة الاحتفاظ سنة أو أكثر من سنة أو أقل من سنة.

وهذا العائد يتكون من<sup>(1)</sup>:

1- عائد التوزيعات (فائدة، ربح) وقد تكون ثابتة كما في حالة السندات أو متغيرة كما في حالة الأسهم فضلا عن عوائد المستحدثات المالية المختلفة.

2- عائد القيمة الرأسمالية، ويساوي الفرق ما بين قيمة الشراء للورقة وقيمة الورقة عند التخلي عنها.

لذلك فإن عائد الورقة المالية لا يكون مؤكدا الحدوث بل يتغير من سنة لأخرى، ومثل هذا التغير يستدعي اللجوء إلى حساب متوسط العائد الناجم عن ملكية الورقة لمدة معينة.

$$\text{معدل العائد بين فترتين} = \frac{\text{مجموع العائد المتحقق بين المدتين}}{\text{قيمة الأساس}}$$

(1)- محمود محمد الداغر، " الأسواق المالية " طبعة أولى، دار الشروق، عمان، 2007، ص ص.183-186.

حيث:

$$R = \frac{d + (p_t - p_{t-1})}{p_{t-1}}$$

$R$ : معدل العائد ما بين الفترة (t) و(t-1)  $d$ : التوزيعات.

$P_{t-1}$ : قيمة الورقة عند الشراء  $P_t$ : قيمة الورقة عند البيع (القيمة السوقية)

ومن خلال هذا يتضح لنا الطريقة التي يمكن بواسطتها حساب معدل العائد السنوي (أو مدة الاحتفاظ) للورقة المالية، وبالتالي فإن حساب العائد لسلسلة زمنية ممكن في ضوء ذلك مع الأخذ بالحسبان طريقة تناول المتوسط الحسابي للعائد (خلال السلسلة). ويأخذ حساب المتوسط للعائد الصيغة الآتية:

$$\bar{R} = 1/t \sum R_i$$

$t$ : الفواصل الزمنية  $\bar{R}$ : المتوسط الحسابي للعائد لعدد من السنوات لعدد من الاستثمارات.

$i$ : الاستثمارات المختلفة.

وتفترض هذه الطريقة لحساب متوسط العائد بأن احتمالات تحقق كل سنة (فاصل زمني) متساوية، لذلك فإن اللجوء للوسط الحسابي يلي هدف حساب متوسط العائد للسلسلة الزمنية سواء لبيانات تمثل عائد تاريخي مؤكد أو بيانات تمثل سلسلة عوائد متوقعة.

أما إذا لم تتساوى احتمالات تحقق العائد فلا بد من أخذ نسبة احتمال الحدث بالحسبان عند حساب متوسط العائد، لاسيما وأن السوق تشهد موجات رواج وكساد متأثرة بالدورة التجارية التي يمر بها الاقتصاد أو التأثير المتباين لنشاط الشركات الزراعية مثلا ونتيجة الظروف الطبيعية وهكذا.

لذلك تأخذ صيغة حساب متوسط معدل العائد لسلسلة الصيغة الآتية:

$$\bar{R} = \sum P_i R_i \quad \bar{R}: \text{متوسط العائد للسلسلة (تاريخية أو متوقعة)}$$

$R_i$ : العائد لكل فاصلة زمنية للورقة المالية  $P_i$ : احتمال تحقق العائد.



## الفرع الثاني: المخاطرة

### أولاً- تعريف المخاطرة

تعني المخاطرة في الاستثمار على أنها توقع اختلافات في العائد المخطط أو المطلوب عن العائد المتوقع للحصول عليه، وهي بذلك حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد<sup>(1)</sup>.

كما يمكن تعريف المخاطرة على أنها: احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتقاس المخاطرة بناء على ذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع<sup>(2)</sup>.

### ثانياً- أنواع المخاطر

تنقسم مخاطر الاستثمار إلى نوعين رئيسيين هما: مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

#### أ- المخاطر المنتظمة:

وهي التي تمس الاقتصاد الوطني ككل وبالتالي تشمل كل المؤسسات الاقتصادية ولو بدرجات متفاوتة ولا ينفع معها التنقل من قطاع إلى قطاع آخر أو من مؤسسة إلى مؤسسة أخرى<sup>(3)</sup>.

أما عن مصادر هذا النوع من المخاطر فهي تتمثل فيما يلي:

#### 1- مخاطر تغيير سعر الفائدة:

إن أسعار الأسهم لها علاقة مباشرة بأسعار الفوائد المصرفية السائدة، فالإيداعات في البنوك مثلاً هي من الوسائل البديلة للاستثمار بالأسهم فإذا ما ارتفعت الفوائد فإن أسعار الأسهم سوف تميل إلى الانخفاض لأن العديد من المستثمرين سوف يجدون أنه من الأفضل لهم إيداع أموالهم بالبنوك أو بالسندات بفوائد عالية بدلاً من تحمل مخاطر الاستثمار بالأسهم.

(1)- بلعزوز بن علي، " استراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية "، مجلة الباحث، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 07، 2010، ص. 331.

(2)- محمد مطر، فايز غنيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، طبعة أولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2005، ص. 32.

(3) - مبارك لسوس، " التسيير المالي "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص. 143.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

ومخاطر التقلب في أسعار الفائدة المصرفية تبدو أكثر وضوحاً في حالة الاستثمار بالسندات، عند ارتفاع أسعار الفائدة فإن هذا سوف يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات والعكس<sup>(1)</sup>.

### 2- مخاطر التضخم:

من أكثر الأصول المالية تآثراً بالتضخم الأوراق المالية ذات الدخل الثابت أي السندات والأسهم الممتازة، وللتضخم نوعين من التأثير:

- تأثير على مستوى أسعار الفائدة في السوق وتأثير على القوة الشرائية:

فارتفاع مستوى التضخم وهو ما يطلق عليه بمخاطر التضخم من شأنه أن يرفع من مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق بما ينعكس على معدل العائد المطلوب على الاستثمار بمعنى أن يطلب المستثمر معدلاً أعلى للعائد ليعوضه عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للتدفقات النقدية المستقبلية، وفي ظل المعدل الثابت للكوبون يكون التعويض بشراء السند بقيمة أقل من قيمته الاسمية، أما التأثير الآخر فيكمن في انخفاض القوة الشرائية لكل من الفوائد المتولدة والقيمة المستردة عند تاريخ الاستحقاق أو عندما يقرر المستثمر التصرف في السند بالبيع<sup>(2)</sup>.

### 3- مخاطر السوق:

يتأثر السوق بعوامل مختلفة كالمضاربة في الأوراق المالية والتغيرات السياسية والحروب وغيرها، وهذه العوامل تؤثر على سلوك المستثمر حيث ينقل هذا السلوك إلى التعامل مع السوق مما يجعل الأسعار تتغير ويتأثر السوق بذلك مما يدفع السوق إلى حالات الارتفاع أو الركود في حجم التداول، حيث تكون الأسعار مرتفعة في حالة ارتفاع حجم التداول وتكون منخفضة في حالة الركود في حجم التداول والكساد، وهذه المخاطرة يتأثر بها المستثمر وتكون عوائده غير مستقرة.

(1) - محمد صالح جابر، مرجع سابق، ص. 83.

(2) - منير إبراهيم هندي، " الفكر الحديث في إدارة المخاطر " الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، دون سنة نشر، ص. 50.49.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن تفادي هذه المخاطرة بواسطة قيام المستثمر بعمليات البيع والشراء في التوقيت السليم فيشتري المستثمر الأوراق المالية عندما يكون السوق في حالة ركود وتكون الأسعار منخفضة، ويبيع المستثمر في حالة حركة السوق وارتفاع حجم التداول مع ارتفاع الأسعار<sup>(1)</sup>.

### ب- المخاطر غير المنتظمة:

وهي المخاطر التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، أو هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تنفرد بها منشأة أو صناعة ما، كحدوث اضطرابات العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين، وهذا النوع من المخاطر يمكن القضاء عليه من خلال التنويع السليم<sup>(2)</sup>.

ويمكن حصر مصادر المخاطر غير المنتظمة فيما يلي:

### 1- مخاطر الإدارة:

تنشأ مخاطر الإدارة نتيجة لاتخاذ قرارات خاطئة في مجال الإنتاج أو التسويق أو الاستثمار، من شأنها أن تترك آثارا عكسية على القيمة السوقية للأوراق المالية التي تصدرها الشركة، ويعتبر من مخاطر سوء الإدارة أيضا المشاكل التي تقع بين أعضاء مجلس الإدارة أو اضطرابات العمال<sup>(3)</sup>.

### 2- مخاطر الصناعة:

وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملحوس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع ومن الأمثلة على ذلك: ظهور اختراعات جديدة وظهور منافسين جدد أو عدم قدرة الصناعة من منافسة جودة الصناعات الأخرى، ظهور قوانين تمس صناعة معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث والتي كان لها تأثيرا، مصافي البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات التي ينتج عنها كميات كبيرة من المخالفات أو النفايات الملوثة للبيئة<sup>(4)</sup>.

(1) - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.ص.78.79.

(2) - طارق عبد العال حماد، " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص.266.

(3) - منير إبراهيم هندي، " الفكر الحديث في مجال الاستثمار "، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996، ص.248.

(4) - محمد مطر، فايز تيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، طبعة أولى، دار وائل، الأردن، 2005، ص.ص.48.49.

### 3- مخاطر الرفع التشغيلي:

يرتبط الرفع التشغيلي عادة بنمط هيكل تكاليف الشركة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة في التكاليف الكلية أو الإجمالية. وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي (DOL) كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف والعكس بالعكس<sup>(1)</sup>.

### 4- مخاطر الرفع المالي:

ويقصد به مدى اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل الخارجي (الديون) بدلا من اعتمادها على حقوق الملكية، ويهدف هذا النوع من التمويل إلى استخدام أموال الغير في رفع معدل العائد على الاستثمار وذلك عن طريق تشغيل الأموال المقترضة في أدوات استثمار تدر عائدا أعلى من الفائدة المدفوعة للأموال المقترضة، وعليه نجد أن الرفع المالي يرتبط بما يعرف بهيكل رأسمال الشركة فإذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية لموجوداتها يكون الرفع المالي فيها مرتفعا والعكس بالعكس<sup>(2)</sup>.

### ثالثا: طرق قياس المخاطرة

إن طرق قياس المخاطرة تستند إلى فكرة تعدد الاحتمالات للعائد بسبب وجود حالات عدم التأكد من حدوث العائد أو احتمالات الحصول على عائد أقل مما هو مطلوب لذلك فإن مقياس المخاطرة الكلية معظمها يستدل على المخاطر من خلال معرفة مدى التأكد أو احتمالات حصول العائد أو من خلال الاستناد إلى فكرة تذبذب العوائد التاريخية<sup>(3)</sup>.

لذلك فإن التباين والانحراف المعياري يعتبران مقياسين مقبولين للمخاطر غير المنتظمة، أما المخاطر المنتظمة فيمكن قياسها بواسطة المعامل بيتا (Beta).

(1) - المرجع السابق، ص. 49.

(2) - المرجع السابق، ص. 51.

(3) - مروان شموط و كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص. 228.

أ- قياس المخاطر المنتظمة بواسطة المعامل بيتا ( $\beta$ ):

معامل بيتا يقيس حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وتعد بيتا من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم أو للمحفظة، كما أنها تعبر عن درجة حساسية السهم أو المحفظة مجال التقييم للمخاطر السوقية<sup>(1)</sup> ويمكن صياغة العلاقة بين عائد السوق عبر مؤشر السوق  $R_m$  وعائد الورقة  $R_i$  بالمعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m$$

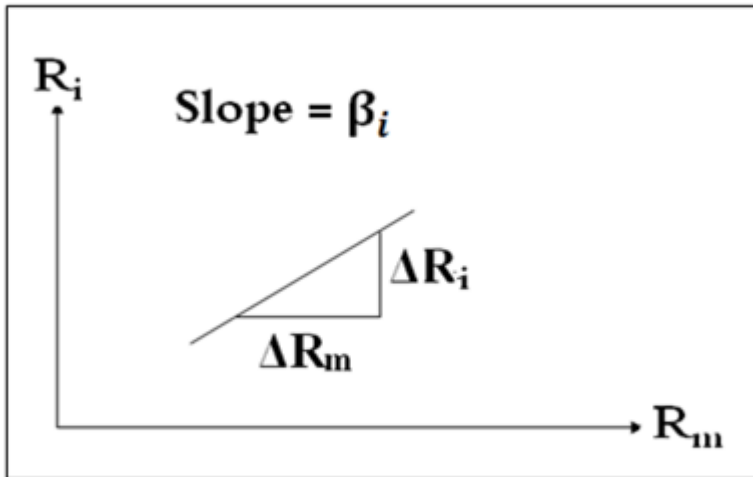
حيث:

$\alpha_i$ : ثابت يعكس معدل العائد للورقة المستقل عن متغيرات السوق.

$\beta_i$ : (بيتا) يمثل ميل المعادلة الخط المستقيم، عاكسا بذلك التغير الحاصل في معدل عائد الورقة المالية ( $R_i$ ) نتيجة التغير في عائد السوق التابع لمؤشر السوق ( $R_m$ ) بوحدة واحدة.

ويمكن توضيح العلاقة بين ( $R_i$ ) و ( $R_m$ ) من خلال الشكل التالي

شكل رقم (2-1): قياس المخاطر المنتظمة بواسطة المعامل  $\beta$



المصدر: محمود محمود الداغر، مرجع سابق، ص 192.

فالممارسة العملية التاريخية في الأسواق المالية توضح بأن هناك اتجاهها اقترانيا ما بين تغيرات أسعار السوق معبر عنها بمؤشر السوق (Markets intex) وتغيرات أسعار الأوراق المالية، فالألتجاه الصعودي للسوق يقترن بألتجاه تصاعدي للأوراق المالية وعلى العكس عند ألتجاه الرقم القياسي

(1) - المرجع السابق، ص 236.

(2) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 192.

لأسعار.

السوق إلى الهبوط وبالتالي فالربط بين المتغيرين للتعبير عن مدى التأثير الذي يعكس لنا المخاطر المنتظمة أمر ممكن بواسطة المعامل  $\beta$ .

ويمكن حساب المعامل ( $\beta$ ) من خلال المعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\beta_i = \frac{cov_{im}}{var_m} = \frac{\sum(R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{\sum(R_m - \bar{R}_m)^2}$$

حيث:  $cov_{im}$ : التباين المشترك ما بين الورقة المالية والسوق،  $var_m$ : تباين عائد السوق،  $\beta_i$ : المعامل بيتا.

أما عن الطريقة الإحصائية لتقدير المعامل  $\beta_i$  لا يختلف عن الصيغة السابقة، حيث نصل إلى  $\beta_i$  من خلال العلاقة التالية:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

حيث:  $e_i$  متغير عشوائي.

ولقياس  $\beta$  (ميل الخط المقدر) نستعمل العلاقة التالية<sup>(2)</sup>:

$$\beta_i = \frac{\sum r_m}{\sum r_m^2}$$

حيث:  $\sum r_m$ : مجموع حاصل ضرب انحرافات عائد السوق وعائد الورقة عن وسطها الحسابي.

$r$ : تمثل العوائد بالقيم الانحرافية (القيمة عن الوسط الحسابي لكل مشاهدة)،  $\sum r_m^2$ : مجموع مربعات انحراف عائد السوق.

ونستخلص مما سبق ما يلي:

(1) - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص. 155.

(2) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 193.

جدول رقم (1-2): قيم المعامل بيتا ودلالاتها

دلالاتها	قيمة بيتا
السهم أكثر مخاطرة من محفظة السوق، ومن ثم يجب أن يحقق معدل عائد أعلى مما تحقق محفظة السوق.	$\beta > 1$
السهم يحوي مخاطرة مساوية لما تحويه محفظة السوق، ومن ثم يجب أن يحقق معدل عائد مساويا لما تحققه هذه المحفظة.	$\beta = 1$
السهم أقل مخاطرة من محفظة السوق، ومن ثم فإن معدل العائد المطلوب على هذا السهم سوف يكون أقل من معدل العائد على محفظة السوق.	

المصدر: مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص. 236.

ب- قياس المخاطر غير المنتظمة باستخدام التباين (التشتت والانحراف المعياري):

الانحراف المعياري هو مقياس للتشتت حول الوسط الحسابي وهو عبارة عن الجذر التربيعي للتباين ( $\delta = \sqrt{var}$ )، ويقاس الخطر بموجب هذه الطريقة بمقدار انحراف انجازات السهم عن كل ما يتوقع له في السابق.

على هذا الأساس فإن الانحراف المعياري ( $\delta$ ) يعتمد على إيجاد معدل وسطي لما ينتجه السهم من أرباح لعدد من السنوات، فإذا ما وجد أن أرباح السهم السنوية تبتعد كثيرا عن هذا المعدل فإن ذلك يعد إشارة هامة بأن الاستثمار في هذا يحمل معه خطورة واضحة، أما إذا كانت الأرباح السنوية متقاربة مع هذا المعدل الوسطي فإن ذلك يعني أن السهم أكثر استقرارا، أي أقل خطورة<sup>(1)</sup>، وعليه فإن العوائد التاريخية تقاس بالمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{var} = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}}$$

أما عن الصيغة العامة في حالة وجود احتمال وقوع حدث ما (P) فهي تكتب على الشكل التالي:

$$\delta = \sqrt{var} = \sqrt{\frac{\sum P_i (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}}$$

(1) - محمد صالح جابر، مرجع سابق، ص. 92. 93.

### المطلب الثاني: تحليل محفظة الأوراق المالية

يتم اتخاذ قرار الاستثمار في ضوء عملية المبادلة بين العائد والمخاطرة إذ أن المبادلة بين العائد والمخاطرة يشكل جوهر الاهتمام بالمحفظة وسيتم في هذا المطلب توضيح كيفية قياس عائد ومخاطرة المحفظة.

### الفرع الأول: قياس عائد محفظة الأوراق المالية

ينبغي التمييز بين أربعة أنواع من عائد المحفظة: المتحقق، المتوقع، المطلوب والتاريخي.

#### أولاً: معدل العائد المتحقق

هو ذلك العائد الفعلي الذي يحققه المستثمر من مسك محفظة ويمثل مجموع عوائد مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها في رأس مال المحفظة لذلك يطلق عليه العائد المتحقق الموزون وعلى وفق الصيغة التالية<sup>(1)</sup>:

$$R_r \sum_{i=1}^n m_i R_i \quad / \quad ( R_r = m_1 R_1 + m_2 R_2 + \dots + m_n R_n )$$

حيث أن:  $R_r$  عائد المحفظة المتحقق.  $R_i$  عائد الورقة.  $m_i$  نسبة الاستثمار بالورقة إلى إجمالي الاستثمار بالمحفظة (الوزن).

#### ثانياً: معدل العائد المتوقع

يمثل العائد المتوقع للمحفظة العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها برأس مال المحفظة وعلى وفق الصيغة التالية<sup>(2)</sup>:

$$\overline{R_p} = \sum_{i=1}^n m_i \overline{R_i}$$

حيث:

$\overline{R_p}$ : متوسط العائد من اقتناء الورقة.  $\overline{R_i}$ : العائد المتوقع من الورقة.  $m_i$ : وزن الورقة.

(1) - أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص. 198.

(2) - المرجع السابق، ص ص 199.200.



## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

طبقا للصيغة الرياضية أعلاه يتطلب حساب معدل العائد المتوقع لكل مكون من مكونات المحفظة، بهذا الصدد هناك ثلاث طرق لحساب هذا المعدل، الوسط الحسابي والطريقة الإحصائية والطريقة الاحتمالية. وسوف يتم التركيز على الوسط الحسابي لتبسيط عملية الحساب والتحليل.

يتحدد العائد المتوقع بأخذ الوسط الحسابي لسلسلة من العوائد المتحققة عن فترة سابقة ولكل سهم من أسهم المحفظة هذا المتوسط الحسابي يمثل معدل العائد المتوقع. ويتم التعبير عن هذا المتوسط كما يلي<sup>(1)</sup>:

$$R_{ij} = \frac{D_{ij}}{\text{Price}_{ij-1}} + \frac{\text{Price}_{ij} - \text{Price}_{ij-1}}{\text{Price}_{ij-1}}$$

$$\bar{R}_i = 1/M \sum_{j=1}^M R_{ij}$$

حيث:

$D_{ij}$ : توزيعات الأرباح الخاصة بالورقة  $i$  في السنة  $j$ ،  $\text{Price}_{ij}$ : سعر الورقة  $i$  في السنة  $j$ ،  $\bar{R}_i$ : متوسط العائد الخاص بالورقة،  $R_{ij}$ : العائد المحقق للورقة، في السنة  $j$  حيث:  $j = 1.2.....M$

### ثالثا: معدل العائد المطلوب

هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمر أو مدير المحفظة تعويضا عن المخاطر المحتملة، يحسب هذا المعدل على أساس معدل العائد المطلوب لكل سهم من أسهم المحفظة مرجحا بوزن مساهمته بمبلغ المحفظة، يحسب معدل العائد المطلوب للسهم وفقا لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM، وعليه فإن العائد المطلوب من المحفظة يكون كالاتي<sup>(2)</sup>:

$$R_d = \sum_{i=1}^n R_{di} m_i = R_{d1} \cdot m_1 + R_{d2} \cdot m_2 + \dots + R_{dn} \cdot m_n$$

$R_d$ : معدل العائد المطلوب من المحفظة،  $R_{di}$ : معدل العائد المطلوب للسهم  $i$ ،  $m_i$ : وزن الورقة  $i$ .

(1) - حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص. 378.

(2) - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. 202.

رابعاً: العائد التاريخي

عندما نتحدث عن عائد الاستثمار لأصل معين، فإننا نراعي التغير في قيمة ذلك الاستثمار، هذا التغير في القيمة يمكن أن يكون بسبب التدفقات النقدية كالفائدة أو توزيعات الأرباح أو يكون بسبب التغير في سعر الأصل (موجبا كان أم سالب)، لذا سيتم قياس معدل العائد التاريخي لفترة معينة ( سنة واحدة ) استنادا إلى التغير في قيمة ذلك الاستثمار مضافا إليها أية توزيعات نقدية خلال تلك الفترة وبالتالي فإن ذلك العائد يتكون من عنصرين رئيسيين هما<sup>(1)</sup>:

**الأول:** عائد التوزيعات ويمثل نسبة توزيعات الأرباح السنوية للسهم من السعر الاسمي لذلك السهم ويمكن تحديده كالتالي:

$$DY = \frac{Ct}{Pt}$$

حيث أن:

$Ct =$  توزيعات الأرباح النقدية المستهلكة خلال الفترة  $t$ .  $Pt =$  قيمة الاستثمار في بداية الفترة.

**الثاني:** عائد الربح الرأسمالي وهو يمثل التغير في سعة السهم ويحدد كالتالي:

$$CG = \frac{(Pt+1 - Pt)}{Pt}$$

حيث أن:

$Pt+1 =$  قيمة الاستثمار في نهاية الفترة  $t$ .  $Pt =$  قيمة الاستثمار في بداية الفترة  $t$ .

وعليه فإن معدل العائد الكلي للاستثمار  $R_t$  ويسمى أيضا العائد لفترة الاقتناء يمكن احتسابه بالمعادلة التالية:

$$R_t = \frac{Ct}{Pt} + \frac{(Pt+1 - Pt)}{Pt}$$

**الفرع الثاني: قياس مخاطر محفظة الأوراق المالية**

(1) - مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، ص. 56.55.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

طبقا لمفهوم المحفظة ونظرية المحفظة المستثمر في الأوراق المالية في شكل محفظة يتحمل مخاطرة عند بناء محفظة تختلف عن تلك المخاطرة التي يتعرض لها السهم منفردا ويعود سبب ذلك إلى وزن مساهمة كل سهم في مخاطرة المحفظة وأن الأخيرة تكون مساوية إلى المخاطرة النظامية فقط نظرا لمبدأ التنويع الذي يشكل قاعدة المحفظة ودوره في تخفيض المخاطر غير النظامية<sup>(1)</sup>.

فالتوصية بالتنويع كونه مدخلا مناسباً لتدنية المخاطر التي تواجه الورقة المالية الفردية مرجعه أساساً تجريبي للمحفظة مفاده: " اختلاف مخاطر الورقة الفردية في حالة الاستثمار خارج المحفظة عن مخاطرها في داخل المحفظة الاستثمارية".

يعود ذلك إلى أن مخاطر المحفظة لا تتمثل بتأثر تقلب عائد الورقة بل وأيضاً بارتباط هذا التقلب مع تقلبات الأوراق الأخرى في المحفظة، فالتباين المشترك فضلاً عن معامل الارتباط يعدان الأساس في إحصاء المخاطر للمحفظة بدلاً من الانحراف المعياري لوحده في الورقة المنفردة<sup>(2)</sup>.

- إذا اتجه عائد الورقتين المكونتين لمحفظة استثمارية بشكل متعاكس تماماً في الحالات المختلفة للاحتمال فإن مخاطر المحفظة صفرية.

- إذا اتجه عائد الورقتين بالاتجاه نفسه عند الاحتمالات المختلفة فإن محفظتهما لا تغير من طبيعة المخاطر الفردية.

- خضوع عائد ورقتين لظروف مختلفة ( مستقلة ) ينتج عنه عائد محفظة أقل تقلباً لذلك فهو أقل مخاطراً.

- إن مخاطر المحفظة لا تمثل بمتوسط مخاطر المكونات بينما عائد المحفظة يمكن تمثيله بمتوسط موزون لعائد المكونات<sup>(3)</sup>.

### أولاً: الصيغة العامة لحساب مخاطر محفظة الأوراق المالية

باعتبار أن مخاطر محفظة الأوراق المالية يعبر عنها بالتباين فإنه لحساب هذه

المخاطر علينا الأخذ بالصيغة التالية<sup>1</sup>:

(1) - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص. 203.

(2) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 208.

(3) - المرجع السابق، ص. 210-212.

$$\delta_p^2 = E (R_{pj} - R_p)^2$$

و للتعبير عن تباين المحفظة بدلالة الأوراق المالية المكونة لها والمتمثلة في أصلين فقط فإنه يتم التعبير عن المعادلة السابقة كما يلي:

$$\begin{aligned} \delta_p^2 &= E((X_1 R_{1j} + X_2 R_{2j}) - (X_1 \bar{R}_1 + X_2 \bar{R}_2))^2 \\ &= E(X_1 (R_{1j} - \bar{R}_1) + X_2 (R_{2j} - \bar{R}_2))^2 \end{aligned}$$

كان معنى ذلك أن:

$$\begin{aligned} \delta_p^2 &= E(X_1^2 (R_{1j} - \bar{R}_1)^2 + X_2^2 (R_{2j} - \bar{R}_2)^2 + 2 X_1 X_2 (R_{1j} - \bar{R}_1) (R_{2j} - \bar{R}_2)) \\ &= X_1^2 \delta_1^2 + X_2^2 \delta_2^2 + 2 X_1 X_2 E (R_{1j} - \bar{R}_1) (R_{2j} - \bar{R}_2) \end{aligned}$$

ويتبين مما سبق أن تباين المحفظة يتوقف على تباين الورقة الأولى مضروباً في المقدار  $X_1^2$  مضافاً إليه تباين الورقة الثانية مضروباً في المقدار  $X_2^2$  مضافاً إليها مقدار ثالث يسمى بالتغاير بين الورقة 1 والورقة 2 مضروباً في المقدار  $2 X_1 X_2$ .

نلاحظ هنا أن المقدارين الأول والثاني لا يأخذان قيمة سالبة دائماً إلا أن المقدار الثالث قد يأخذ قيمة سالبة إذا كان الانحراف في الورقة الأولى في ظل الظروف السوقية  $j$  مخالفاً للانحراف في الورقة الثانية في ظل نفس الظروف  $j$ .

ويتم التعبير عن التغاير بين الورقة 1 والورقة 2 بالرمز  $\delta_{12}$ ، وعلى هذا الأساس يتم التعبير عن مخاطر المحفظة كما يلي:

$$\delta_p = (X_1^2 \delta_1^2 + X_2^2 \delta_2^2 + 2 X_1 X_2 \delta_{12})^{1/2}$$

حيث:

$$\delta_{12} = E((R_{1j} - \bar{R}_1) (R_{2j} - \bar{R}_2))$$

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

$$= \sum_{j=1}^M P_j (R_{1j} - \bar{R}_1) (R_{2j} - \bar{R}_2)$$

كما أنه يمكن ترميز التغيرات وذلك باستخراج مؤشر جديد يسمى بمعامل الارتباط بين الورقة 1 والورقة 2 ذلك كما يلي:

$$r_{ik} = \frac{\delta_{ik}}{\delta_i \delta_k} \quad -1 \leq r_{ik} \leq 1$$

ويكون معامل الارتباط  $-1$  إذا كان هناك حركة عكسية تامة لإيرادات كل من الورقتين، أي إذا كانت الإيرادات الجيدة والسيئة لكل ورقة تتحقق في الاتجاه المعاكس للورقة الأخرى.

ويكون الارتباط  $+1$  إذا كانت حركة الإيرادات الخاصة بالورقة الأولى متطابقة تماما وفي نفس الاتجاه لحركة الإيرادات في الورقة الثانية، وفي غير هاتين الحالتين السابقتين يكون معامل الارتباط  $r_{ik}$  ما بين  $-1$  و  $+1$ .

$$\text{أي يكون } -1 \leq r_{ik} \leq 1$$

وعلى هذا الأساس يتم التعبير عن مخاطر المحفظة  $\delta_p$  كما يلي:

$$\delta_p = (X_1^2 \delta_1^2 + X_2^2 \delta_2^2 + 2 X_1 X_2 r_{12} \delta_1 \delta_2)^{1/2}$$

وعلى هذا الأساس يلزم لحساب المخاطر الخاصة بمحفظة الأوراق المالية، ضرورة حساب التباين والمخاطر الخاصة بكل ورقة  $\delta_1^2$ ،  $\delta_2^2$ ،  $\delta_1 \delta_2$  وكذا حساب الارتباط  $r_{12}$  بين الورقة 1 والورقة 2 حتى يمكن حساب المخاطر الخاصة بهذه المحفظة.

وبطبيعة الحال يلزم الأمر لحساب  $\delta_p$  وفقا للمعادلة السابقة ضرورة توفير كافة البيانات الخاصة بالتغيرات أو الارتباط بين كل ورقتين مختلفتين.

كما يمكن تعميم معادلة تباين المحفظة وحسابه في حالة وجود  $N$  من الأوراق المالية حيث  $N > 2$  وبذلك يكون تباين المحفظة في هذه الحالة العامة كما يلي<sup>(1)</sup>:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^N X_i^2 \delta_i^2 + \sum_{\substack{k=1 \\ k \neq i}}^N X_i X_k \delta_{ik}$$

(1) - حسين عطا غنيم، 2005، مرجع سابق، ص.ص. 392.393.

ثانيا: حالات هامة لحساب مخاطر محفظة الأوراق المالية

إضافة إلى ما تطرقنا إليه حول الصيغة العامة لحساب مخاطر محفظة الأوراق المالية، فإنه تجدر الإشارة إلى الأخذ بعين الاعتبار الحالات التالية<sup>(1)</sup>:

### 1- حالة استقلالية أصول المحفظة

إذ يكون التباين بين كل ورقة والورقة الأخرى مساويا صفرا، الأمر الذي يؤدي إلى أن تصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$\delta p^2 = \sum_{i=1}^N X_i^2 \delta_i^2$$

حيث:  $\delta_{ik} = 0$  لكل قيم  $i, k$ .

كما أنه كلما تعددت مكونات المحفظة بحيث يكون المقدار  $X_i^2$  صغيرا جدا لجميع قيم  $i$  كلما اقتربت مخاطر المحفظة من الصفر، ويمكن توضيح ذلك إذا ماتساوت المبالغ المستثمرة في كل أصل من أصول المحفظة كما يلي:

$$\delta p^2 = \sum_{i=1}^N (1/N)^2 \delta_i^2 = 1/N \sum_{i=1}^N \delta_i^2 / N$$

$$\delta p^2 = \frac{\delta_i^2}{N}$$

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \delta p^2 = \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{\delta_i^2}{N} = 0$$

أي تقترب مخاطر المحفظة من الصفر كلما تنوعت المحفظة وزادت بالتالي قيمة  $N$ .

### 2- حالة عدم استقلالية أصول المحفظة مع استثمار مبالغ متساوية في كل أصل من أصولها:

يمكن في هذه الحالة التعبير عن مخاطر المحفظة كما يلي:

$$\delta p^2 = \sum_{i=1}^N (1/N)^2 \delta_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{k=1 \\ k \neq i}}^N \left(\frac{1}{N}\right) \left(\frac{1}{N}\right) \delta_{ik}$$

(1) - المرجع السابق، ص ص. 394-397.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

وحيث أن عدد حدود المقدار الأول هو  $N$  فإن  $\sum \delta_i^2 / N$  يكون هو المتوسط والذي نرسم له بالرمز  $\bar{\delta}_i^2$ .

وحيث أن عدد حدود المقدار الثاني هو  $N(N-1)$ ، كان معنى ذلك أن:

$$\bar{\delta}_{ik} = \sum \sum \frac{\delta_{ik}}{N(N-1)}$$

$$\delta_p^2 = (1/N) \sum_{i=1}^N \delta_i^2 / N + (N-1)/N \sum_{i=1}^N \sum_{k=1, k \neq i}^N \delta_{ik} / N(N-1)$$

$$\delta_p^2 = (1/N) \bar{\delta}_i^2 + ((N-1)/N) \bar{\delta}_{ik}$$

ويتبين لنا من المعادلة السابقة أن  $\delta_p^2$  هي أيضا متوسط مرجح لمتوسط البيانات ومتوسط التغيرات.

$$\delta_p^2 = \frac{1}{N} \bar{\delta}_i^2 + (1 - \frac{1}{N}) \bar{\delta}_{ik}$$

أي أن التنوع يؤدي إلى تجنب المخاطر الخاصة بكل ورقة على حدى، وهو ما يسمى بالمخاطر غير المنتظمة، ولكنه لا يؤدي إلى تجنب المخاطر الناجمة من التغيرات بين هذه الأوراق وهو ما يسمى بالمخاطر المنتظمة.

### ثالثا: العوامل المؤثرة على مستوى مخاطر محفظة الأوراق المالية

يمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر على درجة مخاطر محفظة الأوراق المالية على النحو التالي:

- معامل الارتباط بين العوائد الناتجة عن الاستثمار.
- عدد الأوراق المالية ونوعيتها أو عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة الاستثمارية.
- توزيع رأس المال على أصول المحفظة الاستثمارية أو بمعنى آخر تأثير الأوزان النسبية للأوراق المالية المكونة للمحفظة.

#### أ: معامل الارتباط

وهو مقياس إحصائي يعبر عن العلاقة القائمة بين ورقتين ماليتين من حيث اتجاه حركة هذه العوائد، أي أنه يقيس نسبة التغير بين عائد كل من الورقتين، فإذا ما زاد أو نقص عائد أحد الورقتين فهذا سينعكس على الورقة الأخرى، باعتبار هذا الانعكاس إما أن يكون إيجابيا أو سلبيا حيث يكون معامل الارتباط يتراوح ما بين -1

و  $1+$  ولهذا فإن درجة الارتباط بين عوائد أصول محفظة الاستثمار تساهم بقدر كبير في تقليل المخاطر، ففي حالة ما إذا كان معامل الارتباط موجبا انخفض أثره على تقليل المخاطر وفي حالة ما إذا كان سالبا كان تأثيره على تقليل المخاطرة أكبر<sup>(1)</sup>.

ولهذا كان على مدير المحفظة مراعاة درجة الارتباط بين عوائد أصول المحفظة و التي يمكن من خلالها تحديد الحالات الثلاثة لمعامل الارتباط على النحو التالي<sup>(2)</sup>:

### 1- حالات الارتباط التام الموجب:

في هذه الحالة يكون معمل الارتباط موجبا و مساويا  $(1+)$ ، و هو ما يعني أن العلاقة بين العوائد على الورقتين الماليتين هي علاقة طردية خطية تامة، و بالتالي معرفة اتجاه حركة العائد على ورقة مالية واحدة، يجعل من الممكن توقع اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأخرى بشكل تام، أي بمعنى آخر إذا توقع المستثمر ارتفاع العائد على الورقة الأولى بنسبة معينة، فإن ذلك يعني أن عائد الورقة الثانية سوف يرتفع و بنسبة مقاربة للأولى.

### 2- حالة عدم الارتباط:

يكون معامل الارتباط في هذه الحالة مساويا للصفر  $(0)$  بمعنى أنه لا توجد أي علاقة واضحة بين حركة العوائد، و لذلك فإن معرفة اتجاه حركة عائد الورقة الأولى، لا يفيد المستثمر من معرفة اتجاه حركة عائد الورقة الثانية، إلا أن هذه الحالة تعد الأفضل من سابقتها نتيجة كون التنوع بين عدد كبير من الأصول الاستثمارية للمحفظة ليس لها أي درجة ارتباط ذو تأثير أقوى من الحالة الأولى في تخفيض المخاطرة، لما لهذه الأخيرة من ميزة تعويض انخفاض العائد فيما بينها.

### 3- حالة الارتباط السالب التام:

في هذه الحالة يعبر الارتباط السالب التام على وجود علاقة عكسية خطية تامة بين عائد الورقتين الماليتين (معامل الارتباط يساوي  $(-1)$ )، و لذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأولى يمكن من

(1)- غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.ص 116.117

(2)- العديد من المراجع أهمها :

- محمد مطر، وفايز تيم، مرجع سابق، ص.ص 173-175.

- غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.ص 117.118.



## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة الثانية و الذي يكون في الاتجاه المعاكس تماما، و مثال ذلك هو حالة ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة لانخفاض سعر الفائدة فإنه في المقابل تنخفض أسعار السندات و عليه فإن هذه الحالة تعد أفضل حالات معامل الارتباط لتقليل المخاطرة.

### ب- عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة (التنوع و تدنية المخاطر):

يهدف المستثمر من خلال عملية التنوع و التوجه نحو المحافظ دون الورقة الفردية للحصول على عائد لا يقل عن عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة ، و لكن في الوقت نفسه يستطيع تدنية مخاطر المحفظة مقارنة بمخاطر كل ورقة، إلا في الحالات الاستثنائية التي يقتصر فيها التنوع على عدد قليل من الأوراق المالية أين يكون معامل الارتباط مساو ل (-1) فيما بين الأوراق بحيث يتلاشى أثر التنوع<sup>(1)</sup>، و على هذا الأخير يمكن حصر أهم أسس تشكيل أصول المحفظة و تنوعها على النحو التالي:

### 1- تنوع جهة الإصدار:

ويقصد به ذلك النوع الذي لا تكون فيه الأوراق المالية المكونة للمحفظة من جهة واحدة بل يشترط في تنوعها أن تكون هذه الأوراق مصدرية من العديد من الجهات، ولتحقيق ذلك على المستثمر أن يعتمد على أحد الأسلوبين:

#### ■ التنوع الساذج:

يقوم أسلوب التنوع الساذج على فكرة أساسية المغزى منها هو أنه بزيادة تنوع جهة إصدار الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما قلت مخاطر انخفاض عوائد هذه الأخيرة، وعليه فإنه في هذه الحالة يتم تحديد جهة الإصدار عشوائيا، الناتجة عن الزيادة المفرطة في عدد جهات الإصدار، إضافة إلى هذا فإن التنوع الساذج قد يأخذ صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في جهة واحدة من الإصدارات وذلك كوسيلة لعدم تركيز المبالغ المتاحة للاستثمار في عدد محدد من الأوراق المالية، كما تشير في هذا الصدد الدراسة التي قام بها إفانز و آرشر 1968 بأن أسلوب التنوع الساذج يضمن التخلص من جانب أكبر من المخاطر غير

(1)- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 218.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

المنتظمة، ذات الصبغة الخاصة، وذلك إذا ما اشتملت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائيا يتراوح عددها ما بين 10 إلى 15 نوع من الاستثمارات، ولهذا يمكن استنتاج نقطتين رئيسيتين هما<sup>(1)</sup>:

- أن التنوع الساذج يساهم في تخفيض المخاطر غير المنتظمة، بينما لا يساهم على الإطلاق في تخفيض المخاطر المنتظمة والمتعلقة بالظروف العامة سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية أو غيرها.

- المستثمر بإمكانه التخلص كلية من المخاطر غير المنتظمة إذا ما تضمنت المحفظة حوالي 15 إصدار، ولكن من المقترح عدم المغالاة في التنوع وإلا تكون لمواجهة إدارة المحفظة المالية آثار عكسية من أهمها:

صعوبة إدارة المحفظة، ارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة تضاف إلى مكونات المحفظة، ارتفاع متوسط الشراء نتيجة للأضرار في بعض الأحيان لشراء كميات صغيرة من كل إصدار.

### ■ تنوع ماركوتز:

فهو على عكس أسلوب التنوع الساذج الذي يقضي بالاختيار العشوائي للاستثمارات المكونة للمحفظة، إذ نجد أسلوب ماركوتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط) بين العوائد المتولدة عنها، ففي حالة ما إذا كانت هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر، مما لو كانت تلك العوائد مستقلة.

فانطلاقاً من معامل الارتباط المتراوح بين  $[-1, +1]$  استنتج ماركوتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية، انخفضت معه المخاطر غير المنتظمة التي يتعرض لها عائد المحفظة، بل وبالإمكان التخلص من جزء من المخاطر العامة خاصة في حالة التنوع الدولي، أي أن المحفظة تتضمن أسهم لشركات عاملة في دولة أجنبية<sup>(2)</sup>.

### 2- تنوع تواريخ الاستحقاق:

(1)- منير إبراهيم هندي، " إدارة البنوك التجارية - مدخل اتخاذ القرارات "، طبعة ثالثة، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية، 1996، ص ص.318-321.

(2)- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق، ص. 427.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

تعرض الأوراق المالية لمخاطر سعر الفائدة ويقصد بذلك المخاطر الناجمة عن أثر تقلبات سعر الفائدة على القيمة السوقية للأوراق المالية، حيث أنه بارتفاع سعر الفائدة تنخفض القيمة السوقية لهذه الأوراق وهو ما يعرض المستثمر للخسارة إذا ما اضطر لبيع هذه الأوراق قبل تاريخ استحقاقها، وعليه يطلق على العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والقيمة السوقية للأوراق المالية بالمرونة السعرية، حيث أن هذه الأخيرة تزداد مرونة كلما زادت فترة الاستحقاق، أي بمعنى آخر زيادة درجة استجابة القيمة السوقية للأوراق المالية في سعر الفائدة بزيادة فترة الاستحقاق، ولهذا فإن خسارة المستثمر تكون أكبر في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، كأن يتم الاستثمار في السندات طويلة الأجل والتي سوف تحقق استقراراً في العائد من جهة، إلا أنه يمكن أن يتعرض لمخاطر التضخم من جهة أخرى بحيث أن العائد المحقق قد يتأثر نتيجة القوى الشرائية للعملة<sup>(1)</sup>. غير أنه يمكن التغلب على مثل هذه التغيرات باستخدام أساليب التشكيل أو التنويع للمحفظة والتي من أهمها:

### ■ الأسلوب الهجومي:

يعتمد هذا الأسلوب على عملية التغيير المستمر في مكونات المحفظة بناءً على توقعات حركة سعر الفائدة، فإذا تنبأ المستثمر أو مدير المحفظة بارتفاع سعر الفائدة فإنه يقوم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل واستبدالها بأخرى قصيرة الأجل، ولهذا فإن المستثمر في حالة ارتفاع سعر الفائدة فعلاً يكون بذلك قد تفادى الخسارة التي كانت ستنتج عن الانخفاض الكبير في القيمة السوقية للأوراق طويلة الأجل، أما إذا كانت التوقعات عكس ذلك، أي أسعار الفائدة ستنخفض فإن عليه بيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأخرى طويلة الأجل، أما إذا انخفض سعر الفائدة حسب هذه التنبؤات فإن المستثمر يحقق استقراراً في العائد على الأوراق طويلة الأجل، إضافة إلى احتفاظه بأوراق مالية ذات سعر فائدة مرتفع نسبياً بسبب شرائه لها قبل انخفاض سعر الفائدة، كما أنه بإمكانه تحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن انخفاض سعر الفائدة.

وعليه فنجاح هذه السياسة يعتمد أساساً على مدى صحة التنبؤات، فبتحقق توقعات المستثمر فإنه يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من عملية التبديل المستمر للأوراق المالية، أما إذا كانت التوقعات مخالفة لما يحدث فعلاً فإن المستثمر قد يتعرض لخسائر كبيرة<sup>(2)</sup>.

### ■ أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق:

(1) - محمد مطر، مرجع سابق، ص.ص. 178.179.

(2) - منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق، ص.ص. 230.231.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

يقوم المستثمر حسب هذه الإستراتيجية بتوزيع استثماراته بالتساوي على أوراق مالية بتاريخ استحقاق متتالية، وأفضل طريقة لتطبيق هذه الإستراتيجية هو تحديد حد أقصى يمكن أن يقبله مدير المحفظة لتاريخ استحقاق الورقة وليكن عشر سنوات مثلاً، وعلى هذا فالمستثمر بعد عام يحصل على قيمة الورقة التي تستحق خلال سنة، ويقوم باستثمارها من جديد في أوراق تستحق خلال عشرة سنوات وهكذا، بهدف الالتزام بالحد الأقصى لتاريخ الاستحقاق<sup>(1)</sup>.

أما عن مزايا هذا الأسلوب في التنوع تتمثل في الأهداف التالية<sup>(2)</sup>:

- توفير السيولة اللازمة وذلك بواسطة استرداد قيمة الأوراق المالية قصيرة الأجل.
- تحقيق الأرباح عن طريق مساهمة الأوراق المالية طويلة الأجل في استقرار العوائد لعدد من السنوات القادمة.
- الحد من الخسائر الرأس مالية، حيث أنه بوجود تشكيلة جيدة من الأوراق طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل يتم تجنب انخفاض القيمة السوقية بشكل جيد التي من الممكن أن تنشأ عن ارتفاع أسعار الفائدة.

### ■ تنوع الاستثمارات على الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل:

تعتمد هذه الإستراتيجية على تنوع الاستثمارات بالتساوي على الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق طويلة الأجل، ويعود السبب في ذلك كما أشرنا سابقاً أن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر، في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق استقرار العائد، وتوفر أرباحاً رأسمالية في حالة ما إذا انخفض سعر الفائدة، أما عن الأوراق المالية متوسطة الأجل فهي مستثناة من ذلك بسبب أنها غير محققة لأي من الهدفين السابقين.

### ج: تأثير الأوزان النسبية للأوراق المالية

سبق وأن ذكرنا أن مخاطر العائد المتولد عن المحفظة لا يعتمد فقط على مخاطر الاستثمارات الفردية المكونة لها، ويعتمد أيضاً على معامل الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات، ففي حالة اختلاف معامل الارتباط بين عائد الاستثمارات القائمة وبين عائد الاستثمارات المقترحة، يفضل اختيار الاقتراحات التي يكون معامل ارتباط عائداتها مع عائد الاستثمارات القائمة أقل ما يمكن، أما إذا تساوى معامل الارتباط بين عائد الاستثمارات

(1) - محمد مطر، مرجع سابق، ص. 180.181.

(2) - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص. 127.128.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

القائمة وعائد الاستثمارات المقترحة يفضل اختيار الاقتراحات التي يكون فيها الانحراف المعياري للعائد المتولد عنها أقل ما يمكن، وانطلاقاً من هذا الأخير لا يمكن اعتباره المتغير الوحيد في تحديد مخاطر المحفظة، وإنما يجب الأخذ بعين الاعتبار الأوزان النسبية للأوراق المالية المكونة لها، أو بمعنى آخر كيفية توزيع المخصصات المالية للمحفظة على الأوراق الفردية، ومدى تأثيرها بعوائد ومخاطر المحفظة بصفة عامة<sup>(1)</sup>.

يؤثر الوزن النسبي للأوراق المالية داخل المحفظة على درجة المخاطر التي يتعرض لها عائداتها، فانطلاقاً من تباين الأوزان التشكيلية يجعل من مخاطر المحفظة تشتمل على استثمارات يرتبط مع بعضها ارتباط تام موجب، أقل من مخاطر محفظة أخرى ترتبط استثماراتها ارتباط تام سالب.

يتأثر العائد المتولد عن المحفظة بالأوزان النسبية للأوراق الفردية، غير أنه لا يتأثر بمعامل الارتباط بين تلك الأوراق المالية، فعند كل تشكيلة يكون معدل العائد على الاستثمار في المحفظة ثابت مهما كان معامل الارتباط، وعلى هذا فإن للمستثمر إمكانية الاختيار الجيد للتشكيلة المكونة للمحفظة وأن يتخلص من المخاطر الكلية أو بصفة جزئية دون التضحية بالعائد.

### المطلب الثالث: المحفظة المثلى

إن حالة عدم التأكد التي يتعرض لها المستثمر عند تكوينه لمحفظته تكون هي السبب وراء وجود الخطر الذي بدوره يؤثر على معدل العائد المتوقع، ولذا يمكننا تمثيل العلاقة بين العائد المتوقع والخطر من خلال منحنى يمثل توليفة الأوراق المالية المشكلة للمحفظة لها عائد متوقع  $E(R)$  عند مستوى خطر معين ( $\delta$ ) ينتج عن هذا التمثيل مجموعة من النقاط يمكن من خلالها التعرف على المحافظ الكفؤة.

### الفرع الأول: مفهوم المحفظة المثلى

إن المحفظة الكفؤة هي المحفظة التي تحقق أقصى عائد متوقع عند درجة معينة من الخطر أو تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع، والمحفظة الكفؤة هي التي يختارها المستثمر الذي يتجنب المخاطرة<sup>(2)</sup>.

(1) - منير إبراهيم هندي، 1996، مرجع سابق، ص 297-299.

(2) - محمد الحناوي ونحال فريد مصطفى، " مبادئ وأساسيات الاستثمار "، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص.324.

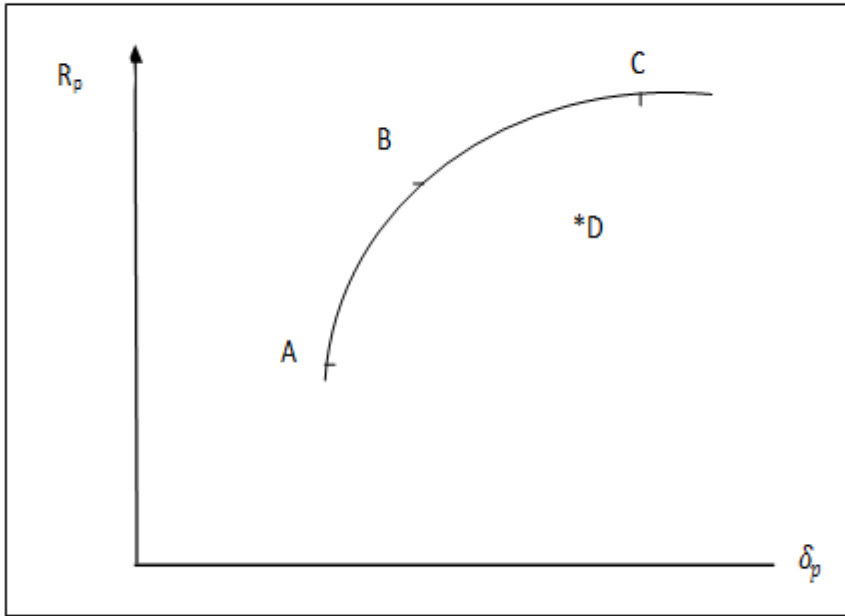
## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

إذن أمام التوليفات ذات نفس مستوى الخطر لا يختار المستثمر إلا التوليفة ذات أعلى عائد، وبمجموع هذه التوليفات يمكن أن يكون لنا منحنى الاستثمار الكفاء أو منحنى حدود الاستثمار، حيث تقع عليه المحافظ المحصورة ما بين أقل انحراف معياري ( $\delta$ ) وأعلى عائد كما هي المحافظ A, B, C الواقعة على منحنى الاستثمار الكفاء الذي يرسم بناءً على العلاقة ما بين العائد للمحفظة ( $R_p$ ) والانحراف المعياري ( $\delta_p$ ).

المحافظ إلى يسار A, B, C جميعاً لا يمكن تحققها من خلال البدائل المطروحة في سوق الأوراق المالية، أما المحافظ إلى اليمين فهي غير كفوءة، فمثلاً المحفظة D ذات عائد مساو للمحفظة B ولكن بخطر أعلى<sup>(1)</sup>.

ويوضح الشكل التالي منحنى الاستثمار الكفؤ والمحافظ الكفوءة.

شكل رقم (2-2): حدود الكفاءة



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 226

وبعد معرفة »

مجموعة المحافظ الكفاء « فإنه

لكي تحدد تلك المحفظة التي تحقق

مصلحة المستثمر « المحفظة المثلى

« لا بد من معرفة اتجاه المستثمر

ناحية الخطر أو بمعنى آخر (دالة

المقايضة بين العائد والخطر)،

وتستند هذه الدالة على المفهوم

الاقتصادي لمنحنيات السواء.

وعليه يمكن تعريف المحفظة المثلى

على أنها:

المحفظة المثلى هي تلك

المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها<sup>(2)</sup>.

(1)- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص.226.

(2)- غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.105.



## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: ترتيب الأسهم من الأعلى إلى الأسفل باستخدام نسبة المكافئة إلى المخاطرة التنظيمية المقاسة بمعامل ( $\beta$ ) ويشار إلى هذه النسبة بمقياس ترينور وفق المعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$T = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

حيث:

$\bar{R}_i$ : العائد المتوقع للسهم ( $i$ )، أو معدل عائد السهم  $i$ ،  $R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة،

$\beta_i$ : معامل بيتا السهم مقياس المخاطرة النظامية للسهم.

انطلاقاً من هذه النسبة تحدد أفضلية كل سهم في المحفظة المالية، فإذا اختير سهم بنسبة معينة تكون الأسهم التي تقع فوق هذا السهم من ضمن المحفظة وتكون من الأسهم الجيدة التي تحقق أعلى عوائد، أما إذا استثنى سهم من المحفظة فإن الأسهم التي تكون ذات نسبة أقل من نسبة هذا الأخير تستثنى هي كذلك من المحفظة وتعد الأسهم الرديئة والتي يجب على مدير المحفظة بيعها وتحل محلها أسهم ذات قيمة النسب المرتفعة، إلا أن الإشكال يكمن في كيفية تحديد نقطة الفصل بين النسبة العليا الجيدة والتي تحدد أفضلية الأسهم وبين النسب الدنيا والتي يمكن أن يطلق عليها (Cut - offration)<sup>(2)</sup>.

انطلاقاً من هذا الإشكال نتطرق إلى الأسلوب الثاني لاختيار مكونات المحفظة.

ثانياً: تحديد معدل القطع الذي من خلاله يتم تحديد السهم المرشح للضم إلى المحفظة المثلى ويقاس وفق الصيغة الآتية<sup>3</sup>:

$$C = \frac{\delta^2 m \cdot \sum \frac{(R_i - R_f) \beta_i}{\delta_{ei}^2}}{1 + \delta^2 m \sum \left( \frac{\beta_i^2}{\delta_{ei}^2} \right)}$$

حيث أن:

(1) - أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص.ص. 206.205.

(2) - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.ص. 151.150.

(3) - أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص.ص. 207.



## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

C: معدل القطع،  $\delta_m^2$ : تباين مؤشر سوق الأوراق المالية.  $\delta_{ei}^2$ : تباين معدل عائد السهم (المخاطر المنتظمة التي تقع على السهم الواحد).

ثالثا: تحديد الوزن الترجيحي للسهم المرشح للضم للمحفظة المثلى

بعد تحديد الأسهم المراد الاحتفاظ بها والتي من الممكن أن تحقق للمحفظة المالية أهدافها، يأتي دور توزيع رأس المال المخصص للمحفظة على الأسهم التي هي من ضمن التشكيلة مع إعطاء النصيب الأكثر للسهم الذي يحقق أعلى عائد ممكن، ويتم ذلك عن طريق النموذجين الرياضيين التاليين<sup>(1)</sup>:

$$X_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i} \quad / \quad Z_i = \frac{\beta_i}{\delta_{ei}^2} \left( \frac{R_i - R_f}{\beta_i} - c \right)$$

حيث:  $X_i$ : الوزن النسبي للسهم (i) في المحفظة،  $Z_i$ : نصيب السهم (i) من رأسمال المحفظة.

(1) - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.ص. 150.151.

المبحث الثالث: نماذج تقييم أداء المحفظة وعلاقتها بكفاءة السوق

إن عملية قياس أداء المحفظة تعتمد على العديد من النماذج، حيث نجد أنه عند قيام مدير المحفظة بإتباع إستراتيجية نشطة في إدارة محفظة يكون ذلك في ظل الاعتراف بأن السوق غير كفء وأن هناك حالات خلل الأسعار يمكن على ضوئها تغيير مكونات المحفظة وزيادة العائد المتولد، غير أنه يجب على المستثمر أن يدرك أن تقييم أداء المحفظة لا يكون على أساس العائد فقط بل لا بد من أخذ المخاطر في الحسبان وهو ما قد يقتضي إلى تقييم أداء المحفظة بالاعتماد على العديد من المقاييس.

المطلب الأول: نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية

هناك العديد من النماذج الرياضية التي يعتمد عليها في تقييم أداء محفظة الأوراق المالية والتي من أهمها: نموذج شارب البسيط، خط سوق رأس المال، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية تسعير المراجحة.

الفرع الأول: نموذج شارب البسيط

يعد المعامل بيتا من أهم مؤشرات التنبؤ بمخاطر الاستثمار عامة والمخاطر السوقية للسهم أو المحفظة المالية الخاصة، والذي تطور على يد البروفيسور ويليام شارب انطلاقاً من معادلة الانحدار البسيط:  $[Y = a + bx + u]$  وأصبح يصاغ في شكل نموذج رياضي كما يلي<sup>(1)</sup>:

$$\Delta R_i = a_i + \beta_i \Delta R_m + e_i$$

حيث أن:

$\Delta R_i$  : معدل التغير في العائد على الاستثمار المتوقع من الورقة أو المحفظة المالية.

$\Delta R_m$ : معدل التغير في عائد السهم السوقية، أو معدل التغير في مؤشر السوق.

$a_i$ : معدل عائد الورقة الخالي من المخاطر (المستقل عن مؤشر السوق).

(1) - العديد من المراجع أهمها:

- غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.ص. 162.161.

- محمد مطر، مرجع سابق، ص.ص. 214.213.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

$e_i$ : معامل الخطأ الناتج عن العوامل المؤثرة في عائد الورقة أو المحفظة المالية الخارجة على نطاق سوق الأوراق المالية.

$B_i$ : المعامل بيتا والذي يمثل درجة حساسية الورقة أو المحفظة مجال التقييم للمخاطر السوقية.

إلا أنه يرى كثيرا من المحللين في مجال الاستثمار أنه يمكن اختصار المعادلة على النحو التالي:

$$\Delta R_i = \beta_i \Delta R_m$$

وانطلاقا من هذه المعادلة يمكن القول بأن معامل بيتا للمحفظة يمثل مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه بمعدل عائد السهم السوقية.

إضافة إلى ذلك، فإن معامل بيتا يلعب دورا مهما بالنسبة لمدراء المحافظ المالية في التحكم بمخاطرة المحافظ التي يديرونها، فهم يستخدمونه كمؤشر مفيد سواء في عملية بنائها أو من أجل الشراء والبيع وإحلال أصل محل آخر، ففي الأحوال التي تظهر لديهم مؤشرات معينة تنبؤ عن انتعاش محتمل في السوق المالي، فإنهم حينئذ يعتمدون إلى إحلال الأصول الاستثمارية ذات المخاطر المرتفعة نسبيا أو ذات معامل بيتا مرتفع نسبيا محل أصول ذات معامل بيتا منخفض وذلك بهدف زيادة العائد المرتفع على الاستثمار في المحفظة، أما في حالة ما إذا توقع مدراء المحافظ أنه سيكون انكماش في الأسعار فإنهم يعتمدون حينئذ إلى تخفيض معامل بيتا للمحافظ التي يديرونها وذلك عن طريق التخلص من الأصول التي لها معامل بيتا منخفض، وبهذا تكون آثار الانكماش الحادث في السوق على محافظهم محدودة.

### الفرع الثاني: خط سوق الأوراق المالية

ثانيا: خط سوق الأوراق المالية:

نفترض أننا نرغب بمحفظة تتضمن كل الأصول في السوق وإن مثل هذه المحفظة هي التي يطلق عليها محفظة السوق وسوف نرسم للعائد المتوقع على محفظة السوق بالرمز  $E(R_m)$  ولأن كل الأصول في السوق يجب أن تقع على خط سوق الأوراق المالية لذا يجب أن تكون محفظة السوق تحتوي على كل تلك الأصول ولتحديد أين تقع هذه الأصول على خط السوق، فإننا نحتاج معرفة بيتا محفظة السوق  $\beta_p$ ، وبما أن هذه المحفظة تعرض

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

كل الأصول في السوق لذا يجب أن يكون لها متوسط مخاطرة نظامية، أي يكون لها بيتا تساوي واحد، وعليه يمكن التعبير عن ميل خط سوق الأوراق المالية بالصيغة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\text{SML slop} = \frac{E(R_m) - R_f}{\beta_m} = \frac{E(R_m) - R_f}{1} = E(R_m) - R_f$$

إن الحد  $[E(R_m) - R_f]$  يطلق عليه علاوة مخاطر السوق والآن إذا اعتبرنا أن  $E(R_i)$  ترمز للعائد المتوقع وأن  $\beta_i$  ترمز للبيتا لكل أصل في السوق، وبالتالي فإن هذا الأصل يجب أن يقع على خط سوق الأوراق المالية، وكنتيحة لذلك فإن نسبة مكافأة العلاوة هي نفسها تلك التي على محفظة السوق الكلية:

$$\frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i} = E(R_m) - R_f$$

ويمكن إعادة صياغة المعادلة أعلاه للحصول على معادلة خط سوق الأوراق المالية:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot \beta_i$$

حيث أن:

$R_i$ : معدل العائد المطلوب للأصل  $i$ .  $R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة، وعادة يقاس بعائد إذن الخزينة.

$\beta_i$ : عائد السوق وهو العائد على محفظة أصول السوق.

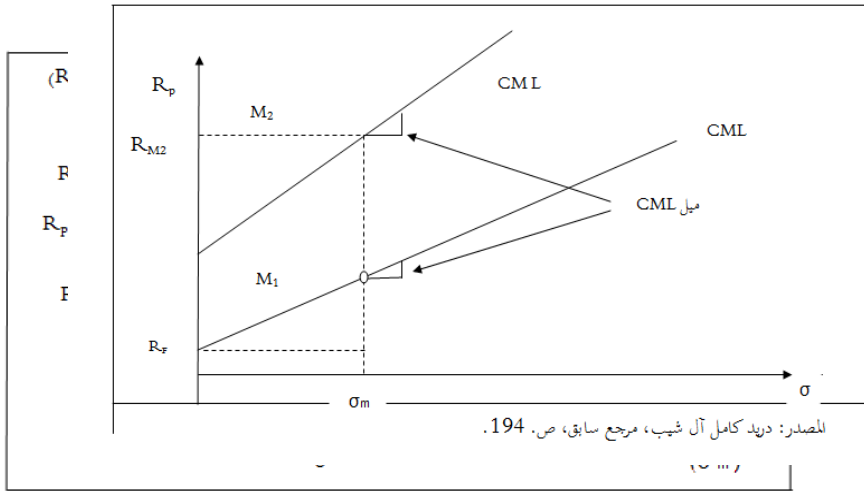
إن المقصود بحالة التوازن في السوق هو الموازنة بين مخاطر المحفظة والعائد المتوقع والذي يظهر بالشكل رقم (2)-4، إن إدارة المحفظة تقوم بتقييم العوائد المتوقعة والمخاطر المتاحة لعدد من المحافظ ومن ثم تحديد الحد الكفء للمحفظة ذات المخاطر وبعد ذلك نجد المحفظة الكفء ذات المخاطر من خلال تحديد المحفظة ذات المخاطر التي يحتفظ بداخلها أوراق مالية ذات مخاطر وأخرى خالية من المخاطر وأن موقع هذه المحفظة بالشكل هو عند نقطة التقاء خط سوق رأس المال مع المحور الرأسي للعائد الخالي من المخاطر عند النقطة  $M$  وخط سوق رأس المال الذي هو عبارة عن الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر للمحافظ الكفء<sup>(2)</sup>.

(1)- مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، ص.ص. 257-258.

(2)- دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص.ص. 191-196.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

شكل رقم (2-5): تأثير ميل خط سوق رأس المال على عائد المحفظة



المصدر: دريد كامل آل شيب، مرجع سابق، ص. 192.

ويسمى بمنحنى المحافظ

الكفاءة والذي يبين في الشكل إذ هي نقطة تقاطع خط سوق رأس المال مع منحنى المحافظ الكفاءة.

حيث يمثل خط سوق رأس المال (CML) العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر

لجميع المحافظ الكفاءة سواء تحتوي على أصول عديمة المخاطر أو أصول ذات مخاطر.

إذا كانت المحفظة الاستثمارية تتكون من أصول خالية من المخاطر فقط فإن معدل العائد سيكون عند العائد الخالي من المخاطر ( $R_F$ ) إما إذا كانت المحفظة ذات أصول لها مخاطر فالمستثمر يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى علاوة المخاطر.

وهي التي تتحدد في السوق وتعد دالة الشركة في تجنبها للمخاطر وهامش العائد الناتج من الأصول ذات المخاطر، وتتحقق علاوة المخاطر من خلال مجموع مخاطر المحفظة وأفضل عائد بالنسبة للمخاطر هو كل انحراف معياري للأداة المتوفرة في السوق ويمكن حسابها بالمعادلة التالية:

$$R_p = R_m - R_f$$

ثانيا: أثر ميل خط سوق رأس المال على عائد المحفظة

إذا كان  $\delta_m$  هي المخاطر لمحفظة السوق فإن ميل خط سوق رأس المال يستخرج بالمعادلة التالية:

$$\text{Slop CML} = \frac{R_m - R_f}{\delta_m}$$

فكلما ازداد ميل خط سوق رأس المال كلما ارتفع العائد على المحفظة كما مبين في الشكل رقم 5 أي أن زيادة ميل خط سوق رأس المال أدى إلى ارتفاع العائد من  $R_{m1}$  إلى  $R_{m2}$ ، مع العلم أن مخاطر المحفظة هي

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

مخاطر منتظمة فقط لأنه من خلال نظرية المحفظة في التنويع ذو معامل الارتباط السالب بين الأوراق المالية المتكونة منها يتم التخلص من المخاطر غير المنتظمة تماما.

إن العلاقة بين المخاطر المرجحة لمحفظة كفاءة ومعدل العائد المرجح المتوقع للمحفظة هو خط سوق رأس المال ويبين لنا خط سوق رأس المال العلاقة المتوازنة بين عوائد المحفظة الكفاءة وبين مخاطر هذه المحفظة وكما معروض في الشكل رقم 4 فإن خط سوق رأس المال CML يمتد بالخط المستقيم من نقطة العائد الخالي من المخاطر ( $R_f$ ) إلى المحفظة المثلى في النقطة M وعند التوازن فإن العائد المتوقع في المحفظة الاستثمارية يكون مساوي لنتيجة المعادلة التالية:

$$\frac{R_m - R_f}{\delta_m} R_p = R_f + \delta_p$$

حيث أن:

$R_p$ : العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية  $R_m$ : العائد المتوقع لمحفظة سوق رأس المال.

$\delta_m$ : الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق  $R_f$ : العائد الخالي من المخاطر.

$\delta_p$ : الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

وإذا كان العائد المتوقع للمحفظة أقل من نتيجة هذه المعادلة فإن المحفظة تعد غير كفؤة ويجب العمل على تغيير مكوناتها.

وهذه المعادلة هي معادلة خط سوق رأس المال مع الإشارة إلى أن العائد المتوقع للمحفظة هو عبارة عن علاوة مخاطر السوق  $R_{pm}$  مع معدل العائد الخالي من المخاطر ويمكن أن نكتب المعادلة بالشكل التالي:

$$R_p = R_f + \delta_p \left( \frac{R_{pm}}{\delta_m} \right) = \text{CML}$$

### الفرع الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

لقد قدم نموذج ماركوتز في نظريته المعروفة، مبدأ التنويع في بناء المحافظ الاستثمارية في إطار المنفعة القصوى التي يحققها هذا المبدأ، وقد أدى هذا النموذج فيما بعد إلى تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من قبل شارب، لينز وموسني.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو من بين أهم المفاهيم النظرية في التمويل وهو يعكس العلاقة بين المخاطرة والعائد في بيئة سوق كفاء، وهو يعتبر ثمرة لنموذج ماركوتز وأسهل منه في التطبيق، وقد أضاف هذا النموذج إمكانية الحصول على معدل عائد خالي من المخاطرة كما أنه وسع من مفهوم المحافظ الاستثمارية الكفاءة في السوق بشكل عام وتقييم الأوراق المالية بشكل خاص<sup>(1)</sup>.

### فروض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

عند استخدام هذه الفرضيات فإن النموذج يكون قادرا على التنبؤ ومساعدة المستثمر على بناء محفظة استثمارية تهدف إلى تحقيق أكبر عائد من خلال إيجاد مجموعة من الاستثمارات التي تقلل حجم المخاطرة وتزيد من العائد، أو مجموعة استثمارات تقلل حجم المخاطرة لمقدار معين من العوائد.

إن أهم الافتراضات التي يبني على أساسها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هي<sup>(2)</sup>:

- 1- إن المستثمر يسعى لتحقيق أقصى عائد ممكن من استثماراته دون تحمل درجة عالية من المخاطرة.
- 2- ليس للمستثمرين في الأوراق المالية أية تأثير على أسعار هذه الأوراق المالية، كما أن توقعاتهم متماثلة فيما يتعلق بتقديرات العائد والمخاطرة لأي استثمار.
- 3- إن أي مستثمر يمكن أن يقرض أو يقترض أي قدر من الأموال بنفس سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، ولذلك لا يوجد اختلاف بين سعر الفائدة في حالة الإقراض والاقتراض.
- 4- إن المعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، يستطيع أي مستثمر أن يحصل عليها دون عناء وفي أي وقت.
- 5- لا توجد أية قيود حكومية تؤثر في كفاءة السوق المالي.

إن المحفظة التي يتم اختيارها لتحقيق الافتراضات السابقة يطلق عليها بالمحفظة السوقية وهي المحفظة التي تضم كافة الأوراق المتداولة في سوق رأس المال والتي تلي احتياجات كافة المستثمرين، وإن نسبة الاستثمار في كل

(1)- مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق ص. 239.

(2)- محمد عثمان إسمايل حميد " أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال " دار النهضة العربية - القاهرة، ص.ص.347.348.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

ورقة سيساوي ما تمثله قيمتها النسبية، وترجع أهمية محفظة السوق بالنسبة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى أن مجموعة المحافظ الكفاءة لا بد وأن يشتمل كل منها على محفظة السوق إضافة إلى استثمار خالي من المخاطرة<sup>1</sup>.

وبناء على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية تظهر أهمية حساب العائد المتوقع مقابل الخطر المنتظم الغير قابل للتنوع، الذي لا يمكن تخفيضه مقابل تنوع استثمارات محفظة الأوراق المالية، وهذا يتم قياسه عن طريق معامل بيتا لأن الخطر الغير منتظم يمكن قياسه عن طريق التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، ولذلك فإن معامل بيتا يساعد في قياس الخطر المصاحب لمحفظة الأوراق المالية التي تتضمن أكثر من نوع من الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي<sup>(2)</sup>.

ويمكن تحديد معامل بيتا لأصل معين من خلال المعادلة التالية<sup>(3)</sup>:

$$\beta_i = \frac{\delta_i}{\delta_m} \cdot \text{Corr.}(R_i R_m)$$

حيث أن:

$\delta_i$ : الانحراف المعياري لعائد الأصل  $i$ .  $\delta_m$ : الانحراف المعياري لعائد السوق.

$\text{Corr.}(R_i R_m)$ : معامل الارتباط بين عائد الأصل وعائد السوق.

ويتضح من خلال المعادلة أعلاه أن بيتا تعتمد على ثلاث متغيرات هي:

1- التغير في عائد السهم.

2- التغير في عائد السوق. ( وكليهما يتم قياسهما بالانحراف المعياري)

3- الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

الفرع الرابع: نظرية تسعير المراجعة

(1) - مؤيد عبد الرحمان الدوري ، مرجع سابق ، ص. 240.

(2) - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سابق، ص. 348.

(3) - مؤيد عبد الرحمان الدوري ، مرجع سابق ، ص. 245.244.



## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

إن نظرية تسعير المراجعة<sup>(1)</sup> طورت أساسا عن طريق العالم ROSS في 1976-1977 من خلال سعيه إلى إضافة عوامل أخرى في تفسيره لعوائد السهم، وبالتالي فإن هذه النظرية تعبر عن نموذج متعدد العوامل، تعتمد فيه عوائد السهم على عوامل متعددة إضافة إلى التقلب في السوق وإن هذا النموذج تشتق تسميته من المبدأ الاقتصادي القائل بأن الأسعار لا يمكن أن تختلف في سوقين وهو ما يطلق عليه بقانون السعر الواحد<sup>(2)</sup>.

وتستند هذه النظرية إلى الافتراضات التالية<sup>(3)</sup>:

1- وجود منافسة كاملة في السوق.

2- إن لعائد الورقة المالية علاقة خطية بمجموعة من العوامل الإجمالية وبالتالي فإن مجموعة العوامل هذه هي التي ستحدد عائد الورقة وليس مجرد عامل واحد.

3- المستثمر يفضل زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.

وتجدر الإشارة إلى أنه باعتبار نموذج التسعير بالمراجعة كبديل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير أنه يوجد اختلاف يكمن في كون هذا الأخير (CAPM) قد اعتمد على عامل ومؤثر واحد على العائد غير أن نموذج (APM) أو ما يعرف بنموذج العوامل فإنه حدد أن العائد يعتمد على عدد من العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ولهذا فإنه حسب نظرية الأربتراج فإن العائد على الأوراق المالية يتأثر بنوعين رئيسيين من العوامل هما:

عوامل اقتصادية عامة (عوامل السوق) وعوامل خاصة بالمؤسسة المصدرة للأوراق المالية<sup>(4)</sup>، وعليه يمكن التعبير عن العلاقة بين العائد وهذه العوامل بالنموذج التالي:

$$\text{Return} = \delta + B_1 (\text{factor}_1) + B_2 (\text{factor}_2) + \dots + B_n (\text{factor}_n)$$

(1)- المراجعة : هي عملية شراء بضاعة أو ورقة مالية ثم بيعها بنفس الوقت بسوق آخر بسعر أعلى بغرض تحقيق ربح من خلال الفارق بين السعرين.

(2)- مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، ص.247.

(3)- المرجع السابق، ص.250.

(4) - محمد صالح الحناتوي، مرجع سابق، ص.201.202.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

ويمكن كتابة هذا النموذج على النحو الآتي<sup>(1)</sup>:

$$R_i = a_i + b_{i1} l_1 + b_{i2} l_2 + \dots + b_{ij} l_{ij} + e_i$$

حيث أن:

$R_i$ : العائد المتوقع على الورقة المالية  $i$  خلال فترة زمنية معينة.

$a_i$ : العائد المتوقع على الورقة المالية  $i$  في حالة ما إذا كان معدل التغير في العوامل الرئيسية مساوياً للصفر.

$b_{ij}$ : درجة حساسية العائد على الورقة المالية  $i$  للتغير في العامل الرئيسي المؤثر  $j$ .

$l_{ij}$ : قيمة العامل أو المؤثر  $j$  على عائد الورقة المالية  $i$ .

$e_i$ : معامل الخطأ أي تأثير العوامل المرتبطة بالمؤسسة المصدرة (المخاطر غير المنتظمة) على عائد الورقة  $i$ .

فحسب ما ورد في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فإنه يمكن حذف المخاطر غير المنتظمة لإمكانية السيطرة عليه بالتنوع الجيد والإدارة الكفءة، أما عن العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية مؤثرة على معدل عائد الورقة المالية أو العائد المتوقع فإنه لا يمكن حذف أو استثناءها من نموذج التسعير بالمراجعة، نتيجة ان هذا الأخير قد اعتمد على أن السعر أكثر تأثراً بالمعامل بيتا والذي يحسب على أساس كل عامل مؤثر على العائد، ومن هنا تظهر قيمة بيتا في تأثير العامل على العائد أو درجة حساسية عائد الورقة المالية للتغيرات الحاصلة في عامل اقتصادي.

أما ما يميز نموذج التسعير بالمراجعة (APM) عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) هو أن الاول بإمكانه التعامل مع عوامل متعددة بينما يتجاهل الثاني تلك العوامل، وهو ما يجعل من هذا النموذج (APM) أفضل وأكثر واقعية مقارنة من نموذج (CAPM) الذي اعتمد على محفظة السوق وعدد كبير من قللت من قيمته حالة تطبيقه في الحياة العملية<sup>(2)</sup>.

(1) - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.ص. 189، 190.

(2) - محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى وجمال إبراهيم العبد، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها- مدخل التحليل الأساسي والفني"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2005، ص.30.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

إضافة إلى هذا فإن المشكلة الرئيسية لهذا النموذج تتمثل في عدم تحديد العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأوراق المالية، إلا أن الصعوبة لا تكمن في تحديد هذه العوامل وإنما تحديد الأوزان المختلفة لهذه العوامل حسب درجة أهميتها، ويمكن حصر هذه العوامل الاقتصادية ذات التأثير المباشر على عائد وسعر الورقة المالية فيما يلي:

مؤشر الانتاج الصناعي، التغيير في علاوة المخاطرة والتغير في معدل التضخم.

كما هو الحال في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، فإن نموذج التسعير بالمراجحة يفترض عدم وجود تأثير للمخاطر الخاصة ( $e_i$ ) على العائد، حيث أن تأثير هذه المخاطر يمكن التخلص منه عن طريق تنويع الاستثمارات أي عن طريق تكوين محفظة مالية تحتوي على عدد كاف من الأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: مقاييس التقويم المقارن لأداء محافظ الأوراق المالية وعلاقتها بكفاءة السوق

إن القرارات الاستثمارية تؤخذ بناء على أهداف محددة، وعليه يمكن تقييم نتيجة القرارات والتأكد من صحتها من خلال المقارنة بين الأهداف المسطرة والأهداف المحققة عكس ما هو الحال في المحافظ المالية ذات العدد الكبير من القرارات اليومية والشهرية وذات رأس مال ضخم وعدد كبير من المستثمرين يطلبون أموالهم ولهم أهداف ينتظر تحقيقها، تجعل من عملية تحليل المحفظة المالية بهدف فهم الكفاءة القصوى لها أكثر صعوبة من حيث التطبيق في تحقيق هدف الوصول إلى تحديد الكفاءة.

لذلك يستخدم أسلوبين في عملية التقويم المقارن لأداء محفظة الأوراق المالية هما: الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج والذي يركز أساساً على محور العائد والمخاطرة.

### الفرع الأول: الأسلوب البسيط

يعتمد هذا الأسلوب أساساً على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة قد تكون يوماً أو شهراً وذلك عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة منسوبة إلى كلفة الاستثمار ويقوم هذا الأسلوب بتصنيف أداء مدير المحفظة لأن القرار الاستثماري دائماً له علاقة مباشرة مع صاحب القرار ومدير المحفظة تكون قراراته سليمة إذا ما كان السوق كفاء أي أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات التي هو في حاجة إليها لاتخاذ قراراته

(1) - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص. 191.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

الاستثمارية، ومن هذه المعلومات يمكن تحديد مقياس لأداء مدير المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة مالية وحدها<sup>(1)</sup>، ويتم ذلك عن طريق المعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

$$R = \frac{d + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad (t, t-1)$$

معدل العائد ما بين الفترتين (t , t-1)

d: الأرباح الموزعة من الإيرادات والمكاسب الرأسمالية السابقة،  $P_t$ : القيمة السوقية للورقة عند البيع.

$P_{t-1}$ : قيمة الورقة عند الشراء،  $(P_t - P_{t-1})$ : الربح الرأسمالي.

هذا المعيار لم يأخذ بعين الاعتبار المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة إنما اقتصر على دراسة معدل العائد وهذا لا يكفي للتعبير عن أداء المحفظة بأكثر مصداقية، لأنه يمكن أن نجد محفظتين لهما نفس العائد ولكن يختلفان من حيث درجة المخاطرة.

### الفرع الثاني: الأسلوب المزدوج

لاشك في أن الأسلوب البسيط لتحديد أداء المحافظ الاستثمارية غير كاف، لأنه اعتمد فقط على معدل العائد على المبلغ المستثمر، لهذا ظهر الأسلوب الآخر وهو الأسلوب العلمي المزدوج الذي يعتمد على معدل العائد للمحفظة مع معدل مخاطر المحفظة، وهناك أكثر من مقياس لقياس أداء محفظة الأوراق المالية والتي نذكر من أهمها:

أولاً: مقياس شارب (أسلوب المخاطر الكلية):

قدم وليام شارب مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، ويمكن استعمالها خلال فترة طويلة وليس كما هو عليه في الأسلوب البسيط، يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء المحفظة، وأطلق عليه المكافأة إلى نسب التقلب في العائد ويقوم نموذج شارب على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري ( $\delta$ ) والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

(1) - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص. 281.

(2) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 183.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

وعلى ذلك فإن معادلة شارب تحدد في الواقع العائد الإضافي (الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة) الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة<sup>(1)</sup>، لذلك فإن مؤشر

الكفاءة للمحفظة يأخذ الصيغة التالية<sup>(2)</sup>:

حيث أن:

$$W = \frac{\Delta R_p}{\delta} = \frac{(R_p - R_F)}{\delta}$$

$W$ : مؤشر الكفاءة.

$\Delta R_p$ : العائد الإضافي والذي يقاس من

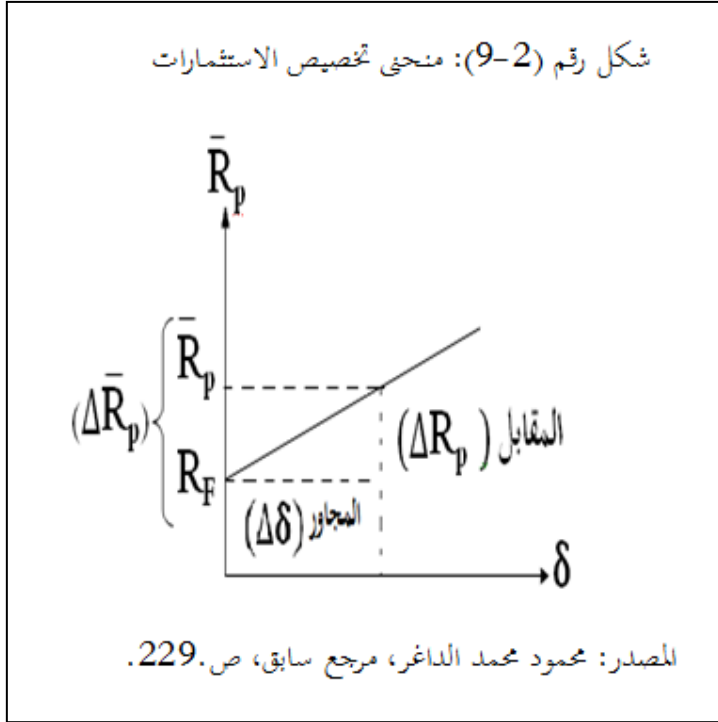
خلال الفرق ما بين:

$R_p$ : معدل العائد للمحفظة.

$R_F$ : معدل العائد الخالي من المخاطر

$\delta$ : المخاطر الكلية للمحفظة المنتظمة وغير

المنتظمة



أما من الناحية الهندسية فإنه يمكن التعبير عن مؤشر الكفاءة بميل منحنى تخصيص الاستثمار الذي يوضح

النقاط المتناظرة من العائد والمخاطر كما هو مبين في الشكل التالي:

مؤشر الكفاءة = ميل المنحنى

$$\frac{\Delta R_p}{\Delta \delta} = \frac{\text{المقابل}}{\text{المجاور}} = \text{الميل}$$

$$\frac{\bar{R}_p - R_F}{\delta} = (W) \text{ مؤشر الكفاءة}$$

(1) - متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 222. 223.

(2) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 228. 229.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

وتجدر الإشارة إلى أن أسلوب شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم أو سندات فقط، إضافة إلى ذلك فإنه يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة، إلا أن البعض يرى أن المحفظة تقوم أساسا على فكرة التنويع الذي يعتمد أساسا على حالة السوق ( إذا كان السوق كفاء أو غير كفاء) وعلى قدرة مدير المحفظة على اتخاذ القرار المناسب، فإذا كان السوق كفاء كفاءة كاملة فإن مدير المحفظة سوف تتوفر لديه كافة المعلومات التي هو بحاجة إليها لاقتناء الأسهم التي يرغب في امتلاكها، مما يمكنه من تحقيق التنويع الجيد لمحفظته، فإنه من شأنه التخلص من المخاطر مع بقاء المخاطر العامة فقط<sup>(1)</sup>.

### ثانيا: مقياس ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة)

قدم ترينور نموذجه الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا وكفاء، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (الخاصة) وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة (العامة) باستخدام معامل بيتا كقياس لمخاطر المحفظة.

وتقوم هذه الطريقة على فكرة أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنويع الساذج أو البسيط أن يتخلص كلية من المخاطر الخاصة، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا كقياس لمخاطر المحفظة<sup>(2)</sup>.

وتقوم هذه الطريقة على فكرة أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنويع الساذج أو البسيط أن يتخلص كلية من المخاطر الخاصة، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا كقياس لمخاطر المحفظة.

وعليه فإن قياس مؤشر الكفاءة وفق مقياس ترينور يأخذ الصيغة الآتية<sup>(3)</sup>:

$$W = \frac{\Delta \bar{R}_p}{\beta_p} = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta_p} \quad / \quad \beta_p = \frac{COV_{pm}}{VAR_m (\delta_m)^2}$$

أما هندسيا فمؤشر الكفاءة (W) يمثل خط ميل السوق (SML) إذ يعبر عن العلاوة المخاطر الإضافية

(1) - محمد صالح الحناوي، "الاستثمار في الأسهم والسندات" مرجع سابق، ص.ص.230.229.

(2) - متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص.ص.225.224.

(3) - محمد صالح الحناوي، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص.ص.231.

$$\beta_p (\bar{R}_p - R_F)$$

ثالثا: مقياس جنسن ( أسلوب فرق العائد )

يلاحظ على كل من مقياس شارب ومقياس ترينور أن كلاهما اعتمد في تقويم أداء مدراء المحافظ أو المحفظة ذاتها على الأداء النسبي الخاص بالعائد والمخاطرة، أما عن مقياس جنسن فقد قدم نموذج لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا وتقوم فكرة النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد هما<sup>(1)</sup>:  
المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر وهو ما يسمى العائد الإضافي.

المقدار الثاني: يمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والتي يمكن أن تسمى علاوة خطر السوق.  
وعليه فإن مؤشر الكفاءة وفق هذا المقياس يأخذ الصيغة التالية<sup>(2)</sup>:

$$W = (\bar{R}_p - R_F) - \beta (\bar{R}_m - R_F)$$

ففي حالة ما إذا كانت قيمة مؤشر الكفاءة موجبة  $W > 0$  فإن هذا يعني أن علاوة خطر المحفظة أكبر ما يستحق وهذا يشير إلى أن أداء المحفظة أعلى من أداء السوق.

أما في حالة ما إذا كانت قيمة مؤشر الكفاءة سالبة  $W < 0$  فإن هذا يعني أن أداء المحفظة أقل من أداء السوق.

بينما في حالة ما إذا كانت قيمة المؤشر تساوي الواحد الصحيح  $W = 1$  فهذا دليل على أن أداء المحفظة مقبول وموازي لأداء السوق.

(1) - متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص.226.

(2) - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص.213.214.

رابعاً: مقياس فاما

قدم فاما نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، والتنبؤ بمنحنى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة ويمكن صياغة معادلة منحنى السوق المتوقع كما يلي<sup>(1)</sup>:

$$\bar{R}_{PX} = R_F + \frac{(\bar{R}_m - R_F)}{\delta_m} \cdot \frac{COV(\bar{R}_{PX} \cdot \bar{R}_m)}{\delta_m} \quad \text{حيث أن:}$$

$\bar{R}_{PX}$ : العائد المتوقع للمحفظة X،  $R_F$ : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

$\bar{R}_m$ : معدل العائد المتوقع على محفظة السوق،  $\delta_m$ : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

وعليه فإن معدل العائد المتوقع على المحفظة (X) يعادل العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطرة مضافاً إليها علاوة المخاطرة والمتمثلة في المقدار  $\left[ \frac{(\bar{R}_m - R_F)}{\delta_m} \right]$  والذي يطلق عليه أيضاً تسعير السوق لوحدة المخاطر مضروباً في مخاطر الأصل أو المحفظة والمعبر عنه بالمقدار  $\frac{COV(\bar{R}_{PX} \cdot \bar{R}_m)}{\delta_m}$

وتجدر الإشارة إلى أن معادلة السوق المتوقع تقوم على فرضية الأسواق الكاملة والتي تنعكس فيها آثار جميع المعلومات المتاحة، فإذا كان هناك اعتقاد لدى مدير المحفظة بأن السوق غير كفء وأن لديه إمكانية لتشكيل محفظة الأوراق المالية بشكل أفضل فعند هذا الحد يعتبر منحنى خط السوق التاريخي معياراً مرجعياً لتقييم أداء مدير المحفظة والمعادلة التالية توضح صيغة منحنى السوق التاريخي كما يلي:

$$\bar{R}_{PX} = R_F + \frac{(\bar{R}_m - R_F)}{\delta_m} K_X$$

حيث أن:

$K_X$ : تمثل مخاطر المحفظة (X)، والتي يتم قياسها من خلال قسمة تغير العائد التاريخي لمحفظة السوق مع العائد التاريخي للمحفظة (X) مقسوماً على الانحراف المعياري للعائد التاريخي لمحفظة السوق.

(1) - محمد صالح الحناوي، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص.ص. 234.235.



## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

وعليه ومن خلال ما تم عرضه نستخلص بأن عملية استعراض مؤشرات قياس الأداء المقارن للمحفظة باستخدام المقاييس السابقة والتي تقود إلى تقارب النتائج المتحققة، ويعود تفسير ذلك إلى طابع ارتباط حدود كل صيغة من الصيغ السابقة مع بعضها البعض، فمن جانب علاوة المخاطر الإضافية نجد أنها لا تختلف في جل الأساليب أما عن قياس المخاطر باستخدام  $\delta$  أو  $\beta$  فإنهما يعطيان نتائج مختلفة في القيمة لكنها متقاربة نسبياً في الاتجاه الموضح لطبيعة الكفاءة نتيجة ارتباط كل من هذين الأخيرين من خلال أسس قياسها على التباين المشترك (Cov) والتباين (Var).

لذلك فإن جوهر قياس الأداء المتقارب على الرغم من اختلاف النتائج هو مقدار العلاوة المتوقعة لمخاطر المحفظة نسبة إلى المخاطر (المنتظمة أو الكلية)<sup>(1)</sup>.

(1) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 234.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

### المبحث الرابع: تسيير محفظة الأوراق المالية باستخدام مؤشرات السوق

شهد تطور تسيير المحفظة المالية مؤخرًا تطورًا ملحوظًا، وذلك تزامنًا مع تعدد الفرص المالية الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، إلا أنه بفضل نجاح التسيير الجماعي المؤسسي أصبحت المحفظة تشكل نشاطًا اقتصاديًا رائدًا لا يتم الاحتفاظ بها إلا من طرف بعض الرأسماليين أو الملاك ذوي الامتيازات.

أما بعد ظهور الشركات ذات الرأس مال المتغير وكذلك شركات التوظيف الجماعي لرؤوس الأموال، صارت تشهد حاليًا انطلاقة ثانية وخاصة مع نشوء أو افتتاح أسواق المؤشرات المالية، حيث أن هذه الأخيرة سمحت بتفعيل وتبسيط تسيير المحفظة، وتوسيع الاستراتيجيات المالية، إضافة إلى تنويع التوظيفات الخاصة بالمحفظة.

### المطلب الأول: تبسيط تسيير المحفظة

تعد عملية تسيير المحفظة المالية نشاطًا مركبًا، ودقيقًا من حيث طبيعته، فهو يهدف إلى اقتناء أفضل الأصول المالية من حيث المردودية، مع تتبع ومراقبة المخاطر المصاحبة لهذه الأصول، فهو بذلك يفرض على مدراء المحافظ استخدام نوع من الدقة في تنفيذ الاستراتيجيات المالية بدرجة أكبر من الاحترافية، إلى جانب الاعتماد على أسس علمية دقيقة فيما يخص عمليات التحليل والبحث عن الأصول المالية المراد ضمها إلى تشكيلة المحفظة، إضافة إلى عامل الحظ والمهارة.

وعلى هذا فإنه في ظل هذه الشروط فإن كل عنصر من عناصر تبسيط القيود الخاصة بتسيير المحفظة يشكل حصة أكبر لا يمكن أن يستهان بها بالنسبة لمسيري المحفظة غير أن وجود أسواق المؤشرات ساهم بدرجة أكبر في تسهيل وتبسيط عملية تنفيذ وممارسة هذا النشاط المالي<sup>(1)</sup>.

(1) - العديد من المراجع أهمها :

- P.Gabry, les indices boursiers et les marches d'indice boursier, presses universitaires, France, 1ère édition, 1990.p 125.

(2) -site :<http://www.msh-paris.fr>, la gestion indicielle et la théorie des moyennes, date :14/02/2013.

- منير إبراهيم هندي " إدارة المخاطر- الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات " الجزء الثاني، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003، ص ص. 571-503.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

### الفرع الأول: توازن المحفظة ذات التشكيلة المتنوعة

كما تطرقنا إليه سابقا فإنه من المبادئ الرئيسية لتسيير المحفظة هو التركيز على استراتيجية التنوع الجيد للأصول أو الموجودات المالية المسيرة، نتيجة أن كل أصل من هذه الأصول يحمل مخاطرة نوعية، وعلى هذا فإن تنفيذ مثل هذه القاعدة المرتبط بتنوع المخاطر المالية التي تتضمنها المحفظة هو بهدف التقليل من الخطر الإجمالي، ف فيما يخص السهم فإن من المسلم به أن عملية التنوع على مستوى القطاعات الاقتصادية، فكل شركة لنفس القطاع تقوم في الواقع بدعم المكتسبين في الأسهم التي تصدر عنها مخاطر متزنة نوعا ما، وهو ما يوضح أنه من أجل تشكيل محفظة من الأسهم يستلزم ضرورة هذه الأصول المالية ( الأسهم ) تنوع قطاعي، غير أن الضرورة في ذلك تصطدم في المقابل بارتفاع تكاليف المعاملات إلى جانب التناقل أو الصعوبة في تسيير المحفظة، إلى ذلك فإنه بالاعتماد أو التركيز المباشر على المؤشر موضوع السوق فإنه يمكن الحصول على نفس النتيجة مع استبعاد العوائق السابقة الذكر وعلى هذا الأخير فإنه يمكن اعتبار كل مؤشر متداول أنه قطاعيا تماما أو أنه قريب من التنوع والدليل على ذلك أنه بصورة مضغوطة مما يجعل من مؤشر البورصة محل محفظة ذات التشكيلة المتنوعة من الأسهم ويؤخذ كأداة تسيير جد ثمينة بالنسبة لمستوى المحفظة.

### الفرع الثاني: تدنية تكاليف المعاملات

لمؤشرات سوق الأوراق المالية دور فعال في تدنية تكاليف المعاملات الخاصة بالأصول المالية المنفردة، ولهذا فإن عمليات الشراء والبيع المباشرة للمؤشر يمكن أن يجل محل نفس محل العمليات التي تتم على مستوى الأصول المالية الأكثر تعقيدا، وعليه فإنه بهذا الأخير يتم التخفيض في مستوى مصاريف المعاملات والتي بدورها تدعم عملية تسيير المحفظة.

أما عن غياب الربحية الخاصة بالمعاملات المباشرة المتعلقة بمؤشر سوق الأوراق المالية، فإن ذلك يرجع إلى محاولة هذا الأخير من تحقيق التوازن عن طريق الاقتصاد في مصاريف التداول ( نسبة إلى مصاريف التسيير المباشر للأسهم ) كما أن أرباح الأسهم فقد تم تسويتها عن طريق مكافأة الأصول في الأجل القصير المستثمر في شكل ودائع.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

### الفرع الثالث: إمكانية التعامل المباشر في البورصة

تعتبر هذه الإمكانية بالتأكيد عن استراتيجية خطيرة، لكنها في المقابل يمكن أن تكون مجدية في بناء تسيير المحفظة فقبل ظهور أسواق المؤشر البورصي كان من الصعب توظيف مثل هذه الاستراتيجية في تسيير المحفظة وهذا في ظل صعوبة اختيار الأسهم وتطابق القيود الخاصة بتسييرها المتزامن.

أما حالياً بظهور أسواق المؤشر البورصي نجد أنها زادت من تدعيم أدوات هذه الاستراتيجية نتيجة أن مؤشرات البورصة المتداولة وكذا مؤشرات السوق فإنه تم بناءها انطلاقاً من عينة أسهم الشركات الكبرى الأكثر تمثيلاً لوضعية السوق، وعليه فهي تقدم لمسير المحفظة الأداة التي تسمح لهم بالاستقطاب المباشر للبورصة، فإذا كان اختيار الأسهم بناء على اختيار أو تقدير المؤشر كإشكال مطروح دائماً فإنه ليس بإمكان مسيري المحفظة تحمل صعوبة اختيار التشكيلة المناسبة في بناء المحفظة، كما أنه ليس بمقدورهم مواجهة قيود التسيير المتزامنة الناتجة عن تعدد الأسهم المتداولة في البورصة.

### الفرع الرابع: التصفية النقدية

يعد تحليل العمليات المتعلقة بأسواق المؤشر هو أنه لا يعطي على العموم حيزاً لتسليم أسهم عينة المؤشر، بل فقط القيمة النقدية المقابلة للمؤشر مضروبة في معامل يسمى بمضاعف العقد فمثلاً في سوق المؤشر CAC40 الآجل يقدر بمضاعف العقد بـ 200 f ( فرنك ) ففي حالة ما إذا تم الشراء على أساس 1800 وذلك لتاريخ استحقاق معين، واتضح أن المؤشر عند هذا التاريخ لا يساوي 1700، وعليه يتم تعديل المبلغ، مع العلم أن 100 مضروبة في 200 f والمساوي لـ 2000، وهذا بالتأكيد هو عنصر لتبسيط وتسهيل استعمال أسواق المؤشر البورصي في تسيير المحفظة.

### الفرع الخامس: أثر الرفع المالي

من خلال هذه العملية فإنه من الممكن لمسير المحافظ دخول أسواق المؤشر بمبلغ يقل عن المبلغ المتاح في السوق، غير أنه يمكن فقط تقديم ضمان وطلبات الهامش وهذا يكون في حالة الطلب وخاصة إذا كانت هذه الودائع (ودائع الضمان) مستثمرة من قبل، ففي حالة ما إذا كان مقدار الضمان مثلاً هو 20 % من المبلغ المستثمر، فإنه بإمكان مسيري المحفظة حينئذ من مضاعفة المبلغ المستثمر بمعدل خمس مرات، أو الذي بدوره يسمح بمضاعفة الأرباح أو الخسائر بمعدل خمس مرات كذلك،

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

إضافة إلى هذا فإن للرفع المالي أثر آخر والذي يتمثل في سعر الخيار على المؤشر، والذي يكون في حالة تغير غير مستقر إما نحو الأعلى أو الأسفل مقارنة بالمؤشر، وهو ما يفسر أفضلية المكافآت التي تمنحها أسواق المؤشر مقارنة بما تمنحه البورصة نفسها.

وعليه فإنه في حالة ما إذا كان مسيري المحافظ مترددتين أو متخوفين من ارتكاب الأخطاء، فإنه يجب عليهم أن لا يتخذوا سوى على الخيارات على المؤشر.

### الفرع السادس: مرونة نظام السيولة الخاص بالتسيير الجماعي

تجدر الإشارة أنه طبقاً للقاعدة العامة في تسيير المحافظ المالية هو أنه على مسيري المحافظ المالية التزام التوفيق بين هدف البحث عن أفضل التوظيفات التي تعود بعوائد إضافية على تشكيلة هذه الأخيرة، وبين السيولة الواجب الاحتفاظ بها لمواجهة طلبيات السحب، غير أن هذا صعب المنال نتيجة أن التدفقات المالية الداخلة تكون غالباً في نهاية السنة (كما هو في الشركات ذات الرأس المال المتغير \_ SICAV \_ ) تطرح بشكل إجمالي صافي، فالمشتري في سوق الأسهم مثلاً يكون ميلانه باتجاه الرفع في السعر والحصول على أرباح ضئيلة من وراء عمليات الشراء، زيادة على ذلك فإنه لا يوجد أي دليل على أن المعاملات الجيدة والأفضل تتم في نفس الوقت الذي تسلم فيه الأموال لمسيري المحافظ.

أما من جانب التدفقات المالية الخارجية فإن العملية تتم بصورة عشوائية، أي أنه يمكن حدوث تدفق خارجي في أي لحظة كانت، وليست فقط حالة ما إذا تم بلوغ الربح القيمة الأعظمية له، وبهذه الأخيرة يكون مسير المحفظة أمام مشكلة عدم الاستقرار في الإيداعات وكذلك المسحوبات المالية، غير أنه بفضل أسواق المؤشر البورصي يكون مسير المحفظة قد جهز أداة فعالة لوضع حد للتدفقات المالية العشوائية، إضافة إلى ذلك فإنه بإمكان المسير الحصول على سندات الخزينة وتعويض جزء منها بودائع الضمان في أسواق المؤشر البورصي الآجل، أما القيمة المتبقية من سندات الخزينة والمحصلة بصفة أكيدة فإنه يتخذها كاحتياط لمواجهة طلبيات السحب.

### المطلب الثاني: توسيع استراتيجيات محفظة الأوراق المالية

للمحفظ المالية ثلاث أنواع من الاستراتيجيات وهي: المضاربة، التغطية والمراجحة، فالمضاربون يعتمدون الاستثمار في الأوراق المالية الأكثر مخاطرة وهذا بهدف تحقيق أقصى الأرباح، غير أن المعنيين بالتغطية فهم من المتحفظين أي أنهم يعملون على

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

تنوع مخاطر التشكيلة في أسواق المؤشر بهدف الحفاظ على قيمة محافظهم المالية، أما المراجحون فهم يلجأون للبحث عن نقائص وعيوب السوق قصد تحقيق الأرباح، وعليه فإن هذه الاستراتيجيات الثلاث من حيث محتواها فهي لا تعد مطلقة أبداً وأنها دائماً تكون مقيدة، فالمضاربين والمراجحين ليس بإمكانهم التدخل إلا في حالة ما إذا كانت هناك إمكانية مراقبة ومتابعة المخاطر الواردة إضافة إلى وجود إمكانية عدم تغطيتها كلية بحيث يبقى دائماً جزء من المخاطر غير مغطى وأن المستثمر بإمكانه تغطية ذلك.

وعليه انطلاقاً من الاستراتيجيات الثلاث للمحفظة فإنه يمكن التسيير بين ثلاث فئات من سوق المؤشر البورصي وهي: سوق المؤشر الآجل، أسواق الخيارات على المؤشر الفوري وكذلك أسواق الخيارات على المؤشر الآجل، حيث أنه بتطور الفئات الثلاث من أسواق المؤشر البورصي أتاح فرص جديدة لاستراتيجيات المحفظة السابق ذكرها<sup>(1)</sup>.

### الفرع الأول: توسيع إمكانيات المضاربة

بمقدور المضاربين اكتساح أرضية السوق ولعب الأدوار الأولى بواسطة المؤشر كما يمكنهم المضاربة عن تطور هذا السوق بواسطة الخيارات على المؤشر البورصي.

**أولاً: التعامل في السوق بواسطة المؤشر الآجل:** بحيث يمكن التمييز بين حالة نمو السوق وتراجعها:

- التعامل في السوق في حالة رواج بواسطة اقتناء المؤشر الآجل أي تكون التوقعات موافقة للسوق، فإنه من الأفضل اقتناء أسهم المؤشر فوراً ثم إعادة بيعها بعد الحركة الصعودية للسوق، ولهذا من الأجدر أن تكون هذه العملية مربحة بدلاً من أن هذه الأسهم ضعيفة من حيث المردودية، وفي مقابل ذلك فإن هذه الإستراتيجية الخاصة بإعادة بناء المؤشر عن طريق الامتلاك المباشر لمحفظة الأسهم، تكون مكلفة من حيث مصاريف التسيير، فالمضارب له فائدة من وراء عملية الشراء المباشر للمؤشر الآجل إذ أنه يدر ربحاً على المؤشر وهذا في حالة ما إذا كان السوق فعلاً في حركة الصعود ( المساوي للفرق بين قيمة المؤشر الفوري والمؤشر الآجل، مضروباً في مضاعف العقد، وعدد الأسهم المملوكة )، وربحاً من خلال السوق النقدي ( الحصول على سندات الخزينة مثلاً،

(1)- العديد من المراجع أهمها:

- P.Gabry, op.cit.p p .130-132.

- منير إبراهيم هندي، 2003، مرجع سابق، ص ص.503-571.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

بواسطة المبلغ الأولي الذي لم يستعمل في شراء الأسهم فوراً، مع الاحتفاظ بجزء من هذه السندات في شكل ودائع ضمان لدى البورصة).

- أما عن خوض السوق في حالة التراجع بواسطة بيع المؤشر الآجل فإنه يتم البيع على المكشوف وكذلك البيع الآجل لمحفظة الأسهم التي تتضمن إستراتيجية جد عشوائية، وحتى في حالة وجود مبررات من خلال التوقعات المتشائمة فالبيع الآجل غير ممكن دائماً، بينما البيع على المكشوف فإنه يخضع المضارب في المخاطرة إلى ارتفاع أسعار الأسهم المعنية وذلك بعد إجراء تعديل على مستوى سوق الشركات المصدرة، وفي المقابل فإنه مع بيع المؤشر الآجل فلا يتم التعرض إلا للخطر الإجمالي للسوق، وعليه فإنه يتم تحقيق أرباح من وراء عملية بيع المؤشر أو سندات الخزينة وهذا لا يكون إلا في حالة ما إذا كانت التنبؤات دقيقة.

### ثانياً: المضاربة على تطور السوق بواسطة الخيارات على المؤشر البورصي الفوري

يعد التدخل في سوق المؤشر الآجل هو أكثر سهولة وأقل تكلفة مقارنة بالشراء أو بيع المحفظة ذات التشكيلة المتنوعة من الأسهم، إضافة إلى الدور الهام الذي لعبه أثر الرفع المالي وخاصة أن وديعة الضمان هي لوحدها التي بإمكانها تعبئة الأموال النقدية الجاهزة دون أن تغير شيئاً في المخاطر المتوقعة عند شراء محفظة الأسهم المتنوعة، على عكس من ذلك فإن الخيارات على المؤشر تسمح بقياس هذه المخاطر مع الاحتفاظ بنفس فرص تحصيل الأرباح، ولهذا فإنه في حالة ما إذا توقع المستثمر رواجاً ( صعود السوق ) مع التخوف من مخاطر التراجع ( هبوط السوق ) فإنه من المستحسن أن يشتري خيارات الشراء عوضاً عن محفظة الأسهم، أما في حالة ما إذا كانت توقعاته غير صحيحة فإنه يلجأ ببساطة إلى إلغاء عملية الشراء، أما في حالة العكس فإن المؤشر يأخذ مستوى أكبر من سعر تنفيذ الخيار، وعليه فإن هذه الأخيرة ترتفع ويحصل المستثمر على ربح يساوي الفرق بين المؤشر الفوري وسعر التطبيق، مضروباً في مضاعف العقد، وعدد العقود.

إضافة إلى هذا فإن هذه الإستراتيجية الخاصة بالمضاربة على تطور السوق بواسطة الخيارات على المؤشر يمكن أن تتم أيضاً بحيث يبيع عوضاً عن شراء محفظة الأسهم، ونشتري عوضاً عن البيع الآجل لمحفظة الأسهم، ولهذا فإنه في كل حالة من حالات شراء الخيار ( شراء خيار البيع أو شراء خيار الشراء )، فإن الخيار يرتفع باقتراح المشتري فإن لم يقضي المشتري في استعمال حقه تجاه البائع في الوقت المناسب أي قبل تاريخ الاستحقاق قد يخسر مبلغ العلاوة، أما في حالة بيع الخيار فإن الربح المتوقع يكون بمقدار العلاوة المحصلة.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

فبائع الخيار يكون في كل لحظة من فترة العقد أي حتى تاريخ الاستحقاق مجبرا على تطبيق التزاماته حالة ما إذا قرر المشتري استعمال حقه، وعلى هذا فإن الربح المتوقع لدى البائع هو منافي تماما للربح المتوقع لدى المشتري، حيث أن المبلغ الأقصى للخسارة المحتملة هو محدد، أما عن الأرباح فهي غير محددة.

### الفرع الثاني: امتداد التغطية المطبقة

يشمل كل من إزالة المخاطر غير المنتظمة والمخاطر المنتظمة:

#### أولا: الإزالة البسيطة للمخاطر غير المنتظمة

من الثابت في النظرية المالية بأن تغطية المخاطر النوعية ( المخاطر غير المنتظمة ) في مؤسسة ما يمكن عن طريق تنويع في تشكيلة المحفظة، غير أنه يكون مكلف جدا بالنسبة للمستثمر هذا من جهة، أما من جهة أخرى فإنه يكون لديه امتياز من خلال التركيز المباشر على مؤشر ما بصورة تسمح له بتدنية المخاطر النوعية في الشركات المسعرة، فأسواق المؤشر البورصي المتنوعة ( مثل CAC 40 في فرنسا ) فإنه يمنح للمستثمر تغطية جد فعالة للمخاطر غير المنتظمة.

#### ثانيا: إمكانية إزالة المخاطر المنتظمة

كما هو معروف في النظرية المالية هو أن المخاطر غير المنتظمة هي تلك المخاطر الخاصة بالشركة المصدرة فقط، أما عن المخاطر المنتظمة ( السوقية ) فهي عامة لا يمكن السيطرة عليها، إلا أنه بالتجدد الرئيسي لأسواق المؤشر البورصي تمكن مسيري المحافظ من تجهيز وسائل لتدنية هذه المخاطر وذلك من خلال ثلاث وسائل بسيطة هي:

- **بيع المؤشر الآجل:** يعتبر بيع المؤشر الآجل وسيلة للوقاية من مخاطر تراجع السوق، فالأرباح التي يتم الحصول عليها من المؤشر تسمح بتعويض الخسائر المحتملة التي قد تتعرض لها محفظة الأسهم، مما يستلزم أن إستراتيجية التغطية تكون مثلى في التحديد بدقة لعدد العقود على المؤشر الآجل والتي ينبغي أن تباع وذلك لموازنة التراجع المرتقب بالرواج المرغوب على مستوى تشكيلة المحفظة، من المنطق أنه بتراجع السوق ترتفع قيمة حق البيع بسعر أعلى من سعر السوق.

ففي حالة شراء البيع فالمضارب ينبغي عليه تعديل مبلغ العلاوة مضروبا في عدد هذه الأخيرة، ولهذا يكون لديه الخيار ما بين الإقراض والاقتراض وذلك بهدف تشكيل جزء من محفظته، وتمويل تكلفة شراء البيع، وعلى هذا فإن ما يميز التغطية بواسطة



## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

البيع عن التغطية بواسطة بيع المؤشر الآجل يكمن في قيام المستثمر باستغلال رواج سوق في ظل ارتفاع في قيمة محفظته، إضافة إلى أنه يمتنع عن تطبيق حقه الخاص بالبيع.

أما في حالة بيع المؤشر الآجل الذي يترجم رواج البورصة بزيادة القيمة السوقية للمحفظة، وبهذا يزول هذا الرواج بسبب الخسائر المحققة على المؤشر الآجل

### الفرع الثالث: أكبر إمكانيات المراجعة

تعتمد المراجعة على استغلال نقائص وعيوب الأسواق وذلك بشراء كل ما يمثل أقل قيمة ( السوق الجيد ) وبيع كل ما يمثل أكبر قيمة في السوق، حيث أن هذه الأخيرة تتماشى مع أكبر درجة من الثقة والأمانة، إضافة إلى هذا فإن عملية المراجعة تضع في الغالب ثنائيات من الأسواق ضمن هذه اللعبة وعليه في هذا الصدد يمكن التمييز بين ثلاث فئات هي:

#### أولاً: المراجعة بين أسواق المؤشر وسوق الأوراق المالية

وتشمل كل من:

#### أ- المراجعة بين المؤشر الآجل وأسهم العينة:

يجب التمييز هنا حسب ما إذا كان المؤشر الآجل يأخذ أكبر قيمة أو أقل قيمة له.

ففي حالة ما إذا كان المؤشر يأخذ أكبر قيمة، فالمراجع له أن يأخذ الفائدة من وراء بيعه لهذا المؤشر ( الآجل )، ثم شراء عينة من أسهم المؤشر لتغطيته وعلى هذا فإنه يكون ملزم باقتراض المبلغ الضروري لاقتناء هذه الأسهم، وكذلك سندات الخزينة الموظفة في شكل ضمان لدى بورصة المؤشر، فهذه الإستراتيجية لذلك تكون قد أتاحت للمراجع ربحاً يتجاوز قيمة المؤشر الآجل الذي يرتبط بتطور المؤشر الآجل مقارنة بالمؤشر الفوري، ولا سيما تخفيض تكاليف المعاملات في السوق النقدي.

أما إذا كان المؤشر الآجل يأخذ أقل قيمة، فالمراجع له أن يأخذ الفائدة من خلال شرائه، ثم تغطيته عن طريق البيع اللاحق لأسهم العينة المختارة، فهذه الإستراتيجية هي بالتأكيد أكثر صعوبة من حيث الأخذ في الحسبان تأثير الصعوبات الناتجة

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

عن البيع المتأخر للأسهم، ولهذا فإن الربح في هذه العملية يرتبط بنفس العناصر السابقة الذكر، باستثناء أن المراجع لا يحتاج إلى الاقتراض نتيجة أنه باستطاعته تمويل اقتناء سندات الخزينة الضرورية في صورة ودائع الضمان، وذلك بواسطة عوائد البيع المؤجل.

### ب- المراجعة بين الخيار على المؤشر والأسهم

فالمراجعة كما سبق وأن ذكرنا هي أنها توافق مع أقل المخاطر، هادفة بذلك إلى إمكانية تحقيق كل من العمليتين

التاليتين:

- إما شراء الأسهم من جهة، وبيع البيع أو بيع الشراء من جهة أخرى.

- إما البيع المؤجل للأسهم من جانب وشراء البيع أو شراء الشراء من جانب آخر.

الهدف من هاتين العمليتين هو الموازنة في تطور المؤشر وذلك عن طريق تطور قيمة الخيارات، فالاختيار بين الإستراتيجيتين يتعلق بمدى ربحيتها، والتي هي دالة بثلاث معاملات: تطور المؤشر، الانحراف بين علاوة الشراء وعلاوة البيع، تكلفة القرض ( لاقتناء السهم ).

### ثانيا: المراجعة بين أسواق المؤشر البورصي

إن إستراتيجية المراجعة بين المؤشر الآجل، والخيار على المؤشر هي مماثلة للتي هي بين المؤشر الفوري ( سوق البورصة )

والخيارات على المؤشر، فالمراجع له أن يختار بين:

- إما شراء المؤشر الآجل أو البيع أو بيع الشراء في حد ذاته.

- أو بيع المؤشر الآجل، أو البيع أو شراء الشراء في حد ذاته.

أما فيما يخص منطق الثقة والأمان فهو نفسه دائما، بمعنى الموازنة في تحرك وتطور المؤشر الآجل بواسطة الخيارات، ولهذا

فإن الاختيار بين الإستراتيجيتين يتعلق هذه المرة بالانحراف بين علاوة الشراء وعلاوة البيع، وبين مستوى أو مقياس المؤشر الآجل.

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

ثالثا: المراجعة بين الخيار على المؤشر الفوري والخيار على المؤشر الآجل

يمكن في هذه الحالة التمييز بين:

المراجعة بين الشراء على المؤشر الفوري، والشراء على المؤشر الآجل وأيضا المراجعة بين البيع على المؤشر الفوري والبيع على المؤشر الآجل أما عن الاختيار فإنه يتم حسب نفس المتغير، وهذا يعني حسب الانحراف بين العلاوات ومن ثم ينبغي إما شراء خيارات على المؤشر الفوري وبيع الخيارات على المؤشر الآجل، وإما بيع الخيارات على المؤشر الفوري وشراء الخيارات على المؤشر الآجل، ففي الحالة الأولى إذا كانت علاوة الشراء على المؤشر الفوري أقل منها بالنسبة للشراء على المؤشر الآجل، فالمراجع له في هذه الحالة فائدة من خلال شرائه الشراء على المؤشر الفوري، وبيعه الشراء على المؤشر الآجل، وذلك قصد تمويل الشراء، والباقي يوظف في شكل سندات خزينة.

### المطلب الثالث: توسيع مجالات التوظيف في سوق الأوراق المالية

إن تطور التسيير باستخدام المؤشرات ظهر في آن واحد مع ظهور الابتكارات المالية، فهذه هي الحالة الخاصة بالقروض المتضمنة في المؤشرات المتداولة، إلا أنه بشأن توظيفات البورصة فالابتكار الرائد والمقدم من طرف أسواق المؤشر البورصي والذي يخص الشركات ذات الرأس المال المتغير ( SICAV ) ورؤوس الأموال الجماعية الموظفة ( FCP ) وهو يتمثل في مؤشرات المؤشرات، حيث أن هذه الأخيرة نتجت من التقرير التالي:

ففي الفترة الطويلة يلاحظ على مسيري المحفظة أن لديهم حظوظ قليلة للتحكم في المؤشر، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا حسب دراسة خاصة، وجد فقط نسبة 15% من رؤوس الأموال الجماعية الموظفة تدر عائد أكبر من 500 S&P وذلك في الفترة المحددة ما بين 1982 و1986، أين برزت فكرة احتواء المؤشرات ضمن المحافظ لكي يكون هناك أداء متوافق مع السوق، ومع ذلك يمكن أخذ صورة متغيرة تبعا لطموح ورغبة مسير المحفظة، التمسك بالمؤشر أو الاستغناء عنه.

### الفرع الأول: التسيير بالمؤشرات من الجيل الأولى

أساس هذا النوع من التسيير بالمؤشرات البسيط يتمثل في بناء المحفظة انطلاقا من أسهم عينة المؤشر، مع التنفيذ الدقيق للموازنات المخصصة لكل من هذه القيم، ولهذا فإنه توجد ثلاث طرق للتمسك بالمؤشر هي:

### أولاً: التسيير بالمؤشر الغير فعال

ويرتكز على تشكيل أسهم المؤشر بصورة متكاملة، فبهذه الطريقة يمكن التقليل من المخاطر غير المنتظمة التي تتحملها الأسهم وذلك بهدف تحقيق أرباح مباشرة من مخاطر سوق البورصة، غير أن هذا يتضمن مجموعة من القيود، فبناء محفظة متزنة يكلف غالباً، إضافة إلى وجوب التابعة المستمرة عن طريق إجراء تعديلات على مستوى المؤشر تبعاً لتغيرات السوق، مما ينتج عنه صعوبة التسيير على مستوى تشكيلة المحفظة.

### ثانياً: التسيير بالمؤشر المتفرع

من خلال هذه الطريقة يأخذ في الحسبان فقط أسهم المؤشرات السائدة أي ذات الأغلبية فقط وهذا بهدف بناء شبه مؤشر، ولهذا فإن التسيير بالمؤشر المتفرع يفرض نفسه حالة ما إذا كان المؤشر مرجعي يشتمل على عدد كبير من القيم، وفي هذه الحالة يحتفظ المسيريون بالرسمة الأساسية للبورصة وكذا بعض الأسهم قليلة الأهمية وذلك لأجل الحصول على توزيعات قطاعية جد معتبرة، حالة ما إذا كان المؤشر متنوع.

### الفرع الثاني: التسيير بالمؤشرات من الجيل الثاني

يعتمد أساساً مثل هذا النوع من التسيير على الاستثمار المباشر في المؤشرات الآجلة، وكذا الخيارات على المؤشر البورصي، فهذا النوع من التسيير بالمؤشرات سمي بالجيل الثاني لأنه يتعامل فقط إلا مع أسواق المؤشر البورصي، أما عن التسيير بالمؤشرات من الجيل الأول فقد ظهر خلال السبعينات، أين كان يوجد أيضاً في المؤشرات غير المتداولة ( DJLA, SBF 240 مؤشر دوجونز لمتوسط الصناعة )، إضافة إلى هذا فإن أي محفظة متضمنة في أسواق المؤشر لا يمكن أن تتطور كالمؤشر الفوري أو كما هو عليه في المحافظ المالية من الجيل الأول، وعليه فهي تتطور بحسب تطور المؤشر الآجل وكذلك علاوات الخيارات على المؤشر، والذي يمكن أن يكون جد مختلف في الأجل القصير من التطور الإجمالي للبورصة المعطى بواسطة المؤشر الفوري.

### الفرع الثالث: التسيير بالمؤشر من الجيل الثالث

من خلال هذه المرحلة نجد أن بعض مسيري المحافظ المالية يحاولون تجاوز المردود الخاص بالمؤشر من خلال عدة طرق نذكر من أهمها ما يلي:

## الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الأوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: الاستناد إلى سياسات التسيير بالمؤشر من الجيل الثاني

حيث أن المسير يستثمر مباشرة في العقود على المؤشرات المتاحة في الأسواق، مع البحث في نفس الوقت عن كيفية تجاوز المؤشر وهذا بهدف تحقيق الأرباح حالة تحديد الوضعيات الآجلة، واستعمال أثر الرفع المالي المخصص للخيارات.

ثانياً: رؤوس أموال أخرى

والتي أساساً تستثمر في شكل أسهم التي هي ضمن عينة المؤشر، والتي من الممكن أن تبحث عن الزيادة في مستوى أداء المؤشر، وذلك بإجراء مراجعة بين سوق البورصة وأسواق المؤشر.

ثالثاً: رؤوس الأموال الهادفة

وهي من المنتجات التأشيرية التي تهدف إلى تجاوز المؤشر، مع إضافة أكثر للضروريات اللازمة لبناء وتسيير محفظة الأوراق المالية، حيث أن هذا النوع من التسيير بالمؤشرات يسمى بذلك نتيجة أنه يستلزم تنفيذ الإجراءات الآلية المركبة والمخصصة لمعاينة وإدارة مثلاً القيم التي ( Surreagissment ) بالنسبة إلى اتجاه حركة السوق المالي، ففي حالة ما إذا كان السوق صعودي مثلاً فإن عائد محفظة الأوراق المالية يكون أكبر من عائد المؤشر وهذا نتيجة لشراء أصول عينة هذا الأخير، إضافة إلى هذا فإن توقع التطور الخاص بمعدل الفائدة ( في حالة أدنى معدل فائدة، فنمو حصة هذه الأصول المالية في حالة خسارة القيم الصناعية يزيد من عائد المحفظة ) فهي تركز أساساً على الأخذ بعين الاعتبار للمخاطر الهامشية مقارنة بالمؤشر.

وخلاصة ذلك فإن التطور الجد الهام للتسيير لاسيما في الدول التي تعرف أكثر نشاطاً لسوقها المالي عامة وأسواق المؤشرات خاصة التي عرفت بروزاً حديثاً على مستوى أسواق المؤشر العالمية تاركة بذلك تنبؤاً بتفجير لاحق للتسيير بالمؤشرات على المقاس العالمي.

## خلاصة الفصل

يعد الاستثمار في الأوراق المالية عملية صعبة ومحفوفة بالعديد من المخاطر، الناتجة عن التغيرات البيئية سواءا مانت سياسية أو اقتصادية والتي يكون لها في الأخير أثر كبير على نجاح أو فشل عملية الاستثمار، لذا فإن اتخاذ أي قرار استثماري بأسلوب رشيد يتطلب أن يكون على أساس فهم وادراك عميق لأثر هذه المتغيرات في نجاح أو فشل هذا القرار.

وأن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تكون عن طريق تكويني أو تشكيل محفظة مالية تقدم على مبدأ التنوع والخاص بمحتوى أصولها من أسهم وسندات، لأن بالتنوع يمكن مواجهة والحد من درجة المخاطر التي تعثر عملية الاستثمار هذا من جانب وأما من جانب آخر وهو تحقيق في مقابل ذلك عائد بتوافق ودرجة المخاطرة، لأنه بزيادة عدد الأصول المالية المكونة للمحفظة ونتيجة لدرجة الارتباط القوية بين عوائد هذه الأصول تزداد معها في الأخير درجة المخاطرة، ولهذا على المستثمر أن يعمل على ترشيد قراراته الاستثمارية من خلال أسلوب التنوع الكفاء، والذي عن طريقه يستطيع المستثمر أن يختار المحفظة الكفؤة التي يحقق فيها التوازن بين معدل العائد الذي يطمح إلى تحقيقه ومستوى المخاطرة التي بإمكانه تحملها.

# الفصل الثالث

### تمهيد

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية نموا كبيرا في السنوات الأخيرة ، خصوصا فترة التسعينات، فترة التحولات الاقتصادية، حيث نشأت معظم الأسواق المالية العربية في هذه الفترة، ولعل اهم هذه الأسواق هي سوق الأسهم السعودي، إذ تعتبر أكبر الأسواق العربية وأكثرها تطورا.

ونظرا لما توليه السياسات الحكومية في المملكة السعودية من أهمية للسوق المالية في تحقيق أهداف الخطة التنموية، والتي من بينها استيعاب عملية تخصيص المشاريع العامة، فقد برزت الحاجة إلى دراسة أداء سوق الأسهم السعودي للتعرف على مدى كفاءته وقدرته على تصحيح الأوضاع الاقتصادية من خلال توجيه الموارد المالية المحدودة إلى القطاعات الأكثر إنتاجية ومردودية من خلال الاستثمار في أسهمها ضمن تشكيلة نوعية للمحفظة الاستثمارية.

ومن هذا المنطلق سيتم من خلال هذا الفصل دراسة مؤشرات تطور البنية السوقية والتشريعية والتنظيمية للسوق السعودي، إلى جانب استكشاف مدى كفاءته وعلاقته بتنمية وتخصيص الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، ومن ثم تحليل أداء المحافظ الاستثمارية بسوق الأسهم السعودي وعلاقتها بكفاءة السوق نفسه.



### المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الأسهم السعودي

لقد أصبحت أسواق الأسهم تحظى باهتمام كبير في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات رفاهية الأفراد. إلا أن المراقب لأداء سوق الأسهم السعودي يلاحظ أن هناك تغيرات واسعة تحدث بشكل متسارع من آن لآخر ومن هنا فإنه من الأهمية التطرق إلى واقع نشوء وتطور سوق الأسهم السعودي.

### المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي

تعود نشأة سوق الأسهم السعودي إلى عام 1934، بداية تأسيس أول شركة سعودية مساهمة والمتمثلة في " الشركة العربية السعودية "، غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسساتي إلا في نهاية السبعينات على إثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر، وما نتج عنها من تزايد في عدد الشركات المساهمة، وقد تزامن ذلك مع قيام حكومة المملكة بدمج شركات الكهرباء الخمسة في الشركة الموحدة للكهرباء بتوزيع أسهم إضافية دون مقابل على مساهميها، وقيامها أيضا بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص، حيث تم طرح أسهمها للاكتتاب العام وقد ساهمت هذه العوامل مجتمعة في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين، هذا وقد نشأت في تلك الفترة سوق غير رسمية للأسهم تحت إشراف مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة بشراء وبيع الأسهم، ونظرا لقيامها على أسس غير سليمة وظهور الممارسة غير القانونية، منها نشر أسعار غير واقعية للقيم المتداولة، فقد صدر المرسوم الملكي رقم 08/1230 عام 1984 القاضي بعملية تنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق، هذا وقد اسندت لإدارة الرقابة على الأسهم بمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) مهمة المراقب والإشراف اليومي على عملية تداول الأسهم في السوق اعتبارا من مطلع 1985<sup>(1)</sup>.

(1)- عبد الله محمد المالكي، " سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي في المملكة العربية السعودية "، ورقة بحث مقدمة خلال اللقاء الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، تحت عنوان، " السوق المالية السعودية الواقع المأمول " الرياض، 15 نوفمبر 2005، ص.20.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

ومن أجل موازنة جهود مؤسسة النقد العربي لتحقيق الانسجام والتوافق بين رغبات المستثمرين أنشأت سنة 1984 الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (SSRE) التي أوكلت إليها مهمة إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة، والقيام بكافة العمليات المساندة لتسوية الصفقات ونقل الملكية وتحويل الشهادات الخاصة بأسهم الشركات إلى إشعارات.

وقد شهد سوق الأسهم السعودي ابتداء من عام 1985 تطورات تقنية وتنظيمية حافلة بالنجاح والتحديث، ففي عام 1990 تمت تألية نظام التداول في السوق بتشغيل ولأول مرة في الشرق الأوسط النظام الآلي (النظام الإلكتروني) لتداول الأسهم في المملكة عبر البنوك التجارية، وهو النظام الذي خضع بدوره لتطوير كبير ومستمر قفز بأعداد الصفقات والأسهم المتداولة إلى أحجام كبيرة، واستكمالاً لمسيرة التطوير والتحديث شهد عام 2001 بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني الذي أحدث نقلة نوعية في طريق التعامل بإدخاله تقنيات متطورة ومزايا جديدة على عمليات التداول وإجراءات تنفيذ الصفقات<sup>(1)</sup>.

ويمكن تلخيص أهم خصائص هذا النظام فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- تسوية الصفقات بصفة مباشرة ودقيقة.
- الربط المباشر بأنظمة المصارف.
- إضفاء الشفافية على السوق من خلال نشر الأسعار ومعلومات الشركات وإعلاناتها بطريقة مباشرة عبر الانترنت.
- إضافة أنواع جديدة من الأوامر ذات خصائص مماثلة لتلك الأوامر المتاحة في الأسواق الدولية.
- تطبيق مبدأ المحافظ الاستثمارية بدل الإشعارات.

(1) - جماد عبد الله السميحي، "سوق الأسهم السعودي- مسيرة حافلة بالتطوير والإنجازات"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، هيئة السوق المالية، العدد 2، 2002، ص.02.

(2) - صالح إبراهيم السحيباني، "سوق الأسهم والنمو الاقتصادي- علاقات الارتباط والسببية -" ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، بعنوان "الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية"، بمركز الملك فهد الثقافي، الرياض، أيام 2، 3، 4 جويلية 2007، ص.08.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

ويمكننا إيضاح التطور التاريخي للسوق المالي السعودي من خلال الشكل التالي:



Source :sitte :http://www.tadawul.com.sa/wsp/portal/!ut/p/04,

date :20/04/2013.

### المطلب الثاني: الإطار القانوني لسوق الأسهم السعودي

يمثل القرار الذي اتخذته مجلس الوزراء السعودي عام 2003 بالموافقة على إصدار نظام السوق المالية الجديدة والذي ينص على إنشاء هيئة السوق المالية ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري على أن تتمتع بجميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها ووظائفها المحددة في متن النظام. ويتضمن الإطار القانوني الذي يحكم تداول الأسهم في سوق الأسهم السعودي بشكل رئيسي في نظام الشركات السعودية، والقواعد التنفيذية لتنظيم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك المحلية، إضافة إلى تعليمات خاصة مكنت عمليات شراء وبيع الأسهم من التنفيذ عن طريق النظام الآلي لتداول الأسهم الذي بدأ العمل به عام 1990.

### الفرع الأول: نظام السوق المالية

صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم م / 30 المؤرخ في 31-07-2003 والمتضمن الموافقة على مشروع نظام السوق المالي السعودي، وقد نص النظام على إعادة هيكلة السوق المالي السعودي على أسس جديدة ومتطورة من شأنها دعم الثقة في السوق، بضمان الإفصاح والشفافية في آلية عمل الشركات المدرجة في السوق إلى جانب حماية المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية. هذا وقد وفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية متكاملة تضمنت توصيات بإنشاء الهياكل والمؤسسات التنظيمية الإشرافية والتشغيلية في السوق، وتحديد صلاحياتها والمهام الموكلة إليها، وهذا باستحداث مؤسسات جديدة تمثلت في هيئة السوق المالية، سوق الأسهم السعودي، مركز إيداع الأوراق المالية، لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الاستئناف<sup>(1)</sup>.

وقد أوصى نظام السوق المالي السعودي في المادة الرابعة من الفصل الثاني من النظام بإنشاء هيئة عامة للإشراف على إدارة السوق المحلية. على أن ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء مع تمتعها بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، إلى جانب تمتعها بكافة الصلاحيات المخولة لها قانوناً، وإمكانية قيامها بمختلف الأعمال التجارية والمالية، يكون الهدف منها تحقيق

(1) - هيئة سوق الأسهم السعودي، نظام السوق المالية، الصادرة بالمرسوم رقم: م / 30، من الموقع:

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

جملة من المصالح والمكاسب الخاصة، كممارسة الأنشطة التجارية وإقراض واقتراض الاموال أو تملك وإصدار الأوراق المالية، وهذا بمدف ضمان شفافية أداء هذه الهيئة.

في حين اشارت المادة العشرين من الفصل الثالث للنظام إلى إنشاء سوق الأسهم السعودي لتداول الاسهم على أن تكون صفتها النظامية " شركة مساهمة "، وقد نصت هذه المادة على أن السوق هي الجهة الوحيدة المسموح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، وتبعاً لذلك يحظر عليها القيام بتوزيعات نقدية أو عينية على أعضائها كأرباح الأسهم دون موافقة مجلس هيئة السوق المالية.

كما حدد نظام السوق المالية في المادة السادسة والعشرون من الفصل الرابع صلاحية مجلس إدارة السوق بإنشاء " مركز إيداع الأوراق المالية"<sup>(1)</sup>.

أما من جهة أخرى فقد أشار نظام السوق بأن الإفصاح لا يعني بالضرورة أن تفصح الشركات عن كل أسرارها وأن تفقد بذلك عنصر المناورة مع منافسيها وتقل قدرتها التفاوضية مع شركائها، ومن جهة أخرى فإنه يجب على كل مصدر يطرح أوراقاً مالية للجمهور، أو من تكون له أوراق متداولة في السوق أن يقدم للهيئة تقارير مدققة ربع سنوية وسنوية، كما يجب أن يخبر الهيئة بأي تغير يطرأ على البيانات الواردة في نشرة الإصدار من شأنه التأثير على قيمة تلك الأوراق أو سعرها فور علمه بحدوث هذا التغير، وذلك حرصاً من هيئة السوق المالية على تدعيم الكفاءة المعلوماتية للسوق<sup>(2)</sup>.

### الفرع الثاني: اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي

يقصد باللوائح التنفيذية مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها هيئة السوق المالية لتسهيل تطبيق أحكام نظام السوق المالية، وتهدف هذه اللوائح بشكل أساسي إلى معالجة مجالين مهمين في شركات المساهم المدرجة في السوق وهما:

(1) - سوق الأسهم السعودي، القواعد والأنظمة، من الموقع:

Site : <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tut/cs/ce/70A/s/s704A,F,dat 19/04/2013>.

(2) - هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية، الفصل الثامن، الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية، من الموقع:

Site :[http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.opx?sec\\_serno=278`minrroid=20serg=278,date 19/04/2013](http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.opx?sec_serno=278`minrroid=20serg=278,date 19/04/2013).

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

إجراءات إصدار الأوراق المالية، تفعيل وتنظيم النشاط التجاري والمالي في السوق، وقد استطاع مجلس هيئة السوق المالي السعودي أن يصدر مجموعة متكاملة من اللوائح التنفيذية رفيعة المستوى من أهمها ما يلي:

### أولاً: لائحة سلوكيات السوق

وضعت هذه اللائحة من أجل العمل على تحقيق العدالة والشفافية في معاملات الأوراق المالية، بهدف حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادية، أو التي تنطوي على احتيال أو غش، وقد اهتمت هذه اللائحة بضبط النشاط التجاري لمنع التلاعب في السوق، وتحريم التداول بناء على معلومات داخلية وخطر إصدار بيانات غير صحيحة أو إغفال ما يلزم بيانه للمستثمرين، وبينت لائحة سلوكيات السوق المقبول في العلاقة بين المستثمرين والوسطاء لضمان العدالة في السوق.

وبمقتضى الفقرة "أ" من المادة الحادية عشر لا يسمح للشخص المرخص له والشخص المسجل قبول أو تنفيذ أمر المتعامل إذا كان لدى أي منهما أسباب معقولة تدعو إلى الاعتقاد بأن المتعامل يتلاعب بالأسعار أو يتداول بناء على معلومات داخلية<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: لائحة طرح الأوراق المالية

حددت هذه اللائحة المقصود بطرح الأوراق المالية وقيوده ومفهوم الطرح والمطروح عليه، وحالات طرح الأوراق المالية (الطرح العام، الطرح الخاص وال طرح المستثنى)، وقد أوردت هذه اللائحة في المادة الثالثة نصاً صريحاً يفيد بعدم جواز طرح أوراق مالية صادرة عن شركة في المملكة ما لم تكن تلك الشركة شركة مساهمة، ويعتبر الطرح خاصاً إذا لم يكن هناك طرفاً مستثنى وكان المبلغ المترتب عن كل من المطروح عليهم في المملكة لا يقل عن مليون ريال سعودي، وكان الطرح أيضاً موجهاً فقط إلى حكومة المملكة أو مؤسسة النقد العربي السعودي أو مركز الإيداع أو سوق الأسهم أو أية سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة أو أشخاص مرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص أو أي أشخاص تعتبرهم الهيئة مستثنين أو شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص.

(1) - هيئة السوق المالية، لائحة سلوكيات السوق، الصادرة بموجب القرار رقم 2004/11/01، ص.08.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

ويكون الطرح مستثنى إذا كانت الأوراق المالية صادرة عن حكومة المملكة أو هيئة دولية تعترف بها المملكة، أو إذا كانت القيمة الكاملة للأوراق المالية المطروحة من المصدر أقل من خمسة ملايين ريال أو ما يعادلها، هذا ويعد الطرح عاما إذا لم يستوفي هذا الطرح شروط الطرح الخاص ولم يكن ضمن حالات الطرح المستثنى<sup>(1)</sup>.

### ثالثا: لائحة قواعد التسجيل والإدراج

تقتضي طلبات التسجيل والإدراج في سوق الأسهم السعودي توافر عدة شروط أهمها: أن يكون مقدم الطلب شركة مساهمة سعودية قد مارست نشاطا مستقلا خلال ثلاث سنوات مالية على الأقل تحت إشراف إدارة لم تتغير في مجملها تغيرا جوهريا كما يجب أن يكون مقدم الطلب قد أعلن عن القوائم المالية المراجعة عن السنوات المالية الثلاث على الأقل، وأن يكون قد تم إعدادها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين وإلى جانب ذلك يجب أن تكون الفترة الشاملة لأحدث القوائم المراجعة قد انتهت قبل ما يزيد عن ستة أشهر منذ تاريخ اعتماد نشرة الإصدار وتحدد المادة التاسعة من اللائحة الشروط المتعلقة بتسجيل وإدراج الأوراق المالية في مجموعة من النقاط أهمها<sup>(2)</sup>:

- أن تكون الأوراق المالية مستوفية للشروط النظامية في المملكة ومصرحا بها وفقا للمتطلبات المنصوص عليها في النظام الأساسي لمقدم الطلب.

- يشترط للتسجيل في القائمة الرسمية أن تكون للأسهم محل الطلب سيولة كافية بحيث يجب أن لا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم موضوع الطلب عن 30%.

- يجوز لهيئة السوق طبقا لمقررات المادة الحادية والعشرين من اللائحة تعليق الإدراج أو القائمة الرسمية إذا ما رأت ضرورة لذلك لحماية مصالح المستثمرين أو للمحافظة على السوق، أو إذا أخفق المصدر اخفاقا تعتبره الهيئة جوهريا في الالتزام بقواعدها، بما في ذلك عدم القدرة على سداد أي مقابل مالي أو غرامات مالية للهيئة في مواعيدها أو إذا كانت الأوراق المالية المصدرة في أيدي

(1) - هيئة السوق المالية، لائحة طرح الأوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2004/11/02، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق رقم: 2008/08/01، ص.26.

(2) - هيئة السوق المالية، لائحة قواعد التسجيل والإدراج، الصادرة بموجب القرار رقم: 2004/11/03، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: 2012/06/01، ص.ص.09.08.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

الجمهور غير كافية لاستيفاء الشروط المنصوص عليها في هذه القواعد، أو إذا رأت الهيئة مستوى عمليات المصدر أو أمواله لا تبرر التداول المستمر في أوراقه المالية في السوق.

### رابعاً: لائحة الأشخاص المرخص لهم (الوسطاء)

يعتبر اصدار هذه اللائحة خطوة حاسمة لتأسيس مرحلة جديدة من عمل الوساطة في السوق السعودي لسببين هما:

- كسر احتكار البنوك التجارية المحلية التي كانت تسيطر على أعمال الوساطة.

- الزام البنوك التي ترغب في تقديم هذه الخدمة بفصل نشاطها الأساسي عنها.

وتتناول هذه اللائحة التعريف بأنشطة الأوراق المالية، حيث حددتها في خمسة أنشطة رئيسية هي: التعامل، الترتيب والإدارة وتقديم المشورة إضافة إلى خدمات الحفظ كما تتناول اللائحة أيضاً الأطر القانونية والإجرائية المتعلقة بتحديد الاجراءات وشروط الحصول على الترخيص لمزاولة أعمال الأوراق المالية، وشروط استمرار الترخيص أو التسجيل وبيان قواعد السلوك المهني التي يجب على الأشخاص المرخص لهم الالتزام بها أثناء تأدية عملهم، وقواعد وأحكام وممارسة هذه الأعمال والنظم والإجراءات الرقابية عليها، وكذلك الأعمال المتعلقة بحقوق المتعاملين<sup>(1)</sup>.

### خامساً: لائحة أعمال الأوراق المالية

حددت هذه اللائحة المقصود بأعمال الأوراق المالية والأطراف الممارسة لهذه الأعمال، والجوانب المتعلقة بالترخيص والمخالفات واستثناءات الترخيص والإعلانات عن الأوراق المالية، وقد حضرت المادة الخامسة من هذه اللائحة على أي شخص القيام بممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة ما لم يكن شخصاً مرخصاً من هيئة السوق المالية، كما أعطت فترة سماح لا تزيد عن سنتين للبنوك المحلية لاستكمال انشاء شركات تابعة لممارسة أعمال الأوراق المالية وفقاً للائحة الأشخاص المرخص لهم.

وقد عرفت هذه اللائحة أعمال الأوراق المالية على أنها ممارسة نشاطات التعامل سواء ببيع أو شراء أو إدارة الاكتتاب في الأوراق المالية أو التعهد بتغطيتها والترتيب والإدارة وتقديم المشورة والحفظ، ويعد الشخص ممارساً لأعمال الأوراق المالية في

(1) - هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهم - الوسطاء - الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/03/01، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: 2013/01/01، ص ص. 09-14.



## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

المملكة إذا كان هذا الشخص يمارس نشاط الأوراق المالية من مقر عمل دائم في المملكة أو مع شخص ثان في المملكة أو لحسابه الخاص<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: الإطار التنظيمي (المؤسسي) لسوق الأسهم السعودي

شهدت سوق الأسهم السعودي انطلاقا من عام 2003 تطورات تنظيمية ومؤسسية مهمة هدفت في مجملها إلى مواكبة التطورات العالمية في مجال تشريعات الأوراق المالية، وقد كان في مقدمة تلك التطورات إصدار نظام السوق المالية الذي يمثل الإطار القانوني والتنظيمي للسوق وقد اكتسب صدور هذا النظام بأهمية بالغة نظرا لأن الأهمية منه هي إعادة تنظيم السوق المالي السعودي بشكل أكثر انضباطا واستقرارا، حتى تكون التعاملات في السوق موثوقا فيها، وذلك بإعداد هيكل تنظيمي متكامل تحت إشراف جهة مستقلة ممثلة في هيئة السوق المالية.

### الفرع الأول: البنية التنظيمية للسوق السعودي

ظلت عملية تداول الأسهم في السوق السعودي قبل صدور نظام السوق المالية في ديسمبر من عام 2002 تحت إشراف ثلاثة أنظمة تنظيمية وهي اللجنة الوزارية ولجنة الإشراف الدائمة وإدارة الرقابة في مؤسسة النقد العربي التي كانت مهمتها التحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف اليومي على جميع عمليات تداول الأسهم.

وخلال سنة 2003 خطت سوق الأسهم السعودي خطوة جديدة تمثلت في تأسيس هيئة السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م / 30)، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وتتولى الهيئة القيام بإصدار اللوائح والقواعد والتوجيهات الخاصة بإدارة السوق.

وقد عكفت هيئة السوق المالية بمجرد تأسيسها على تنفيذ نظام السوق المالية المتضمن إنشاء الأجهزة والإدارات المنظمة لعمل السوق والمتمثلة فيما يلي:

(1) - هيئة السوق المالية، لائحة أعمال الأوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/03/02، ص.ص. 06.05.

### أولاً: سوق الأسهم السعودي

نص نظام السوق المالية على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، ويمكن أن يتداول في هذه السوق أسهم الشركات القابلة للتحويل، أو أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو الحكومة أو الهيئات العامة أو المؤسسات العامة، الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار وأية أدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة أو حقوق في توزيع الأصول.

ويدير السوق مجلس متكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس إدارة هيئة السوق المالية ويعين من بينهم رئيس للمجلس ونائبه<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: مركز إيداع الأوراق المالية

نص نظام السوق المالية على إنشاء إدارة تدعى بمركز إيداع الأوراق المالية، تكون هي الهيئة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها ويمكن لمجلس إدارة السوق أن يحول مركز الأوراق المالية إلى شركة، بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة على التحويل، وللمجلس أن يعطي موافقته موضحاً بما تتطلبه هيكل الشركة وعملياتها، وفقاً لما يراه مناسباً وضرورياً لسلامة السوق وحماية المستثمرين<sup>(2)</sup>.

### ثالثاً: لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

عمد نظام السوق المالية إلى هيئة السوق بمهمة إنشاء هذه اللجنة وتكوينها من مستشارين قانونيين لفترة ثلاثة سنوات قابلة للتجديد، وقد اشترط نظام السوق المالية أن يكون هؤلاء المستثمرين متخصصين في مجال المعاملات والأسواق المالية، ويتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، وليس لهم مصلحة مالية أو تجارية مباشرة أو غير مباشرة.

وتعتبر هذه اللجنة صاحبة الاختصاص القضائي في الفصل في جميع المنازعات التي تقع في نطاق الهيئة والسوق وأحكامه ولوائحه في الحق العام والخاص، وقد شمل اختصاصها النظر في النظم كالقرارات والإجراءات الصادرة عن الهيئة والسوق، علاوة

(1) - أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص.270.

(2) - سوق الاسهم السعودي، القواعد والأنظمة، من الموقع:

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

على هذا منح نظام السوق المالية لهذه اللجنة جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى، بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود وإصدار القرارات بالتعويض للمتضررين وغيرها من الصلاحيات<sup>(1)</sup>.

### رابعاً: لجنة الاستئناف

نص نظام السوق المالية أيضاً على إنشاء لجنة الاستئناف يشكّلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، وزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أما هيئة الاستئناف في غضون ثلاثين يوماً من تاريخ الاخبار بذلك لتعد قراراتها نهائية في الأخير.

وإلى جانب الأقسام السابقة فقد أنشأت هيئة السوق المالية في سبيل تحقيق مهامها حيث توجد عدة إدارات تعمل تحت إشرافها المباشر وهي: إدارة تمويل الشركات، إدارة التراخيص والتفتيش، إدارة المتابعة والتنفيذ وإدارة الإشراف والرقابة. حيث تتولى إدارة تمويل الشركات تقييم طلبات طرح وإدراج الأوراق المالية، والعمل مع المصدرين والمستشارين الماليين على إستكمال المستندات اللازمة للطرح والإدراج والحيازة والإندماج<sup>(2)</sup>.

أما عن إدارة التراخيص والتفتيش فهي تختص في دراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية وغيرها من الشركات التي تمارس عملها في السوق المالي السعودي بما في ذلك التعامل بالأوراق المالية، وإدارة المحافظ المالية وتقديم الاستشارات وحفظ الأصول، إضافة إلى أي نشاط آخر تصنّفه الهيئة على أنه من النشاطات الواجب الترخيص لمزاومتها كما تتولى الإدارة التأكد من التزامات الجهات المرخص لها بقواعد وقوانين نظام السوق المالية<sup>(3)</sup>.

(1) - أحمد سفر، مرجع سابق، ص. 273.

(2) - هيئة السوق المالية، إدارة تمويل الشركات، من الموقع:

Site :[http://www.cma.org.sa/cma-](http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=384minrrorid=153serno=384,date21/04/2013)

ar/subpage.aspx?secserno=384minrrorid=153serno=384,date21/04/2013.

(3) - هيئة السوق المالية، إدارة التراخيص والتفتيش، من الموقع:

Site :[http://www.cma.org.sa/cma-](http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=386minrrorid=152serno=386,date21/04/2013)

ar/subpage.aspx?secserno=386minrrorid=152serno=386,date21/04/2013.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

في حين تقوم إدارة المتابعة والتنفيذ بالأعمال والمهام المتمثلة في تلقي الشكاوي من المتعاملين والمستثمرين في السوق، والنظر فيها ودراستها وإجراء التحقيقات اللازمة للتأكد من صحتها، كما تتولى الإدارة متابعة تنفيذ نظام السوق المالية واللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بموجبه، والنظر في أية مخالفة أو انتهاك لهذه الأحكام أو اللوائح.

واقترح الغرامات والعقوبات المناسبة للمخالفين لأنظمة السوق للنظر في تطبيقها من قبل مجلس هيئة السوق المالية ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، إلى جانب متابعة تنفيذ الأحكام والقرارات الصادرة عن مجلس الهيئة ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

وتتولى إدارة الإشراف والرقابة متابعة عمليات التداول والتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق المالية والتأكد أيضا من استيفاء الشركات المدرجة لشروط وضوابط الإفصاح الكامل، ومن بين مهام هذه الإدارة مراقبة أعمال شركات الوساطة المالية للتأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية إزاء المستثمرين<sup>(2)</sup>.

### الفرع الثاني: نظام التداول في سوق الأسهم السعودي

شهد التداول في سوق الأسهم السعودي نقلة نوعية، فمن نظام تداول الأسهم تم التوجه إلى إدخال نظام آخر لعمل سوق الأسهم أطلق عليه إسم نظام " التداول " وهو نظام متكامل يعمل على توفير الشفافية للسوق، من خلال الإعلان الفوري عن أسعار السوق، وإعلانات الشركات مباشرة عبر الأنترنت، والتي تظهر بسرعة على موقع " تداول " ما يضمن العدالة بإتاحة فرص متكافئة أمام جميع المشاركين، حيث كان الغرض من هذا النظام إتمام صفقات البيع والشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة قصيرة المدى.

(1) - هيئة السوق المالية، إدارة المتابعة والتنفيذ، من الموقع:

Site :[http://www.cma.org.sa/cma-](http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=385minrrorid=154serno=385,date21/04/2013)

[ar/subpage.aspx?secserno=385minrrorid=154serno=385,date21/04/2013.](http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=385minrrorid=154serno=385,date21/04/2013)

(2) - هيئة السوق المالية، إدارة الإشراف والرقابة، من الموقع:

Site :[http://www.cma.org.sa/cma-](http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=389minrrorid=159serno=389,date21/04/2013)

[ar/subpage.aspx?secserno=389minrrorid=159serno=389,date :21/04/2013.](http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=389minrrorid=159serno=389,date21/04/2013)

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

---

ويتجانس هذا النظام مع السوق المستمرة التي تحركها أوامر البيع والشراء الواردة إلى السوق من حين لآخر، ومن أهم مزايا نظام " التداول " التسوية السريعة والدقيقة للصفقات وفي نفس يوم تنفيذها، كما يتسم بالمرونة من حيث بقاء الأوامر في السوق حسب تاريخ صلاحية الأمر والشفافية من خلال الإعلان الفوري عن الأسعار والكميات المتداولة<sup>(1)</sup>.

---

(1) - مجلة تداول سوق الاسهم السعودي، " سوق الأسهم السعودي 20 عاما "، العدد الثاني عشر، ربيع 2005، ص.05.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

### المبحث الثاني: مؤشرات تطور أداء سوق الأسهم السعودي

للقوف على التطور الذي شهده أداء سوق الاسهم السعودي يمكن الاعتماد على طريقتين أساسيتين الأولى تتمثل في تتبع تطور مسار المؤشر العام للسوق ودراسة العوامل التي تكمن وراء حركة المؤشر. أما الطريقة الثانية وهي الأكثر شيوعاً والأعمق تحليلاً فتكمن في تحليل مؤشرات الأداء ذات العلاقة بتطور كفاءة السوق المالية. وسيتم فيما يلي تسليط الضوء على هاتين الطريقتين.

### المطلب الأول: تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي

سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل حركة المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة الممتدة من عام 2002 إلى عام 2012، والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (3-1) تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي للفترة (2002-2012)

العام	القيمة السوقية (مليار ريال)	نسبة التغير %	المؤشر العام	نسبة التغير %
2002	280.73	2.26	2.518.08	3.62
2003	589.93	110.14	4.437.58	76.23
2004	1.148.60	94.70	8.206.23	84.93
2005	2.438.20	112.28	16.712.64	103.66
2006	1.225.86	49.72-	7.933.29	52.53-
2007	1.946.35	58.77	11.038.66	39.14
2008	924.53	52.50-	4.802.99	56.49-
2009	1.195.51	29.31	6.121.76	27.46
2010	1.325.39	10.86	6.620.75	08.15

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

3.07-	6.417.73	4.12-	1.270.84	2011
5.98	6.801.22	10.19	1.400.34	2012

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول) ، التقرير الإحصائي السنوي 2012، ص. 17.

من خلال هذا الجدول وبقراءة التغيرات والتطورات التي تطرأ على قيمة المؤشر نجد ان هناك تحسن ملحوظ في قيمة المؤشر خلال سنة 2005 حيث يمكن أن نفسر هذا التحسن المذهل الذي شهدته السوق السعودية خلال هذه الفترة إلى جملة من العوامل الجوهرية أهمها: الازدياد الملحوظ في نشاط هيئة السوق المالية الذي دعم ثقة المستثمرين وشجعهم على الاستثمار أكثر في السوق حيث كانت جهود هيئة السوق المالية خلال عام 2006 منصبة على تطوير السوق ورفع كفاءتها من خلال تحسين مستوى الشفافية والانضباط وإرساء دعائم العدالة والأمان في التعامل<sup>(1)</sup>.

ومما ساهم أيضا في تحسين الأداء العام للسوق السعودية هو ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وبلوغ أسعار النفط العالمية لمستويات قياسية، وتزايد السيولة النقدية في الاقتصاد الوطني وتحسين أرباح الشركات السعودية المساهمة، هذا إلى جانب تنامي جاذبية الاستثمار في الأسهم كمنافس للإيداع المصرفي نتيجة انخفاض أسعار الفائدة البنكية وقد جاء هذا التنامي على خلفية ازدياد عدد المستثمرين في السوق بسبب جاذبية الاكتتابات الأولية الجديدة وقد بلغ عدد المستثمرين في السوق السعودي خلال 2005 أكثر من مليوني مستثمر<sup>(2)</sup>.

وعقب هذه السنة بدأت قيمة المؤشر تنخفض انخفاضاً ملحوظاً وذلك راجع إلى آثار أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 التي تعرضت لها الدول المتقدمة فقد انتقلت آثارها السلبية لتمس الاقتصاد السعودي بحكم أنه منفتح على أسواق النفط العالمية وكذلك احتوائه على أنظمة مالية منفتحة على أسواق هذه الدول.

وابتداء من سنة 2009 نجد أن قيمة المؤشر بدأت تشهد تحسناً ملحوظاً وذلك راجع إلى ارتفاع أسعار النفط واستمراره في هذا المنوال إلى غاية 2012 حيث نجد أن قيمة المؤشر خلال سنة 2012 قد سجلت ارتفاعاً بنسبة 5.98% عن العام

(1) - مركز بحوث للاستشارات المالية، التقرير السنوي للاستثمار في سوق الاسهم السعودي لعام 2005، من الموقع:

Site :<http://www.bfasaudi.com/year 2006 annuelre pport saudi.asp>, date 05/05/2013.

(2) - نبيل عبد الله المبارك، سوق الأسهم السعودية والدور المأمول لصناع السوق، من الموقع:

Site :<http://www. Qleqtisadiah.com/articl.php?do =showid-2316>, date 05/05/2013.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

السابق وذلك راجع إلى قيام الشركات بعمليات طرح جديدة لأسهمها مما نجم عنه ارتفاع القيمة السوقية للأسهم بنسبة 10.19% مقارنة بالعام السابق.

### المطلب الثاني: تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي

وتقتضي دراسة تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي تفحص وتحليل واقع المؤشرات الاسترشادية السائدة في السوق كمجموعة واحدة، ذلك لان تحليل كل مؤشر من هذه المؤشرات على حدى قد يعطي نتائج مضللة بشأن التطور الشامل لكفاءة السوق. وتتمثل هذه المؤشرات في مؤشر حجم السوق، مؤشر سيولة السوق، مؤشر درجة التذبذب، ومؤشر درجة التركيز.

### الفرع الأول: دراسة مؤشر حجم السوق

يقاس حجم السوق بمؤشرين هما: نسبة الرملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي وعدد الشركات المدرجة في السوق.

### أولاً: معدل الرملة السوقية

يوضح الجدول التالي تطور مؤشر معدل الرملة السوقية لسوق الأسهم السعودي كما يلي:

جدول رقم (3-2) : تطور مؤشر معدل الرملة السوقية لسوق الأسهم السعودية

الوحدة : ملايين الريالات

السنة	الرملة السوقية	الناتج المحلي الإجمالي	معدل الرملة السوقية	معدل نمو الرملة السوقية (%)
2002	281.000	707.067	397.416	/
2003	590.000	804.648	733.240	84.50
2004	1.149.000	938.771	1.223.941	66.92
2005	2.438.000	1.182.514	2.061.709	68.45



الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

-55.48	917.953	1.335.581	1.226.000	2006
47.45	1.353.567	1.437.683	1.946.000	2007
-61.07	526.945	1.753.503	924.000	2008
0.327	699.780	836938	1196	2009
-0.051	663.987	879784	1325	2010
0.116	741.029	941849	1271	2011
1.601	1948.142	2727400	1400	2012

المصدر : العديد من المراجع أهمها:

(1)- صندوق النقد العربي ، إحصائيات قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية، العدد 40، الربع الرابع، 2008، من الموقع :

<http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/ambd/bulletin/ar/bulletin%20Q4%20.2008> ,date 21/04/2013.

(2)-

site :[http://www.sama.gov.sa/ReportsStatistics/ReportsStatisticsLib/5600\\_S\\_Monthly\\_Bulletin\\_AREN.pdf](http://www.sama.gov.sa/ReportsStatistics/ReportsStatisticsLib/5600_S_Monthly_Bulletin_AREN.pdf) , date 21/04/2013.

يلاحظ من خلال هذا الجدول أنه وللوهلة الأولى مدى الارتفاع المستمر في معدل الرسمة السوقية ، إذ ارتفع معدل الرسمة من 397,416 عام 2002 إلى 2061,709 عام 2005 ، ويعكس هذا الارتفاع الكبير مدى تحسن قدرة سوق الأسهم السعودية على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات مقارنة بمعدل مساهمة موجودات القطاع المصرفي (إجمالي الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي) و الذي بلغ 413,853 عام 2005 ، ويكشف التراجع في معدل إجمالي الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الخام في مقابل ارتفاع معدل الرسمة السوقية للسوق المالية السعودية جانبا من توجهات السلطات النقدية و المالية في

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

المملكة العربية السعودية لتبني نموذج النمو الاقتصادي القائم على دعم سوق الأوراق المالية، إلا أن اشتداد حدة المنافسة في الأسواق العالمية بسبب العولمة المالية دفع المملكة لتحرير سوقها المالية و هو ما نتج عنه حركة واسعة لرؤوس الأموال الواردة إلى السوق بطريقة لم يشهد اقتصاد المملكة مثيلا لها من ذي قبل .

أما عن تدي رسملة سوق الأسهم السعودي إلى ما يقارب النصف عند مستوى 924 مليار ريال بنهاية عام 2008 والذي قابله انخفاض في معدل نمو الرسملة السوقية بـ 61,07% وهذا نتيجة لما مر به سوق الأسهم السعودي من عمليات تصحيحية عقب بلوغ الأزمة المالية العالمية ذروتها في أواخر 2008 ، هذا إلى جانب المخاوف من استئطالة أمد الانكماش الاقتصادي العالمي من صدمات أخرى للنظام المالي العالمي و عدم التيقن إزاء تحركات أسعار النفط، إضافة التقليل في أوضاع الائتمان المحلي والتوقع بانخفاض أرباح الشركات .

### ثانيا: حجم السوق السعودية قياسا بعدد الشركات المدرجة

ووفقا لتقرير هيئة السوق المالية السعودية بلغ عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق بنهاية الربع الأول لعام 2006، تسعا وسبعين شركة، و برأس مال مدفوع قيمته 676.2 مليار دولار (2.54 تريليون ريال) موزعة على 8 قطاعات رئيسية وبالنسبة لحجم الرأس المال السوقي لكل قطاع، يأتي قطاع الصناعة في مقدمة القطاعات المكونة للسوق السعودي، حيث يستأثر بنسبة 36.73% من إجمالي الرسملة السوقية، يليه قطاع الاتصالات (15.28% من الإجمالي) بينما عادت المراتب الأخيرة لقطاعي الزراعة والتأمين بمعدل 0.5% و 0.32% لكل منهما على الترتيب<sup>(1)</sup>.

ويتضح من هذه المقارنة أن شركات قطاع الصناعة تعتبر أكبر الشركات السعودية حجما وكما. ولعل ما يلفت النظر في تركيبة الشركات المساهمة السعودية هو قلة عدد الشركات الزراعية (على الرغم من اتساع الرقعة الجغرافية للمملكة والدعم الحكومي الموجه لهذا القطاع) وضآلة حجمها مقارنة بشركات القطاعات الأخرى.

ويوضح الجدول رقم (3-3) مدى التزايد البطيء في عدد الشركات المسجلة في السوق السعودي، فخلال عشرية كاملة لم يشهد سوق الأسهم السعودي إلا إدراج 9 شركات، مما يؤثر على غياب العمق الاستراتيجي للسوق. وعلى الرغم من ضخامة الرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق، إلا أن العدد الإجمالي لهذه الشركات لا يزال ضئيلا، وأقل بكثير مما هو مأمول قياسا

(1)- هيئة السوق المالية، " تقرير الربع الاول لأداء سوق الاسهم السعودية، 2006 "، إدارة معلومات السوق، ص.ص.17.16

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

بحجم النشاط الاقتصادي للمملكة، والذي يضم أكثر من 57 ألف شركة حسب احصائيات عام 2005، منها 417 شركة مساهمة و49 ألف شركة فردية، والباقي موزع بين شركات محدودة وشركات تضامن وشركات توصية وشركات عامة<sup>(1)</sup>.

وبإجراء مقارنة رقمية، يتبين أن سوق الأسهم السعودي لا تزال بعيدة عن متوسط عدد الشركات المدرجة في الاتحاد العالمي للبورصات الذي يقدر بنحو 812 شركة (كما في نهاية 2005) لكل سوق عضو في هذا الاتحاد.

وتعتبر سوق الأسهم السعودية من بين الأسواق القليلة الأولى عالمياً من حيث متوسط الرملة السوقية، إذ يبلغ متوسط حجم الشركة في السوق المحلي بنهاية 2005 حوالي 8.4 مليار دولار، ويعود الارتفاع في متوسط رملة الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي إلى ضخامة الرملة السوقية لعدد من الشركات المدرجة، إضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة في السوق. وتعود قلة عدد الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي إلى الشروط الصعبة والصارمة التي تضعها وزارة التجارة في المملكة السعودية لتحويل الشركات إلى شركات مساهمة مؤهلة للإدراج في السوق المحلية، إذ غالباً ما لا تتوفر هذه الشروط إلا في الشركات الكبيرة، ومن هذه الشروط اشتراط نسبة معقولة من الحد الأدنى من رأس المال، وعدد معين من المساهمين، وأداء الشركات من حيث ربحيتها خلال السنوات التي تسبق طلب الإدراج.

يتضح من العرض السابق أنه على الرغم من أن سوق الأسهم السعودي يعتبر بمعايير الأداء الدولية من بين أضخم الأسواق العالمية حجماً قياساً بحجم الرملة السوقية، إلا أنها لا تزال سوقاً تتسم بالضخالة والمحدودية لافتقارها إلى العمق الاستراتيجي المتجسد في ضآلة عدد الشركات المدرجة، الأمر الذي يدعو إلى ضرورة المسارعة في إدراج المزيد من الشركات ذات الحجم المتوسط والصغير لتصحيح هذا الخلل الهيكلي<sup>(2)</sup>.

---

(1) - قصي الجاموس، " حوار مع الرئيس التنفيذي لشركة التعاونية للتأمين "، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد الثالث عشر، 2005، ص.17.

(2) - مركز بحوث للاستشارات المالية، "إعطاء القطاع الخاص دوره في تطوير أسواق المال في دول الخليج العربي أحد الحلول الأساسية لمشكلة الاعتماد على النفط"، من الموقع:

[http://www.bfasaudi.com/Year1999\\_Pvt\\_Sect\\_Role/Year1999\\_Pvt\\_Sect\\_Role.asp](http://www.bfasaudi.com/Year1999_Pvt_Sect_Role/Year1999_Pvt_Sect_Role.asp), date: 21/04/2013.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

الفرع الثاني: دراسة مؤشر سيولة السوق يوضح الجدول التالي تطور مؤشر السوق لسوق الأسهم السعودي كما يلي:

جدول رقم (3-3) : تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية للفترة [2002-2012]

الوحدة : مليون ريال

السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية للأسهم (الرسملة السوقية) (مليار ريال)	معدل دوران الأسهم (%)
2002	1.736	133.787	281.000	48
2003	5.566	596.510	590.000	101
2004	10.298	1.773.858	1.149.000	154
2005	12.281	4.138.695	2.438.000	170
2006	54.437	5.261.851	1.226.000	429
2007	57.829	2.557.712	1.946.000	131
2008	58.727	1.962.945	924.000	212
2009	566850	12640	1196	106
2010	332550	7592	1325	57
2011	485446	10988	1271	86
2012	86006	192.318	1400	138

المصدر: العديد من المراجع أهمها:

(1)- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، 2009، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء ، من الموقع :

<http://www.sama.gov.sa/reports statistics/reports statistics lib/5600-R-annual-Ar-44-2009>, date 22/04/2013.

(2)-

site :[http://www.sama.gov.sa/ReportsStatistics/ReportsStatisticsLib/5600\\_S\\_Monthly\\_Bulletin\\_AREN.pdf](http://www.sama.gov.sa/ReportsStatistics/ReportsStatisticsLib/5600_S_Monthly_Bulletin_AREN.pdf) , date 21/04/2013.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

انطلاقاً من الجدول نلاحظ أن سوق الأسهم السعودية بنهاية عام 2003 شهد ارتفاعاً ملحوظاً في مؤشر السيولة والمعبر عنه بمعدل دوران الأسهم وهذا نتيجة لعدة أسباب أهمها : تدد مخاوف المستثمرين من الغزو الأمريكي للعراق، إضافة إلى إدراج عدة شركات عملاقة في السوق المحلية كشركة الاتصالات السعودية والشركة السعودية للكهرباء ، هذا إلى جانب ارتفاع حجم السيولة النقدية و التي كان لها تأثير مباشر على أسعار الأسهم والذي انعكس في زيادة الطلب الفعال للمستثمرين على الأسهم المتداولة في السوق المحلية.

أما عن الزيادة الكبيرة التي شهدتها سوق الأسهم السعودي و الخاصة بمعدل الدوران في نهاية عام 2006 والذي بلغ معدل 429% تعود إلى إدخال ميزة التسوية الفورية للصفقات التي سرعت من عملية التداول، علاوة على ارتفاع أسعار النفط وانتشار المعلومات التي لا أساس لها من الصحة وتلاعب المضاربين بالنتائج المالية للشركات، وتوسع البنوك المحلية في منح القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين الموجهة لأغراض شراء الأسهم.

أما عن موسم الجمود الذي اعتري إصدارات الأسهم الأولية في السوق قد انتهى خلال العام 2009 ، لأنه مع انهيار هذا السوق في أواخر عام 2008 تلاشى الميل لإصدار الأسهم في السوق ، وكاد الهبوط الحاد لتقييم الأسهم و التقلب المحبط في الأسعار أن يدفع بسوق الإصدارات الأولية للأسهم أن توصل أبوابها في الفترة بين شهري أوت و ديسمبر ، وبلغ عدد الشركات السعودية التي أجلت إصدار أسهمها الأولية 50 شركة ، إلا أن المعوق الرئيسي لسوق الإصدارات الأولية و الذي أثر سلباً على معدل دوران الأسهم (مؤشر السيولة) يتمثل في أن الشركات المصدرة للأسهم ومموليها الماليين لازالوا متوقفين عند مستويات التقييم الماضية، وليس لديها رغبة في تغيير توقعاتها ، هذا إلى جانب بعض العوامل الأخرى التي أثرت سلباً على الطلب على إصدارات الأسهم الأولية و التي من أهمها : تأزم أوضاع السيولة المحلية ،محدودية الحصول على الإقراض الخارجي، الميل لتفادي المخاطر المرتفعة وتوقع انخفاض أرباح الشركات في ظل التباطؤ الاقتصادي.

وبناء على ما سبق يتضح بأنه على الرغم من مؤشرات الأداء الإيجابية لسوق الأسهم السعودية إلا أن أوضاع السيولة في السوق لا تزال تؤثر عليها مشاركة عدد محدود من المستثمرين، ومما زاد الأمر تعقيداً تركيز الأسهم في أيدي مجموعات أقلية من كبار المستثمرين، و إلى جانب هذا فإن السوق لا تزال تعاني من قلة صناديق الاستثمار وسيطرة المؤسسات الحكومية و شبه

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

الحكومية على جزء كبير من رأس المال المصدر وهو ما قلل من عدد الأسهم المطروحة للتداول ، ولا ريب أن لهذا العامل الأخير انعكاسات جد سلبية على كفاءة تخصيص الاستثمارات في سوق الأسهم السعودية و اقتصاد المملكة ككل .

### الفرع الثالث: دراسة مؤشر درجة التذبذب

جدول رقم (3-4) تذبذب عوائد الأسهم في بعض الأسواق العربية للفترة من 2004 إلى 2008

سوق الاسهم	الانحراف المعياري للعائد	أعلى قيمة للعائد	أقل قيمة للعائد
الكويت	68.36	514.50	-382.9
السعودية	210.73	1025.30	-1583.6
أبو ظبي	54.23	376.38	-360.38
دبي	90.61	615.19	-655.79
تونس	05.26	37.8	-301.1
مصر	18.02	107.4	-143.63
المغرب	46.6	232.2	-633

المصدر: إبراهيم أونور، " خصائص أسواق الأسهم العربية "، جسر التنمية، الكويت، العدد 20، فبراير/شباط 2008، ص.08.

يلاحظ من خلال بيانات الجدول زيادة معدلات التذبذب في سوق الأسهم السعودي حيث يتصدر الأسواق العربية، ويرجع ارتفاع مؤشر التذبذب في سوق الأسهم السعودي في المدى المتوسط إلى حركة أسعار النفط العالمية، أما على المدى القصير (الأسبوعي واليومي) فالأسعار تتأثر بتوقعات المستثمرين وعامل المضاربة، بالإضافة إلى عوامل أخرى أهمها: الاعتماد على التداول في أسهم محددة، ضالة المستثمر المؤسسي أمام الاستثمارات الفردية، حيث يترتب على زيادة هذه الأخيرة اتخاذ الأفراد لقرارات استثمارية بأنفسهم دون الأخذ برأي الفنيين والمحللين بالإضافة لعدم ارتباط أسعار الأسهم بالمشورات الأساسية للاقتصاد الكلي.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

ويرى الاقتصاديون أن هناك دور كبير للاستثمار المؤسسي في الحد من تذبذب أسعار الاسهم المدرجة مما يعمل على توجيه المدخرات للتداول على مستوى القيمة العادلة للأسهم المتداولة<sup>(1)</sup>.

جدول رقم (3-5) درجة المخاطرة لأكثر عشر شركات مخاطرة في السوق للفترة 1999-2000

الترتيب	الشركة	القطاع	درجة المخاطرة%
1	الكيميائية السعودية	الصناعة	25.1
2	العربية للأنايب	الصناعة	20.9
3	بيشة للتنمية الزراعية	الزراعة	19.6
4	جرير للتسويق	الخدمات	17.1
5	اللجين	الصناعة	16.8
6	الشرقية للتنمية الزراعية	الزراعة	16.4
7	القصيم الزراعية	الزراعة	16.1
8	الوطنية لتصنيع وسبك المعادن	الصناعة	15.7
9	المواشي المكيرش المتحدة	الخدمات	14.4
10	السعودية للصناعات المتطورة	الصناعة	14.1

المصدر: البنك السعودي البريطاني، "تقييم سوق الأسهم السعودي بالأرقام لعام 2003"، مركز بحوث للاستشارات المالية، من المتوقع:

[http://www.bfasaudi.com/Year2004\\_ssm\\_number/Year2004\\_ssm\\_number.asp](http://www.bfasaudi.com/Year2004_ssm_number/Year2004_ssm_number.asp), date 22/04/2013.

### الفرع الرابع: دراسة مؤشر درجة التمركز

(1) - خالد الرميحي، استراتيجية التنوع وتوزيع الاستثمار هي أساس النجاح في الاستثمار المؤسسي، مجلة السوق المالية "تداول" العدد 23، الربيع الرابع 2007، ص.27.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

وتشير بيانات الجدول أدناه إلى الارتفاع الحاد لدرجة التمركز في سوق الأسهم السعودي قياساً بنسبة مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي رأسمال السوق، إذ بلغت بنهاية شهر ماي من عام 2006 نحو 73% مقابل 68.6% سجلت عام 2005. وتعني النسبة الأولى أن أزيد من نصف رزمة البورصة السعودية يعود ملكيته للشركات العشرة الأولى الأكبر حجماً في السوق.

جدول رقم (3-6) درجة التمركز للشركات الأكبر حجماً في السوق السعودية لعام 2009

الترتيب	الشركة	القطاع	الحجم السوقى (مليار ريال)	نسبة حجم الشركة من إجمالي السوق (%)
1	الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك"	الصناعة	375	22.40
2	الاتصالات السعودية	الاتصالات	230	13.74
3	مصرف الراجحي	البنوك	174.1	10.40
4	مجموعة سامبا المالية	البنوك	105.3	6.30
5	الشركة السعودية للكهرباء	الكهرباء	74.9	4.48
6	السعودي البريطاني	البنوك	69.0	4.12
7	بنك الرياض	البنوك	60.4	3.61
8	السعودي الفرنسي	البنوك	53.9	3.22
9	إتحاد اتصالات	الاتصالات	39.2	2.34
10	العربي الوطني	البنوك	38.3	2.29
	إجمالي الشركات العشرة	-	1.220.1	72.8



## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

100	1.674.2	-	إجمالي السوق
-----	---------	---	--------------

المصدر: إدارة معلومات السوق والتسويق، "التقرير الشهري لأداء سوق الاسهم السعودية"، تداول، 2006، ص.14.

وتبلغ نسبة مساهمة أبر شركة في إجمالي رسملة البورصة السعودية نحو 22.7% وقد استأثرت بهذه النسبة عملاقة صناعة الببتروكيماويات في المنطقة العربية، وهي الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك" بقيمة سوقية بلغت نهاية شهر ماي من عام 2006 نحو 375 مليار ريال، وبقيمة تداولية بلغت 16.63 مليار ريال، وقد جاءت في المرتبة الثانية شركة الاتصالات السعودية بقيمة سوقية بلغت 230 مليار ريال، في حين استأثرت في المرتبة الثالثة مصرفة الراجحي للاستثمار بقيمة تجاوزت 171 مليار ريال، تليه مجموعة "سامبا" المالية بنحو 6.3%، أي بقيمة سوقية تجاوزت سقف 105 مليار ريال.

وقد شكلت الشركات الأربعة السابقة ما يفوق نصف إجمالي رسملة السوق السعودي، أما المراتب الستة التالية فقد كانت من نصيب الشركة السعودية للكهرباء والبنوك السعودية وفي مقدمتها البنك السعودي البريطاني. ويذكر أن قطاع البنوك يستحوذ على أكثر من 35.9% من إجمالي رسملة السوق، وعد بذلك القطاع الأهم بالسوق من حيث الحجم السوقي والأداء، يليه قطاع الصناعة بنسبة 33.1%، في حين لم تتجاوز الرسملة السوقية لقطاع الزراعة نسبة 0.71% من إجمالي الرسملة السوقية.

ويعكس ارتفاع درجة التركز في سوق الأسهم السعودي جانبا من الاختلال الهيكلي للسوق السعودي المتجسد في اختلال التركيبة المالية للبورصة، كما يعكس خطورة الاستثمار في السوق، نظرا لأن أي تدهور يمكن أن تتعرض له الشركات القيادية في السوق - حتى وإن كان ظئلا- من شأنه التأثير سلبا على قيمة المؤشر العام للسوق وعلى ثقة المستثمرين بالسوق بالتبعية، سيما إذا ما روعي في التحليل أن حصة كبيرة من الارتفاع الحاد في قيم أسهم بعض الشركات القيادية يمكن أن يعزى إلى تأثير عوامل غير موضوعية، كالشائعات، والمضاربات العشوائية على بعض الأسهم القيادية كسهم شركة السعودية للكهرباء.

وعلى ذلك، تستطيع الشائعات واستغلال المضاربين الكبار للمستثمرين اختراق نطاق المؤشر العام والتحفيز على البيع (نزولا) أو الشراء(صعودا)، باستغلال أسهم الشركات القيادية لتترك انطباع لدى صغار المضاربين بأن مؤشر في حالة تدهور لكي

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

---

يسيطر عليهم القلق والعامل النفسي الذي يحملهم على بيع ما لديهم من أسهم بكثافة وسرعة، لتتكرر هذه الممارسات في كل مرة<sup>(1)</sup>.

---

(1) - إدارة معلومات السوق والتسويق، مرجع سابق، ص.ص. 15.14.

### المبحث الثالث: تحليل و استكشاف مستويات كفاءة سوق الأسهم السعودي

لقد برز نقاش واسع حول مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي، والمشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في هذه السوق، سيما تلك التي ينظر إليها على أنها تشكل إحدى الأسباب الرئيسية وراء ما برز من حالات الخلل في آلية عمل السوق. وقد كان من غير الممكن تبني أي من الافتراضات والآراء التي صدرت بشأن كفاءة سوق الأسهم السعودي كمسلمات دون تمحيص معقول، وبخاصة تلك التي تعتمد على مجرد القراءة السطحية للسوق، والتي يشير الكثير منها إلى عدم كفاءة سوق الأسهم السعودي ومعاناتها من العديد من الاختلالات الهيكلية. ومن جهة أخرى، فإنه من غير الممكن الاكتفاء بالنظرة التفصيلية للبعض الآخر، والتي مفادها أن تقلبات السوق الحالية ما هي إلا مجرد هزات عابرة لا تلبث أن تزول بزوال الظروف الطارئة المسببة لها. لذلك، سيسعى هذا المبحث إلى مواجهة هذا الجدل من خلال تبني النماذج التطبيقية الأكثر شيوعاً لاستقصاء مستويات كفاءة سوق الأسهم السعودي، وكيفية عملها وتفاعلها مع مؤشرات الأداء للشركات المدرجة في السوق.

#### المطلب الأول: التحليل على مستوى فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة

تعتبر فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة امتداداً منهجياً لنظرية الحركة العشوائية للأسعار. وتستند هذه الأخيرة إلى افتراض أساسي مفاده أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه سعر الورقة المالية في المستقبل بالاعتماد على المعلومات المتاحة عن الأسعار التاريخية هو أمر عديم الجدوى، وذلك لسببين وجيهين على الأقل، أولهما يتمثل في انعدام الارتباط الذاتي بين التغيرات السعرية المتتالية، في حين يتمثل السبب الثاني في أن ورود المعلومات الجديدة إلى السوق في اللحظة  $n$  عادة ما يتسم بالعشوائية والاستقلالية عن المعلومات الماضية ( $n-1$ ) والمستقبلية ( $n+1$ )، وتبعاً لذلك يصبح من المستحيل التنبؤ بتوقيت ورود المعلومات ونوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك بشكل عشوائي، بحيث تنخفض عندما يتوقع لها الارتفاع وترتفع حينما يتوقع لها الانخفاض، وهي بهذا السلوك كأنما تؤكد للملاحظ لا منطقيتها<sup>(1)</sup>.

تم اختبار الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأسهم السعودية وفق فرضيتين أساسيتين، اشتملت الفرضية الأولى على تحديد فيما إذا كانت عوائد الأسهم في سوق الأسهم السعودية تتبع قانون التوزيع الطبيعي، وقد صيغت فرضية العدم ( $H_0$ ) لهذه

(1) - سليمان محمد التركي، "أسعار الأسهم وعرض النقود في الاقتصاد السعودي: نتائج من تحليلات التكامل المشترك"، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 81، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، 1996، ص. 80.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

الفرضية على أساس أن عوائد الأسهم في السوق السعودية لا تتبع قانون التوزيع الطبيعي. أما الفرضية البديلة ( $H_1$ ) فقد صيغت على أساس أن عوائد الأسهم في السوق السعودية تتبع قانون التوزيع الطبيعي.

في حين صممت الفرضية الثانية لاختبار فيما إذا كانت عوائد الأسهم في السوق السعودية تتبع السلوك العشوائي خلال فترة الدراسة من عدمه. وقد صيغت فرضية العدم على أساس أن عوائد الأسهم في السوق السعودية لا تتبع السلوك العشوائي خلال فترة الدراسة. في حين صيغت الفرضية البديلة على أساس أن عوائد الأسهم في السوق السعودية تتحرك في شكل مسارات عشوائية خلال الفترة المدروسة.

ولإثبات صحة الفرضيات السابقة، فقد اعتمد الاختبار على بيانات مؤشر السعر اليومي لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة الزمنية الممتدة من أول جانفي عام 2003 إلى غاية نهاية شهر مارس من عام 2005. وقد تم الحصول على هذه البيانات من موقع تداول سوق الأسهم السعودية.

ويمكن اختبار فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة وذلك باختبار مدى سكون أو استقرار السلسلة الزمنية الأصلية، فإذا كانت السلسلة غير ساكنة ( غير مستقرة ) فيجب تحويلها إلى سلسلة ساكنة عن طريق أخذ الفروق الأولى، ويعبر عدد مرات الفروق المطلوبة لتحويل السلسلة إلى سلسلة ساكنة عن درجة تكامل هذه السلسلة. ويقال أن السلسلة متكاملة من الدرجة  $d$  وذلك إذا تطلب الأمر أخذ الفروق  $d$  مرة لكي تصبح السلسلة ساكنة، ويمكن استخدام عدة أساليب لاختبار سكون السلسلة، من بينها اختبار جذور الوحدة لديكي فولر، واختبار ديكي فولر المركب.

1- اختبار ديكي فولر:

لاختبار درجة تكامل السلاسل الزمنية اقترح ديكي فولر اختبارا عرف باختبار ديكي فولر، ويتألف النموذج المقدر لاختبار جذور الوحدة وفقا لنموذج ديكي فولر من ثلاث صيغ، هي:

- صيغة السلوك العشوائي البسيط:

$$\Delta LNP_t = \alpha_1 LNP_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

- صيغة السلوك العشوائي بحد ثابت:

$$\Delta LNP_t = \mu + \alpha_1 LNP_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (2)$$

- صيغة السلوك العشوائي بحد ثابت واتجاه زمني:

$$\Delta LNP_t = \mu + \alpha_1 LNP_{t-1} + \alpha_1 + \mu_t \dots \dots \dots (3)$$

حيث يمثل المقدار  $LNP_t$  لوغاريتم مؤشر السعر، و  $\Delta LNP_t$  العائد على المؤشر، ويعبر عن الفرق الأول للوغاريتم

مؤشر السعر.

ويمكن إعادة صياغة المعادلة الأولى على الشكل التالي:

$$LNP_t = (\alpha + 1) LNP_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث:

$$P = (\alpha + 1)$$

فعندما تكون  $\alpha$  سالبة، فإن المقدار  $P$  في هذه المعادلة سيكون اصغر من الواحد الصحيح، وتبعاً لذلك ينحصر اختبار

ديكي فولر في تفحص سلبية المعلمة  $\alpha$  ، ويتضمن هذا الاختبار التحقق من صحة الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 : \alpha = 0$$

$$H_1 : \alpha < 1$$

فالقبول بفرضية العدم  $H_0 : \alpha = 0$  يعني أن  $P=1$ ، وبالتالي تكون  $LNP_t$  غير مستقرة، في حين أن رفض هذه

الفرضية وقبول الفرضية البديلة  $H_1 : \alpha < 1$  يعني أن  $P < 1$  ، ويعني هذا بالتعدي أن  $LNP_t$  متكاملة ( مستقرة ) من

الدرجة (0)، أي:

$$LNP_t \rightarrow I(0)$$

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

ولإجراء هذا الاختبار، فإن الأمر يقتضي معرفة قانون توزيع الإحصائية المستعملة لأغراض المقارنة والحدود الحرجة لتقييمها، وبما أن للمعادلة (1) معلم واحد فللقيام بهذا الاختبار يستعان في هذا الصدد بالقيم الاسترشادية لإحصائية ستودنت، والتي تشير إلى النسبة بين قيمة المعلمة  $\alpha$  المقدرة بطريقة المربعات الصغرى وانحرافها المعياري، حيث يمكن قبول فرضية الحركة العشوائية (فرضية عدم الاستقرار)  $H_0$  عندما تكون القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية محددة.

وفي حالة قبول فرضية عدم  $H_0: \alpha = 0$  في ظل درجة التكامل  $I(0)$  فإنه يمكن الاستمرار في اختبار بقيمة مستويات التكامل إلى أن تستقر السلسلة المدروسة، أو إلى أن يكون هناك اقتناع بأنه من غير الممكن تحويلها إلى سلسلة مستقرة عن طريق حساب مختلف الفروق، وبنفس الكيفية يمكن أيضا استعمال اختبار ديكي فولر لدراسة درجة تكامل المتغيرات ذات السلوك العشوائي بحد ثابت أو باتجاه زمني كما هو الشأن بالنسبة للمعادلتين 2 و 3<sup>(1)</sup>.

### 2- اختبار ديكي فولر المركب:

يكون نموذج ديكي فولر (المبسطة) المشار إليه آنفا ملائما لاختبار درجة استقرار السلاسل في حالة واحدة وهي عندما يكون سلوك المتغير عشوائيا، أما إذا لم يكن كذلك لوجود ارتباط ذاتي للأخطاء في السلسلة المدروسة فإن ديكي - فولر يقترحان شكلا آخر للمعادلة المستعملة في الاختبار، وذلك بإضافة إحدى عشر قيمة متباطئة للمتغير التابع إلى الطرف الأيمن من النموذج المذكور آنفا، وبإجراء هذا التعديل تصبح صيغة النموذج على النحو التالي:

- الصيغة الأولى:

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum_k P_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

- الصيغة الثانية:

$$\Delta y_t = \alpha + \gamma y_{t-1} + \sum_k P_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

- الصيغة الثالثة:

---

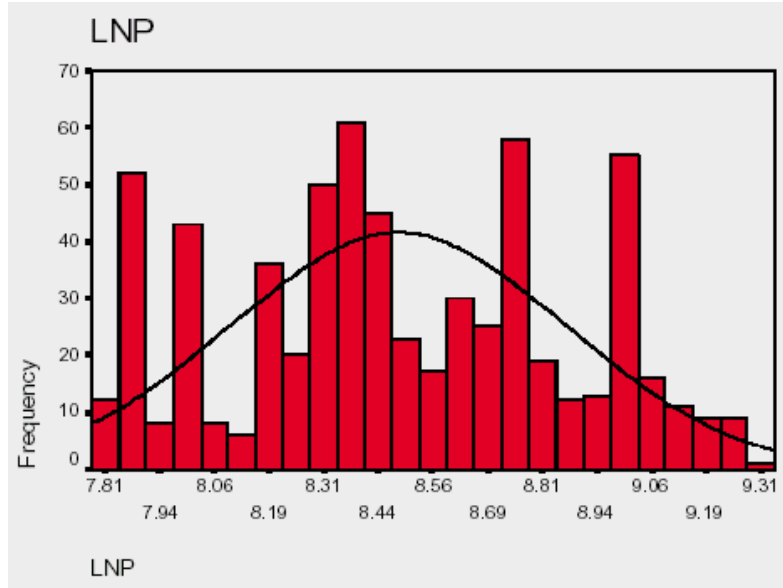
(1) - الغنام، حمد عبد الله، "تحليل السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية بوكس جينكينز"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، العدد 2، جدة، 2003، ص. 09.

$$\Delta y_t = \alpha + \beta T + \gamma y_{t-1} + \sum_k P_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

وتعرف هذه الصيغ باختبار ديكي - فولر المركب ويطبق بنفس الطريقة السابقة لاختبار ديكي-فولر البسيط<sup>(1)</sup>.

وبناء على نتائج اختبار الفرضية الأولى باستخدام اختبار "جارك بير" Jarque-Bera Test وبرنامج Eviews تم رفض فرضية العدم ( $H_0$ ) وقبول الفرضية البديلة بمستوى معنوية 1%. ويعني هذا أن البيانات المدروسة تتبع قانون التوزيع الطبيعي<sup>2</sup>. ويتضح ذلك جليا من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل 3-1: التوزيع الطبيعي لعوائد الأسهم في سوق الأسهم السعودية



المصدر: مهدي بن معيض آل سلطان، مرجع سابق، ص ص 7-9.

وبالنسبة لاختبار الفرضية الثانية أظهر اختبار البيانات المدروسة باستخدام اختبار ديكي-فولر المركب النتائج التالية:

$$\Delta LNP_t = 0.000262 LNP_{t-1}$$

(1) - التركي، سليمان محمد، "أسعار الأسهم وعرض النقود في الاقتصاد السعودي: نتائج من تحليلات التكامل المشترك"، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 81، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، 1996، ص.80.  
 (2) - مهدي بن معيض آل سلطان، "تحليل سلوك أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي"، ورقة عمل قدمت خلال اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، الرياض، نوفمبر 2005، ص ص 7-9.

$$\Delta LNP_t = -0.001 + 0.00038 \Delta LNP_{t-1}$$

$$\Delta LNP_t = 0.206 - 0.0261 \Delta LNP_{t-1} + 0.00005t$$

ويتبين من النتائج السابقة وباستخدام قيم إحصائية ستودنت (توزيع T) ومقارنتها بالقيم الحرجة لإحصائية دكي-فولر أن أسعار الأسهم في السوق السعودية غير مستقرة عند مستوى المعنوية 1% مما يعني صحة فرضية السلوك العشوائي لمؤشر السعر خلال الفترة المدروسة.

وبناء على النتائج السابقة، يمكن الاستنتاج بأن سوق الأسهم السعودية ذات كفاءة من الشكل الضعيف Weam Form. فباستعمال اختبائي Dickey – Fuller و Philips Perron، وجد الباحثون أن مؤشر السعر غير مستقر، في حين جاءت الفروق الأولى والثانية لمؤشر السعر مستقرة<sup>(1)</sup>.

وتوحي هذه النتيجة بأن سوق الأسهم السعودية يتعامل بكفاءة مع المعلومات التاريخية بشكل لا يتيح للمستثمرين مجالاً لتطوير قاعدة مرجحة لتداول الأسهم في السوق وتحقيق عوائد مميزة باستخدام المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم المتداولة في السوق. وتؤيد هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسات سابقة<sup>(2)</sup>.

#### المطلب الثاني: التحليل على مستوى فرضية الصيغة القوية للكفاءة

يهدف الاختبار التالي إلى المساعدة على تكوين رؤية واضحة عن مدى كفاءة سوق الأسهم السعودية ضمن المستوى القوي، ومدى تأثير ذلك على رفع كفاءة محفظة الأسهم سواء كانت عربية أو عالمية.

وتتلخص أهمية هذه الدراسة في أنها تساعد المستثمرين ومديري الاستثمار على المفاضلة بين الاستراتيجيات النشطة في تكوين وإدارة محفظة من الأسهم السعودية، والتي يمكن تنفيذها من خلال توزيع الأصول وانتقاء الأسهم والتوقيت المناسب، وتبرز

(1)- Dahl, Blkacem Laabas, " the behavior of Stok Prices in the GCC Market " Economics Research Forum, Working Paper N0. 9917 (1998), p.12.

(2) - الغنام، حمد عبد الله، " تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية بوكس جينكينز " مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، العدد 2، جدة، 2003، ص. 20.



## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

أهمية هذه الدراسة في ظل فتح سوق الأسهم السعودي أمام الاستثمار الأجنبي من خلال صناديق الاستثمار المحلية التي تدار وفقاً للإستراتيجية النشطة.

ولمعرفة مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي ضمن المستوى القوي، فقد تمت مقارنة أداء صناديق الأسهم السعودية بأداء مؤشر بنك الرياض RB30 خلال الفترة الممتدة من عام 1994 إلى غاية ماي 2001، وقد تم بناء الفرضية السالبة أو فرضية العدم ( $H_0$ ) على أساس أن متوسط أداء صناديق الأسهم السعودية المحسوب بمؤشر بنك الرياض للصناديق RBF لا يتفوق على أداء مؤشر بنك الرياض RB30 من ناحية العائد، أو من ناحية المخاطر. بمعنى آخر أن العائد المنمط ومؤشر " شارب " لمتوسط مؤشر بنك الرياض للصناديق أقل من مؤشر بنك الرياض RB30.

وإذا كانت الفرضية السالبة أو فرضية العدم محققة، فإنه يمكن الاستنتاج بأن سوق الأسهم السعودي ذات كفاءة من الشكل القوي، وبالتالي يكون من الحكمة اعتماد استراتيجية غير نشطة بدلا من الاستراتيجية النشطة. أما إذا كانت الفرضية السالبة ( فرضية العدم ) غير محققة، بمعنى ان أداء مؤشر الصناديق RBF يتفوق على أداء مؤشر بنك الرياض RB30، فإنه يمكن الاستنتاج بأن السوق غير كفؤة ضمن الشكل القوي. وبالتالي يكون من المنطق تبني الإستراتيجية النشطة من خلال الاستثمار في الصناديق التي تخضع لإشراف مديرين ذوي خبرة عالية<sup>(1)</sup>.

يلخص الجدول رقم (3-7) نتائج الدراسة خلال الفترة 1994-2002 ويعكس هذا الجدول مقارنة بين أداء مؤشر

الصناديق RBF وأداء مؤشر بنك الرياض RB30. ويستنتج من بيانات هذا الجدول الملاحظات التالية:

- يلاحظ من خلال بيانات الجدول أن المتوسط الهندسي لعائد مؤشر الصناديق RBF يفوق المتوسط الهندسي لعائد مؤشر بنك الرياض RB30 خلال الفترة المدروسة بنحو 0.4% ويتوقع أن ينمو العائد الإضافي المحقق من قبل الصناديق على أساس افتراض إعادة استثماره بمتوسط يعادل المتوسط الهندسي لعائد مؤشر الصناديق RBF.

- يلاحظ أن المدراء الماليين ذوي الخبرة العالية يستطيعون التفوق على أداء مؤشر السوق ( مؤشر بنك الرياض ) بشكل منتظم، مما يعني أن تفوق الاستراتيجية النشطة لم يكن تفوقاً عشوائياً.

(1)- راضي صالح الحداد، " كفاءة سوق الأسهم السعودية "، مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، العدد الرابع، ربيع 2003، ص.ص.12.11.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

- يلاحظ أيضاً أن الانحراف المعياري ( درجة المخاطرة ) لأفضل الصناديق أقل من الانحراف المعياري لمؤشر السوق بشكل كبير.
- يلاحظ من بيانات الجدول أن معامل شارب لأفضل الصناديق يفوق مثيله بالنسبة لمؤشر السوق ( مؤشر بنك الرياض ). ويعبر معامل شارب عن العائد المتوقع مقابل تحمل وحدة واحدة من المخاطر.

جدول رقم (3-7) العائد والمخاطرة في ظل إستراتيجية الاستثمار النشطة والجامدة %

سعر الفائدة ( )	أداء مؤثر صنديق	أداء مؤثر السوق	أفضل أداء %	أسوأ أداء %	العائد الخالي من المخاطرة ( % )
الاستثمار %	%	%			
متوسط العائد الهندسي	9.0	8.60	14.5	2.20	5.90
الانحراف المعياري ( درجة المخاطرة )	21.1	24.5	21.3	23.7	0.90
العائد المنمط	42.5	35.2	68.0	9.40	631.5
معدل شارب	14.4	11.0	40.3	15.5-	0.00

المصدر: راضي صالح الحداد، " كفاءة سوق الأسهم السعودية "، مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، العدد الرابع، ربيع 2003، ص.12.

يستخلص من الملاحظات السابقة عدم كفاءة سوق الأسهم السعودي ضمن الشكل القوي، مما يعني أن اسعار الأسهم لا تعكس جميع المعلومات المؤثرة على اتجاه الأسعار. فتفوق الإستراتيجية النشطة على الاستراتيجية الجامدة ( والتي تضم بشكل أساسي استراتيجية الشراء والاحتفاظ وإستراتيجية صناديق المؤشرات ) من خلال تمكن المدراء الماليين للصناديق الاستثمارية من الاستفادة من التحليل الأساسي ومن المعلومات الأخرى غير المتاحة للمستثمرين الآخرين، ومن ثم تحقيق عوائد إضافية دون تحمل مقابل ذلك مخاطر إضافية يمثل دليلاً قاطعاً على ذلك.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

وطالما أن متوسط الانحراف المعياري لمؤشر الصناديق RBF والذي يعكس معدل التذبذب في العائد (21%) أقل من مثيله بالنسبة لمؤشر بنك الرياض (24%) فإن ذلك يعني بدهاءة أن مخاطر الاستثمار في صناديق الأسهم السعودية أقل من مخاطر الاستثمار في محفظة السوق المعبر عنها بمؤشر محفظة بنك الرياض RB30. وتبدو هذه النتيجة متعارضة مع فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق. إذ تقتضي هذه الفرضية بأنه لا يمكن تحقيق عائد إضافي (عائد غير عادي) إلا بتحمل مخاطر إضافية. ومع ذلك فقد استطاع مدراء الصناديق السعودية اختراق هذه الفرضية وتحقيق عوائد إضافية دون تحمل مخاطر إضافية بالضرورة. وتعزز النتيجة نظرية أن سوق الأسهم السعودي لا تتسم بالكفاءة من الشكل القوي نظرا للأدلة المتقدمة<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: معوقات وصعوبات التخصيص الكفؤ في سوق الأسهم السعودي

إذا كانت كفاءة السوق تعني بمفهومها الواسع أن تعكس الأسعار بسرعة كل المعلومات المتاحة عن الورقة المالية المتداولة، فإنه يتبين من إسقاط هذا الافتراض على الواقع سوى الأسهم السعودي عدم منطقية أغلب الأسعار المتداولة، هذا ما أدى إلى ترك آثار سلبية للغاية على دور كفاءة سوق الأسهم السعودي في توجيه الموارد المالية إلى الاستثمارات الكفؤة.

وفيما يلي سوف نحاول تقديم أهم المعوقات التي أثرت على كفاءة سوق الأسهم السعودي.

### الفرع الأول: ضعف كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات

تتوقف درجة كفاءة سوق الأوراق المالية بصفة أساسية على مدى توافر نظام فعال للمعلومات يضمن شفافية الإفصاح عن المعلومات على نحو دقيق وفوري لجميع المتعاملين في السوق، وعلى الرغم من الجهود المبذولة من طرف هيئة السوق المالية السعودية في مجال نشر المعلومات إلا أن السوق مازال تعاني من قصور في نظامها المعلوماتي وغياب شبه تام للشفافية، ويعاد ذلك إلى عدة أسباب منها<sup>(2)</sup>:

- معظم المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في السوق تنشر بشكل مجمل، أي أنها تفتقر إلى الوضوح والتفصيل، مما يجعلها غير مفيدة لأغلب المستثمرين.

(1) - المرجع السابق ، ص. 12.

(2) - رفیق مزاهدية، مرجع سابق، ص.314.315.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

- تباطؤ الشركات عن الإفصاح عن المعلومات والبيانات المدققة في الوقت المناسب، مما يفوت على المستثمر فرصة الاستثمار المربح.

- التوزيع غير العادل للمعلومات على أطراف السوق، مما يترتب عنه تباين الأسعار السوقية عن القيمة الحقيقية.

- إفتقار السوق السعودي إلى صناعة التحليل المالي وبيوت الخبرة المتخصصة في تقديم الارشادات والتحليلات المالية في مجال الاستثمار المالي.

### الفرع الثاني: أهمية الاستثمار المالي لأغلب فئات المستثمرين في السوق

إن معظم قرارات المستثمرين في السوق السعودية إما مبنية على معلومات مستقاة من مصادر ذات جودة متوسطة أو أنها مؤسسة على الشائعات والتخمينات والأمزجة التي لا أساس لها من الصحة من الناحية الاستثمارية، مما جعل تلك القرارات بعيدة عن مستوى الكفاءة المطلوبة وقد أدى عدم وجود ثقافة استثمارية عميقة في السوق السعودية، واتباع العديد من المستثمرين ما يعرف " بسياسة القطيع " في التداول والمتاجرة بالأسهم<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثالث: الاختلال الهيكلي في البنية التكوينية للمستثمرين في السوق

ويتجلى هذا الاختلال في سيادة القرارات الاستثمارية على قرينتها المؤسساتية إذ أن أكثر من 90% من مجموع المتداولين في السوق السعودية هم أفراد منهم 85% ذوي وعي استثماري ضعيف وبالتالي فإن سيادة الاستثمارات الفردية في السوق واتخاذ الأفراد لقراراتهم الاستثمارية بأنفسهم قد أسهم بشكل كبير في تعميق درجة التذبذب في أسعار الأسهم وعدم الاستقرار في مؤشر السوق<sup>(2)</sup>.

(1) - مركز البحوث والدراسات، استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودورها في دعم الاقتصاد الوطني "، الرياض، جمعية الاقتصاد السعودي، 2005، ص.10.

(2) - حماز السحيمي، " السوق المالية السعودية - إنازات وتطلعات - "، مجلة تداول، العدد 15، 2005، ص.08.

### الفرع الرابع : اختلال التوازن بين الطلب والعرض

وقد أدى هذا العامل إلى ارتفاع الأسعار إلى مستويات غير مبررة استثماريا وعلى نحو أثر سلبا على كفاءة التسعير والتقييم العادل للأسهم المتداولة، وساهم أيضا في ارتفاع عامل المخاطرة نتيجة التذبذب السعري الحاد، ويمكن أن يؤدي هذا الاختلال إلى ضعف الطاقة الاستيعابية للسوق، حيث أن هناك أموالا طائلة تطارد عددا محدودا من الأسهم، وكثيرا ما يلجأ بعض المستثمرين للاستثمار خارج المملكة لضيق السوق المحلية<sup>(1)</sup>.

### الفرع الخامس: ضآلة مؤسسات الوساطة المتخصصة

كبنوك الاستثمار التي تنشط السوق الأولية من خلال ضمان تسويق وتصريف الأوراق المالية المصدرة، واقتصارها على البنوك التجارية، وبالنظر إلى السوق السعودي نجد مدى حاجة هذه السوق إلى مؤسسات وساطة متخصصة (غير البنوك) في تغطية وإدارة الاصدارات، وتقلص الاستثمارات للمستثمرين، وتوجيه استثمارات الشركات الجديدة أو القائمة التي تحتاج إلى التمويل وكذلك دعم الشركات المتعثرة التي تعاني من مشاكل تمويلية<sup>(2)</sup>.

(1) - المرجع السابق، ص.09.

(2) - زرفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص.322.

### المبحث الرابع: بناء محفظة الأوراق المالية في سوق الأسهم السعودي

من خلال ما تم عرضه سابقا سوف نحاول من خلال هذا المبحث تقديم نموذج مبسط لمحفظة أوراق مالية نحاول من خلاله معرفة مدى تأثير كفاءة سوق الأسهم السعودي على قرار المستثمر في اقتناء محفظته

#### أولا: تشكيلة المحافظ الاستثمارية

حيث اعتمدنا في بناء محافظ دراستنا على مجموعة من أسهم الشركات الرائدة في الاقتصاد السعودي، وقد تم اختيار هذه الشركات على أساس القيمة السوقية لأسهمها في السوق.

وفيما يلي سوف نحاول تقديم نبذة تاريخية عن الشركات التي تم اختيارها، وطبيعة نشاطها<sup>1</sup>.

1- شركة الاتصالات: تأسست سنة 1998 بصفتها شركة مساهمة بقدر رأس مالها المصرح به 20000 مليون ريال وتعد هي

المقدم الرئيسي لخدمات الاتصالات في المملكة وتمتلك استثمارات متنوعة في شركات تابعة ومشاريع مشتركة

2- شركة سابك: تأسست سنة 1973 نشاطها الأساسي هو انتاج وبيع الكيماويات وعلى مدى سنوات تطورت لتصبح

واحدة من أكبر الشركات الخاصة بالمملكة يقدر رأس مالها بـ 275000000 ريال

3- مصرف الراجحي: يقوم بمزاولة الأعمال المصرفية والاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حيث بدأ نشاطه قبل

أكثر من خمسين عاما، ففي عام 1978 تم دمج المؤسسات الفردية تحت مسمى شركة الراجحي للصرافة والتجارة وعام 1987

تحولت إلى شركة مساهمة ويعتبر هذا المصرف من الشركات المصرفية والاستثمارية الكبرى برأس مال سعودي 100% بدأت به

750 مليون ريال ثم تضاعف إلى 1500 مليون ريال وفي 2008 تم زيادة رأس ماله ليصبح 15 مليار ريال

4- الشركة السعودية للكهرباء: تأسست سنة 2000 حيث تم اعلان تأسيسها كشركة مساهمة وهي تقوم بتوليد ونقل وتوزيع

الطاقة الكهربائية في المملكة، ويقدر رأس مالها المصرح به 750000000 ريال

<sup>1</sup>

[http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tut/p/c1/04\\_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g\\_A-ewIE8TIwP3gDBTA08Tn2Cj4AAvY\\_dQA\\_3gxCL9gmXHRQB0Zc\\_U/](http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g_A-ewIE8TIwP3gDBTA08Tn2Cj4AAvY_dQA_3gxCL9gmXHRQB0Zc_U/)

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

5- شركة معادن: تأسست سنة 1997 لتقوم بكل أنشطة التعدين وتطوير صناعة التعدين في المملكة يقدر رأس مالها بـ 9250000000 ريال.

6- شركة المراعي: بدأت نشاطها سنة 1976 ولقد نمت وتوسعت حتى تأسست بتاريخ 1991/07/1 وفي عام 2005 تحولت من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة مسجلة في السوق المالية السعودية (تداول)، حيث تعتبر من الشركات الرائدة في قطاع الغذاء بالمملكة ويقدر رأس مالها المصرح به 4000000000 ريال.

7- شركة جبل عمر: تأسست سنة 2006 كشركة مساهمة يبلغ رأس مالها 6714000000 ريال، وتقوم بتطوير وتعمير منطقة جبل عمر المجاور لساحة المسجد الحرام من الناحية الغربية، وامتلاك العقارات بالمنطقة وتطيرها إلى قطع تنظيمية وإدارتها واستثمارها وبيعها وتأجيرها وامتلاك قطع أراضي لتطويرها عمرانيا والقيام بجميع الأعمال اللازمة للإنشاء والتعمير والصيانة وأعمال الهدم والمسح الخاصة بها.

8- شركة أسمنت السعودية: تأسست كشركة مساهمة عام 1955، تقوم بكافة الأعمال اللازمة لصناعة وإنتاج وتسويق الاسمنت بجميع أنواعه وتقوم الشركة بتشغيل مصنعين للاسمنت بالمنطقة الشرقية وهما مصنعي "النفوف" و"عين دار"، وتصدر جزء من انتاجها عبر محطة التصدير التابعة للشركة بميناء الملك عبد العزيز بالدمام، ويقدر رأس مالها المصرح به 1530000000 ريال. والجدول الموالي يلخص لنا الترتيب العام لهذه الشركات من حيث قيمة أسهمها في السوق.

جدول رقم (3-8): ترتيب ثمانية شركات الاولى من حيث القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي

رقم	نوع القطاع	الشركة	القيمة السوقية (بالمليون)
1	قطاع المصارف والخدمات	شركة الاتصالات	78.200.000
2	قطاع الاسمنت	شركة سابك	27.375.000
3	قطاع الصناعات البتروكيماوية	شركة الراجحي	9.787.500
4	قطاع الطاقة والمرافق الخدمية	شركة كهرباء السعودية	5.473.404
5	قطاع الزراعة والصناعات الغذائية	شركة معادن	2.923.000

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الاوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

2.750.000	شركة المراعي	قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات	6
2.351.382	شركة جبل عمر	قطاع الاستثمار الصناعي	7
1.484.100	شركة أسمنت السعودية	قطاع التطوير العقاري	8

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- السوق المالية السعودية تداول من الموقع:

Sitte :<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04,date 05/05/2013> .

### ثانيا: تحليل المحفظة

بناء على المعطيات السابقة نقوم بتكوين محففتين بحيث يكون اختيار محتويات كل محفظة من اسهم الشركات السابقة هو اختيار عشوائي، ثم نعمل على حساب عائد ومخاطرة كل محفظة ومحاولة تقييم أداء كل منهما بغية الوصول إلى المحفظة المثلى للمستثمر والتي تحقق له أكبر عائد في حدود المخاطر التي هو بصدد تحملها.

### المحفظة الأولى:

تتكون هذه المحفظة من أسهم أربعة شركات وهي: شركة معادن، شركة المراعي، شركة سابك، مصرف الراجحي حيث

عوائد هذه الأسهم خلال السنوات الثلاثة الأخيرة كانت كما يلي:

$R_i$	$R_a$	$R_b$	$R_c$	$R_d$
n				
2010	4,51	2,41	5,59	0,01
2011	4,92	2,16	4,95	0,45
2012	5,26	2,34	3,6	1,18

حيث ( $R_a$ ،  $R_b$ ،  $R_c$ ،  $R_d$ ) تمثل على التوالي العائد الفعلي للشركات التالية: (شركة معادن، شركة المراعي، شركة سابك،

مصرف الراجحي).



## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الاوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

$$(W_a = W_b = W_c = W_d = 25\%)$$

وتحدد الأوزان النسبية لهذه الأسهم كالتالي:

1/ حساب معدل العائد المتوقع للمحفظة:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

حيث:  $E(R_i)$ : معدل العائد المتوقع للأصل  $i$

$W_i$ : الوزن النسبي

حساب معدل العائد المتوقع لكل أصل:

- حساب العائد المتوقع لسهم شركة معادن  $E(R_a)$ :

$$E(R_a) = \sum_{n=1}^3 W_i E(R_{a_i})$$

$$E(R_a) = 0,25(4,51) + 0,25(4,92) + 0,25(5,26)$$

$$E(R_a) = 3,67$$

- حساب العائد المتوقع لسهم شركة المراعي  $E(R_b)$ :

$$E(R_b) = \sum_{n=1}^3 W_i E(R_{b_i})$$

$$E(R_b) = 0,25(2,41) + 0,25(2,16) + 0,25(2,34)$$

$$E(R_b) = 1,72$$

- حساب العائد المتوقع لسهم شركة سابك  $E(R_c)$ :

$$E(R_c) = \sum_{n=1}^3 W_i E(R_{c_i})$$

$$E(R_c) = 0,25(5,59) + 0,25(4,95) + 0,25(3,6)$$

$$E(R_c) = 3,53$$

- حساب العائد المتوقع لسهم مصرف الراجحي  $E(R_d)$ :

$$E(R_d) = \sum_{n=1}^3 W_i E(R_{d_i})$$

$$E(R_d) = 0,25(0,01) + 0,25(0,45) + 0,25(1,18)$$

$$E(R_d) = 0,41$$

وعليه فإن معدل العائد المتوقع للمحفظة الأولى يكون كالتالي:

$$E(R_{p_1}) = 0,25(3,67) + 0,25(1,72) + 0,25(3,53) + 0,25(0,41)$$

$$E(R_{p_1}) = 2,3325$$

-2 حساب خطر المحفظة:

يحسب خطر المحفظة حسب العلاقة التالية:

$$\delta_p^2 = W_a^2 \delta_a^2 + W_b^2 \delta_b^2 + W_c^2 \delta_c^2 + W_d^2 \delta_d^2$$

قبل حساب الخطر لابد من تشكيل مصفوفة التباين والتباين المشترك

مصفوفة التباين والتباين المشترك:

$$\begin{pmatrix} W_a^2 \delta_a^2 & W_a W_b \text{cov}(R_a, R_b) & W_a W_c \text{cov}(R_a, R_c) & W_a W_d \text{cov}(R_a, R_d) \\ W_b W_a \text{cov}(R_b, R_a) & W_b^2 \delta_b^2 & W_b W_c \text{cov}(R_b, R_c) & W_b W_d \text{cov}(R_b, R_d) \\ W_c W_a \text{cov}(R_c, R_a) & W_c W_b \text{cov}(R_c, R_b) & W_c^2 \delta_c^2 & W_c W_d \text{cov}(R_c, R_d) \\ W_d W_a \text{cov}(R_d, R_a) & W_d W_b \text{cov}(R_d, R_b) & W_d W_c \text{cov}(R_d, R_c) & W_d^2 \delta_d^2 \end{pmatrix}$$

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

انطلاقاً من مصفوفة التباين والتباين المشترك، لابد من حساب أولاً خطر كل أصل.

$$\delta_i = \sqrt{\sum P_i [R_i - E(R_i)]^2}$$

$P_i$  : يمثل الاحتمال،  $R_i$  : العائد الفعلي للأصل،  $E(R_i)$  : العائد المتوقع للأصل.

0.4	0.84	0.69	2.06	- 0.4
0.35	1.25	0.44	1.42	0.04
0.25	1.59	0.62	3.19	0.77

/				
/	0.28	0.19	1.69	0.06
/	0.54	0.06	0.70	0.0005
/	0.63	0.09	2.54	0.14
$\Sigma$	1.45	0.34	4.93	0.2005

وعليه فإن:

$$\delta_{p1}^2 = W_a^2 \delta_a^2 + W_b^2 \delta_b^2 + W_c^2 \delta_c^2 + W_d^2 \delta_d^2$$

$$\delta_{p1}^2 = 0.432$$

$$\delta_{p1} = \sqrt{\delta_{p1}^2}$$

$$\delta_{p1} = \sqrt{0.432}$$

$$\delta_{p1} = 0.657$$

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

وعليه فإن المستثمر يحقق من وراء اقتنائه هذه المحفظة معدل عائد قدره 2.33 في مقابل تحمله درجة مخاطرة 0.657.

### 3- قياس أداء محفظة الأوراق المالية الأولى وعلاقته بمؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي:

توجد العديد من المقاييس التي تستخدم للحكم على أداء محفظة الأوراق المالية حيث أن استخدام هذه المقاييس يجعل عملية تحليل المحفظة عملية سهلة تمكن من الوصول إلى تحديد مستوى كفاءة هذه المحفظة، وعليه سوف نحاول التركيز على مجموعة من المقاييس أهمها:

#### أ- مقياس شارب:

لقياس مؤشر الكفاءة وفق مقياس شارب نستخدم الصيغة التالية:

$$W = \frac{\overline{\Delta R_p}}{\delta} = \frac{\overline{R_p - R_f}}{\delta}$$

- حساب العائد الفعلي للمحفظة خلال كل سنة:

- سنة 2010:

$$R_{p\ 2010} = W_a R_a + W_b R_b + W_c R_c + W_d R_d$$

$$R_{p\ 2010} = 0.25 (4.51) + 0.25 (2.41) + 0.25 (5.59) + 0.25 (0.01)$$

$$R_{p\ 2010} = 3.13$$

- سنة 2011:

$$R_{p\ 2011} = 0.25 (4.92) + 0.25 (2.16) + 0.25 (4.95) + 0.25 (0.45)$$

$$R_{p\ 2011} = 3.12$$

- سنة 2012:

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

$$R_{p\ 2012} = 0.25 (5.26) + 0.25 (2.34) + 0.25 (3.6) + 0.25 (1.18)$$

$$R_{p\ 2012} = 3.095$$

$$\overline{R_{p\ 1}} = \frac{\sum R_p}{N} = \frac{R_{p\ 2010} + R_{p\ 2011} + R_{p\ 2012}}{3} = \frac{3.13 + 3.12 + 3.095}{3} = 3.115$$

وباعتبار أن:  $R_f$  يمثل معدل الاستثمار في أذونات الخزانة والذي يساوي: 0.5892% فإن:

$$W = \frac{3.115 - 0.005892}{0.657}$$

$$W = 4.73$$

يتضح من خلال هذه النتيجة أن مستوى كفاءة المحفظة جيد، حيث أن المستثمر استطاع أن يحقق معدل عائد إضافي عن معدل العائد الخالي من المخاطرة.

ب- مقياس ترينور:

لقياس مؤشر الكفاءة وفق مقياس ترينور علينا الأخذ بالصيغة التالية:

$$W = \frac{\Delta \overline{R_p}}{B_p} = \frac{\overline{R_p} - R_f}{B_p}$$

- حساب معامل بيتا للمحفظة:

$$\beta = \frac{\sum (R_p - \overline{R_p})(R_m - \overline{R_m})}{\sum (R_m - \overline{R_m})^2}$$

$R_m$ : تمثل قيمة المؤشر العام في سوق الأسهم السعودي

$$\begin{aligned} \overline{R_m} &= \frac{\sum R_m}{n} = \frac{R_{m2010} + R_{m2011} + R_{m2012}}{n} \\ &= \frac{6,62075 + 6,41773 + 6,80122}{3} \end{aligned}$$

$$\overline{R_m} = 6,61323$$

الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

السنوات	2010	2011	2012	المجموع
$R_p$	3,13	3,12	3,095	-
$R_m$	6,62075	6,41773	6,80122	-
$R_p - \bar{R}_p$	0,015	0,005	-0,02	-
$R_m - \bar{R}_m$	0,00752	-0,1955	0,18799	-
$(R_p - \bar{R}_p)(R_m - \bar{R}_m)$	0,0001128	7759-0,000	-0,0037598	-0,00468245
$(R_m - \bar{R}_m)^2$	$0,5655 \cdot 10^{-4}$	0,03822025	0,03534024	0,07361704

$$\beta_1 = \frac{-0.00468245}{0.07361704} = -0.0636$$

ومنه:

$$W = \frac{3.115 - 0.005892}{-0.0636} = -48.885$$

إن استخدام هذا المقياس الذي يعتمد في تقويم أداء المحفظة على قياس التغير في العائد الاضائي للمحفظة قياسا إلى التقلبات الناتجة عن المخاطر المنتظمة، يتضح لنا أن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة يفوق المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة السوقية.

ج- مقياس جنسن:

مؤشر الكفاءة وفق مقياس جنسن يأخذ الصيغة التالية:

$$W = (\bar{R}_p - R_f) - \beta (\bar{R}_m - R_f)$$

$$W = (3.115 - 0.005892) - (-0.0636)(6.61323 - 0.005892)$$

$$W = 3.52$$

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

وعليه بما أن مؤشر الكفاءة موجب فهذا يعني أن علاوة مخاطر المحفظة أكبر مما يستحق وهذا يشير إلى أن أداء المحفظة اعلى من أداء السوق.

### د- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

سوف نحاول من خلال هذا النموذج تحديد معدل العائد المتوقع للمحفظة الكفاء ويتم ذلك باعتماد الصيغة التالية:

$$R_p = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$$R_p = 0.005892 - 0.0636 (R_m - 0.005892)$$

$$R_p = 0.005892 + 0.0636(0.005892) - 0.0636 R_m$$

$$R_p = 0.006266731 - 0.0636 R_m$$

من خلال هذه النتيجة يمكننا القول بأنه في حال كان أداء السوق جيد فإن هذا سوف ينعكس على قيمة المؤشر العام وبالتالي سوف يرتفع عائد السوق، إلا أن عائد المحفظة التي قمنا بتكوينها سوف ينخفض ويرجع ذلك إلى عشوائية اختيار الأصول المكونة لهذه المحفظة مما جعل عائد المحفظة يكون أقل من عائد السوق.

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

### المحفظة الثانية:

تتكون هذه المحفظة من أسهم الشركات التالية:

شركة أسمنت السعودية، شركة كهرباء السعودية، شركة الاتصالات وشركة جبل عمر.

حيث عوائد هذه الاسهم خلال السنوات الثلاث الأخيرة كانت كما يلي:

$R_i$	$R_a$	$R_b$	$R_c$	$R_d$
n				
2010	4,31	0,55	4,72	0,06
2011	5,43	0,53	3,86	0,04
2012	7,2	0,61	3,64	0,06

$R_b$ : عائد سهم شركة كهرباء السعودية

$R_a$ : عائد سهم شركة أسمنت السعودية

$R_d$ : عائد سهم شركة جبل عمر

$R_c$ : عائد سهم شركة الاتصالات

وتحدد الأوزان النسبية لهذه الأسهم كالتالي:

$$(W_a = W_b = W_c = W_d = 25\%)$$

1/ حساب معدل العائد المتوقع للمحفظة:

$$E(R_{p_2}) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

حيث:  $E(R_i)$ : معدل العائد المتوقع للأصل  $i$

$W_i$ : الوزن النسبي



حساب معدل العائد المتوقع لكل أصل:

- العائد المتوقع لسهم شركة أسمنت السعودية  $E(R_a)$ :

$$E(R_a) = \sum_{n=1}^3 W_i R_{a_i}$$

$$E(R_a) = 0,25(4,31) + 0,25(5,43) + 0,25(7,2)$$

$$E(R_a) = 4,235$$

- العائد المتوقع لسهم شركة كهرباء السعودية  $E(R_b)$ :

$$E(R_b) = 0,25(0,55) + 0,25(0,53) + 0,25(0,61)$$

$$E(R_b) = 0,422$$

- العائد المتوقع لسهم شركة الاتصالات  $E(R_c)$ :

$$E(R_c) = 0,25(4,72) + 0,25(3,86) + 0,25(3,64)$$

$$E(R_c) = 3,055$$

- العائد المتوقع لسهم شركة جبل عمر  $E(R_d)$ :

$$E(R_d) = 0,25(0,06) + 0,25(0,04) + 0,25(0,06)$$

$$E(R_d) = 0,04$$

وعليه فإن معدل العائد المتوقع للمحفظة الثانية يكون كالتالي:

$$E(R_{p_2}) = 0,25(4,235) + 0,25(0,422) + 0,25(3,055) + 0,25(0,04)$$

$$E(R_{p_2}) = 1,938$$

2- حساب خطر المحفظة:

كما سبق أشرنا أن خطر المحفظة يحسب وفق الصيغة التالية:

$$\delta_p^2 = W_a^2 \delta_a^2 + W_b^2 \delta_b^2 + W_c^2 \delta_c^2 + W_d^2 \delta_d^2$$

وقبل هذا علينا أولاً حساب خطر كل أصل من أصول المحفظة على حدى

$$\delta_i = \sqrt{\sum P_i [R_i - E(R_i)]^2}$$

0.25	0.075	0.128	1.665	0.02
0.35	1.195	0.108	0.805	0
0.4	2.965	0.188	0.585	0.02s

/				
/	0.0014	0.004	0.693	0.0001
/	0.4998	0.004	0.226	0
/	3.5164	0.014	0.136	0.00016
Σ	4.017	0.022	1.055	0.00026

وعليه فإن:

$$\delta_{p2}^2 = 4.017 + 0.022 + 1.055 + 0.00026$$

$$\delta_{p2}^2 = 5.094$$

$$\delta_{p2} = \sqrt{\delta_{p2}^2}$$

$$\delta_{p2} = \sqrt{5.094}$$

$$\delta_{p2} = 2.25$$

وعليه فإن المستثمر يحقق من وراء اقتنائه هذه المحفظة معدل عائد قدره 1.938 في مقابل تحمله درجة مخاطرة 2.25.

### 3- قياس أداء محفظة الأوراق المالية الثانية وعلاقتها بمؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي:

سوف نقوم باتباع نفس المقاييس السابقة للحكم على مدى كفاءة المحفظة الثانية ومقارنتها في الأخير بأداء المحفظة

الأولى.

أ- مقياس شارب:

$$W = \frac{\overline{\Delta R_p}}{\delta} = \frac{R_p - R_f}{\delta}$$

- حساب العائد الفعلي للمحفظة خلال كل سنة:

- سنة 2010:

$$R_{p_{2010}} = 0.25 (4.31) + 0.25 (0.55) + 0.25 (4.72) + 0.25 (0.06)$$

$$R_{p_{2010}} = 2.41$$

- سنة 2011:

$$R_{p_{2011}} = 0.25 (5.43) + 0.25 (0.53) + 0.25 (3.86) + 0.25 (0.04)$$

$$R_{p_{2011}} = 2.465$$

- سنة 2012:

$$R_{p_{2012}} = 0.25 (7.2) + 0.25 (0.61) + 0.25 (3.64) + 0.25 (0.06)$$

الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

$$R_{p_{2012}} = 2.877$$

$$\overline{R}_{p_2} = \frac{\sum R_p}{n} = \frac{2.41+2.465+2.877}{3}$$

$$\overline{R}_{p_2} = 2.584$$

وعليه فإن:

$$W = \frac{2.584-0.005892}{2.25}$$

$$W = 1.1458$$

تعكس نتائج مؤشر الكفاءة وفقا لهذا المقياس أن مستوى كفاءة المحفظة جيد، لكن أداء المحفظة الاولى يفوق مستوى

أداء المحفظة الثاني

$$W = \frac{\Delta R_p}{B_p} = \frac{\overline{R}_p - R_f}{B_p}$$

ب- مقياس ترينور:

- حساب معامل بيتا للمحفظة:

السنوات	2010	2011	2012	المجموع
$R_p$	41,2	465,3	877,2	-
$R_m$	506,627	6,41773	6,80122	-
$R_p - \overline{R}_p$	1740,-	1190,-	2930,	-
$R_m - \overline{R}_m$	0,00752	-0,1955	0,18799	-
$(R_p - \overline{R}_p)(R_m - \overline{R}_m)$	308480,001-	2326450,0	5508107-0,0	77037090,0
$(R_m - \overline{R}_m)^2$	$0,5655 \cdot 10^{-4}$	0,03822025	0,03534024	0,07361704

$$\beta_1 = \frac{0.07703709}{0.07361704} = 1.046$$

ومنه:

$$W = \frac{2.584 - 0.005892}{1.046} = 2.46$$

إن استخدام هذا المقياس الذي يعتمد في تقويم أداء المحفظة على قياس التغير في العائد الإضافي للمحفظة قياساً إلى التقلبات الناتجة عن المخاطر المنتظمة، حيث يتضح لنا أن مؤشر كفاءة المحفظة الثانية أفضل بكثير من مؤشر كفاءة المحفظة الأولى، وهو ما يفسر أن أداء المحفظة الثانية أكثر حساسية للمخاطر السوقية مقارنة بأداء المحفظة الأولى.

ج- مقياس جنسن:

$$W = (\bar{R}_{p_2} - R_f) - \beta (\bar{R}_m - R_f)$$

$$W = (2.584 - 0.005892) - 1.046 (6.80122 - 0.005892)$$

$$W = -4.52$$

بما أن المؤشر وفق هذا المقياس هي سالبة فهذا يعني أن أداء المحفظة أقل من أداء السوق.

د- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

$$R_{p_2} = R_f + \beta_2 (R_m - R_f)$$

$$R_{p_2} = 0.005892 + 1.046 (R_m - 0.005892)$$

$$R_{p_2} = [0.005892 - 1.046 (0.005892)] + 1.046 R_m$$

$$R_{p_2} = -0.00019572 + 1.046 R_m$$

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

من خلال هذه النتيجة يمكننا القول بأنه في حال كان أداء السوق جيد فإن هذا سوف ينعكس على قيمة المؤشر العام وبالتالي سوف يرتفع عائد السوق، حيث أن عائد هذه المحفظة سوف يرتفع، مما يدل على أن اختيار الأصول المكونة لهذه المحفظة هو اختيار جيد مما جعل عائد المحفظة يفوق عائد السوق.

### ثالثاً: تحديد المحفظة المثلى

بالاعتماد على المقاييس السابقة وخط سوق الأوراق المالية يمكننا المقارنة بين أداء المحفظتين وأيهما تمثل المحفظة المثلى في ظل سوق الأسهم السعودي.

- نموذج خط سوق الأوراق المالية:

إن أي مستثمر عند قيامه بقياس أداء محفظته لا بد له أن يأخذ بعين الاعتبار كل من العائد الذي حققه والمخاطرة التي تحملها.

وتأخذ معادلة دالة السوق الصيغة التالية:  $R_p = R_f + \beta \delta_p$

$$R_{p1} = R_f + \beta \delta_{p1}$$

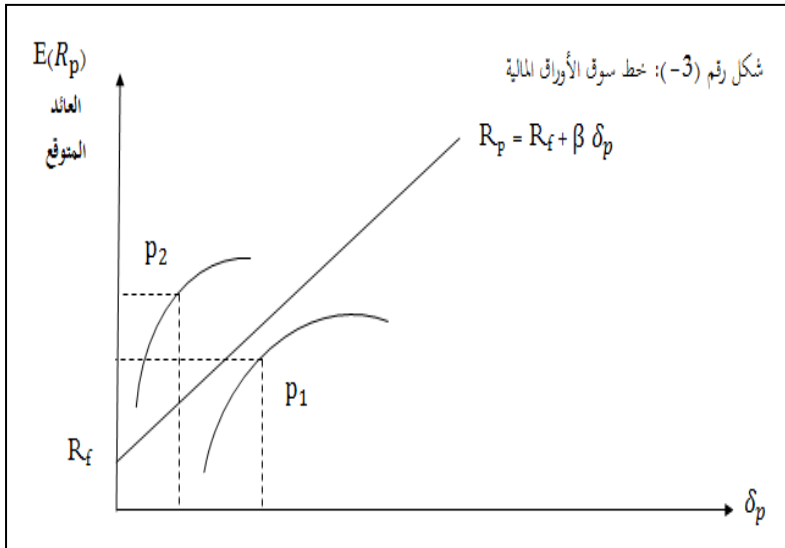
$$R_{p2} = R_f + \beta \delta_{p2}$$

$$B = \frac{R_{p2} - R_{p1}}{\delta_{p2} - \delta_{p1}}$$

$$B = \frac{7.11 + 0.42}{2.25 - 0.657}$$

$$B = 4.72$$

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي



$(R_{p_i})$	$(R_{p_1})$	$(R_{p_2})$
/	3.115	2.584
/	0.657	2.25

من خلال ما تم عرضه سابقاً،  
ومن إسقاطنا للنتائج المتوصل إليها على  
منحنى خط سوق الأوراق المالية نتوصل إلى

أن المحفظة الأولى هي المحفظة المثلى في نظر المستثمر وذلك راجع لكون منحنى كفاءة المحفظة الأولى يقترب من خط السوق وبالتالي اقتراب المستثمر إلى تكوين محفظة السوق والمتضمنة لجميع الأوراق المالية المدرجة في السوق والمكتملة من حيث التنوع والموازنة بأوزان مناسبة.

أما من حيث المقاييس السابقة فإنه للحكم على أداء المحفظتين والمقارنة بينهما من حيث الأمثلية والتجاوب مع التغيرات السوقية قمنا تلخيص نتائج المقاييس كما هو موضح في الجدول الموالي.

المحفظة الثانية	المحفظة الأولى	
1.14	4.73	مقياس شارب
2.46	-48.88	مقياس ترينور
-4.52	3.52	مقياس جنسن

من خلال ما تم طرحه والنتائج المتوصل إليها من خلال استخدام المقاييس السابقة نجد أن أداء المحفظة الأولى هو أفضل بكثير من أداء المحفظة الثانية وهذا يعني أن المستثمر عند تكوينه للمحفظة لم يكتف بالمعلومات المتاحة في السوق بل عمل على جمع أكبر قدر ممكن من المعلومات لكي يحقق عائد مرتفع وهو ما يدل على أن السوق السعودي غير كفء كفاءة كاملة وإلا لكان أداء المحفظتين على العموم لا بأس به ومتقارب لأنه حسب تشكيلة المحفظتين كانتا فقط تقتصر على أسهم الشركات الأكبر

## الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي

---

من حيث القيمة السوقية، وهو ما يدل في الأخير على أن أسعار الأسهم في السوق السعودية لا تعكس الوضع الحقيقي للشركة صاحبة السهم، أي بمعنى أن سوق الأسهم السعودي لم يصل إلى تحقيق مستوى أقوى من الكفاءة، وبالتالي أي معلومة تتاح في السوق من الممكن أن تؤثر على سعر السهم ومن ثم أداء المحفظة الاستثمارية في الأخير.



### خلاصة الفصل

من خلال ما تم استعراضه نجد ان سوق الأسهم السعودي الذي كان في بدايته مجرد شركة مساهمة صغيرة، قد تطور وتوسع وأثبت قدرته في مجال حشد وتعبئة المدخرات المتاحة وساهم بكفاءة في تنمية الاستثمارات المالية على الرغم من حداثة نشأته.

ويتضح من دراستنا لمستوى كفاءة السوق السعودي، حدوث تطورات كبيرة لمؤشرات تطور كفاءة سوق الاسهم السعودي من ناحية، وواقع دورها المتمثل في تنمية وتخصيص الاستثمارات من ناحية أخرى، كما يتضح لنا أيضا مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي وهي كفاءة متوسطة تميل إلى الضعيفة أكثر مما تميل إلى الكفاءة القوية وذلك نظرا لان السوق لا تمتلك المقومات الرئيسة للكفاءة، والتي من ابرزها الحصول على المعلومات عن الشركات وأسهمها المتداولة بسهولة وسرعة، وارتفاع تكاليف التعامل في السوق، وتحرك أسعار الأسهم في السوق في شكل مسارات لا تعكس واقع المعلومات والنتائج المالية المتاحة عن الشركات كما انه لا يمتلك كافة المتعاملين في السوق نفس الغرض لتحقيق الأرباح، وهو في الاخير ما يكون له اثر سلبي على أداء المحافظ الاستثمارية المتعامل بها في سوق الاسهم السعودي.

# الخاتمة العامة

### الخاتمة

من خلال ما تم طرحه وكخاتمة لموضوع دراستنا يمكننا القول بأن أسواق الأوراق المالية تعتبر أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للشركات إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

وباعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها، حيث تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، وعليه فإنه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق مختلف المعلومات الواردة لها توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفاء، وهو ما يسهل في الأخير من متابعة أداء أسواق الأوراق المالية من قبل خبراء المال والمستثمرين واعتمادهم على مؤشرات السوق باعتبارها أداة للتنبؤ بالاتجاه العام للأسعار في المستقبل.

ومن أهم الأدوات المالية التي نالت اهتمام المعنيين والمختصين في شؤون المال والاقتصاد، "محفظة الأوراق المالية" وذلك راجع لما تحققه من مزايا للمستثمرين والتي من أهمها تحقيق أكبر عائد في ظل مخاطرة متدنية نظراً لاحتوائها على عدد من الأصول المالية، ويكون أداء المحفظة جيداً إذا كان السوق يتسم بالكفاءة أي أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة، حيث أنه في ظل السوق الكفاء ومن خلال المتابعة الدقيقة لأوضاع السوق يمكن إدارة محفظة مالية كفؤة تحقق عوائد مرتفعة في ظل مخاطر محدودة، وأنه يمكن تشكيل مزيج امثل من الأوراق المالية بصورة يترتب عليها تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة.

ويعد سوق الاسهم السعودي من بين التجارب العربية التي يجتدى بها، ويتضح ذلك من خلال دراستنا لمقومات الكفاءة في سوق الاسهم السعودي، فقد تبين لنا تحقيق السوق المالي السعودي لأشواط كبيرة على مسار التطوير والتحديث خلال فترة وجيزة نسبياً، ويشهد على ذلك النمو المستمر في قيمة المؤشر العام خلال الفترة المدروسة، ومن المظاهر الدالة أيضاً على نمو السوق التطور الملحوظ في المؤشرات ذات الصلة بالكفاءة، وما يمكن ملاحظته أيضاً من نتائج الاختبار لصيغ الكفاءة السوقية تحقيق سوق الأسهم السعودي لمستوى من الكفاءة وإن كانت كفاءة متوسطة قريبة للكفاءة الضعيفة أكثر منها للقوية.

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

يمكن حصر أهم النتائج التي تسنى لنا الخروج بها من هذه الدراسة في النقاط التالية:

- لتحقيق الاستثمار الامثل لابد من الاستفادة من جميع المعلومات والبيانات المتوفرة عن الأوراق المالية التي تساعد في تقييم أوضاع الجهات المصدرة للأوراق المالية سواء من خلال القوائم المالية كالميزانيات وحسابات الأرباح والخسائر وقوائم التدفقات النقدية.
- عند اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة لابد من مراعاة مبدأ تنوع جهة الإصدار، حتى لا يؤثر الإفلاس أو الفشل على أحد الأصول على مجمل الأصول الأخرى، وكذا مراعاة درجة الارتباط بين عوائد أصولها فكلما ارتفع الارتباط ارتفعت معه درجة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة ككل.
- سوق الأسهم السعودي لا يمتلك العديد من المقومات الرئيسية للكفاءة والتي من أبرزها عدم إمكانية الحصول على المعلومات عن الشركات وأسهمها بسهولة، وامتلاك الكثير من المتعاملين في السوق القدرة على التأثير على أسعار الأسهم وارتفاع تكاليف التعامل وتحرك أسعار الأسهم في السوق في شكل مسارات عشوائية، بشكل لا يعبر عن أثر المعلومات الواردة إلى السوق على القيمة السوقية للأسهم.

ثانياً: التوصيات

أما عن ما يمكن اقتراحه من توصيات في إطار النتائج السابقة هو ما يلي:

- لابد للمتعاملين في السوق ان يدركوا حقيقة وجود تشوهات في اسعار الأوراق المالية فليس كل اتجاه سعري صعودي يعكس بالضرورة زيادة في قيمة المؤسسة.
- لابد على إدارة السوق أن تعمل على رفع درجة كفاءة هذه السوق من خلال دعم الافصاح والشفافية في توفير المعلومات وذلك لضمان التقييم العادل لأسعار الأسهم المتداولة في السوق، مع التركيز دائما على وسائل الإعلام المختلفة ودورها في توعية المستثمرين بكل المستجدات التي تعرفها أسواق المال.
- بهدف مواجهة مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم السعودي يجب على المستثمر أن يبحث ويتحرى في نوع المعلومة قبل ان يتخذ قرار الاستثمار.

## الخاتمة العامة

---

- لا بد على المملكة العربية السعودية أن تستمر في توسيع برامج الخوصصة، إذ تشكل هذه الاخيرة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الاوراق المالية.
- كما يجب على المملكة ان تعمل على توسيع دائرة سوق الأسهم وزيادة كمية الأسهم المطروحة للتعامل عن طريق زيادة عدد الشركات المساهمة.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

أ- باللغة العربية

- 1- السيد متولي عبد القادر، " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير " طبعة أولى، دار الفكر، عمان، 2010.
- 2- أمين عبد العزيز حسن، " الأسواق المالية "، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 3- أحمد معجب العتيبي، " المحافظ المالية الاستثمارية "، طبعة أولى، دار النفائس، عمان، 2007.
- 4- أحمد سفر، " المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية "، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
- 5- بلعزوز بن علي، " استراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية "، مجلة الباحث، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 07، 2010.
- 6- جبار محفوظ، " الأوراق المالية المتداولة في البورصة " الجزء الثاني، طبعة أولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 7- جبار محفوظ، " تنظيم وإدارة البورصة " الجزء الثالث، طبعة أولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 8- حسين عطا غنيم "دراسات في التمويل"، طبعة أولى، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- 9- حمزة محمود الزبيدي، " الاستثمار في الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 10- حسين بن هاني، " الأسواق المالية " طبعة أولى، دار الكندي، الأردن، 2002.
- 11- حسين عطا غنيم، " أساسيات الاستثمار وتكوين إدارة محافظ الأوراق المالية "، طبعة أولى، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- 12- دريد كامل آل شيب، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، طبعة أولى، دار المسيرة، عمان، 2010.
- 13- رسمية أحمد أبو موسى، " الأسواق المالية والنقدية "، طبعة أولى، دار المعترف، عمان، 2005.
- 14- زياد رمضان ومروان شموط، " الأسواق المالية "، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008.

- 15- سمير عبد الحميد ورضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر"، طبعة أولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 16- صلاح الدين جودة " بورصة الأوراق المالية - علميا وعمليا -"، طبعة أولى، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
- 17- صلاح الدين حسن السيسي، " بورصات الأوراق المالية " طبعة أولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- 18- ضياء مجيد، " البورصات- أسواق رأس المال وأدواتها -"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 19- طارق عبد العال حماد، " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 20- طاهر حردان، " أساسيات الاستثمار"، طبعة أولى، دار البداية، دار المستقبل، الأردن، 2009.
- 21- طارق عبد العال حماد، " المشتقات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 22- عاطف وليم أندراوس، " أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" طبعة أولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 23- عاطف وليم أندراوس، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 24- عصام حسين " أسواق الأوراق المالية"، طبعة أولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008.
- 25- عبد الغفار حنفي، " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، خيارات -"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 26- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياص، " أسواق المال"، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 27- غازي فلاح الومني، " إدارة المحافظ الاستثمارية" طبعة ثانية، دار المناهج، عمان، 2003.
- 28- فليح حسن خلف، " الأسواق المالية والنقدية"، جدار للكتاب العالمي، عالم المكتب الحديث، عمان، 2006.
- 29- مبارك لسوس، " التسيير المالي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.



## قائمة المراجع

- 30- - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 31- محمد صالح الحناوي، " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "، طبعة ثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 32- محمد صالح الحناوي وآخرون، " تقييم الأسهم والسندات "، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 33- محمد صالح الحناوي وآخرون، " الاستثمار في الأوراق المالية " المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.
- 34- محمد صالح الحناوي، " تحليل وتقييم الأسهم والسندات "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 35- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجمال إبراهيم العبد، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها- مدخل التحليل الأساسي والفني-"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2005.
- 36- محمد صالح جابر، " الاستثمار بالأسهم والسندات "، دار وائل للنشر، عمان، 2002.
- 37- محمد يوسف ياسين، " البورصة "، طبعة أولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
- 38- محمد مطرو فايز تيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية " طبعة أولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 39- محمد صبري هارون، " أحكام الأدوات المالية - أسهم، سندات - "، طبعة أولى، دار النفائس، الأردن، 2009.
- 40- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، " الاستثمار في البورصة، طبعة أولى، الدار الجامعية، عمان، 2006.
- 41- محمود محمد الداغر، " الأسواق المالية " طبعة أولى، دار الشروق، عمان، 2007.
- 42- محمود محمد الداغر، " الأسواق المالية " طبعة أولى، دار الشروق، عمان، 2007.
- 43- محمد مطر، فايز غنيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، طبعة أولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2005.
- 44- محمد مطر، فايز غنيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، طبعة أولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2005.
- 45- محمد الحناوي ونهال فريد مصطفى، " مبادئ وأساسيات الاستثمار "، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.

- 46- محمد عثمان إسماعيل حميد " أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال " دار النهضة العربية - القاهرة.
- 47- محسن أحمد الخضيرى، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة "، إيترك للنشر، مصر، 1999.
- 48- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق المال "، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007.
- 49- منير إبراهيم هندي، " الفكر الحديث في إدارة المخاطر " الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، دون سنة نشر.
- 50- منير إبراهيم هندي، " الفكر الحديث في مجال الاستثمار "، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996.
- 51- منير إبراهيم هندي، " إدارة البنوك التجارية - مدخل اتخاذ القرارات "، طبعة ثالثة، مركز دلنا للطباعة، الإسكندرية، 1996.
- 52- منير إبراهيم هندي، " إدارة البنوك التجارية - مدخل اتخاذ القرارات "، طبعة ثالثة، مركز دلنا للطباعة، الإسكندرية، 1996.
- 53- منير إبراهيم هندي " إدارة المخاطر- الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات " الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
- 54- منير هندي ورسمية قرياص، " الأسواق والمنشآت المالية " مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 1997.
- 55- مؤيد عبد الرحمان الدوري، "إدارة الاستثمار والمخاطر الاستثمارية"، طبعة أولى، اثناء للنشر عمان، 2010.
- 56- مروان شموط وكنجو عبود كنجو، " أسس الاستثمار "، الشركة العربية المتحدة، القاهرة، 2008.
- 57- نظير رياض محمد الشحات، " إدارة محفظة الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات "، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 2007.
- 58- شمعون شمعون، " البورصة - بورصة الجزائر - "، دار هومة، الجزائر، 2005.
- 59- وسام ملاك، " البورصات والأسواق العالمية "، الجزء الأول، طبعة أولى، دار المنهل، لبنان، 2003.
- 60- هاشم فوزي ودباس العبادي، " الهندسة المالية " دار الوراق، الأردن، 2007.
- 61 - هوشيار معروف، " الاستثمار والأسواق المالية "، طبعة أولى، دار الصفاء، عمان، 2009.

1- P. Gobry , les indices boursières et les marchés d'indice boursière , Presses Universitaires , France , 1er édition , 1990.

ثانيا: الرسائل العلمية

أ- رسائل دكتوراه

1- بوكساني رشيد، " معوقات الأسواق المالية العربية "، رسالة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.

2- لطرش سميرة، " كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "، رسالة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010.

ب- رسائل ماجستير

1- بن شرشار عز الدين، دراسة اقتصادية قياسية لتقلبات أسعار الأوراق المالية في البورصة - دراسة حالة شركة اسمنت المدرجة بسوق الأسهم السعودي، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: التحليل والإشراف الاقتصادي، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/2010.

2- بوزيد سارة، " إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري "، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007.

3- رفيق مزاهدية، " كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات " رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2007.

4- شرياق رفيق، " دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال "، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2005.

5- محمد الهاشمي حجاج، " أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية " رسالة ماجستير، تخصص مالية السوق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012.

6- مريمت عديلة، " محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2004.

7- محمد يوسف عنتر الفالوجي، " اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف"، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، قسم المحاسبة، الجامعة الإسلامية، 2007.

### ثالثا: المجلات والملتقيات العلمية

#### أ- المجلات

##### 1- باللغة العربية

1 - إبراهيم راشد الشمري، " دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 75، 2009.

2- التركي، سليمان محمد، " أسعار الأسهم وعرض النقود في الاقتصاد السعودي: نتائج من تحليلات التكامل المشترك"، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 81، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، 1996.

3- الغنام، حمد عبد الله، " تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية بوكس جينكيز" مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، العدد 2، جدة، 2003.

4- إبراهيم أونور، " خصائص أسواق الأسهم العربية"، جسر التنمية، الكويت، العدد 20، فبراير/شباط 2008.

5- جماز عبد الله السميحي، " سوق الأسهم السعودي- مسيرة حافلة بالتطوير والانجازات"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، هيئة السوق المالية، العدد 2، 2002.

6- خالد الرميحي، استراتيجية التنويع وتوزيع الاستثمار هي أساس النجاح في الاستثمار المؤسسي، مجلة السوق المالية " تداول" العدد 23، الربع الرابع 2007.

7- راضي صالح الحداد، " كفاءة سوق الأسهم السعودية"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، العدد الرابع، ربيع 2003.

8- سليمان محمد التركي، " أسعار الأسهم وعرض النقود في الاقتصاد السعودي: نتائج من تحليلات التكامل المشترك"، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 81، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، 1996.

9- قصي الجاموس، " حوار مع الرئيس التنفيذي لشركة التعاونية للتأمين "، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد الثالث عشر، 2005.

10- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، " متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها- "، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010.

## 2- باللغة الأجنبية

### 2-1- باللغة الفرنسية

1- société de gestion de la bourse des valeurs, la négociation en bourse, ouvrage collectif, la bourse algérienne, publication N° 3, décembre 1998.

### 2-2- باللغة الانجليزية

1- Dahl, Blkacem Laabas, " the behavior of Stock Prices in the GCC Market " Economics Research Forum, Working Paper N09. 9917 (1998).

## ب- الملتقيات

1 - بوعافية سميرة، مداخلة بعنوان " التعامل بالمشترقات المالية "، الملتقى الدولي حول " الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية "، يومي 20-21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف.

2- حشايشي سليمة، مداخلة بعنوان " التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية "، الملتقى الدولي حول " الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية "، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

3 - صالح إبراهيم السحيباني، " سوق الأسهم والنمو الاقتصادي- علاقات الارتباط والسببية - " ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، بعنوان " الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية "، بمركز الملك فهد الثقافي، الرياض، أيام 2، 3، 4 جويلية 2007.

4- عبد الله محمد المالكي، " سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي في المملكة العربية السعودية "، ورقة بحث مقدمة خلال اللقاء الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، تحت عنوان، " السوق المالية السعودية الواقع المأمول " الرياض، 15 نوفمبر 2005.

5 - مهدي بن معيض آل سلطان، " تحليل سلوك أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي "، ورقة عمل قدمت خلال اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، الرياض، نوفمبر 2005.

#### رابعاً: التقارير المالية والاحصائية

1- إدارة معلومات السوق والتسويق، " التقرير الشهري لأداء سوق الاسهم السعودية "، تداول، 2006.

2 - هيئة السوق المالية، " تقرير الربع الاول لأداء سوق الاسهم السعودية، 2006 "، إدارة معلومات السوق. المصدر: السوق المالية السعودية (تداول) ، التقرير الإحصائي السنوي 2012.

3 - هيئة السوق المالية، لائحة سلوكيات السوق، الصادرة بموجب القرار رقم 2004/11/01.

4- هيئة السوق المالية، لائحة طرح الاوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2004/11/02، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق رقم: 2008/08/01.

5 - هيئة السوق المالية، لائحة قواعد التسجيل والإدراج، الصادرة بموجب القرار رقم: 2004/11/03، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: 2012/06/01.

6 - هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهم- الوسطاء - الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/03/01، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: 2013/01/01.

7 - هيئة السوق المالية، لائحة أعمال الأوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/03/02.

السوق المالية السعودية (تداول) ، التقرير الإحصائي السنوي 2012.

8 - هيئة السوق المالية، " تقرير الربع الاول لأداء سوق الاسهم السعودية، 2006 "، إدارة معلومات السوق.

9- إدارة معلومات السوق والتسويق، " التقرير الشهري لأداء سوق الاسهم السعودية "، تداول، 2006.

#### خامساً: المحاضرات الاقتصادية

1- ميكاويب منصف، محاضرة بعنوان: " الأوراق المالية المتداولة في البورصة "، النظرية المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة قلمة، 2006.

1- البنك السعودي البريطاني، " تقييم سوق الأسهم السعودي بالأرقام لعام 2003"، مركز بحيت للاستشارات المالية، من الموقع:

[http://www.bfasaudi.com/Year2004\\_ssm\\_number/Year2004\\_ssm\\_number.asp](http://www.bfasaudi.com/Year2004_ssm_number/Year2004_ssm_number.asp).

2 - مركز بحيت للاستشارات المالية، التقرير السنوي للاستثمار في سوق الاسهم السعودي لعام 2005، من الموقع:

Site :<http://www.bfasaudi.com/year 2006 annuelle pport saudi.asp>.

3- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، 2009، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء ، من الموقع :

<http://www.sama.gov.sa/reports statistics/reports statistics lib/5600-R-annual-Ar-44-2009>.

4-<http://www.msh-paris.fr>, la gestion indicielle et la théorie des moyennes.

5-<http://www.tadawul.com.sa/wsp/portal!/ut/p/04>,

6 - هيئة سوق الأسهم السعودي، نظام السوق المالية، الصادرة بالمرسوم رقم: م / 30، من الموقع:

Site : <http://www.cma.org.sa/cma-ar/articlepage-apx?minrrorid=20%20TTiesemo5ecenno>.

7- سوق الأسهم السعودي، القواعد والأنظمة، من الموقع:

Site : <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/cs/ce/70A/s/s704A,F>.

8 - هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية، الفصل الثامن، الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية، من الموقع:

Site :<http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.opx?secserno=278`minrrorid=20serg=278>.

9- سوق الاسهم السعودي، القواعد والأنظمة، من الموقع:

Site :<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/cs/ce/70A/s/70AF/>.

10- هيئة السوق المالية، إدارة تمويل الشركات، من الموقع:

Site :<http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=384minrrorid=153serno=384>.

11 - هيئة السوق المالية، إدارة التراخيص والتفتيش، من الموقع:

Site :<http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=386minrrorid=152serno=386>.

12 - هيئة السوق المالية، إدارة المتابعة والتنفيذ، من الموقع:

Site :<http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=385minrrorid=154serno=385>.

13 - هيئة السوق المالية، إدارة الإشراف والرقابة، من الموقع:

Site :<http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=389minrrorid=159serno=389>.

14 - مركز بحيت للاستشارات المالية، التقرير السنوي للاستثمار في سوق الاسهم السعودي لعام 2005، من الموقع:

Site :<http://www.bfasaudi.com/year 2006 annuelre pport saudi.asp>.

15 - نبيل عبد الله المبارك، سوق الأسهم السعودية والدور المأمول لصناع السوق، من الموقع:

Site :<http://www. Qleqtisadiah.com/articl.php?do =showid-2316>.



16- صندوق النقد العربي ، إحصائيات قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية، العدد 40، الربع الرابع، 2008، من الموقع :

[http:// :www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/ambd/bulletin/ar/bulletin%20Q4%20.2008.](http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/ambd/bulletin/ar/bulletin%20Q4%20.2008)

17 - مركز بحيت للاستشارات المالية، "إعطاء القطاع الخاص دوره في تطوير أسواق المال في دول الخليج العربي أحد الحلول الأساسية لمشكلة الاعتماد على النفط "، من الموقع:

[http://www.bfasaudi.com/Year1999\\_Pvt\\_Sect\\_Role/Year1999\\_Pvt\\_Sect\\_Role.asp.](http://www.bfasaudi.com/Year1999_Pvt_Sect_Role/Year1999_Pvt_Sect_Role.asp)

18- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، 2009، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء ، من الموقع :

[http:// :www.sama.gov.sa/reports statistics/reports statistics lib/5600-R-annual-Ar-44-2009.](http://www.sama.gov.sa/reports_statistics/reports_statistics_lib/5600-R-annual-Ar-44-2009)

19- البنك السعودي البريطاني، " تقييم سوق الأسهم السعودي بالأرقام لعام 2003 "، مركز بحيت للاستشارات المالية، من الموقع:

[http://www.bfasaudi.com/Year2004\\_ssm\\_number/Year2004\\_ssm\\_number.asp.](http://www.bfasaudi.com/Year2004_ssm_number/Year2004_ssm_number.asp)

20- السوق المالية السعودية تداول من الموقع:

Sitte :[http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/04.](http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/04)

21-

[http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/04\\_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g\\_A-ewIE8TIwP3gDBTA08Tn2Cj4AAvY\\_dQA\\_3gxCL9gmXHRQB0Zc\\_U/](http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g_A-ewIE8TIwP3gDBTA08Tn2Cj4AAvY_dQA_3gxCL9gmXHRQB0Zc_U/)

الملاحق



# الفهرس العام

أ	المقدمة العامة.....
01	الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.....
03	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية.....
03	الفرع الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية.....
04	الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية.....
05	الفرع الثالث: خصائص سوق الأوراق المالي.....
06	المطلب الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية وأبرز وظائفها.....
06	الفرع الأول: تقسيمات سوق الأوراق المالية.....
06	أولاً: السوق الأولية ( سوق الإصدار ).....
07	ثانياً: السوق الثانوية ( سوق التداول ).....
12	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية.....
12	المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية.....
12	الفرع الأول: تعريف المؤشرات وأنواعها في سوق الأوراق المالية.....
12	أولاً: تعريف المؤشر.....
13	ثانياً: أنواع مؤشرات سوق الأوراق المالية.....
15	الفرع الثاني: بناء المؤشرات.....
16	أولاً: اختيار العينة.....
16	ثانياً: تحديد الأوزان النسبية لأفراد العينة.....
17	الفرع الثالث: بعض المؤشرات العالمية.....
18	أولاً: مؤشر داوجونز.....

18	.....	ثانيا: مؤشر ستاندرد اندبورز 500
19	.....	ثالثا: مؤشر نيكاي
19	.....	رابعا: مؤشر الكاك 40
20	.....	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
20	.....	المطلب الأول: الأسهم
20	.....	الفرع الأول: مفهوم السهم
21	.....	الفرع الثاني: أنواع الأسهم
21	.....	أولا: التصنيف حسب طريقة التداول
21	.....	ثانيا: التصنيف حسب طريقة التسديد
22	.....	ثالثا: التصنيف حسب الحقوق المكفولة
26	.....	المطلب الثاني: السندات
27	.....	الفرع الأول: خصائص السندات
28	.....	الفرع الثاني: أنواع السندات
31	.....	الفرع الثالث: مقارنة بين الأسهم والسندات
32	.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية
32	.....	الفرع الأول: عقود الخيار
32	.....	أولا: تعريف عقود الخيار
33	.....	ثانيا: أنواع عقود الخيار
35	.....	ثالثا: أركان عقد الخيار
36	.....	الفرع الثاني: العقود المستقبلية
36	.....	أولا: تعريف العقود المستقبلية
37	.....	ثانيا: أركان العقود المستقبلية
37	.....	ثالثا: أوجه الاختلاف بين عقود الخيارات والمستقبليات
38	.....	الفرع الثالث: العقود الآجلة
38	.....	أولا: تعريف العقود الآجلة

38	..... ثانيا: المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.....
39	..... الفرع الرابع: عقود المبادلة.....
39	..... أولا: مفهوم عقود المبادلة.....
40	..... ثانيا: أنواع عقود المبادلة.....
43	..... المبحث الثالث: آليات وميكانيزمات التعامل في سوق الأوراق المالية.....
43	..... المطلب الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية.....
43	..... الفرع الأول: الجمهور.....
44	..... الفرع الثاني: المستثمرون التأسيسيون.....
44	..... الفرع الثالث: المؤسسات الصناعية والتجارية.....
44	..... الفرع الرابع: الدولة.....
44	..... الفرع الخامس: الوسطاء الماليون.....
45	..... المطلب الثاني: العمليات التي تتم في البورصة.....
45	..... الفرع الأول: عمليات الإصدار.....
45	..... أولا: مرحلة الإصدار في السوق الأولية.....
46	..... ثانيا: مرحلة التداول.....
46	..... الفرع الثاني: الأوامر وتكاليف تنفيذها.....
47	..... أولا: أشكال الأوامر.....
49	..... ثانيا: الخصوصيات.....
49	..... ثالثا: العوامل المؤثرة في أسعار الأوراق المالية محل الأمر.....
50	..... المطلب الثالث: أنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية.....
50	..... الفرع الأول: تعريف سعر السوق.....
50	..... الفرع الثاني: تقنيات التعامل والتسعير.....
50	..... أولا: التعامل بالمناداة.....
51	..... ثانيا: التعامل بالإدراج.....
51	..... ثالثا: التعامل بالصندوق.....

51	.....رابعا: التعامل بالمقابلة.....
52	.....الفرع الثاني: مبادئ التسعير.....
53	.....الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على سعر الورقة المالية.....
54	.....المبحث الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها.....
54	.....المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.....
54	.....الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الكفاء.....
55	.....الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء.....
57	.....المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية وأنواعها.....
57	.....الفرع الأول: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.....
58	.....أولا: الكفاءة الداخلية.....
58	.....ثانيا: الكفاءة الخارجية.....
59	.....الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.....
59	.....أولا: الكفاءة الكاملة للسوق.....
60	.....ثانيا: الكفاءة الاقتصادية للسوق.....
61	.....المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وأبرز مؤشرات قياس الكفاءة.....
61	.....الفرع الأول: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
61	.....أولا: الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.....
62	.....ثانيا: الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق.....
62	.....ثالثا: الصيغة قوية لكفاءة السوق.....
63	.....الفرع الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية.....
63	.....أولا: مؤشر حجم السوق.....
64	.....ثانيا: مؤشر سيولة السوق.....
64	.....ثالثا: مؤشر التذبذب.....
65	.....خلاصة الفصل.....



66	الفصل الثاني: نماذج قياس وتحليل أداء محفظة الاوراق المالية في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية.....
67	تمهيد.....
68	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية.....
68	المطلب الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية.....
68	الفرع الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية.....
70	الفرع الثاني: أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية.....
70	أولا: الحفاظ على رأس المال الأصلي.....
70	ثانيا: استقرار تدفق الدخل.....
70	ثالثا: النمو في رأس المال.....
70	رابعا: القابلية للتسويق والسيولة.....
70	خامسا: التنوع.....
70	المطلب الثاني: أنواع محفظة الأوراق المالية.....
71	الفرع الأول: محفظة الدخل.....
71	الفرع الثاني: محفظة النمو.....
72	الفرع الثالث: المحفظة المختلطة.....
72	الفرع الرابع: المحفظة المتوازنة.....
72	المطلب الثالث: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية.....
72	الفرع الأول: قيود تكوين محفظة الأوراق المالية.....
72	أولا: قيود زمنية.....
72	ثانيا: قيود رأسمالية.....
73	ثالثا: قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة.....
73	رابعا: قيود ضريبية والتزامية.....
73	خامسا: قيود ومحددات المخاطر.....
73	الفرع الثاني: مراحل بناء محفظة الأوراق المالية.....

73	أولاً: اختيار الأفق الزمني.....
73	ثانياً: تهيئة المدخلات الحساسة.....
74	ثالثاً: نموذج تقدير المحفظة.....
75	المبحث الثاني: بناء محفظة الأوراق المالية.....
75	المطلب الأول: العائد والمخاطرة.....
75	الفرع الأول: العائد.....
75	أولاً: مفهوم العائد.....
76	ثانياً: أنواع العائد.....
76	ثالثاً: طرق قياس العائد.....
79	الفرع الثاني: المخاطرة.....
79	أولاً- تعريف المخاطرة.....
79	ثانياً- أنواع المخاطر.....
82	ثالثاً: طرق قياس المخاطرة.....
86	المطلب الثاني: تحليل محفظة الأوراق المالية.....
86	الفرع الأول: قياس عائد محفظة الأوراق المالية.....
86	أولاً: معدل العائد المتحقق.....
86	ثانياً: معدل العائد المتوقع.....
87	ثالثاً: معدل العائد المطلوب.....
88	رابعاً: العائد التاريخي.....
89	الفرع الثاني: قياس مخاطر محفظة الأوراق المالية.....
90	أولاً: الصيغة العامة لحساب مخاطر محفظة الأوراق المالية.....
92	ثانياً: حالات هامة لحساب مخاطر محفظة الأوراق المالية.....
93	ثالثاً: العوامل المؤثرة على مستوى مخاطر محفظة الأوراق المالية.....
99	المطلب الثالث: المحفظة المثلى.....
100	الفرع الأول: مفهوم المحفظة المثلى.....

101	الفرع الثاني: خصائص المحفظة المثلى.....
101	الفرع الثالث: تصميم المحفظة المثلى.....
102	أولاً: ترتيب الأسهم من الأعلى إلى الأسفل.....
103	ثانياً: تحديد معدل القطع.....
103	ثالثاً: تحديد الوزن الترجيحي للسهم المرشح للضم للمحفظة المثلى.....
104	المبحث الثالث: نماذج تقييم أداء المحفظة وعلاقتها بكفاءة السوق.....
104	المطلب الأول: نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية.....
104	الفرع الأول: نموذج شارب البسيط.....
105	الفرع الثاني: خط سوق رأس المال.....
105	أولاً: أثر ميل خط سوق رأس المال على عائد المحفظة.....
107	ثانياً: خط سوق الأوراق المالية.....
108	الفرع الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.....
111	الفرع الرابع: نظرية تسعير المراجعة.....
113	المطلب الثاني: مقاييس التقويم المقارن لأداء محافظ الأوراق المالية وعلاقتها بكفاءة السوق.....
113	الفرع الأول: الأسلوب البسيط.....
114	الفرع الثاني: الأسلوب المزدوج.....
114	أولاً: مقياس شارب (أسلوب المخاطر الكلية).....
116	ثانياً: مقياس ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة).....
117	ثالثاً: مقياس جنسن (أسلوب فرق العائد).....
118	رابعاً: مقياس فاما.....
120	المبحث الرابع: تسيير محفظة الأوراق المالية باستخدام مؤشرات السوق.....
120	المطلب الأول: تبسيط تسيير المحفظة.....
121	الفرع الأول: توازن المحفظة ذات التشكيلة المتنوعة.....
121	الفرع الثاني: تدنية تكاليف المعاملات.....
122	الفرع الثالث: إمكانية التعامل المباشر في البورصة.....

122	..... الفرع الرابع: التصفية النقدية.
122	..... الفرع الخامس: أثر الرفع المالي.
123	..... الفرع السادس: مرونة نظام السيولة الخاص بالتسيير الجماعي.
123	..... المطلب الثاني: توسيع استراتيجيات محفظة الأوراق المالية.
124	..... الفرع الأول: توسيع إمكانيات المضاربة.
124	..... أولاً: التعامل في السوق بواسطة المؤشر الآجل.
125	..... ثانياً: المضاربة على تطور السوق بواسطة الخيارات على المؤشر البورصي الفوري.
126	..... الفرع الثاني: امتداد التغطية المطبقة.
126	..... أولاً: الإزالة البسيطة للمخاطر غير المنتظمة.
126	..... ثانياً: إمكانية إزالة المخاطر المنتظمة.
127	..... الفرع الثالث: أكبر إمكانيات المراجعة.
127	..... أولاً: المراجعة بين أسواق المؤشر وسوق الأوراق المالية.
128	..... ثانياً: المراجعة بين أسواق المؤشر البورصي.
129	..... ثالثاً: المراجعة بين الخيار على المؤشر الفوري والخيار على المؤشر الآجل.
129	..... المطلب الثالث: توسيع مجالات التوظيف في سوق الأوراق المالية.
129	..... الفرع الأول: التسيير بالمؤشرات من الجيل الأولى.
130	..... أولاً: التسيير بالمؤشر الغير فعال.
130	..... ثانياً: التسيير بالمؤشر المتفرع.
130	..... الفرع الثاني: التسيير بالمؤشرات من الجيل الثاني.
130	..... الفرع الثالث: التسيير بالمؤشر من الجيل الثالث.
131	..... أولاً: الاستناد إلى سياسات التسيير بالمؤشر من الجيل الثاني.
131	..... ثانياً: رؤوس أموال أخرى.
131	..... ثالثاً: رؤوس الأموال الهادفة.
132	..... خلاصة الفصل.
133	..... الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأداء محافظ الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي.

134	تمهيد.....
135	المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الأسهم السعودي.....
135	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي.....
138	المطلب الثاني: الإطار القانوني لسوق الأسهم السعودي.....
138	الفرع الأول: نظام السوق المالية.....
139	الفرع الثاني: اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي.....
140	أولاً: لائحة سلوكيات السوق.....
140	ثانياً: لائحة طرح الأوراق المالية.....
141	ثالثاً: لائحة قواعد التسجيل والإدراج.....
142	رابعاً: لائحة الأشخاص المرخص لهم (الوسطاء).....
142	خامساً: لائحة أعمال الأوراق المالية.....
143	المطلب الثالث: الإطار التنظيمي (المؤسسي) لسوق الأسهم السعودي.....
143	الفرع الأول: البنية التنظيمية للسوق السعودي.....
144	أولاً: سوق الأسهم السعودي.....
144	ثانياً: مركز إيداع الأوراق المالية.....
144	ثالثاً: لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.....
145	رابعاً: لجنة الاستئناف.....
146	الفرع الثاني: نظام التداول في سوق الأسهم السعودي.....
148	المبحث الثاني: مؤشرات تطور أداء سوق الأسهم السعودي.....
148	المطلب الأول: تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي.....
150	المطلب الثاني: تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي.....
150	الفرع الأول: دراسة مؤشر حجم السوق.....
150	أولاً: معدل الرسملة السوقية.....
152	ثانياً: حجم السوق السعودية قياساً بعدد الشركات المدرجة.....
154	الفرع الثالث: دراسة مؤشر درجة التذبذب.....

156	الفرع الرابع: دراسة مؤشر درجة التمركز.....
158	المبحث الثالث: تحليل و استكشاف مستويات كفاءة سوق الأسهم السعودي.....
161	المطلب الأول: التحليل على مستوى فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة.....
161	المطلب الثاني: التحليل على مستوى فرضية الصيغة القوية للكفاءة.....
166	المطلب الثالث: معوقات وصعوبات التخصيص الكفؤ في سوق الأسهم السعودي.....
169	الفرع الأول: ضعف كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات.....
169	الفرع الثاني: أهمية الاستثمار المالي لأغلب فئات المستثمرين في السوق.....
170	الفرع الثالث: الاختلال الهيكلي في البنية التكوينية للمستثمرين في السوق.....
170	الفرع الرابع : اختلال التوازن بين الطلب والعرض.....
171	الفرع الخامس: ضآلة مؤسسات الوساطة المتخصصة.....
171	المبحث الرابع: بناء محفظة الأوراق المالية في سوق الأسهم السعودي.....
172	أولاً: تشكيلة المحافظ الاستثمارية.....
172	ثانياً: تحليل المحفظة.....
174	ثالثاً: تحديد المحفظة المثلى.....
188	خلاصة الفصل.....
191	الخاتمة العامة.....
193	قائمة المراجع.....
197	الملاحق.....
I	الفهرس العام.....