أفاق البحث

من خلال هذه الدراسة تم استنباط أفاق البحث ، و جوانب أخرى تحتاج إلى دراسة و التعمق فيها ، كالقيام بدراسة تفصيلية أثر مخطر سعر الفائدة على المحافظ المالية الدولية . مستقبل سوق دبي المالي الإسلامي.

التوصيات :

و بعد استعراض المعلومات و البيانات و تحليلها بهذه الدراسة و مناقشتها في ظل الفرضيات المطروحة ، و بناء على النتائج المتحصل عليها يمكن اقتراح جملة من التوصيات من شأنها تطوير سوق دبي المالي ، و تفعيل دورها في مجال تنمية و تخصيص الاستثمارات ، بالإضافة إلى تنمية كفاءة المستثمر المالي ، و هي كما يلي :

فيما يخص السوق المالي :

1- تبسيط البيانات و النشريات الدورية المنشورة عن نشاط الشركة ، و المتمثلة في الميزانية السنوية ، حسابات الأرباح و التوزيعات ، و تقارير مجالس الإدارة ...الخ.

2- تخفيض أسعار الضريبة على أرباح الشركات المدرجة في السوق ، وتشجيعها على إصدار المزيد من الأسهم لتمويل أنشطتها بدلا من الاتجاه إلى الاقتراض (المديونية).

3- تخفيض تكاليف الصفقات ، الذي يسمح بتنشيط عملية التداول بالسوق .

4- تشجيع إنشاء مؤسسات الخدمات المالية لتسهيل و توفير المعلومات المالية لذى المستثمر .

5- دعم جهود تطبيق حوكمة الشركات ، من أجل بلوغ مستوى جيد من الافصاح و الشفافية في المعاملات . مما يسمح بتقليل ما يعرف باحتكار المعلومات .

أما فيما يخص المستثمر المالي :

1- ضرورة تحليل البيانات و النشريات الدورية المنشورة عن الشركات قبل الاقبال على أية عملية استثمارية ، باستخدام بعض التطبيقات الإحصائية و المؤشرات المالية إن أمكن ذلك .

2- عند اتخاذ أي قرار استثماري ضرورة الاستعانة بالمستشارين الماليين للتعرف على الفرص السامحة في السوق المالي .

3- الاتصال و التعامل مع المؤسسات المالية التي تقوم بجمع و تحليل و نشر المعلومات المالية عن الشركات المدرجة في السوق المالي .

4- على المستثمر حضور الندوات و اللقاءات ، بالاضافة إلى البرامج الدراسية التطبيقية عن الأسواق المالية بالجامعات و المعاهد .

5- امتلاك بعد النظر الاستثماري إذ هناك مدة زمنية مناسبة لانضاج و تنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد.

6- يجب تقييم أداء المحفظة المالية بشكل دوري و ذلك لضمان صمودها أمام التقلبات المستمرة للأسواق المالية .

و إن أهم التوصية التي تذكر في هذا المجال أن العائد و المخاطرة مرتبطان ببعضهما البعض بصورة طردية و أن المستثمر يجب أن يولي لهذه العلاقة أهمية كبيرة لأنها تشكل تفضيلاته في بناء المحفظة المالية .

المقدمة

إن السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام ، فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم ، و لكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق و كذلك و أساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ و ذلك تبعا لتطور الظروف الاقتصادية و الاجتماعية و تبعا لتغير احتياجات الأفراد و لارتقاء وسائل الاتصال فيما بينهم .

لم يعد السوق محصورا في إطار مكاني محدد ، بمعنى أن مواصفات السكان التي يجتمع المتعاملون في السوق لتبادل السلع و إن كان شرطا أساسيا لوجود هذا السوق إذ يمكن للسوق بدون حيز مكاني محدد ، بل يكفي أحيانا مجرد تواجد وسيلة اتصال فعالة بين المتعاملين .

و أسواق الأوراق المالية هو إطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق ، بالقياس إلى أسواق السلع الأخرى . فهي حديثة العهد نسبيا ، إلا أنها سبقت غيرها من الأسواق سواء من حيث تنظيمها ، أو ضخامة حجم المبادلات التي يتم تبادلها في هذه الاسواق .

و اهتمت دولة الإمارات العربية المتحدة على غرار الدول النامية بإنشاء و تطوير أسواق الأوراق المالية نظرا للدور الهام الذي تؤديه في الاقتصاد . و تمثل ذلك في إنشاء سوق أبو ظبي للأوراق المالية ، و سوق دبي المالي ، و هذا الأخير الذي أصبح مركزا ماليا عالميا .

فالمستثمر في هذه الأسواق المالية يواجه مخاطر الاستثمار التي تنقسم بشكل عام إلى نوعين : مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة ، فالمخاطر المنتظمة أو السوقية : هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ، و لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين ، و منها ظروف التضخم ، الحروب ، حالات الكساد و معدلات الفائدة ، و هذا الأخير هو عبارة عن المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين العوائد المتوقعة و معدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية . فالمحافظ المالية تتأثر جميعها بهذا العامل بنفس الاتجاه و لكن بدرجات متفاوتة . و المستثمر في أغلب الأحيان عند إقدامه للاستثمار في الأوراق المالية يقارن بين سعر الفائدة الذي يمكن الحصول عليه من أمواله بشكل وديعة مصرفية و بين عائد استخدام هذه الأموال بالاستثمار في شراء الأوراق المالية في هذه الأسواق .

فظهرت نظرية "هاري ماكوفيتز" 1952 م لتساعد المستثمر المالي على تسيير محفظته . معتمدة على مبدأ التنويع ، و هذا المبدأ يؤكد ضرورة قيام المستثمر بتنويع موجوداته – الأوراق المالية – من خلال مسكه لنوعين أو أكثر ، وأساس اختيار الأصول المالية هو الاعتماد على المقياس الإحصائي (معامل الارتباط) ، و حاولنا في هذا البحث إسقاط هذا المبدأ و ذلك بتشكيل محفظتين ماليتين . و قد أكد ماكوفيتز أن اختيار الأوراق المالية تعود لقطاعات اقتصادية مختلفة لا توجد بينهما ارتباطات ايجابية تامة ، إلا أن أعمال ماركوفيتز اتسمت بالنقائص ، فظهرت أعمال ترينور (1965)، شارب (1966) ، لينتر ، و ميلر غير أنها كانت امتدادا لنظرية ماكوفيتز .

الإشكالية

و بالتالي فإن هذه الدراسة تمثل محاولة للاجابة عن الاشكالية التالية :

– ما مدى تأثير مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية ؟

و من خلال الطرح العام للإشكالية ، نطرح مجموعة من التساؤلات التي سنحاول الإجابة عنها من خلال دراستنا هذه و التي تتمثل في عدة نقاط ، يمكن ذكرها كما يلي :

– ما هي الأسباب التي أدت إلى إنشاء سوق مالي بدولة الإمارات العربية المتحدة ؟

– هل يعتبر تداول الأسهم في حد ذاته ظاهرة إيجابية ؟ إذا كان كذلك ففيما تتمثل هذه الإيجابية ؟

– المخاطرة بصورة عامة تعني الخسائر المتوقع حدوثها جراء عدم التأكد ، فما هي درجة تذبذب أسهم سوق دبي المالي ؟

– طبقا لمفهوم المحفظة و نظرية المحفظة ، فهل المستثمر في الأوراق المالية في شكل محفظة يتحمل مخاطرة عند بناء محفظة تختلف عن تلك التي يتعرض لها سهم منفردا ؟

– ما مفهوم مخطر سعر الفائدة ؟ و ما هي النظريات المحددة لسعر الفائدة ؟

– هل تقلبات أسعار الفائدة تعتبر العامل الوحيد المؤثر على أسعار الأوراق المالية ؟

فرضيات الدراسة

على ضوء العرض السابق لمشكلة البحث ، يمكن صياغة الفرضيات التالية :

1- تعتبر أسعار الفائدة المحرك الرئيسي في السوق المالية ، بحيث أنها تؤثر على قيمة محفظة الأوراق المالية .

2- الاستثمار في السوق المالية يتوقف على قدرة المستثمر على التحليل و التنبؤ و توفير المعلومات لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب .

3- إن نجاح السياسة النشطة في إدارة محفظة الأوراق المالية يعتمد أساسا على مدى صحة التوقعات .

4- النظرية ماركوفيتز تعتمد على أن المستثمر يحاول دائما الوصول إلى أدنى حد ممكن من المخاطر بالنسبة لحجم معين من إيرادات الأوراق المالية .

حدود الدراسة

فقد تم حصر هذه الدراسة في النقاط التالية :

- تحليل محفظة الأوراق المالية المتواجدة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2006 م لأنها الفترة التي شهدت فيها انخفاض أسعار الأوراق المالية ، و السوق المالي بصفة عامة .
- الاعتماد على سلسلة تاريخية لأسعار الفائدة على الودائع ، الصادرة عن المصرف المركزي الإماراتي ، و هي أسبوعية .
- توضيح سوق دبي المالي ، بكل جوانبه التنظيمية و الهيكلية .

- قياس أثر مخطر سعر الفائدة على محفظة الأوراق المالية المستثمرة في سوق دبي المالي .

المنهج المتبع و الادوات المستعملة

بالنظر إلى طبيعة الدراسة المتمحورة حول إختبار مدى تأثير مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية ، فقد اقتضى الأمر استخدام مجموعة الأساليب البحثية . إذ تم استخدام الأسلوب الوصفي في الفصلين الأوليين . كما تم استخدام المنهج الوصفي في الفصل الثالث التطبيقي بالاستعانة ببرنامج Eviews ، حيث تم استخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية لقياس مدى استقرارية السلاسل الزمنية لأسعار محفظة الأوراق المالية ، و البحث عن وجود علاقة سببية بين أسعار الفائدة و محفظة الأوراق المالية .

أهداف الدراسة

من خلال استعراض لإشكالية البحث ، و بالتالي فإن الدراسة تهدف بشكل أساسي إلى تحقيق ما يلي :

1- تحاول هذه الدراسة التعرف على سوق دبي المالي و تحديد الهيكل التنظيمي لهذا السوق من حيث نشأته ، تطوره التاريخي ، وظائفه و كذا تنظيمه و سيره و الكشف عن الأعوان الاقتصادية المتدخلة فيه ، و دراسة أهميتها و الآثار الاقتصادية و الاجتماعية ، و كيف تستفيد الجزائر من تجربة الإمارات العربية المتحدة في سوقها المالي – سوق دبي – حتى أصبح مركزا ماليا عالميا .

2- تحليل أداء سوق دبي المالي . و البحث عن مدى وجود تأثير مخطر سعر الفائدة على أداء المحافظ المالية بسوق دبي المالي .

3- تعد المبادلة بين العائد والمخاطرة من أهم الصعوبات التي تواجه متخذ قرار الاستثمار (المستثمر المالي) في اختيار المحافظ المناسبة استناداً إلى درجة تقبل المخاطرة والعائد المتوقع .

أهمية الدراسة

- إبراز أهمية القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة المالية ، و هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي و الذي يتم من خلاله تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة .
- يعتبر سوق دبي المالي مؤشرا للحالة الاقتصادية ، فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحا .
- يعتبر قرار المزج قرارا استراتيجيا في بناء المحفظة المالية و لكن يحتاج إلى قرار جديد يسمى قرار التوقيت الذي يهتم بإدارة المحفظة المالية و إبراز دور هذا القرار في مواجهة مخطر سعر الفائدة .

الدراسات السابقة

تمكنا من خلال البحث من الإطلاع على عدة دراسات حول موضوع الأسواق المالية و المحافظ الاستثمارية ، و التي نشير اليها :

- السيد إبراهيم الدسوقي ، التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، الاقتصاد و الإدارة ، المجلد الثالث ، 1990
- شهاب الدين حمد النعيمي،"إدارة المعرفية المالية و تطور وسائل بناء وإدارة المحفظة المالية " ، ورقة عمل ، جامعة زيتونة الأردنية ، 2004
- شيبي عبد الرحيم ، شكوري محمد ، البطالة في الجزائر : مقاربة تحليلية و قياسية ، المؤتمر الدولي حول "أزمة البطالة في الدول العربية " (17-18 مارس 2008 ، القاهرة – جمهورية مصر العربية) .
- علي العمودي ، سوق الأوراق المتداولة و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، رسالة ماجستير ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، 1995 .
- لعبادي نسيمة ، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد ، رسالة ماجستير ، الجزائر ، 2004.
- أوكيل نسيمة ، تحليل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، رسالة ماجستير ، الجزائر ، 2003
- وليد أحمد صافي ، الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق ، أطروحة دكتوراه ، الجزائر ، 2003

إن معظم هذه الأبحاث في هذا المجال كانت و تسلط الضوء على أساسيات حول الأسواق المالية بما فيها هيكلتها و مضمونها و كذا طريقة تسييرها ، غير أن موضوع الساعة ينشد إلى إبراز أثر المخاطر المالية منها مخطر سعر الفائدة على أداء المحافظ المالية للمستثمرين المتواجدة في هذه الأسواق ، و مثل دراستنا التي أخذت سوق دبي المالي كدراسة حالة .

أسباب اختار الموضوع

وقع اختيارنا على هذا الموضوع لعدة أسباب يمكن إيجازها فيما يلي :

1- قلة الكتابات و الأعمال الأكاديمية بالمكتبة الجزائرية حول المحافظ المالية .

2- محاولة معرفة سر تطور سوق دبي المالي ، و ما هي الآليات التي سمحت للوصول به الى مركز مالي دولي .

3- الأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع من خلال الإهتمام المتزايد من قبل الاقتصاديين في ظل الأحداث التي تشهدها الأسواق المالية العالمية و خاصة الأزمة المالية العالمية .

4- يعتبر هذا الموضوع أحد الجوانب الهامة في العلوم المالية .

هيكل البحث

بعد طرحنا للإشكالية و بيان المنهجية المتبعة ، قمنا بمعالجة البحث قيد الدراسة و المعنون بـــ" أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية " –حالة سوق دبي المالي– ضمن ثلاثة فصول ، الفصلين الأوليين تتعلق بالجانب النظري و الثالث دراسة حالة .

فخصصنا الفصل الأول للسوق المالية و المحافظ الاستثمارية ، بحيث احتوى المبحث الأول على ماهية السوق المالية ، و التطرق إلى مفهوم السوق ، و تصنيفاته ، بالإضافة إلى أهم الأدوات المتداولة فيه ، أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لمؤشرات السوق المالية ، كفاءة السوق المالية و الطرق المستعملة في دراسة فعاليتها . ثم يليه المبحث الثالث الذي يتناول المحافظ الاستثمارية ، و الذي بدوره تم التطرق إلى كل ما يتعلق عن المحافظ الاستثمارية ، تعاريفها ، المحفظة الاستثمارية المثلى ، و نظريات محفظة الأوراق المالية ، إلى نماذج تقييمها .

أما الفصل الثاني تمحور حول إدارة مخطر سعر الفائدة لأنه يعتبر أحد مخاطر المحافظ المالية، وقبل الخوض في مخطر سعر الفائدة. فكان المبحث الأول حول سعر الفائدة ، فقد خصص فيه حول تعريف سعر الفائدة ، العوامل التي تحدد معدلاتها ، ثم إلى النظريات المفسر لها . أما المبحث الثاني كان حول مخطر سعر الفائدة ، و تقسيماته ، و أثره على المحافظ المالية . أما المبحث الثالث كان حول استخدام المشتقات المالية في تغطية مخطر سعر الفائدة ، وذلك بالتطرق إلى نظرية التغطية ، و طرق تطبيقها ، ثم طرق إدارة المخاطر باستخدام المشتقات المالية . أما المبحث الرابع فقد خصص إلى طرق التقليل من المخاطر المالية ، من تنويع المحافظ المالية إلى السياسات إدارة المحافظ ثم إلى استراتيجيات التقليل من المخاطر.

وتم تخصيص الفصل الثالث لدراسة حالة سوق دبي المالي عبر تحليل محفظة الأوراق المالية في ظل هذا السوق ، و البحث عن مدى تأثير مخطر سعر الفائدة على المحافظ المالية ، لذا تم التطرق في المبحث الأول على بيئة النظام المالي و الاقتصادي و ذلك بالتطرق إلى النقاط التالية : تطور قطاع الخدمات المالية ، النظام المصرفي بدولة الإمارات العربية المتحدة . أما المبحث الثاني الذي كان حول السوق المالية الإماراتية فجزئ بدوره إلى تداول الأسهم فيها ، ثم إلى سوق دبي المالي الذي هو مصب اهتمامنا ، و الذي تم تفصيله إلى عدة أجزاء : إدارة السوق ، الهيكل التنظيمي له ، و عناصر السوق . و المبحث الثالث تم عرض فيه هيئة الأوراق المالية و السلع ، تأسيسها و الهيكل التنظيمي لها بالإضافة إلى اختصاصاتها . أما المبحث الأخير فتم تحليل محفظة الأوراق المالية و البحث عن مدى تأثير مخطر سعر الفائدة عليها .

صعوبات الدراسة

- تشعب الموضوع و صعوبة الحصول على سلسلة أسعار الفائدة لدولة الإمارات العربية المتحدة.
- محدودية السلسلة التاريخية لأسعار الفائدة ، مما استوجب تقليص السلسلة التاريخية لأسعار الأسهم المدروسة لتحقيق التجانس .

المحتويات الصفحة

الاهداء I
الشكر..... II .....
المحتويات III
فهرس الأشكال IX
الجداول والملاحق X
المقدمة العامة .....ا-خ
الفصل الأول : السوق المالية و محفظة الأوراق المالية 1
مدخل الفصل الأول 2
المبحث الأول : ماهية السوق المالية 3
المطلب الأول : مفهوم السوق المالي 3
1. تعريف السوق المالي 3
2. أهمية السوق المالي 3
المطلب الثاني : تصنيفات السوق المالية 4
1. السوق النقدية 4
2. سوق رؤوس الأموال 4
المطلب الثالث : أهم الأدوات المتداولة في سوق رؤوس الأموال 4
1. الأسهم العادية 5
2. السندات 5
3. الأوراق المهجنة 7
المبحث الثاني : المؤشرات المالية و كفاءة سوق رؤوس الأموال 9
المطلب الأول : مؤشرات سوق رؤوس الأموال 9
1. تعريف مؤشر السوق.....9
2. مفهوم المؤشرات السوقية.....10
3. أهداف استعمال مؤشرات سوق رؤوس الأموال 11
4. بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية 12
المطلب الثاني : كفاءة سوق رؤوس الأموال.....14
1. تعريف كفاءة سوق رؤوس الأموال.....14
2. مستويات كفاءة سوق رأس المال 14

المطلب الثالث : الطرق المستعملة في دراسة فعالية سوق رؤوس الأموال 15
1. إحصائية دربين واطسون 16
2. إحصائية ديكي فولر المحسنة ADF.....17
المبحث الثالث : ماهية المحافظ الاستثمارية 17
المطلب الأول : المحفظة الاستثمارية 18
1. تعريف المحفظة الاستثمارية 18
2. أنواع المحافظ الاستثمارية.... 19
3. قياس عوائد و مخاطر المحفظة 19
المطلب الثاني : المحفظة المالية المثلى 23
1. إدارة محفظة الأوراق المالية 24
2. أشكال إدارة محفظة الأوراق المالية 24
3. كيفية إدارة محفظة الأوراق المالية 25
المبحث الرابع : نظريات محفظة الأوراق المالية 26
المطلب الأول : نظرية المحفظة الاستثمارية 26
1. نظرية ماركوفيتز 27
2. فرضيات النظرية 28
المطلب الثاني : نموذج تسعير الأصول المالية 28
1. فرضيات تسعير الأصل المالي 28
2. توازن سوق رأس المال و معادلة تقييم الـــ CAPM.....29
3. الدراسات التوسعية لنموذج CAPM.....31
المطلب الثالث : نظرية الاربتراج –المراجحة– APT.....32
1. عوائد الاربتراج المتحققة 33
2. العوامل المسعرة 34
المطلب الرابع : أهم نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية 34
1. مؤشر تراينور 35
2. مؤشر شارب 35
3. مؤشر جونسون 36
4. مقارنة النتائج 38
خلاصة الفصل الأول 40

الفصل الثاني : ادارة مخطر سعر الفائدة 41
مدخل الفصل الثاني 42
المبحث الأول : سعر الفائدة 43
المطلب الأول : سعر الفائدة و أنواعها 43
1. تعريف سعر الفائدة 43
2. أنواع معدلات الفائدة 45
3. علاقة سعر الفائدة الحقيقي بسعر الفائدة الاسمي 46
4. سعر الفائدة و معدل التضخم 46
5. أهمية سعر الفائدة في عمل الأسواق المالية 47
المطلب الثاني : العوامل التي تؤثر على معدلات الفائدة 47
1. آثار الدخل القومي على معدلات الفائدة 48
2. آثار قوى العرض والطلب على معدلات الفائدة 48
المطلب الثالث : نظريات سعر الفائدة 49
1. نظرية الفائدة الكلاسيكية.....49
2. نظرية تفضيل السيولة الكينزية.....49
3. نظرية التوقعات.....50
4. نظرية السوق المقسم 50
المبحث الثاني : مخطر سعر الفائدة و تقسيماته.....51
المطلب الأول : تقسيمات المخاطر المالية 51
1. مخاطر غير منتظمة 51
2. المخاطر المنتظمة 53
المطلب الثاني : مخطر سعر الفائدة 54
1. قياس المخاطر –سعر الفائدة–.....55
2. أثر مخطر سعر الفائدة على المحفظة المالية 57
3. تقلبات أسعار الاوراق المالية في الأسواق المالية الدولية 62
المبحث الثالث : استخدام المشتقات المالية في تغطية مخطر سعر الفائدة.....65
المطلب الأول : تغطية المحفظة في مواجهة خطر السوق 65
1. نظرية التغطية 65
2. ممارسة (تطبيق) التغطية 66

المطلب الثاني : المشتقات المالية 67
1. إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار.....67
2. إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة 72
المبحث الرابع : طرق التقليل من المخاطر 74
المطلب الأول : تنويع محفظة الأوراق المالية 75
1. مجالات التنويع 76
2. أساليب التنويع.....76
المطلب الثاني : السياسات و استراتيجيات الوقاية من المخاطر 78
1. سياسات التقليل من المخاطر 79
2. استراتيجيات التقليل من المخاطر 79
خلاصة الفصل الثاني 81
الفصل الثالث: تحليل محفظة الأوراق المالية في سوق دبي المالي 82
مدخل الفصل الثالث 83
المبحث الأول : بيئة النظام الاقتصادي و المالي.....84
المطلب الأول : تطور قطاع الخدمات المالية.....84
1. تطور معدل الصرف الدرهم.....85
2. تطور البنوك الإسلامية بالإمارات.....85
المطلب الثاني :النظام المصرفي 87
1. المصرف المركزي للإمارات العربية المتحدة.....87
2. إجراءات الرقابة على البنوك التجارية.....88
المبحث الثاني : السوق المالية الإماراتية.....88
المطلب الأول :تداول الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة.....89
1. تطور عمليات تداول الأسهم.....89
2. مراحل تطور تداول الأسهم.....90
المطلب الثاني : سوق دبي المالي.....91
1. تطور الأسواق المالية بدولة الإمارات المتحدة.....92
2- الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي..... 93
3. إدارة سوق دبي المالي 93
4. أهداف سوق دبي المالي.....93

5. قاعة التداول 94
6. مؤشر سوق دبي المالي 95
المطلب الثالث : عناصر سوق دبي المالي.....96
1. المسجلون 97
2. الوسطاء.....97
3. مركز الإيداع و التحويل (المقاصة) 97
4. نظام التداول الالكتروني 98
المبحث الثالث : هيئة الأوراق المالية و السلع 99
المطلب الأول : تأسيس هيئة الأوراق المالية و السلع.....99
1. الهيكل التنظيمي للهيئة 100
2.أهداف هيئة الأوراق المالية والسلع.....101
3. اختصاصات هيئة الأوراق المالية و السلع 102
المطلب الثاني: برنامج عمل لتطبيق ضوابط حوكمة الشركات.....102
1. هدف حوكمة الشركات.....103
2. أهم انجازات هيئة الأوراق المالية و السلع.....104
المبحث الرابع : تحليل سلسلة أسعار زمنية لمحفظة مالية 104
المطلب الأول: تحليل السلاسل الزمنية 104
1. اختبار استقرار السلسلة..... 104
2. اختبار التوزيع الطبيعي.....108
المطلب الثاني: الاستثمار في محفظة مالية ذات تنويع محلي.....109
1. الأشكال البيانية للعوائد الشهرية 109
2. حساب معامل الاختلاف 113
3. أثر التنويع في الاستثمارات المالية.....114
المطلب الثالث : أثر التنويع في المحافظ ذات التنويع الجغرافي 117
1. الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية 117
2. تشكيل المحفظة المالية.....117
المطلب الرابع : تحليل محفظة الاوراق المالية 118
1. تحليل سلسلة أسعار الفائدة على الودائع 119
2. دراسة المحفظة المالية 123

3. اختبار العلاقات السببية لـــ Granger و مدى استجابة المحفظة المالية لأسعار الفائدة.....127
خلاصة الفصل الثالث 130
الخاتمة العامة 131
قائمة المراجع 135
الملاحق 141

فهرس الأشكال

الشكل (1،1) : مكونات رأس المال المحفظة 18

الشكل (2،1) : تغيرات سهمين (ارتباط موجب) 21

الشكل (3،1) : تغيرات سهمين (ارتباط سالب) 21

الشكل (4،1) : الحد الفعال لمجموعة الأوراق المالية المراد شراؤها 23

الشكل (5،1) : منحنى خط سوق رأس المال 29

الشكل (6،1) : خط سوق السهم 30

الشكل (7،1) : القياس البياني للأداء في المحفظة حسب "جونسون" 37

الشكل (8،1) : أداء المحافظ 38

الشكل (9،2) : تقلبات أسعار الأوراق المالية في أهم الأسواق المالية خلال الفترة من 1985/02/08 الى 1986/02/07.....62

الشكل (10،2) : تطور مؤشر أسعار الاوراق المالية في استراليا خلال الفترة 1982-1986.....63

الشكل (11،2) : الربح من بيع شراء أجل لأسهم IBM 70

الشكل (12،2) : الربح من بيع خيار بيع أجل لأسهم كوكا كولا.....70

الشكل (13،2) : أثر التنويع على المخاطر.....78

الشكل (14،3) : الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي 93

الشكل (15،3) : الهيكل التنظيمي لهيئة الأوراق المالية و السلع 101

الشكل (16،3) : العوائد الشهرية للسهم أملاك.....110

الشكل (17،3) : العوائد الشهرية للسهم أرابتيك.....110

الشكل (18،3) : العوائد الشهرية للسهم أراميكس.....111

الشكل (19،3) : العوائد الشهرية للسهم تبريد.....111

الشكل (20،3) : منحنى أسعار الفائدة على الودائع.....119

الشكل (21،3) : التوزيع الطبيعي لسلسلة أسعار الفائدة.....119

الشكل (22،3) : دالة الارتباط الذاتي لسلسلة أسعار الفائدة 120

الشكل (23.3) : منحنى لسلسلة أسعار الفائدة معدلة 122

الشكل (24.3) : منحنى أسعار الاسهم –اعمار،الخليجية للاستثمارات 124

الشكل (25.3) : منحنى محفظة مالية –اعمار، الخليجية للاستثمارات.....124

الشكل (26.3) : التوزيع الطبيعي للمحفظة المالية –اعمار،الخليجية للاستثمارات.....125

الشكل (27.3) : دالة الارتباط الذاتي للمحفظة المالية –اعمار،الخليجية للاستثمارات.....125

الجداول و الملاحق

الجدول (1،2) : التدفقات النقدية لمدة خمس سنوات.....60
الجدول (2،2) : معدل الفائدة على القروض و الودائع لأجل 64
الجدول (3،3) : الرقم القياسي لمتوسط الدرهم مقابل العملات الرئيسية.....85
الجدول (4،3) : وزن الشركات في مؤشر سوق دبي المالي 96
الجدول (5،3) : العوائد الشهرية للأسهم خلال 2006-2007.....109
الجدول (6،3) : حساب المدى.....112
الجدول (7،3) : حساب الوسط الحسابي و الانحراف المعياري.....112
الجدول (8،3) : معامل الاختلاف.....113
الجدول (9،3) : معامل الارتباط 114
الجدول (10،3) : معامل الاختلاف لمحفظة ذات أوزان متساوية.....115
الجدول (11،3) : معامل الاختلاف لمحفظة ذات أوزان غير متساوية.....116
الجدول (12،3) : الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية لأسهم الشركات...117
الجدول (13،3) : معامل الارتباط بين الأسهم.....117
الجدول (14،3) : تباين التباين المشترك بين الأسهم.....118
الجدول (15،3) :معامل الاختلاف للمحفظة المالية 118
الجدول (16،3) : بيانات اختبار ADF لسلسلة أسعار الفائدة 121
الجدول (17.3) : اختبار BDS لسلسلة أسعار الفائدة.....122
الجدول (18،3) : بيانات اختبار ADF للمحفظة المالية –اعمار،الخليجية للاستثمارات...126
الجدول (19.3) : اختبار Granger لمحفظة مالية –اعمار،الخليجية للاستثمارات.....129

الملاحق

الملحق (1) : العوائد الشهرية لأسهم الشركات المسعرة في سوق دبي المالي.....140
الملحق (2) : سلسلة أسعار الفائدة على الودائع 141
الملحق (3) : الأسعار اليومية للشركات المدرجة في سوقي (سوق دبي المالي و سوق أبوظبي للأوراق المالية)....142

الملحق رقم (1)

العوائد الشهرية للاسهم الشركات المسعرة في سوق دبي المالي

نسبة مئوية %

	الفجيرة لصناعات البناء	آبار للاستثمار	الخليجية للاستثمارات	أمان
janv.-06	0	0,071005917	-0,03030303	0,02181818
févr-06	0,096385542	0,022727273	0,031390135	0,02508961
mars-06	0	0,108597285	0,005617978	0,06666667
avr-06	0,08994709	-0,09606987	-0,030444965	-0,01083032
mai-06	-0,093959732	-0,01293103	-0,016451234	-0,02214022
juin-06	-0,01734104	0,051724138	0,005780347	-0,06129032
juil.-06	0,122807018	-0,00452489	0,028571429	0,05278592
août-06	-0,160714286	0,00896861	0,005945303	-0,24221453
sept.-06	0	0,046808511	0,333333333	0,00332226
oct-06	0,05027933	-0,13	0	-0,02405498
nov.-06	-0,005747126	-0,00434783	-0,029411765	0,00636943
déc-06	0,178947368	0,008658009	0,050420168	-0,01360544
janv.-07	0,1	0,008810573	0,025641026	0,01342282
févr-07	0	-0,05439331	0,016722408	0,01973684
mars-07	-0,035502959	-0,06530612	0,01986755	0,16944444
avr-07	0,048913043	-0,02371542	-0,016666667	0,0797546
mai-07	0,005347594	-0,04193548	-0,052631579	-0,00895522
juin-07	0,010989011	0,013029316	-0,095305832	0,17788462
juil.-07	0,184684685	0,021604938	0,020592021	0,09812109
août-07	-0,030927835	-0,02564103	-0,076623377	-0,07733813
sept.-07	0,36802974	0,032051282	0,001226994	0,03468208
oct.-07	0,142857143	-0,02523659	-0,021223471	-0,07984032
nov-07	0,289377289	0,01552795	-0,002475248	-0,07768924
déc.-07	0,156666667	0,12568306	0,012345679	-0,06346154
janv.-08	0,151515152	0,17032967	-0,006329114	-0,05731225
févr-08	0,315789474	0,071428571	0	-0,0155642
mars-08	0,126984127	0,025352113	-0,059210526	-0,04811715
avr.-08	-0,021671827	-0,03856749	0,072289157	0,10357143
mai-08	-0,458333333	-0,05763689	-0,043708609	-0,07725322
juin-08	-0,622317597	-0,04249292	-0,04855643	0,01956522
juil.-08	-0,258474576	0,032608696	0,006410256	-0,03232759
août-08	0,139072848	0,013623978	0,012820513	0,072

المصدر : http://www.argaam.com/Portal/Default.aspx

الملحق رقم (2)

سلسلة أسعار الفائدة على الودائع

نسبة مئوية %

تاريخ	أسعار الفائدة	تاريخ	أسعار الفائدة	تاريخ	أسعار الفائدة	تاريخ	أسعار الفائدة
01/03/2004	0.33	03/01/2005	1.7	31/10/2005	1.53	11/09/2006	3.25
08/03/2004	0.25	10/01/2005	1.26	07/11/2005	4.34	18/09/2006	2
15/03/2004	0.41	17/01/2005	0.5	14/11/2005	3.6	25/09/2006	4.1
22/03/2004	0.37	24/01/2005	2.02	21/11/2005	2.99	02/10/2006	3.62
29/03/2004	0.33	31/01/2005	2.05	28/11/2005	1.65	09/10/2006	3
05/04/2004	0.25	07/02/2005	1.49	05/12/2005	4.34	16/10/2006	2
12/04/2004	0.41	14/02/2005	0.6	12/12/2005	2.5	23/10/2006	3.99
19/04/2004	0.38	21/02/2005	2.38	19/12/2005	3.07	30/10/2006	3.5
26/04/2004	0.32	28/02/2005	2.01	26/12/2005	1.8	06/11/2006	2.83
03/05/2004	0.25	07/03/2005	1.61	02/01/2006	4.34	13/11/2006	2
10/05/2004	0.41	14/03/2005	0.6	09/01/2006	3.5	20/11/2006	3.65
17/05/2004	0.39	21/03/2005	2.61	16/01/2006	3.22	27/11/2006	3.21
24/05/2004	0.34	28/03/2005	1.98	23/01/2006	1.81	04/12/2006	2.8
31/05/2004	0.25	04/04/2005	1.52	30/01/2006	4.63	11/12/2006	2
07/06/2004	0.43	11/04/2005	0.6	06/02/2006	4.3	18/12/2006	3.59
14/06/2004	0.37	18/04/2005	2.44	13/02/2006	3.33	25/12/2006	3.02
21/06/2004	0.4	25/04/2005	2.01	20/02/2006	2	02/01/2007	2.46
28/06/2004	0.25	02/05/2005	1.61	27/02/2006	4.66	11/01/2007	1.5
05/07/2004	0.55	09/05/2005	0.6	06/03/2006	3.99	18/01/2007	2.35
12/07/2004	0.45	16/05/2005	2.62	13/03/2006	3.37	25/01/2007	3.41
19/07/2004	0.47	23/05/2005	1.9	20/03/2006	2	02/02/2007	2.63
26/07/2004	0.25	30/05/2005	1.6	27/03/2006	4.74	11/02/2007	3.75
02/08/2004	0.69	06/06/2005	0.6	03/04/2006	3.6	02/01/2007	1.5
09/08/2004	0.6	13/06/2005	2.59	10/04/2006	3.36	09/01/2007	2.01
16/08/2004	0.45	20/06/2005	2.03	17/04/2006	2	16/01/2007	2.54
23/08/2004	0.31	27/06/2005	1.94	24/04/2006	4.71	23/01/2007	1.5
30/08/2004	0.59	04/07/2005	0.8	01/05/2006	4.01	30/01/2007	3.57
06/09/2004	0.42	11/07/2005	3.07	08/05/2006	3.36	06/02/2007	2.6
13/09/2004	0.54	18/07/2005	2.01	15/05/2006	2	13/02/2007	1.94
20/09/2004	0.35	25/07/2005	1.87	22/05/2006	4.72	20/02/2007	2.46
27/09/2004	0.73	01/08/2005	0.8	29/05/2006	2	27/02/2007	1.5
04/10/2004	0.6	08/08/2005	2.94	05/06/2006	4.88	06/03/2007	2.35
11/10/2004	0.57	15/08/2005	1.98	12/06/2006	4.3	13/03/2007	3.41
18/10/2004	0.8	22/08/2005	2.06	19/06/2006	3.39	20/03/2007	2.63
25/10/2004	0.34	03/01/2005	1.7	26/06/2006	2	27/03/2007	3.75
01/11/2004	0.79	29/08/2005	2.65	03/07/2006	4.77	03/04/2007	1.5
08/11/2004	0.63	05/09/2005	1.25	10/07/2006	4.02	10/04/2007	2.01
15/11/2004	0.35	12/09/2005	4.05	17/07/2006	3.18	17/04/2007	2.54
22/11/2004	0.19	19/09/2005	3.72	24/07/2006	2	24/04/2007	1.5
29/11/2004	1.55	26/09/2005	2.78	31/07/2006	4.35	01/05/2007	3.57
06/12/2004	1.4	03/10/2005	1.3	07/08/2006	3.21	08/05/2007	2.6
13/12/2004	1.13	10/10/2005	4.25	14/08/2006	3.17	15/05/2007	1.94
20/12/2004	0.45	17/10/2005	1.95	21/08/2006	2	22/05/2007	2.46
27/12/2004	1.8	24/10/2005	2.94	28/08/2006	4.34	29/05/2007	1.5

1.5	09/10/2007	3.38	28/08/2007	4.09	17/07/2007	1.1	05/06/2007
2.38	16/10/2007	2	04/09/2007	3.85	24/07/2007	0.45	12/06/2007
2.3	23/10/2007	4.75	11/09/2007	2.61	31/07/2007	1.75	19/06/2007
1.3	30/10/2007	4.7	18/09/2007	1.05	07/08/2007	1.6	26/06/2007
1.1	06/11/2007	3.44	25/09/2007	4.16	14/08/2007	1	03/07/2007
1.5	13/11/2007	2	02/10/2007	3.6	21/08/2007	0.45	10/07/2007

المصدر:النشرات الاحصاية ، 2006،2007،2005،2003،2004

http://www.centralbank.ae/statistical_bulletin.php

الملحق رقم (3)

الأسعار اليومية للشركات المدرجة في سوقي (سوق دبي المالي و سوق أبوظبي للاوراق المالية)

الخليجية للاستثمارات	شركة إعمار	تاريخ	الخليجية للاستثمارات	شركة إعمار	تاريخ
20.65	20.15	09/04/2006	6.81	6.65	01/03/2006
19.39	17.35	10/04/2006	6.58	6.45	02/03/2006
18.87	20.35	12/04/2006	8.13	6.25	03/03/2006
17.25	18.75	13/04/2006	8.37	6.35	04/03/2006
18.89	17.1	14/04/2006	8.56	6.45	05/03/2006
17.8	16.65	15/04/2006	9.65	6.8	06/03/2006
17.63	16.6	16/04/2006	9.68	6.75	08/03/2006
16.05	17.2	17/04/2006	11.79	6.65	09/03/2006
16.37	19.35	19/04/2006	13.09	6.85	10/03/2006
19.5	19.1	20/04/2006	12.25	6.65	11/03/2006
16.2	16.35	21/04/2006	12.59	7.05	12/03/2006
13.8	15.5	22/04/2006	15.11	9.4	13/03/2006
13.9	14.6	23/04/2006	15.64	10.6	15/03/2006
12.75	12.65	24/04/2006	16.62	13	16/03/2006
10.6	12	26/04/2006	18	14.1	17/03/2006
11.5	12.45	27/04/2006	15.49	13.55	18/03/2006
10.35	12.45	28/04/2006	14.86	13	19/03/2006
10.6	13.15	29/04/2006	14.43	13.75	20/03/2006
10.4	12.65	30/04/2006	14.83	13.92	22/03/2006
10.2	11.65	01/05/2006	15.11	16.2	23/03/2006
10.15	11.2	03/05/2006	15.64	17.35	24/03/2006
11	11	04/05/2006	16.37	21.5	25/03/2006
10.3	11.65	05/05/2006	17.5	23.95	26/03/2006
10	11.35	06/05/2006	17	19.85	27/03/2006
9.59	11.25	07/05/2006	10	20.3	29/03/2006
9.6	10.9	08/05/2006	15.7	18.2	30/03/2006
9.35	10.8	10/05/2006	13.42	17.1	31/03/2006
9.65	11.25	11/05/2006	13.85	19.85	01/04/2006
9.56	12.55	12/05/2006	15.11	21.9	02/04/2006
10.4	13.25	13/05/2006	15.74	23.3	03/04/2006
10.4	14.4	14/05/2006	15.74	23.25	05/04/2006
11.5	14.35	15/05/2006	15.86	22.2	06/04/2006
10.1	13.9	17/05/2006	15.49	24.7	07/04/2006
9.75	13.65	18/05/2006	15.88	27.9	08/04/2006
10.5	14.55	09/04/2006	16.35	26.25	01/03/2006

10.5	14.5	10/04/2006	16.12	25.8	02/03/2006
10.55	14.15	06/07/2006	15.86	26.85	19/05/2006
10.3	14.3	07/07/2006	15.86	26.9	20/05/2006
10	14	08/07/2006	16.87	26.95	21/05/2006
9	12.3	09/07/2006	18.63	26.65	22/05/2006
9	12.25	10/07/2006	18.38	26.95	24/05/2006
8.9	11.7	12/07/2006	17.88	25.85	25/05/2006
8.36	11.6	13/07/2006	17.65	25	26/05/2006
8.51	11.35	14/07/2006	18.26	23.4	27/05/2006
8.7	12.16	15/07/2006	20.13	23.3	28/05/2006
9	13.35	16/07/2006	19.14	24.35	29/05/2006
8.35	11.7	17/07/2006	19.2	22.85	31/05/2006
8.5	12	19/07/2006	20.77	24.25	01/06/2006
8.6	12.55	20/07/2006	20.98	23.35	02/06/2006
8.33	12.1	21/07/2006	20.21	19.35	03/06/2006
8.5	12.4	22/07/2006	7.8	12	04/06/2006
8.64	13.45	23/07/2006	7.8	10.8	05/06/2006
8.85	12.9	24/07/2006	8.05	10.65	07/06/2006
8.8	13	26/07/2006	7.7	11.3	08/06/2006
8.65	13.3	27/07/2006	7.88	11.5	09/06/2006
8.6	13.05	28/07/2006	7.99	11.95	10/06/2006
8.5	12.6	29/07/2006	7.75	12.25	11/06/2006
8.36	12.7	30/07/2006	7.7	13.6	12/06/2006
5.7	11.8	31/07/2006	7.6	13.3	14/06/2006
5.76	10.6	02/08/2006	7.56	14.15	15/06/2006
5.95	11.05	03/08/2006	7.71	12.95	16/06/2006
5.65	11.4	04/08/2006	8	12	17/06/2006
5.7	11.2	05/08/2006	8	13.4	18/06/2006
5.88	11.25	06/08/2006	8.63	13.6	19/06/2006
5.92	10.75	07/08/2006	8.55	14	21/06/2006
6.1	10.85	09/08/2006	8.6	15.3	22/06/2006
6.6	11.35	10/08/2006	8.5	15.7	23/06/2006
7.7	12.35	11/08/2006	8.65	15.1	24/06/2006
7.61	12.15	12/08/2006	9.14	13.95	25/06/2006
8.29	12.05	13/08/2006	9.2	13.05	26/06/2006
8.14	11.95	14/08/2006	9.17	12.3	28/06/2006
8.14	12	16/08/2006	13	11.35	29/06/2006
8.1	11.85	17/08/2006	13.3	11.35	30/06/2006
8	12.05	18/08/2006	13.4	13.35	01/07/2006
7.95	12.1	19/08/2006	13.5	12.6	02/07/2006

10.55	14.15	30/08/2006	15.86	26.85	20/08/2006
10.3	14.3	01/09/2006	15.86	26.9	21/08/2006
10	14	02/09/2006	16.87	26.95	22/08/2006
9	12.3	03/09/2006	18.63	26.65	23/08/2006
9	12.25	04/09/2006	18.38	26.95	25/08/2006
8.9	11.7	05/09/2006	17.88	25.85	26/08/2006
8.36	11.6	06/09/2006	17.65	25	27/08/2006
8.51	11.35	08/09/2006	18.26	23.4	28/08/2006

8.7	12.16	09/09/2006	20.13	23.3	29/08/2006
9	13.35	17/10/2006	19.14	24.35	10/09/2006
8.35	11.7	18/10/2006	19.2	22.85	11/09/2006
8.5	12	20/10/2006	20.77	24.25	12/09/2006
8.6	12.55	21/10/2006	20.98	23.35	13/09/2006
8.33	12.1	22/10/2006	20.21	19.35	15/09/2006
8.5	12.4	23/10/2006	7.8	12	16/09/2006
8.64	13.45	24/10/2006	7.8	10.8	17/09/2006
8.85	12.9	25/10/2006	8.05	10.65	18/09/2006
8.8	13	27/10/2006	7.7	11.3	19/09/2006
8.65	13.3	28/10/2006	7.88	11.5	20/09/2006
8.6	13.05	29/10/2006	7.99	11.95	22/09/2006
8.5	12.6	30/10/2006	7.75	12.25	23/09/2006
8.36	12.7	31/10/2006	7.7	13.6	24/09/2006
5.7	11.8	01/11/2006	7.6	13.3	25/09/2006
5.76	10.6	03/11/2006	7.56	14.15	26/09/2006
5.95	11.05	04/11/2006	7.71	12.95	27/09/2006
5.65	11.4	05/11/2006	8	12	29/09/2006
5.7	11.2	06/11/2006	8	13.4	30/09/2006
5.88	11.25	07/11/2006	8.63	13.6	01/10/2006
5.92	10.75	08/11/2006	8.55	14	02/10/2006
6.1	10.85	10/11/2006	8.6	15.3	03/10/2006
6.6	11.35	11/11/2006	8.5	15.7	04/10/2006
7.7	12.35	12/11/2006	8.65	15.1	06/10/2006
7.61	12.15	13/11/2006	9.14	13.95	07/10/2006
8.29	12.05	14/11/2006	9.2	13.05	08/10/2006
8.14	11.95	15/11/2006	9.17	12.3	09/10/2006
8.14	12	17/11/2006	13	11.35	10/10/2006
8.1	11.85	18/11/2006	13.3	11.35	11/10/2006
8	12.05	19/11/2006	13.4	13.35	13/10/2006
7.95	12.1	20/11/2006	13.5	12.6	14/10/2006

المصدر : http://www.argaam.com/Portal/Default.aspx

جامعة قاصدي مرباح – ورقلة –

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكـــرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير

تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

التطبيقات المتمايزة لتقنيات التمويل والاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد والمخاطرة

– نموذج بنك البركة الجزائري –

إعداد الطالب: عبد اللطيف طيبي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ؛ 04 ماي 2010م الموافق لـ 20 جمادى الأولى 1431هـ.

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د.عبـــــد الغني دادن	أستاذ محاضر (جامعة قاصدي مرباح – ورقلة)	رئيسا
د. مـــداني بن بلغيث	أستاذ محاضر (جامعة قاصدي مرباح –ورقلة)	مشرفا ومقررا
د. سليمـــــان ناصر	أستاذ محاضر (جامعة قاصدي مرباح –ورقلة)	مناقشا
د. عمـــــر عزاوي	أستاذ محاضر (جامعة قاصدي مرباح –ورقلة)	مناقشا

السنة الجامعية: 2009/2008.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

بسم الله الرحمن الرحيم

((وَمَا يَسْتَوِي الْبَحْرَانِ هَذَا عَذْبٌ فُرَاتٌ سَائِغٌ شَرَابُهُ وَهَذَا مِلْحٌ أُجَاجٌ وَمِنْ كُلٍّ تَأْكُلُونَ لَحْمًا طَرِيًّا وَتَسْتَخْرِجُونَ حِلْيَةً تَلْبَسُونَهَا وَتَرَى الْفُلْكَ فِيهِ مَوَاخِرَ لِتَبْتَغُوا مِنْ فَضْلِهِ وَلَعَلَّكُمْ تَشْكُرُونَ)).

سورة فاطر: الآية 12

((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِنْ كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ (278) فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ))

سورة البقرة: الآيتين 278-279

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

الإهداء

اهدي قطاف وثمرة عملي هذا إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عُمرِهما وسخرني برا لهما على ما بذلاه من الغالي والنفيس وما داوماه من الدعاء والإلحاح قصدا وغاية في إتمامه بنجاح وتشريف؛ متذللا راجيا من الله عز وجل أن يغفر لهما ويرحمهما ويرزقهما العافية كما ربياني وسعيا من أجل حياتي وشبابي ونجاحي، ويجعل هذا العمل لهما صدقة جارية يصيبون أجرها وأجر من عمل بها؛

إلى جميع إخوتي وأخواتي إلى المهندس الحاج احمد ومحمد رضا و عبد الوهاب وعبد القادر ؛

إلى جميع أعمامي وأخوالي، عماتي وخالتي؛

إلى مشايخي معلمي ومن كان لهم فضل لي في ذلك؛

إلى جميع أصدقائي وزملائي كل باسمه أهدي هذا العمل المتواضع لهم .

الراجي عفو ربه وغفرانه أخوكم

طيبي عبد اللطيف

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

الشكر والثناء

الحمد لله على ما أشاد بالعلم قلوب أهله والشكر له على ما أولانا من نعمه، والثناء الخالص إلى كل من مدّ لنا يد المساعدة من البشر وساهم في تذليل ما واجهتنا من الصعوبات خصوصا بذكري واثني شكرهما بعد شكر الله الوالدين الكريمين اللذين كانت دعواهما سلاحا؛

إلى الأستاذ المشرف الدكتور بن بلغيث مداني على توجيهاته ونصائحه، إلى أصدقائي وأحبابي؛ قريشي محمد الأخضر، بوزيد عصام، شماخي بوبكر، جعفاري مراد، شريبي محمد الحبيب، بخديجة محمد الصادق/ محمد البشير—؛

كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى كل من أعانونا من الأستاذ ناصر حيدر إلى الأستاذ ملزمي احمد ببنك البركة الجزائري والأستاذ شريبي محمد الأمين والأستاذ ميلودي عبد العزيز والأستاذ هتهات السعيد . إلى كل من أرشدونا وساندونا نطلب من الله ثبات أجرهم .

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

ملخص:

برزت البنوك الإسلامية، كظاهرة اقتصادية جديدة ميزت الثلث الأخير من القرن العشرين، حيث مَثَلَتْ ردت فعل حضارية، وحاجة اقتصادية للأمة الإسلامية، وقد مرت هذه البنوك منذ بدء أعمالها بعدة صعوبات وتحديات، منها ما يتعلق بأساس فكرتها، ومنها ما يتعلق بكيفية عملها وإمكانية نجاحها، هذا إلى جانب العائق الأكبر وهو مدى قبول جمهور الناس للتعامل معها، واقتناعهم بإسلاميتها أولا، ثم جدواها المالية والاقتصادية ثانيا، هذا وقد تجاوزت هذه البنوك مراحلها الأولى بنجاح وانطلقت نحو أبعاد إقليمية ودولية واسعة، واعترف بأساليبها التمويلية اعترافا أكاديميا واسعا، وعلى ضوء هذه التحديات وما ميَّز هذه البنوك يتمحور هدف هذه المذكرة في بيان العلاقة بين المناهج التمويلية المعتمدة ببنك البركة الجزائري ببعض المخاطر الكلية من جهة، وعلاقتها بمؤشرات العوائد من جهة ثانية؛

وجاءت فرضيات هذا البحث قصدا في استعراض حقيقة التمويل الإسلامي ببيان مفاهيمه، أنواعه، خصائصه، عوائده أولا؛ ثم فلسفة البنوك الإسلامية بعرضنا، لمفهومها، طبيعتها القانونية، خصائصها، أهدافها، أنواعها، خدماتها المصرفية واهم الصيغ التمويلية المعتمدة فيها والتحديات التي يمكن أن تواجهها، وآليات تسيرها وفق ما هو ما مقرر وفق لجنة بازل ومجلس الخدمات المالية الإسلامية؛

وبعد استعراض الجانب النظري للدراسة، جاءت الدراسة العملية كمحاولة لبيان واقع بنك البركة الجزائري من جهة، وتقييم أداء هذا البنك من جهة ثانية بناء على وتحليل أهم مؤشرات العوائد والصيغ التمويلية المعتمدة، وتضمن الجزء الثالث الدراسة القياسية من اجل بيان علاقة التمويلات ببعض المخاطر الكلية ومؤشرات العوائد في هذا البنك، وأظهرت هذه الدراسة أن معدلات التضخم ومعدلات الفائدة وأسعار الصرف إضافة إلى مؤشرات العوائد وبخصوص منها مؤشرات الربحية وقياس الكفاءة تفسر (ذات علاقة بـ) غالبية المناهج التمويلية المعتمدة ببنك البركة الجزائري.

الكلمات المفتاح: التمويل الإسلامي، البنوك الإسلامية، الصيغ التمويلية الإسلامية، المخاطر الكلية، مؤشرات العوائد.

Résumé:

Les banques islamique est mit en surface, comme un événement économique nouveau dans le 20 eme siècle, a cause des besoins de la communauté islamique, et au début elle a eu beaucoup de diffeculté , selon ses méthodes de travail et ses principe en plus de l'acceptations des genr et de traité avec elle .est ses banque en passe des obstacle de la première phase avec sucées et c'est d'érigée vers des frontières internationale large, et parmi ses performance , il y a cette article qui parle sur les méthodes de la banque Baraka Algérienne face a des risque entière d'un coté, et ses rapport avec les revenus d'un autre coté;

Les hypothèses de cette recherche était intentionnelle dans l'examen de fait opérées par les concepts de la financement islamique, les types, caractéristiques, les premiers retours, puis la philosophie des banques islamiques avec notre proposition, le concept, leur nature juridique, les caractéristiques, les objectifs, les types, les services bancaires et les formes les plus importantes de financement approuvé et les problèmes qu'ils peuvent rencontrer, Mécanismes actionnés conformément à ce qu'une décision en conformité avec le Comité de Bâle et le Conseil des services financiers islamiques;

Et après avoir parler sur le coté théorique, on parlera sur le coté pratique pour montrer la réalité de la banque Elbaraka d'un coté, et estimé la performance de cette banque. Et la troisième partie entame l'étude des statistiques pour montrer le rapport entre la le fournisseur, Cette étude a montré que le taux d'inflation et des taux d'intérêt et taux de change ainsi que des indicateurs pour les recettes et la rentabilité, y compris des indicateurs mesurant l'efficacité expliquer (relatifs à) la majorité du financement des écoles approuvées Baraka Banque d'Algérie.

Mots clé: La financement islamique, les banques islamiques, Formules de financement islamiques; les risques global, Les indicateurs de recettes.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

المحتويات

المقدمة العامة 01

الفصل الأول: التمويل في الاقتصاد الإسلامي 09

المبحث الأول: ماهية التمويل الإسلامي 11

المبحث الثاني: مبادئ التمويل الإسلامي 22

المبحث الثالث: عوائد التمويل في الاقتصاد الإسلامي 37

الفصل الثاني: البنوك الإسلامية وخدماتها المصرفية 49

المبحث الأول: ماهية البنوك الإسلامية ومصادر الأموال فيها 51

المبحث الثاني: أهداف البنوك الإسلامية وأنواعها 73

المبحث الثالث: الخدمات والتسهيلات المصرفية لدى البنوك الإسلامية 78

الفصل الثالث: الصيغ التمويلية والاستثمارية لدى البنوك الإسلامية 89

المبحث الأول: التمويل القائم على المشاركات لدى البنوك الإسلامية 91

المبحث الثاني: التمويل القائم على المعاوضات لدى البنوك الإسلامية 107

المبحث الثالث: التمويل القائم على الإجارة لدى البنوك الإسلامية 119

الفصل الرابع: طبيعة المخاطر المصرفية بالبنوك الإسلامية ومعالجتها 126

المبحث الأول: المخاطرة بين الاقتصاد الوضعي والفقه الإسلامي 128

المبحث الثاني: دور لجنة بازل في تسيير المخاطر المصرفية 136

المبحث الثالث: دور ifsb في تسيير المخاطر المصرفية بالبنوك الإسلامية 150

الفصل الخامس: دراسة تحليلية قياسية حول بنك البركة الجزائري 171

المبحث الأول: أساسيات حول بنك البركة الجزائري 173

المبحث الثاني: تحليل وتقويم عقود التمويل المعتمدة ببنك البركة الجزائري 191

المبحث الثالث: محاولة بناء نموذج تقديري للعمل التمويلي ببنك البركة الجزائري 200

الخاتمة 222

الملاحق 228

المراجع 266

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

قائمة الجداول

الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول رقم 1-1/	نوع العلاقة في كل نوع من أنواع التمويل	21
الجدول رقم 1-2/	قائمة بباكورة المصارف الإسلامية التي أسست منذ سنة 1975م.....	61
الجدول رقم 2-2/	أهم الاختلافات بين الحسابات الاستثمارية في البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية.....	66
الجدول رقم 4-1/	أوزان المخاطر المرجحة للأصول حسب اتفاقية بازل	138
الجدول رقم 4-2/	أوزان المخاطر للالتزامات خارج الميزانية حسب اتفاقية بازل الأولى.....	138
الجدول رقم 4-3/	تركيبة الأموال الخاصة وفق معايير بازل الثانية.....	146
الجدول رقم 4-4/	أوزان المخاطر السيادية والبنكية والخاصة بالشركات.....	147
الجدول رقم 4-5/	التصنيفات الخاصة بمؤسسات التقييم الائتمانية العالمية.....	147
الجدول رقم 4-6/	نسبة بيتا المقابلة لكل نوع من الأعمال المصرفية.....	148
الجدول رقم 4-7/	أوزان المخاطر لمؤسسات تصنيف الائتمان الخارجية.....	151
الجدول رقم 4-8/	أوزان المخاطر للعقود الشرعية قصيرة الأجل.....	152
الجدول رقم 4-9/	نسبة تخفيض قيمة الموجود المرهون حسب تحديد السلطة الإشرافية.....	154
الجدول رقم 4-10/	وزن المخاطر حسب الجهة المصدرة للصكوك.....	158
الجدول رقم 4-11/	وزن المخاطر على أساس القيمة المتبقية.....	158
الجدول رقم 4-12/	النطاقات الزمنية للمراكز التجارية.....	161
الجدول رقم 4-13/	أوزان المخاطر الائتمانية المتعلقة بعقد الاستصناع	166
الجدول رقم 4-14/	أوزان المخاطر الخاصة بالتصنيفات الائتمانية الخارجية.....	168
الجدول رقم 5-1/	فروع ومساهمات بنك البركة الجزائري.....	175
الجدول رقم 5-2/	مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات محل الدراسة في النموذج الإجمالي بناء على	201
الجدول رقم 5-3/	مقدرات نموذج الانحدار المتعدد لمتغيرات النموذج التمويلي الإجمالي بناء على المتغيرات	202
الجدول رقم 5-4/	نتائج اختبار **white** العادي **white heteroskedasticity**	205
الجدول رقم 5-5/	ملخص لنتائج انحدار التمويل بآجاله المختلفة على مختلف المتغيرات	207
الجدول رقم 5-6/	انحدار **fing** على **bibc** و	208
الجدول رقم 5-7/	انحدار **fing** على **bibc** و **inf** و	208
الجدول رقم 5-8/	انحدار **fing** على **bibc** و **inf** و	208

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

الجدول رقم 5-9/	انحدار **fing** على **bibc** و **inf** و	**208**
الجدول رقم 5-10/	انحدار **fing** على **bibc** و **inf** و **Mm** و	**209**
الجدول رقم 5-11/	تقدير دوال الانحدار المثلى للصيغ التمويلية المعتمدة بالبركة بآجالها على المتغيرات	**210**
الجدول رقم 5-12/	مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة ومؤشرات	**211**
الجدول رقم 5-13/	مقدرات نموذج الانحدار المتعدد لمتغيرات النموذج التمويلي الإجمالي بناء على مؤشرات	**211**
الجدول رقم 5-14/	نتائج اختبار **white** العادي **white heteroskedasticity**	**213**
الجدول رقم 5-15/	ملخص لنتائج انحدار التمويل بآجاله المختلفة على مختلف المتغيرات	**214**
الجدول رقم 5-16/	انحدار **fing** على **RG** و	**215**
الجدول رقم 5-17/	انحدار **fing** على **RG** و **Roe** و	**215**
الجدول رقم 5-18/	انحدار **fing** على **RG** و Roe و **EM** و	**216**
الجدول رقم 5-19/	انحدار **fing** على **RG** و **Roe** و **EM** و	**216**
الجدول رقم 5-20/	انحدار **fing** على **RG** و **Roe** و **EM** و	**216**
الجدول رقم 5-21/	تقدير دوال الانحدار المثلى للصيغ التمويلية المعتمدة بالبركة بآجالها على المتغيرات	**217**

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

قائمة الأشكال البيانية

الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل 2-1/	الأبعاد الاستثمارية للبنوك الإسلامية	74
الشكل 2-2/	الوضع التنظيمي للخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية.....	79
الشكل 4-1/	مسار تطور مقررات لجنة بازل للرقابة المصرفية.....	143
الشكل 4-2/	الدعائم الثلاثة لاتفاقية بازل الثانية.....	145
الشكل 4-3/	مناهج حساب متطلبات الحد الأدنى لرأس المال.....	146
الشكل 5-1/	الهيكل التنظيمي الساري المفعول ببنك البركة الجزائري.....	177
الشكل 5-2/	تطور حجم الميزانية ببنك البركة الجزائري.....	180
الشكل 5-3/	تطور الالتزامات خارج الميزانية ببنك البركة الجزائري.....	181
الشكل 5-4/	تطور حقوق الملكية ببنك البركة الجزائري.....	182
الشكل 5-5/	تطور حجم الاستثمارات والإيرادات المقابلة والتكاليف والنتيجة الصافية بالبركة.....	183
الشكل 5-6/	التمثيل البياني للسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة التمويل الإجمالي للبنك (fing).....	203
الشكل 5-7/	التمثيل البياني لبواقي النموذج المقدر.....	204
الشكل 5-8/	التوزيع الاحتمالي للبواقي مع القيم الحرجة لـ **skewness. Kurtosis** وإحصائية.....	206
الشكل 5-9/	تمثيل السلسلة المقدرة للنموذج الأمثل مع بيانات السلسلة الأصلية له.....	209
الشكل 5-10/	التمثيل البياني للسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة التمويل الإجمالي للبنك (fing).....	212
الشكل 5-11/	التمثيل البياني لبواقي النموذج.....	213
الشكل 5-12/	التوزيع الاحتمالي للبواقي مع القيم الحرجة.....	214

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

قائمة الملاحق

الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق 1/	القانون الأساسي لبنك البركة الجزائري.....	228
الملحق 2/	نموذج عقـــد المرابحـــة لتمويل الاستهلاك لدى بنك البركة الجزائري.....	236
الملحق 3/	نموذج عقـــد تمويل بالمرابحة قصيرة المدى لدى بنك البركة الجزائري	237
الملحق 4/	نمـــوذج عـــقد الاستصنـــاع (البنك صانع / العميـــل مستصنع) لدى بنك البركة الجزائري.....	239
الملحق 5/	نموذج عقد الاستصناع (نموذج البنك مستصنع / العميل صانع) لدى بنك البركة.....	241
الملحق 6/	نموذج التمويل بعقد السلم لدى بنك البركة الجزائري	243
الملحق 7/	نمـــوذج عقـــــد التمويـــل بالاعتمـــــــاد الايجاري على أصول منقولة رقم ../ 2008.....	245
الملحق 8/	نموذج عقد تأجير عقاري منتهي بتمليك الأفراد لدى بنك البركة الجزائري.....	247
الملحق 9/	تطور التمويلات بصيغة المرابحة والإيرادات المقابلة لها ببنك البركة الجزائري.....	249
الملحق 10/	تطور التمويلات بصيغة السلم والإيرادات المقابلة لها ببنك البركة الجزائري.....	250
الملحق 11/	تطور التمويلات بصيغة المشاركة والإيرادات المقابلة لها ببنك البركة الجزائري	251
الملحق 12/	تطور التمويلات بصيغة الاستصناع والإيرادات المقابلة لها بنك البركة الجزائري	252
الملحق 13/	تطور التمويلات بصيغة الإجارة والإيرادات المقابلة لها لدى بنك البركة الجزائري	253
الملحق 14/	حجم التمويلات المقدمة من البركة وتوزيعاتها حسب الأجل لكل صيغة	254
الملحق 15/	مؤشرات هامة بالقوائم المالية لبنك البركة الجزائري.....	255
الملحق 16/	أهم المؤشرات المالية ببنك البركة الجزائري.....	256
الملحق 17/	معطيات المتغيرات الاقتصادية الكلية.....	257
الملحق 18/	مخرجات المعالجة الإحصائية ببرنامج **Eviews**	258

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

المبحث الأول : ماهية السوق المالية

يرجع تطور الأسواق المالية إلى تطور أسواق السلع و الخدمات، و إن لم تكن تعرف بهذا الاسم ، حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم و تحديد أسعارها و أسعارها الآجلة ، و في بداية القرن الخامس عشر ظهر مفهوم البورصة .

و تعود كلمة البورصة في أصولها إلى اسم كبار التجار (فان بورص) (van bourse) الذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية ، حيث كان يجتمع به في فندقه العديد من التجار و عملاء المصارف و الوسطاء الماليين ، و كانت الارتباطات تتم في شكل عقود و تعهدات ثم تطورت لتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة .

فبذلك يكون لفظ بورصة أتى ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه كبار التجار و المتعاملين لإبرام العقود و الصفقات الحاضرة و المستقبلية[1].

و نحاول من خلال هذا المبحث إظهار مفهوم السوق المالية و تصنيفاتها ثم نتطرق إلى أهم الأدوات المتداولة فيها .

المطلب الأول : مفهوم السوق المالي

إن مفهوم السوق المالي يقتصر على المكان أو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم و السندات أو المشتقات المالية ، تنظمه قوانين و أنظمة و لوائح تضمن إتمام المبادلات بيعا و شراء بسرعة و سهولة و أمان .

1-1- تعريف السوق المالي

يعرف السوق المالي على أنه ، الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه[2] ، و لو بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه[3] .

1—2- أهمية السوق المالي[4]

نميز خمسة أدوار أساسية للأسواق المالية بشكل عام ، و هي كالتالي :

1- رستمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ، دار النشر ، عمان ، الأردن، ط1، 2005 ، ص: 09

2- محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، مؤسسة الوراق ، عمان ، الأردن ، ط2 ، 1999، ص: 140

3- رستمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ، ص : 11

4 - Gérard Marie Henry , les marchés financiers , ED Armond colin , Paris , 1999 , p :13-15

ا- تمثل دارة لتمويل الاقتصاد .

ب- أداة تنظيم سيولة الادخارات على المدى الطويل .

ج- أداة قياس قيمة الأصول .

د- وسيلة مساعدة على تغيير الهياكل الإنتاجية .

ه- مكان للتفاوض على المخاطر .

المطلب الثاني : تصنيفات السوق المالية

سنعرض في هذا المطلب أهم التصنيفات التي صنفت بها السوق المالية ، نجد التصنيف حسب العمليات المالية إلى [1]:

2-1- السوق النقدية

لقد عرفت السوق النقدية (money market) بأنها " السوق التي تتداول فيها حجم الاوراق التجارية قصيرة الأجل من خلال السماسرة و البنوك التجارية ، و كذا من خلال الجهات الحكومية و ذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية ، أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل " .

و عليه فإن السوق النقدية هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض و الطلب على القروض قصيرة الأجل .

2-2- سوق رؤوس الأموال

تسمى أيضا – للتدقيق –بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تمييز لها عن سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو السوق النقدية .

إن سوق رؤوس الأموال هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات و قروض طويلة الأجل . إذ قد تقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها و هي شركات المساهمة وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب . أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين و ذلك بطرح السندات .

المطلب الثالث : أهم الأدوات المتداولة في سوق رؤوس الأموال

تعد الأوراق المالية و بخاصة الأسهم و السندات التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية ، بالإضافة إلى الأوراق المهجنة التي استحدثت في الآونة الأخيرة[1] ، فنتطرق في هذا المطلب إلى النقاط التالية :

[1]- جبار محمد ، البورصة و موقعها من العمليات المالية ، ج1 ، ط1 ، دار هومة ، الجزائر ، 2002 ، ص:64،65،71

1- الأسهم العادية .

2- السندات .

3- الأوراق المهجنة .

3-1- الأسهم العادية

3-1-ا- تعريف السهم

يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة و يعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس المال الشركة ، و هذه الحصص متساوية القيمة .

و تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة .

3-1-ب- القيمة الاسمية

و هي القيمة التي تظهر على قيمة السهم و على قيد التأسيس .

3-1-ج- القيمة الدفترية

و هي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية ، حيث تساوي رأس المال المدفوع و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة .

3-1-د- القيمة السوقية

و هي عبارة عن سعر السهم في السوق المالي ، و هذه القيمة تتغير بناء على عوامل مختلفة كالعوائد التي تحققها الشركة و التوزيعات .

3-2- السندات

تعتبر السندات الورقة الأساسية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية ، و تعتبر مصدر أساسي للتمويل للعديد من الجهات سواء كانت شركات أو مؤسسات و حتى الحكومات ، التي تقوم بإصدار السندات و التي جزء مهم منها سندات ذات طبيعة متوسطة و طويلة الأجل و السندات الحكومية هذه تكون درجة المخاطرة فيها أقل نظرا للثقة المتوفرة في إمكانية سداد الحكومة لالتزاماتها بموجب هذه السندات[2] ، و لكن ما هو تعريف السند ؟ .

---

[1]- رستمية احمد أبو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ، ص:129

[2]- فليح حسن خلف ، الأسواق المالية و النقدية ، ط1 ، اربد : عالم الكتاب الحديث ، عمان ، الأردن ،2006، ص : 241

3-2-ا- تعريف السند

السند هو وعد مكتوب من قبل المقترض (مصدر السند[1]) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين ، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتواريخ معينة [2].

كما يكون للسند المسعر قابلية التداول في البورصة كما هو الحال بالنسبة للمساهم و يجدر الإشارة إلى أن السند يمكن أن يصدر بسعر أقل من سعره الاسمي و هذا ما يشكل علاوة الإصدار .

3-2-ب-أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع و كما يأتي :

1- أنواع السندات حسب فترتها الزمنية ، حيث السندات قصيرة الأجل ، و تقل مدتها هذه عادة عن السنة ، و في معظمها لا تتجاوز المدة فيها ستة أو ثلاثة أشهر ، و هي التي يتم التعامل بها في السوق النقدية ، وتكون درجة مخاطرتها أقل و سيولتها أعلى ، ومن ثم فان عائدها أقل في حين أن السندات متوسطة و طويلة الأجل و التي تزيد مدتها على السنة إلى خمسة سنوات و قد تصل إلى خمسة عشر و عشرين سنة ، أو أكثر للطويلة منها و هي التي يتم التعامل بها في السوق المالية ، وتكون درجة مخاطرتها أكبر ، و سيولتها أقل ، و من ثم فان عائدها أعلى بالمقارنة مع السندات قصيرة الأجل .

2- السندات حسب الجهة المصدرة و تقسم السندات تبعا لذلك إلى:

ا – سندات حكومية تصدرها الحكومة و الهيئات و المؤسسات الحكومية (العامة) ، و في الغالب فإن درجة مخاطرة هذا النوع من السندات أقل .

ب- سندات تصدرها الجهات و الشركات الخاصة و هي تتباين في درجة مخاطرتها تبعا لقوة و متانة أوضاع هذه الجهات .

ج- سندات من حيث طبيعة الفائدة .

* سندات ذات معدل الفائدة ثابت : يتم في هذا النوع من السندات تحديد معدل الفائدة طوال مدة القرض ، و تعد الفترات الملائمة للأسعار الثابتة هي فترات ثبات الأسواق النقدية .

* سندات ذات معدل الفائدة متغير : و هذا النوع من السندات يتغير معدل الفائدة عليه خلال فترات محدودة في ضوء تغير معدل الفائدة في السوق .

[1]- هناك اختلاف بين السند و القرض حيث أن حامل السند يمكنه بيعه بسهولة في أي وقت يريد في السوق الثانوية على العكس حامل القرض إلا في إطار ضيق .

[2] -F.Rosenfled , R.Hannoset , Analyse financière et gestion des valeurs mobilières , Dunod , Paris , 1992, p : 06

3-2-ج- تحديد سعر السندات [1]

يتم التسعير بالنسبة المئوية ، أي أنه عند الإصدار تعاد القيمة الاسمية للسند إلى "قاعدة " (base) يساوي 100 . و يعود المتدخلين أنفسهم أمر تحويل هذه النسبة المئوية إلى قيمة نقدية إذا ما رغبوا ذلك .

على سبيل المثال : أصدرت شركة Nestlé في شهر جوان 1990 م سندا بلغت قيمته الاسمية 500 دولارا ، و حدد الاستحقاق بتاريخ 1998/06/15.

السعر المسجل في البورصة ، خلال جلسة 1996/08/05 هو 93,80 %

أي 469= 93,80 % × 500

الفائدة من هذا النموذج للتسعير تكمن في إمكانية مقارنة كافة الإصدارات ، أيا تكن قيمتها الاسمية . لكن ، هذه الايجابية تبقى نسبيا محدودة نظرا لتغير معدل الفائدة من ناحية ، و لما تبقى من عمر السند من المبرر الثاني التسعير بالنسبة المئوية هو أنه أثناء " التسعير الصياح " (الصراخ أو المنـــاداة) ، الصياح بـــ " 91,50 " مثلا يبدوا بالتأكيد أكثر سهولة من الصياح بـــ " 2179 " .

و يسعر السند بالنسبة المئوية لقيمته الاسمية« عند أسفل القسيمة » . و لكن ، هذا السعر المسعر لا يشتمل على قيمة القسيمة السارية منذ آخر تسديد (آخر قسيمة مدفوعة) ولحين تاريخ حيازة السند. بمعنى آخر ، يدفع الحائز الجديد سعر السند عند أسفل القسيمة مضافا إليه الجزء من قيمته آخر قسيمة عن فترة التي كان فيها السند بحوزة الحامل السابق.

3-3- الأوراق المهجنة [2]

3-3-ا- تعريف الأوراق المهجنة

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة ، لم تعد تميز و بشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات و أدوات حقوق ملكية أي الأسهم ، بل مزجت بين خصائص و سمات كل منها .

3-3-ب- أنواع الأوراق المهجنة

يمكن التمييز بين الأنواع التالية من الأوراق المهجنة :

1- الأسهم الممتازة : و يمكن تعريفها كما يلي :

[1]- وسام ملاك ، البورصات و الأسواق المالية العربية ، ج1 ، ط1 ، دار المنهل اللبناني ، لبنان ، 2003، ص:269،270

[2]- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر ،غير منشورة ،2006 ص:34،35

- التعريف الأول :« جزء من الملكية و لكن ليست حقيقية ، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية » .
- التعريف الثاني :« مستند ملكية له قيمة اسمية ، دفترية ، سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي ، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة » .

فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات و الأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية ، كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة مادامت المؤسسة قائمة و مستمرة ، فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

2- شهادة الاستثمار : و تعرف كما يلي :

هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة ، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية و في المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت و المشاركة في الجمعية العمومية و توجيه سياسة الشركة ، و تلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأس مالها الخاص .

3- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي :

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم و السندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير و الحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي .

<u>- مقارنة بين السندات و الاسهم</u>

توجد العديد من أوجه الاختلاف بين السندات و الأسهم و من بينها ما يلي :

1- أن حملة السندات هم دائنين ، في حين أن حملة الأسهم مالكين أي أن السند هو أداة دين ، و أن السهم هو أداة ملكية .

2- يستحق حملة السندات فائدة محددة و متفق عليها تدفعها الشركة المصدرة للسند بمواعيد دورية منتظمة و بغض النظر عن نتائج أعمالها و وضعها المالي ، بينما أرباح الأسهم لا تستحق إلا عندما تحقق الشركة أرباحا أي أنها مرتبطة بنتائج أعمالها ، و أن هذه الأرباح لا يتم دفعها إلى حملة الأسهم إلا عندما تقرر الشركة توزيع هذه الارباح ، و لذلك فإن عائد السندات ثابت تمثله الفائدة التي تحملها و التي تدفع لحاملي السندات سواء ربحت الشركة أم لم تربح ، و حتى في حالة تحقق خسارة ، في حين أن عائد الأسهم مرتبط بتحقيق أرباح ، و عندما يتقرر توزيعها على حملة الأسهم.

3- لا يحق لحملة السندات المساهمة في الإدارة و من ثم فإنها مصدر تمويلي للشركة بدون أن يترتب على الشركة التزاما بمشاركة حملة السندات في إدارة الشركة ، بينما تعطي الأسهم الحق لحامليها في المشاركة و في المساهمة في اتخاذ قراراتها من خلال الحق في حضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة ، و حق الترشيح و حق التصويت ، و بالذات حملة الأسهم العادية .

4- تعطي الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على العائد ، و كذلك في الحصول على قيمتها الاسمية ، عند استحقاقها ، و في حالة التصفية .

5- تسهم السندات كمصدر للتمويل في تخفيف العبء الضريبي الذي تحمله الشركة لأن عائدها يدخل كبند ضمن الكلفة ، و قبل حساب الأرباح ، و دفع الضريبة عليها ، في حين أن عائد الأسهم لا يدخل ضمن الكلفة و يدفع بعد حساب الأرباح هذه و قبل توزيعها على حملة الأسهم .

6- لا تكون الجهة المصدرة للأسهم ملزمة بتقديم أية ضمانات لحملة الأسهم ، في حين أن مثل هذه الضمانات قد يكون مطلوبا تقديمها لحملة السندات في بعض الحالات التي تقتضي ذلك .

7- الاستثمار في السندات يتأثر سلبا بالتضخم ، أي أن المستثمر فيها يتضرر نتيجة للتضخم ، و يستفيد المقترض أي الشركة ، في حين أن الاستثمار في الأسهم يمكن له أن يستوعب التضخم ، و قد لا يتأثر به سلبا ، لأن السهم مشاركة في ملكية أصول الشركة باعتباره مالكا للشركة .

المبحث الثاني : المؤشرات المالية و كفاءة سوق رؤوس الأموال

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

و هناك نوعين من المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) و مؤشر 50 لستانبور (S&P500) . و مؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل [1].

و نحاول من خلال هذا المبحث إظهار مفهوم المؤشرات السوقية و بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية و ذلك في المطلب الأول . ثم نتطرق في المطلبين المواليين إلى كفاءة سوق رؤوس الأموال ، و الطرق المستعملة في دراسة فعاليتها .

المطلب الأول : مؤشرات سوق رؤوس الأموال

1-2- تعريف مؤشر السوق

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشر السوق ، و منها :

التعريف الأول :« مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية و يتم تكوين المؤشر و وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند

[1]- www.arab-api.org/cours.9/c9/-4-4-1.htm

أي نقطة زمنية و بالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق و اتجاهها .

و يمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية ، أو مجموعة معينة من الأسهم » [1]

التعريف الثاني:« يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة و غير المنتظمة أو كلاهما و غالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه » [2].

التعريف الثالث :« المؤشرات البورصية هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات و الأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية ، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى » [3].

التعريف الرابع :« يعبر عن ، حركة جميع الأسهم في سوق الأوراق المالية ، و يتم حسابه في صورة متوسط سعر عينة من الأسهم ممثلة للسوق كله بمختلف أنشطته خلال فترة معينة ، و يعبر عن الأداء الكلي للسوق ، و بالتالي نستطيع على ضوئه أن نحكم على أداء أي استثمار لورقة مالية أو لمحفظة مالية ، كما يمكن أن يستخدم في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للبورصة» [4].

من خلال ما سبق ذكره من التعاريف يلاحظ أن المؤشرات السوقية تهدف إلى قياس و التعرف على أداء السوق .

1-1- مفهوم المؤشرات السوقية

يعبر المؤشر عن أداء البورصة ، و هو بمثابة مرشد المستثمرين لذا يجب أن يكون موضوعيا و واقعيا ، يعبر تعبيرا حقيقيا عن السوق ، مع كون أسس دراسته واضحة[5] ، و تعد أداة إحصائية تقيس المستوى العام لأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة[6].

---

[1]- محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية، مصر ، 2002، ص: 251

[2]- حسان خضر ، تحليل الأسواق المالية ، ورقة عمل من برنامج التعليم عن بعد ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004، ص:07

[3]-بوكساني رشيد ، مرجع سابق ، ص: 76

[4]- محمد عبده ، محمد مصطفى ، تقييم الشركات و الأوراق المالي لأغراض التعامل في البورصة ، كيلوبترا ، مصر 1998، ص: 27

[5]- لعبادي نسيمة ، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد ، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر ، 2004، ص:87

[6]- احمد بوراس ، أسواق رؤوس الأموال ، مطبوعات جامعة منتوري ، الجزائر ،2003، ص: 51

1-3- أهداف استعمال مؤشرات سوق رؤوس الأموال

تعتبر مؤشرات أسواق رأس المال بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة و السوق بصفة خاصة و القطاعات المكونة له بدرجة أخص .

و يلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية و تشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها و تصويب اتجاه السوق و من قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي يؤديه ، و من بين تلك الاستخدامات نذكر :

- متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية : يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة و بالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم المحافظ الاستثمارية المالية المنوعة تنويعا جيدا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة و يعبر أداء المؤشر عن العائد عن الخطر المتوسط بالسوق .

و بالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها و بين أداء السوق ، و إذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكوَن محفظة الاستثمارات التي تتم على أساسها حساب المؤشر .

و يجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس قطاعات مثل مؤشر ستاندر آندبور لشركات المنافع العامة و مؤشر داو جونز لشركات النقل و في هذه الحالة لا يجب الاعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الاستثمارات التي تشمل أسهم الشركات المنافع العامة و شركات نقل .

- الحكم على أداء المديرين : وفقا لفكرة التنويع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا ، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر ، هذا يعني المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية و الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة ، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخطر المحفظة و مخاطر السوق التي تنشط فيه .

- التنبؤ بالحالة الاقتصادية : يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه يمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية و بعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو

ما يشار عليه بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدما ما سيكون عليه حال السوق في المستقبل ، و هذا من شأنه اتخاذ القرار السليم[1] .

1-4- بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية [2]

هناك عدد لا حصر له من المؤشرات في كثير من الدول العربية ، و ذلك نظرا لحداثة الأسواق بها جميعا ، و لمحاولة كل بورصة أو شركة أو بنك استثماري عمل مؤشر خاص بهـــا . و طبيعـــي أن بمرور الوقت سيقل عدد هذه المؤشرات و سيعبر عن كل سوق مؤشر واحد فقط كما هو حادث فـــي الدول المتقدمة .

- الأردن : مؤشر سوق عمان المالي

منذ مطلع 1992م بدأ سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي مرجعي بالقيمة السوقية ، و تم تحديد 31 ديسمبر 1991م كفترة أساس بقيمة 100 نقطة . و يقوم هذا المؤشر على أساس اختيـــار عينـــة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق ، تمت زيادتها إلى60 شركة في 1994م ثم إلى 70شركة 2001م. ولاختيار هذه العينة فقد تم الاعتماد على خمسة معايير تعكس حجم الشركات و مدى سيولتها ، حيـــث تمثل هذه المعايير : القيمة السوقية للشركة ، عدد أيام التداول ، معدل دوران الأسهم ، حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة . كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة .

- الامارت العربية المتحدة : مؤشر بنك أبو ظبي الوطني مؤشر مرجح بطريقة رسملة السوق يـــضم 38 شركة مدرجة في كل من سوق الأوراق المالية بأبو ظبي و دبي ، هذه الشركات تمثل نحو 75% من السوق الكلي . الرأسمال السوقي لعدد 52 شركة مسجلة و نشطة قيمته 22 بليون دولار . موزعة على القطاعات التالية : 18 مؤسسة مالية و مصرفية ، 12 شركة تأمين و 22 شركة خدمات .

- البحرين : مؤشر البحرين المالي

يتم حسابه بطريقة رأس المال السوقي المرجح لعدد 24 شركة . و ينقسم إلى 06 مؤشرات ثانويـــة تمثل قطاعات مختلفة هي : البنوك ، الفنادق و السياحة ، الصناعة ، التأمين الاستثمار و الخـــدمات . بدأ المؤشر في 16 جويلية 1989م . السوق البحريني به 42 شركة مدرجة برأس مال إجمالي قيمته 6 بلايين دولار .

- الكويت : مؤشر الكويت للأوراق المالية

---

[1]- بوكساني رشيد ، مرجع سابق ، ص:76،77

[2]- عبد المجيد المهيلمي ، التحليل الفني للأسواق المالية ، ط4 ،دون دار و سنة نشر ،ص: 302،305

مؤشر لأسعار الأسهم مرجح بالقيمة السوقية لعدد 35 شركة مدرجة بسوق الكويت الأوراق المالية و ذلك من مجموع 90 شركة رأسمالها الإجمالي نحو 25 بليون دولار أمريكي . هناك 08 شركات في قطاع البنوك ، 20 في قطاع الاستثمار ، 4 في قطاع التأمين ، 13 في قطاع العقاري ، 16 في قطاع الصناعة ، 15 في الخدمات ، 4 في صناعة الأغذية ، إضافة إلى 10 شركات غير كويتية .

- المغرب : مؤشر مازي MASI

المؤشر الشامل للأسهم المغربية ، بكونه مؤشرا شاملا للرسملة ، يضم « مازي » جميع القيم من النوع« الأسهم» المسومة في بورصة الدار البيضاء ، و يتم حسابه و نشره في الزمن الحقيقي ، كما يهدف إلى تقديم تطور السوق على العموم و تقديم مرجعية ذات أمد طويل .

- المملكة العربية السعودية : المؤشر العام للأوراق المالية

تقوم مؤسسة النقد السعودي (ساما SAMA) بحساب المؤشر العام للأوراق المالية ، و هو يضم جميع الشركات المدرجة بالسوق السعودي .

في عام 2001م كانت هناك 76 شركة منها : 9 مؤسسات في قطاع البنوك قيمتهم 35 بليون دولار 23 شركة في قطاع الصناعة بقيمة 17,4 بليون دولار ، 8 شركات إسمنت بقيمة 7,64 بليون دولار 17 شركة في قطاع الخدمات بقيمة 3 بلايين دولار ، 5 شركات كهرباء بقيمة 9,8 بليون دولار ، و 9 شركات زراعية بقيمة 302 مليون دولار .

- مصر : مؤشر كاس CASE30

تم حساب هذا المؤشر لبورصتي القاهرة و الإسكندرية منذ أول جانفي 1998م و قد كانت قيمة المؤشر أول يوم حسابه 1000 نقطة . و هو يشمل أعلى 30 شركة من حيث السيولة و النشاط ، و يقوم بقياس العائد على الاستثمار الناتج عن التغير في القيمة السوقية للأوراق المالية الناتجة من ربح وخسارة رأسمالية فقط ، و يتم حسابه بطريقة رأس المال السوقي المرجح لحساب الأسهم الحرة التداول .

- مؤشر داو جونز مركز دبي المالي العالمي (تايتنز 50)

في 06 جويلية 2004م أعلن عن إطلاق أول مؤشر من نوعه لأسهم كبرى شركات المنطقة العربية بأكملها (مؤشر داو جونز مركز دبي المالي العالمي – تايتنز 50) الذي يضم أسهم 50 شركة كبرى في 10 دول عربية ، هي البحرين ، مصر ، الأردن، الكويت ، لبنان ، المغرب ، عُمان ، قطر ، تونس بالإضافة إلى دولة الإمارات العربية المتحدة .

المطلب الثاني : كفاءة سوق رؤوس الأموال

قام samwelson بأول محاولة لتعريف السوق الكفء و علاقته بعشوائية الأسعار إلا أن مفهوم الكفاءة الذي توصل إليه اتصف بالتشدد و عدم الواقعية لذلك قدم العديد من الباحثين تعريفات أقل تشددا لمفهوم الكفاءة (Fama , Jensen) ثم عرض بيفر (Beaver) تعريف اتصف بالبساطة و الوضوح استطاع أن يتغلب على ما أحاط بالتعريفات الأخرى من غموض حيث يرى بيفر أن سوق الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة [1].

نتناول في هذا المطب النقاط التالية :

1- تعريف كفاءة سوق رؤوس الأموال .

2- مستويات كفاءة سوق رؤوس الأموال.

2-1- تعريف كفاءة سوق رؤوس الأموال

تعرف السوق الكفؤة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها و لا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق و بين الحصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية[2] .

و كفاءة الأسواق المالية تعني أن الأسعار الحالية للأوراق المالية من حيث قوتها و ضعفها ، و بالتالي يصعب و جود حالات تمكن من بعض المستثمرين أنهم قد استثمروا أموالهم في أوراق مالية مسعرة بأكثر مما يجب ، مما نتج عنه جني عائدات منخفضة بدرجة غيرعادية [3].

2-2- مستويات كفاءة سوق رأس المال

حيث أن مفهوم كفاءة سوق رأس المال ليس مفهوما مطلقا و إنما مفهوم نسبي بمدى و طبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة فيها من جهة و المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه عن الشركات المدرجة من جهة أخرى ، لذا يمكن تصنيف كفاءة الأسواق المالية في ثلاثة مستويات هي :

2-2-ا- فرض الكفاءة الضعيفة

يقتضي فرض الصيغة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي ، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمته السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية

[1]- محمد صالح الحناوي ، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، الدار الجامعية الإبراهيمية ، الإسكندرية ، مصر ،2000،ص:124،125

[2]- J.Teulie , P.Topsacalion , Finance , edvuibert , Paris , 1997, p :74,75

[3]- وليد أحمد صافي ، الأسواق المالية العربية الواقع و الأفاق ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر ،2003، ص:54

المتاحة عن أسعارها في الماضي ، ولهذا فان القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية و توقعات الأوضاع المالية للمنشآت المصدرة للأسهم في المستقبل .

2-2-ب- فرض الكفاءة المتوسطة

عندما نكون أمام حالة كفاءة متوسطة فإن الأسعار في السوق تعكس بشكل تام المعلومة المتوفرة من خلال الأسعار السابقة في البورصة ، إضافة إلى المعلومات الخاصة بالسوق في مجمله أو بأي أصل مالي معين ، شرط أن تكون معلنة للجمهور .

ففي هذه الحالة لا يمكننا تحقيق أرباح غير عادية من خلال إجراء تحليل للميزانيات ، نتائج ، الدورات ، الإعلانات عن أرباح الأسهم الموزعة أو تقسيم الأصول المالية ، بمعنى آخر فإننا لا نحقق ربحا غير عادي من خلال التحليل الأساسي أو تحليل الأساسيين« و هو التحليل الذي يبحث لكل ورقة مالية عن قيمتها الحقيقة ، التي تعكس الوضعية المالية و العادية للمؤسسة » .

فالمتعاملون الذين لهم القدرة على الوصول إلى معلومات امتيازيه غير منشورة يمكنهم وحدهم إحراز أرباح غير عادية [1].

لذا تبقى في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة الاستفادة من معلومات غير منشورة و تحليلها بكيفية تحقق لهم المجال لجني أرباح استثنائية و ذلك في إطار ظاهرة احتكار المعلومات [2].

2-2-ج- فرض الكفاءة القوية

وفقا لهذا الشكل من فرض السوق الكفء ، فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة مثل أعضاء إدارة المؤسسة .

أي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل ما يمكن معرفته عن المنشأة و بالتالي فلن يستطيع أي مستثمر – حتى لو امتلك خبرة و مهارة فائقة في التحليل – أن يحصل على إيرادات غير عادية .

المطلب الثالث : الطرق المستعملة في دراسة فعالية سوق رؤوس الأموال[3]

هناك عدة طرق تدرس فعالية سوق رؤوس الأموال ، فنتطرق في هذا المطلب إلى طريقتين لمعرفة فعالية سوق رؤوس الأموال نذكر منها :

---

[1] - Gérard Marie Henry ; opcit ; p :40

[2] - valeri Nignow ; Marches financiers et modélisation des rentabilités boursiers ; édition economica ; 1998 ; p :192

[3] – سامية زيطاري ، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة : حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، أطروحة دكتوراه ،جامعة الجزائر ،2004، ص:137،138

1- إحصائية دربين واطسون .

2- إحصائية ديكي فولر المحسنة (ADF).

3-1- إحصائية دربين واطسون

إذا كنا نحتاج لمؤشر أو مرشد سريع لمعرفة ما إذا كانت المتغيرة مدمجة من الدرجة «0» أو من درجة «1» يمكننا اللجوء لاختبار بسيط يعتمد على إحصائية DW . فبدلا من اللجوء للمعادلات الضرورية لاستعمال ADF[1] ، يمكننا حساب إحصائية الإدماج لدربين واطسون (IDW)- intergrated Durbin watson statistic - بالعلاقة التالية :

$$IDW = \frac{\sum_{t=2}^{T}(y_t - y_{t-1})^2}{\sum_{t=2}^{T}(y_t - \bar{y})} \rightarrow (1)$$

حيث : $\bar{y}$ تمثل متوسط y_t

إذا كانت y_t مولدة بالعلاقة $y_t = ly_{t-1} + \varepsilon_t$ ففي حالة $l = 1$

يكون : $\sum (y_t - y_{t-1})^2 = \sum_{t=2}^{T} \varepsilon_t^2$

و يكون المقام غير محدد .

و بالتالي تكون y_t غير مستقرة أي $y_t \rightarrow I(1)$ عندما يكون المقدار IDW يؤول لـــ« 0 ». فهذه الإحصائية تعتبر مرصد تقريبي لمعرفة استقرار المتغيرة . فإذا كانت قيمتها صغيرة (و لتكن أقل من 0,5) يمكننا القول أن هذه المتغيرة ليست مستقرة ،و بالتالي علينا بالاستمرار في البحث و في اختبار استقرار المتغيرة .

عندما تكون ε_t صخب أبيض فإن $y_t = \varepsilon_t$ و ε_t غير مرتبطة و تباينها ثابت نرمز له بـــ σ^2

المقدار المعطى بالمعادلة (1) يمكن كتابته على الشكل التالي :

[1] - Augmented Dickey – Fuller

$$\frac{\sum_{t=2}^{T}\varepsilon_t^2 - 2\sum_{t=2}^{T}\varepsilon_t\varepsilon_{t-1} + \sum_{t=2}^{T}\varepsilon_{t-1}^2}{\sum_{t=2}^{T}\varepsilon_t^2} = \frac{T\,\mathrm{var}\,\varepsilon_t - 2T\,\mathrm{cov}\,\varepsilon_t\varepsilon_{t-1} + T\,\mathrm{var}\,\varepsilon_{t-1}}{T\,\mathrm{var}\,\varepsilon_t}$$

$$= \frac{2.T.\sigma^2}{T.\sigma^2} = 2$$

و بالتالي نستنتج أنه عندما تكون الإحصائية IDW تقترب من« 2» يمكننا استنتاج أن y_t مستقرة دون اللجوء للبحث أكثر .

3-2-استعمال إحصائية ديكي فولر المحسنة (ADF) لدراسة استقرار السلاسل الزمنية

نقول عن سلسلة زمنية أنها مستقرة إذا كان متوسطها (توقعها) و تباينها ثابتين أي مستقلين عن الزمن و كان التباين المشترك بين فترتين زمنيتين مختلفتين متعلق فقط بالفرق بين هاتين الفترتين و نعبر عن هذا بالعلاقات التالية :

$$E(x) = c_{te} = u \qquad COV(x_t, x_{t-1}) = \sigma_j$$

$$\mathrm{var}(x_t) = c_{te} = \sigma^2$$

فيكفي أن لا يتحقق أحد الشروط السابقة حتى نقول عن السلسة غير مستقرة .

المبحث الثالث : ماهية المحافظ الاستثمارية

المحفظة الاستثمارية تعبير يطلق على مجموعة ما يملكه الفرد من أصول و موجودات شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها و تحقيق توظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال و ضمن هذا المفهوم فإن الامتلاك هو بهدف الانتفاع من خدمات الإسكان و ليس بغرض البيع و المتاجرة مستقبلا إذا ما ارتفعت القيمة السوقية لهذا البيت إلا أنه من الناحية الأخرى ، فإن شراء قطع الأراضي و العقارات أو المعادن الثمينة كالذهب و الفضة للاستفادة من تحسين أسعارها فإن ذلك يمكن أن يتم ضمن محفظة الفرد الاستثماري المفهوم الواسع لهذا التعبير[1]. و سيتم التطرق في هذا المبحث إلى النقاط التالية :

[1]- محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الاستثمارية ، عمان ، دار وائل ، ط3، 2005، ص:23

- المحفظة الاستثمارية .
- تقييم الأوراق المالية .
- إدارة محفظة الأوراق المالية .

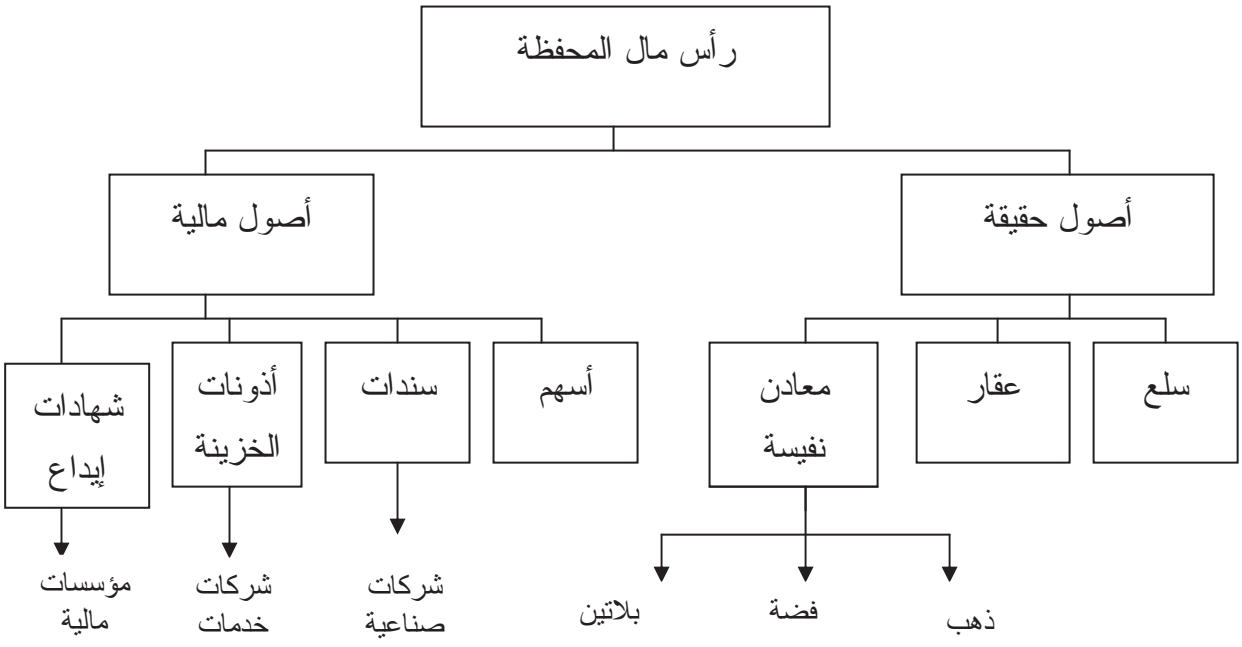
المطلب الأول : المحفظة الاستثمارية

1-1- تعريف المحفظة الاستثمارية

المحفظة الاستثمارية هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة ، و قد يكون مدير المحفظة مالكا لها كما قد يكون مأجورا ، و حينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفق شروط العقد المبرم بينه و بين المالك ، وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها إذ كما يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية – كما أشرنا سابقا – مثل الذهب ، العقار و السلع ، و يمكن أن تكون جميع أصولها مالية كالأسهم و السندات و أذونات الخزينة [1]، و التي هي مصب اهتمامنا في هذا البحث .

شكل يوضح و يلخص ما تم ذكره سابقا :

شكل رقم (1،1) : مكونات رأس مال محفظة استثمارية



المصدر : ناظم محمد الشمري و آخرون ،مرجع سابق،ص:267

[1]– محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، ط1،دار وائل ، عمان ، الأردن ، 2005، ص:179

يتضح من الشكل أن تشكيل مكونات المحفظة من أصول مختلفة جاء ليتلاءم مع هدف المحفظة و هو تحقيق أقصى عائد على الاستثمار فيها مع تخفيض المخاطر التي تتعرض لها .

1-2- أنواع محافظ الاستثمارية

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

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

ب- محفظة النمو : ترتكز محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة و زيادتها [1]، و هنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات و تحريكها في الأسواق المتاحة و ثم لتقويم أداء المدراء .

ت- المحفظة المتخصصة : و هي غالبا حالة نادرة من أدوات مؤسسة ما و الذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع أهم مبدأ المحفظة و الذي هو التنويع .

ث- المحفظة المتوازنة : و هي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها و هي ما يمكن انجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة) ، و الطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد).

و هذا بالتأكيد يتطلب توفقا دقيقا بين العائد و المخاطرة و بما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة[2].

1-3- قياس عوائد و مخاطر المحفظة

محفظة الأوراق المالية هي المحفظة التي تتعلق بمجموعة من الأوراق المالية المختلفة وهذه الأوراق لها خصائص مختلفة و لها عوائد و مخاطر مختلفة و لكن إذا وضعنا هذه الأوراق في محفظة واحدة فهل المحفظة ستأخذ خصائص هذه الأوراق أم يكون لهذه الأوراق المجتمعة خصائصها الخاصة و خصوصا فيما يتعلق بالعائد و المخاطرة[3] .

---

[1]- حسين خريوش و آخرون ، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق ، مؤسسات التجهيز المكتبية ، عمان ، الأردن ، 1996،ص:67

[2]- محمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة ، مرجع سابق ، ص:26

[3]- حسين عطا غنيم ، دراسات في التمويل ، ط1، دار المناهج ، عمان ،الأردن ،2002، ص: 22

أولا : حساب العائد المتوقع لمحفظة أوراق مالية

إن العائد من اقتناء محفظة ما يتحدد في ضوء العائد المتوقع من الأوراق المالية لهذه المحفظة[1] . و يمثل العائد المتوقع للمحفظة، العائد المتوقع لكل مكونة من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمته برأس مال المحفظة[2] .

و يمكن حسابه من خلال المعادلة التالية[3] :

و لتكن محفظة P مكونة من n سهم و لتكن X_i هي نسبة السهم i في هذه المحفظة و بالتالي :

$$\sum_{i=1}^{n} X_i = 1$$

أو %100

يعرف الدخل المتوقع للمحفظة P بالعلاقة التالية[4] :

$$E(R_P) = \sum_{i=1}^{n} X_i E(R_i)$$

حيث : $E(R_p)$ هو عبارة عن العائد المتوقع للمحفظة .

$E(R_i)$ هو عبارة عن العائد المتوقع للورقة المالية .

و تعني هذه الصيغة أن العائد المتوقع (الدخل) من المحفظة هو عبارة عن المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد على الاستثمارات الفردية ،حيث تمثل الأوزان النسب المئوية الموظفة في كل استثمار[5] .

---

[1]– غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية ،ط1،دار المناهج ، عمان الأردن ،2002،ص:22

[2]– أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة ،ط1،عمان ، دار المسيرة ، 2004 ، ص:199

[3]– سامية زيطاري ، مرجع سابق ،ص:264

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

[5]– السيد إبراهيم الدسوقي ، التنويع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، الاقتصاد و الإدارة ، المجلد الثالث ،1990، ص:65

ثانيا : قياس مخاطر محفظة الأوراق المالية

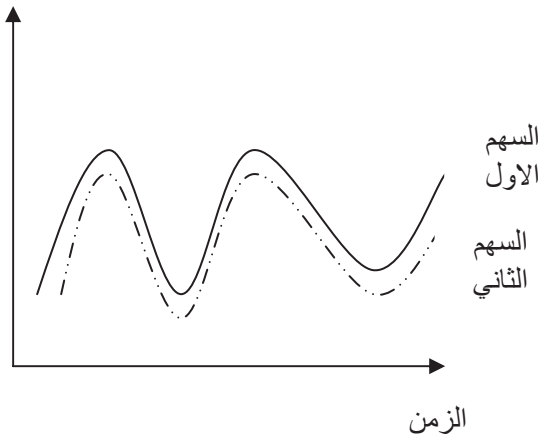
طبقا لمفهوم المحفظة و نظرية المحفظة ، المستثمر في الأوراق المالية في شكل محفظة يتحمل مخاطرة عند بناء المحفظة تختلف من تلك التي يتعرض لها السهم منفردا و يعود سبب ذلك إلى وزن مساهمة كل سهم في مخاطرة المحفظة [1].

و يقاس خطر محفظة الأوراق المالية من خلال التباين أو الانحراف المعياري لمعدلات مردوديتها ، رغم ذلك نجد أن مستوى هذه المخاطرة أقل من المجموع المرجح لأخطار الأسهم المشكلة لها.

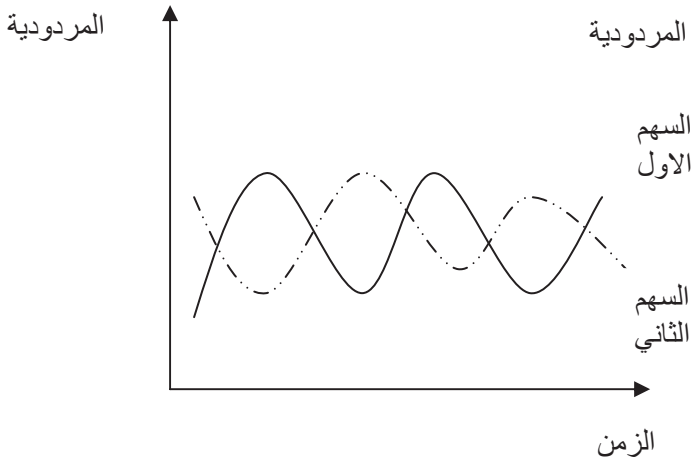
فالاستقلالية الجزئية لتغيرات الأسهم تسبب انخفاض الخطر الكلي للمحفظة . و يمكن توضيح هذا المبدأ من خلال الشكلين (2،1) و (3،1) اللذان يمثلان تطور أسعار سهمين في المحفظة .

ففي الشكل (2،1) تقلبات السهمين مرتبطة بشكل تام ، فعندما ترتفع قيمة أحدهما تنخفض قيمة الآخر و العكس صحيح .

الشكل (2،1): تغيرات سهمين – ارتباط موجب–



الشكل (3،1): تغيرات سهمين – ارتباط سالب–



المصدر : نفس المرجع ، ص :200

في الحالة الأولى : لا يفيدنا التنويع في تخفيض خطر المحفظة ، لأن تشتت المحفظة سيكون نفسه تشتت كل قيمة منفردة ، و نفسر ذلك اقتصاديا فان الحدث بسبب انخفاض القيمة الأولى يسبب كذلك انخفاض القيمة الثانية و كذلك في حالة ارتفاع ، فمثلا إذا استثمرنا في مؤسستين مندمجتين لهما نفس

[1]– أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي الدين ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة، مرجع سابق ، ص: 203

السوق و تنتجان منتجات متماثلة فان إعراض المستهلكين عن منتجيهما يعني انخفاض قيمة سهميهما في نفس الوقت ، و بالتالي فان محفظة مكونة من السهمين المذكورين ستتعرض في المتوسط لنفس الخسارة التي يتعرض لها كل طرف (تقريبا).

أما في الحالة الثانية ، فإن الارتباط السلبي لتغيرات السهمين يعني أنهما يتأثران بطريقة مختلفة بالظروف مما يخفض من خطر المحفظة أي عند تعرض قيمة الأولى لانخفاض ستكون القيمة الثانية في حالة ارتفاع و بالتالي تقل أو تنعدم (نظريا) مخاطرة التغيرات في الأسعار رياضيا لسهمين (أو محفظة) نستخدم التغاير (covariance) بين معدلات المردودية للسهمين ، و يعبر عن التغاير بالشكل التالي :

$$\sigma_{ij} = \frac{1}{N}\sum_{t=1}^{n}\sum_{j=1}^{n}(R_{it} - \overline{R}_i)(R_{ij} - \overline{R}_j)$$

حيث تمثل R_{it} و R_{jt} معدلات المردودية للسهمين i و j على الترتيب في الفترة t و $\overline{R}_i$ و $\overline{R}_j$ متوسطي معدلات الفترات للسهمين على الترتيب .

بالنسبة لمحفظة لها X_1 مستثمرة في السهم A_1 و نسبة X_2 مستثمرة في السهم A_2 .

$$1 = (A_1 + A_2)$$

ستكون المردودية المتوقعة كما يلي :

$$E(R_p) = X_1E(R_1) + X_2E(R_2)$$

و الخطر :

$$\sigma_p = \sqrt{X_1^2\sigma_1^2 + X_2^2\sigma_2^2 + 2X_1X_2P_{1,2}\sigma_1\sigma_2}$$

فكلما كان σ_p ضعيف كلما كان خطر المحفظة أقل ، كذلك عندما يتغير أسعار السهمين بشكل مستقل بحيث يكون التغاير منعدما أو قريب من الصفر .

عندما يكون $X_1 = X_2$ ، $\sigma_2 = \sigma_1$ و $E(R_1) = E(R_2)$ يمكن إعادة المعادلات السابقة كما يلي :

$$E(R_p) = X_1E(R_1) + X_2E(R_2) = E(R_1) = E(R_2)$$

$$\sigma_p^2 = (0.5)^2\sigma_1^2 + (0.5)^2\sigma_2^2 = (0.5)^2\sigma_1^2 = (0.50)^2\sigma_2^2$$

تكون مردودية المحفظة نفسها مردودية السهمين و لكن الخطر منخفض إلى النصف بمفهوم التباين .

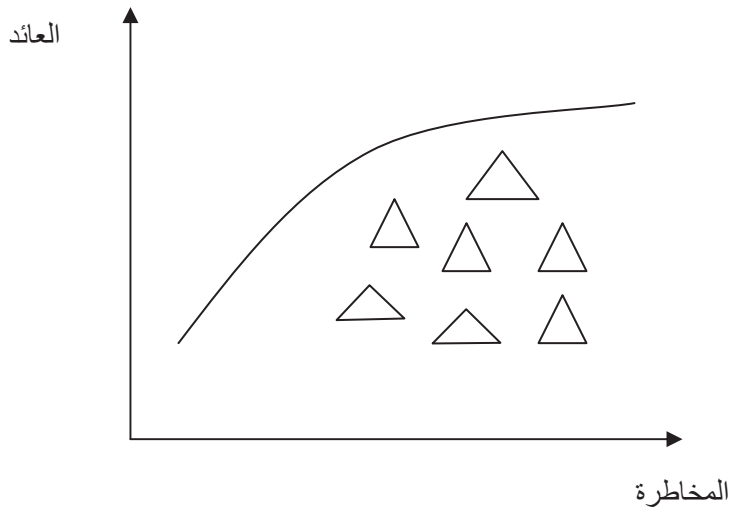
المطلب الثاني :المحفظة الاستثمارية المثلى

من أهم القرارت الاستراتيجية لمدير المحفظة الاستثمارية هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي و الذي يتم من خلاله تحديد التركيبة أو التشكيلة المناسبة و الأساسية لأصول المحفظة أو أن يقوم مدير المحفظة بتحديد الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة الاستثمارية منسوبا لرأسمالها الكلي ، حيث يحاول المدير المحفظة تكوين ما يسمى بالمحفظة المثلى و التي يحقق من خلالها أقصى حد من المزايا للتنويع و درجة عالية من تخفيض مخاطرها المرجحة إلى أدنى حد [1]. و بناء على أولوياته و احتياجاته و أهدافه تتقرر طريقة المزج بين أدوات الاستثمار المثلى من مجموعة المحافظ التي تحقق له أحد الشرطين :

1- أعلى عائد متوقع على مستويات مختلفة من المخاطر .
2- أدنى مخاطر على مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة .

يطلق على مجموعة المحافظ التي تقابل هذان الشرطان المجمعة الحد الفعال[2] . و الخط الفعال هو الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد و بنفس درجات المخاطرة أو أقل[3] . و الشكل(4،1) التالي يوضح ذلك :

شكل رقم (4،1) : الحد الفعال لمجموعة الاوراق المراد شراؤها



المصدر : غازي فلاح المومني ، مرجع سابق ، ص : 114

[1]- و ليد الصافي ، أنس البكري ، الاسواق المالية و الدولية ، عمان ، دار المستقبل للنشر ، 2002، ص:203
[2]- حسين خريوش و آخرون ، مرجع سابق ، ص: 73
[3]- غازي فلاح المومني ، مرجع سابق ، ص: 115

كما هو واضح من الشكل (4،1) فإن الحد الفعال يقسم الأوراق المالية التي هي تحت الاختيار إلى قسمين رئيسيين قسم أعلى حيث الاستثمارات الفعالة أي تعطي أعلى عائد اشباع يستطيع أن يحصل عليه المستثمر و القسم الثاني قطاع أدنى يقع تحت الحد الفعال و هي استثمارات غير فعالة يتم استثناؤها من الأوراق المالية .

يمكن تحديد المحافظ المتاحة الممكنة من المحافظ غير المتاحة أو غير الممكنة . فالمحافظ المتاحة الممكنة هي المحافظ التي تقع على الخط الفعال و ما تحته فهذه أسهم تستطيع الشركة شراؤها و التعامل معها . أما المحافظ غير الممكنة أو غيرالمتاحة فهي المحافظ غير الممكنة و ليس باستطاعة المستثمر تحقيقها حيث لا يوجد أسهم لها عوائد عالية و المخاطرة أعلى من الخط الفعال[1] .

2-1- إدارة محفظة الأوراق المالية

هو التنظيم الصحيح و السليم بين عناصر المحفظة لتعمل كل عناصرها بشكل متكامل ، و يجب على مدير المحفظة أن تتوفر فيه مواصفات و مقاييس ممتازة تجعله قادرا على إدارة المحفظة لتصل إلى أهدافها ، و الإدارة هنا مسؤولية كبيرة تقع على عاتق المدير الذي تلتقي عنده كل النقاط و تتفرع عنده كل التعقيدات و المشاكل .

2-2- أشكال إدارة محفظة الأوراق المالية[2]

2-2-ا- الإدارة السلبية

و تعتمد على استراتيجية طويلة الأجل ، و تعتمد مبدأ الشراء و الانتظار مستفيدين من تحقيق مؤشر معين ، أو العوائد على الأسهم و بعض حالات الاندماج عائدا جيدا ، و يعتمد هذا النوع من الاستثمار على أن يسبق الاستثمار أداء مؤشر ما . أما أتعاب الإدارة السلبية فتكون في حدود 1-2% من مجموع قيمة الأصول المتضمنة في المحفظة ، و فيما يخص تقنياتها فهي كالآتي :

- المحاكاة التامة : و هي تقنية واضحة تعتمد على شراء كل الأسهم الموجودة ضمن المؤشر المعتمد كالمؤشر العام لسوق مالي معين ، و قد تنجح هذه العملية أو تفشل لكثرة المصاريف التي تتكبدها الإدارة في شراء كل الأسهم ضمن المؤشر .

- العينات : و يعتمد هذا الأسلوب على اختيار عينات فاعلة من الأسهم التي كان أداؤها جيدا عبر السنوات الماضية و تمثل هذه العينات عادة المؤشر العام برمته من حيث وزنها و تأثيرها على المؤشر

---

[1]- غازي فلاح المومني ، مرجع سابق ، ص: 105

[2]- سامي حطاب ، المحافظ الاستثمارية و مؤشرات أسعار الاسهم و صناديق الاستثمار ، هيئة الاوراق المالية و السلع ، بحث مقدم الى ندوة ، أبوظبي ، الامارات العربية المتحدة ، فيفري، 2007 .

ومن الطبيعي في هذا الأسلوب أن لا يجاري عائد المحفظة عائد المؤشر بكامله و حسب الأسهم المختارة .

– استخدام المعاملات و البرامج الإحصائية : إن هذه الطريقة تعتمد على متابعة البيانات التاريخية لأسعار الأسهم لاستنباط العلاقة القائمة بينها ، حيث يمكن أن تعطي لإدارة المحفظة من خلال ادخالها إلى برامج الحاسوب شكل التركيبة و التوليفة الممكنة للمحفظة الاسهمية .

– الشراء التدريجي للأسهم : و في هذه الحالة يلجأ مدير المحفظة إلى اعتماد مبلغ محدد كل فترة و ذلك لشراء عدد أكبر من الأسهم حين هبوطها و شراء عدد أقل حين صعودها حيث يتراوح الوضع بين تفاؤل و تشاؤم تبعا لتغير أسعار الأسهم و ذلك قد يحقق بعض الأرباح نتيجة تراكم الأسهم بأسعارها المتوسطة ، و هذا أسلوب محافظ و تقليدي جدا و أميل إلى الفشل و خاصة ضمن تقلبات الأسواق المالية الحالية .

2-2-ب- الادارة النشيطة

و نقصد بالإدارة النشيطة تلك الإدارات التي ترغب وضع هدفا لها أن تتجاوز معدل العائد الذي تأمل الإدارة السلبية المرتبطة بأداء مؤشر معين أن تحققه ، و هذا يتعلق إلى حد كبير بطبيعة العلاقة بين مدير المحفظة و العميل من حيث اتخاذ قرارات استثمارية وفق متطلبات المستثمر و عليه يكون قياس الأداء مقارنة مع متطلبات هذا العميل دون الآخر .و فيما يخص تقنياتها هي :

– القيام بالتوقعات المناسبة لمسار الأسواق من أسهم وسندات و بقية الأوراق المالية و فهم مستويات المخاطرة .

– فهم أنماط التي تحكم العمليات الاستثمارية داخل مختلف القطاعات و خاصة تلك الأشكال الاستثمارية التي يكثر الطلب عليها مثل الأسهم الصغيرة أو الأسهم القيادية .

– القدرة على اختار الأسهم الجيدة في كل مرحلة من مراحل الاقتصاد بالاعتماد على أسس التحليل المالي لاختيار قطاعات و شركات جيدة .

2-3- كيفية إدارة محفظة الأوراق المالية

إن السؤال الذي يطرح عند هذا المستوى هو كيفية إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل الذي يحقق أقصى العائد ؟

و لأجل تحقيق ذلك نشير إلى أن إدارة المحفظة تمر بعدة خطوات و تختلف هذه الأخيرة من وحدة إلى أخرى و أسلوب الإدارة ،و حجم توظيف الأموال ، ولا يوجد نمط واحد للخطوات الواجب إتباعها و تسلسل ترتيبها ، حيث أن طبيعة عمل هذه الخطوات متداخلة و متشابكة مع بعضها البعض .

و تتمثل أهم خطوات إدارة محفظة الأوراق المالية فيما يلي[1] :

1- و ضع الأهداف الأساسية للوحدة الاقتصادية ، على أن تكون هذه الأهداف واضحة و محددة من حيث الكم و النوع ،و الوقت و المكان بالإضافة إلى ضرورة كونها قابلة للقياس .

2- تحليل الظروف الاقتصادية الحالية و المستقبلية ، فبالرغم من عدم إمكانية إجراء تنبؤات دقيقة من الظروف الاقتصادية العامة كأسعار الفائدة و معدلات التضخم ، إلا أنه يمكن استخدام هذه التنبؤات كمؤشرات تساعد على اتخاذ القرار الرشيد ، فقرار الاختيار بين شراء أوراق مالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل ، يعتمد على توقعات صعود أو هبوط أسعار الفائدة ، ومعدلات التضخم في المستقبل ، فإذا توقعت الإدارة ، أو المستثمر بارتفاع أسعار الفائدة مثلا خلال فترة قادمة فإنه لن تقوم بعملية شراء أوراق مالية طويلة الأجل ، و ربما تكتفي بشراء أوراق مالية تستحق قبل الوقت المتوقع لارتفاع أسعار الفائدة .

3- وضع السياسات العامة المختلفة للمحفظة ، حيث أنها تمثل الإطار العام الذي يسترشد به القائمون على إدارة المحفظة ، و تشمل هذه السياسات على ما يلي :

- تحديد حجم المحفظة و الذي يعتمد على مستوى الطلب على القروض.
- وضع أسس تنويع الأوراق المالية المكونة للمحفظة .

المبحث الرابع : نظريات محفظة الأوراق المالية

لقد تعددت الوسائل و النظريات في بناء المحفظة المالية بهدف إيجاد نموذج يمكن مدير المحفظة المالية من توقع عوائد و مخاطر محتملة تلبي ميول و اتجاهات المستثمرين ، إذ اتصفت بعض النماذج بالتعقيد كالنموذج الذي قدمه ماكوفيتز(Markowitz) 1952 م الذي يعتمد على صياغة مشكلة اختيار المحفظة الكفؤة كمشكلة برمجة رباعية ثم قدم (Sharpe) نموذج المؤشر الواحد و كان يهدف من وراء ذلك تبسيط المعلومات و الإجراءات الحسابية التي يتطلبها نموذج Markowitz إذ قدم في هذا المجال نموذجين الأول يعتمد على استجابة السوق كمقياس للمخاطرة (Beta) و الثاني يعتمد على التباين المشترك (covariance) كمقياس للمخاطرة ، و بعد ذلك قدمت نماذج أخرى تهدف إلى تبسيط الإجراءات اللازمة لبناء المحافظ الاستثمارية باستخدام أساليب مختلفة ومن بين تلك الأساليب استخدام أسلوب البرمجة الخطية بطريقة simplex في بناء المحافظ الاستثمارية التي تتوافق مع أهداف و رغبات المستثمر[2].

---

[1]- أوكيل نسيمة ، تحليل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، رسالة ماجستير ، جامعة الجزائر ، 2003،ص:110-108

[2]- شهاب الدين حمد النعيمي، إدارة المعرفة "تطور وسائل بناء و إدارة المحفظة المالية " ، ورقة عمل ، جامعة الزيتونة الأردنية ، 2004، ص:3

و عليه ، فقد جزئ هذا المبحث إلى الأجزاء التالية :

- نظرية المحفظة الاستثمارية .
- نموذج تسعير الأصول المالية CAPM
- نموذج الأربتراج-المراجحة- APT
- أهم نماذج تقييم محفظة الأوراق المالية .

المطلب الأول : نظرية المحفظة الاستثمارية

يقصد بنظرية المحفظة اختيار المحافظ المثلى من مجموع المتحصل عليها ، و يقصد بالمجموعة الممكن الحصول عليها بمجموعة المحافظ الممكنة ذات العوائد المتوقعة $E(R_p)$. و مخاطر σ_p التي يمكن تكوينها من N من الموجودات عندما تكون N أكبر من الواحد .

و لاختيار المحفظة المثلى فإنه يجب أولا تحديد العدد الكافي من المحافظ ، في اختيار المحفظة من هذا العدد التي يفضلها المستثمر العادي ، و بذلك يقصد بالمجموعة الكفؤة من المحافظ الاستثمارية بأنها كافة المحافظ ذات العوائد الممكنة الأعلى عند درجة مخاطرة معطاة و العكس صحيح[1] .

و سيتم التطرق في هذا المطلب إلى العناصر التالية :

- نظرية ماكوفيتز.
- فرضيات النظرية .

1-1- نظرية ماكوفيتز (Markowitz)

تنسب نظرية المحفظة الاستثمارية إلى هاري ماكوفيتز الذي بنى هذه النظرية على عدة فروض من أهمها المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار ، و قد استمد هذا الفرض من نظرية المنفعة ، إذ قدم إسهاما رائدا في هذا المجال ، إذ تناول مشكلة تكوين المحفظة المالية بمعلومية تقديرات المحللين للعوائد المستقبلية المحتملة للأوراق المالية ، و قد برهن على أن كل من العائد و المخاطرة يجب أن يخضعها للبحث و الدراسة ، و قدم إطار للقياس الكمي لكليهما و أظهر كيف يمكن أخذ العلاقة بين مخاطر و عوائد الأوراق المالية في الحسبان عند تكوين المحفظة المالية [2].

و تقوم نظرية ماكوفيتز باختصار على مبدأين أساسيين هما [3]:

أولا : إظهار العلاقة الطردية بين مستوى المردودية و مستوى المخاطرة في استثمار مالي .

---

[1]- خالد و هيب الراوي ، الأسواق المالية و النقدية ،ط2، دار المسيرة ، عمان الأردن ،2000، ص:100،101

[2]- أوكيل نسيمة ، تحليل الاستثمار في الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص:111

[3]- www.oplirisk-systems.com/docs/whitepaper.pdf,p:1 02/02/2008

ثانيا : استعمال الثنائيات الأمثل (مردودية – مخاطرة) للاختيار بين ما لانهاية من التراكيب لأصل مالي N .

1-2- فرضيات النظرية

اعتمد بناء نموذج ماركوفيتز على فرضيات أساسية الآتية[1] :

1- يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات المتوقعة .
2- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة .
3- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة علما بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة .
4- يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني و بالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى من العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطرة أو أنهم يفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد .

المطلب الثاني : نموذج تسعير الأصول المالية CAPM

لقد تطور علم المالية الحديث على صعيد واسع خلال العقود الثلاثة الأخيرة ، مدخلا مفهوم الخطر في نماذجه . فالمستثمرون يبحثون عن رفع قيمة ذمتهم المالية (Patrimoine) أو أيضا مـــردوديتهم (Rentabilité) إلى حدودها القصوى ، في ظل الخطر الذي يتعرضون إليه.

و نموذج تقييم الأصول المالية CAPM كان قد أعد في العام 1964م بواسطة W.F.Sharpe ، و ما هو سوى استكمال للأعمال التي بدأها سابقا H.Markowitz [2]، و يعتمد هذا النموذج على فكـــرة العقلانية بين العائد و المخاطرة .

2-1- فرضيات تسعير الأصل المالي

يمكن تلخيص فرضيات تسعير الأصل المالي في ثمانية نقاط هي[3] :

أ- فرضيات سوق رأس المال التامة .

- الحصول على المعلومات المتعلقة بالأصول المسعرة في السوق المالية وهي مجانية (عدم و جود تكاليف الصفقات) و يمكن الوصول إليها.

---

[1]- هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار الصفاء ، عمان ، الأردن ، 2003،ص:240

[2]- وسام ملاك ، البورصات و الأسواق المالية العالمية ، مرجع سابق ، ص:224

[3] - Jean Pierre Jobard ; Patrick Navatta ; Philippe Raimbourg ; Finance « finance d'entreprise ; finance de marché ; diagnostic financier » ; Dalloz ; 1994, p : 65-66

- عدم وجود ضرائب و لا رسوم في هذه الأسواق.
- يمكن لجميع المستثمرين اقتراض و إقراض أي كمية على أساس أصول مالية بدون مخاطرة أي يمتلك مردودية أكيدة .
- كل الأصول قابلة للتفاوض و التجزئة و تكون قابلة لتوزيع مردوديتها و تسييلها.
- لا يمكن لأي متدخل التأثير على سعر الأصول .

ب- فرضيات تصرفات الأعوان الاقتصادية .

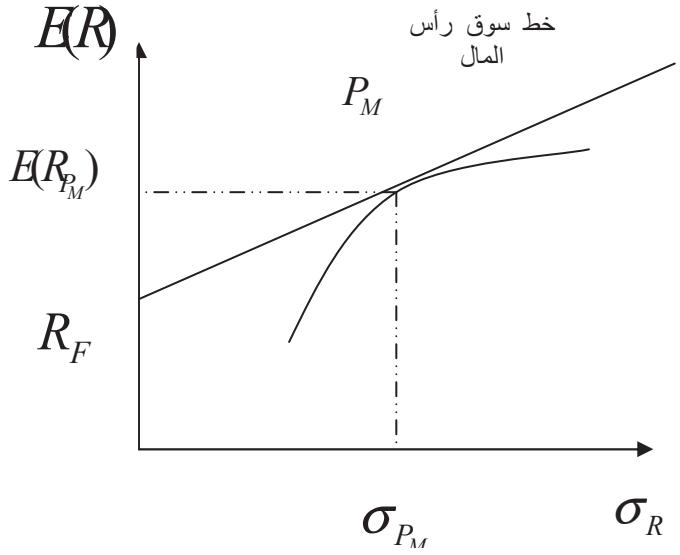
و التي تتعلق بتصرفات المستثمرين و تتمثل فيما يلي :

- أن المستثمرين يتميزون بالرشادة فيما يتعلق بالأسعار .
- المتعاملون لهم تصرف النفور اتجاه المخاطر .
- يمتلك المستثمرون نفس تسبيقات فيما يخص بالمردودية المتوقعة و المشاركة لمختلف الأصول ، و أيضا لمخاطرها .

2-2- توازن سوق رأس المال و معادلة تقييم الـــCAPM

هذا النموذج هو نموذج توازني يعتمد على فرضيات تحليل المحفظة لماركوفيتز و يحتوي على علاقتين مهمتين ، العلاقة الأولى هي خط سوق رأس المال (CML)Capital Market line التي تحدد العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع و المخاطرة الإجمالية لمحافظ فعالة متنوعة[1] ، كما هي موضحة في الشكل التالي :

شكل رقم (1،5) : منحنى خط سوق رأس المال



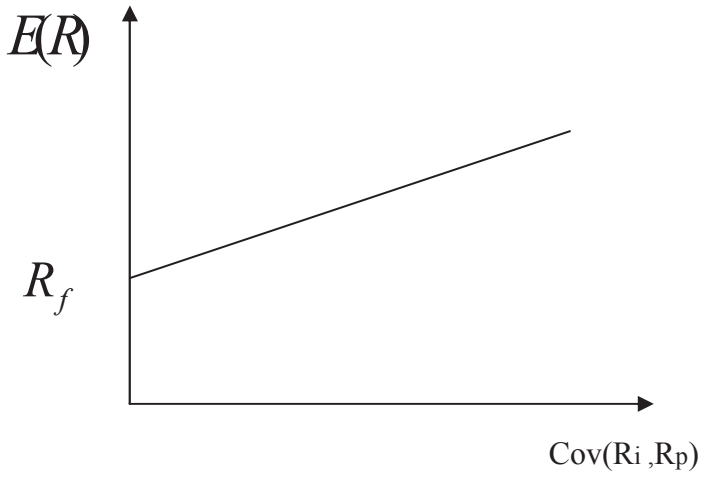
المصدر : سامية زيطاري ، مرجع سابق ، ص:267

[1] - Jean-baptiste ; Ferrari ; Economie du risque « Application à la finance et l'assurance » ; Bréal ; 2002 ; p : 155 ;156

و العلاقة الثانية هي خط سوق السهم Security Market line التي تشمل العلاقة التوازنية بين الدخل و المخاطرة النظامية (Systematic Risk) – سنتطرق إليها لاحقا– وهي تطبق على الأسهم كما تطبق على المحافظ.

التمثيل البياني لهذه العلاقة معطى بالشكل التالي :

شكل (6،1) : خط سوق السهم



المصدر : سامية زيطاري ، نفس المرجع ، ص:268

و لتحقيق التوازن على جميع المستثمرين أن يمتلكوا نفس المحفظة للأصول ذات مخاطرة ، حصة لكل أصل في المحفظة لكل مستثمر هي متساوية و تساوي حصة الأصل في الرسملة الكلية للسوق البورصية ، فمثلا أسهم شركة F تمثل α % من الرسملة البورصية إذن عند التوازن كل مستثمر سوف يمتلك α% من الأسهم لـF في محفظته بحيث أن هذا الثبات النسبي مؤكد لجميع الأصول .

كذلك عند التوازن سوف يمتلك كل مستثمر محفظة تعرف تحت اسم « محفظة السوق » و أصل أكيد و ذلك حسب موقفه اتجاه المخطر ، إذن فهو خاضع لنفس المخطر في تلك المحفظة .

باعتبار أن المخاطر للأصول الفردية يتم إلغاؤها عن طريق التنويع داخل هذه المحفظة فالاختلافات بين حدود مخاطر المحفظة الكلية الممتلكة من قبل كل مستثمر لا يمكن أن تنجم عن إعادة توزيع للمخاطر المتراكمة ، و هذا يكون بحسب ما يملكه كل مستثمر من الأصل بدون مخطر.

يمكن حساب معادلة أساسية لـــCAPM التي تعبر عن المردودية المتوقعة عند التوازن لكل ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية كالتالي :

- معادلة الـــCAPM :

نفترض حسب الشكل البياني (5،1) محفظة P مكونة من محفظتين ذات مخاطر.

المردودية و الانحراف المعياري لمحفظة P يكتب كالآتي :

$$R_P = \alpha_i R_i + (1-\alpha_i) R_m$$

Et

$$\sigma_p = [\alpha_i^2 \sigma_i^2 + (1-\alpha_i)^2 \sigma_M^2 + 2\alpha_i(1-\alpha_i)\sigma_{iM}]^{\frac{1}{2}}$$

2-3- الدراسات التوسعية لنموذج CAPM [1]

هناك نوعان من التوسعات التي عرفها الشكل المبسط لـــCAPM نـــوع يتعلـــق بـــالتغيير فـــي الفرضيات الصلبة التي وضعت و محاولة تقريب النموذج أكبر للواقع . و النوع الثاني من التوسعات يتعلق بمصدر المخاطرة الذي لم يعد وحيدا و إنما تم التفكير في إدراج العديد من العوامل كمـــصادر للمخاطرة مثل الضرائب ، الأرباح و عوامل أخرى ، و التي نحاول تلخيص البعض منها فيما يلي :

*إدراج أثر الضرائب

قام Breman بدراسة أثر الضريبة على تسعير الأصل الرأس المالي ، فهو أول من بحث في أثـــر فروقات معدلات الضرائب المفروضة على الأرباح و على القيمة المضافة . و بالتالي يضيف للنموذج معامل ثاني ، إلى جانب معامل المخاطرة النظامية (وهو عائد الأرباح الموزعة) ، و يلخـــص هـــذا بالمعادلة التالية :

$$E(R_i) = \lambda_1 R_f + \lambda_2 \beta_i + \lambda_3 Div_i$$

حيث : Div_i : عائد الربح للأصل i

ا- نموذج تسعير الأصل المالي بـــ β صفري .

الفكرة الأساسية لهذه الدراسة هي إلغاء الفرضية الثالثة من النموذج . ارتكزت دراسة Black على عدم وجود أصول مالية بدون مخاطرة (مضمونة) ، و بالتالي يعوض العائد المضمون في النموذج الأصلي بمحفظة مكونة من أصول معرضة للمخاطرة و التي تكون غير مرتبطة بمحفظة

[1]- سامية زيطاري ، نفس المرجع ، ص: 279-277

السوق . و تعرف هذه المحفظة بنموذج تسعير الأصل الرأس المالي بـــ β معدوم نظرا لكون انعدام التباين المشترك يعني انعدام β .

ب- النموذج المستمر لتسعير الأصل الرأس المالي

هذه الدراسة تدخل على النموذج الأصلي اهتمامات المستثمر بفرص الاستثمار المستقبلية هي تشتق نسخة من CAPM . تعتبر أن التداول في السوق يتم بشكل مستمر عبر الزمن .

يعرف هذا النموذج بما يسمى الصناديق الثلاثة المنفصلة . حيث يـــرى Merton أن المـــستثمرين يقتنون محافظهم الاستثمارية من ثلاث صناديق ، الأصول المضمونة ، محفظـــة الـــسوق المعياريـــة (Benchmark portefeuille) و محفظة أخرى تختار بحيث يكون عائدها مرتبطا ارتباطا سلبيا تاما مع الأصل المضمون ، و تكون ضرورة هذا الاختيار في المحافظ لتغييرات مستقبلية غير متوقعة في العوائد المضمونة .

و من بين أهم التوسيعات الذي عرفتها هذه النماذج يمكن ذكر استعمالها في الأسواق العالمية أو ما يعرف بـــ(INTERNATIONAL CAPM) و يرمز له بـــ(ICAPM) . حيث بدلا من اســـتعمال محفظة السوق المحلية لدراسة المخاطرة نستعمل محفظة عالمية و هي عبارة عن ســـلة مـــن الأوراق المالية من مختلف أسواق العالم . و من التوسيعات التي عرفتها هذه النماذج نموذج التسعير الـــشرطي أو ما يرمز له بـــ(CCAPM).

هذا النموذج من النماذج يسمح للمخاطرة β بأن تكون متغيرة عبر الزمن و ليست ثابتة كما هـــو الحال في النسخة الأولية لهذا النموذج.

المطلب الثالث : نظرية الأربتراج – المراجحة -APT

تبحث نظرية الأربتراج أيضا في العلاقة بين العائد و المخاطرة و هي تعتبر نظرية بديلة لنظريـــة تسعير الأصول الرأسمالية . و قد وضع Steven Ross أسس هذه النظرية في دراسة نشرت في عام 1976م ، و هي بذلك تكون أحدث نظرية لتفسير العائد على الاستثمار في الأوراق المالية .

تستند هذه النظرية إلى ثلاث افتراضات رئيسية و هي :

1- المنافسة التامة في أسواق رأس المال .
2- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد .
3- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية .

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل Factor Model و يقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على الأوراق المالية يتأثر بنوعين رئيسيين من العوامل هما : عوامل اقتصادية و هي عوامل السوق ، وعوامل خاصة بالمنشأة التي تصدر الأوراق المالية [1].

3-1-عوائد الأربتراج المتحققة

يمكن التعبير عن العلاقة بين العائد و هذه العوامل على الشكل التالي :

$$\widetilde{R}_{it} = a_{0t} + b_{i1}\overline{F}_{1t} + b_{2t}\overline{F}_{2t} + \ldots\ldots + b_{in}\overline{F}_{nt} + \overline{e}_i$$

$$= a_{0t} + \sum b_{ik}\overline{F}_{kt} + \overline{e}_{it}$$

حيث : $\overline{F}_{kt}$ تمثل العوامل (Factor) أو الأحداث في فترة زمنية واحدة و التي تؤثر على كافة الأوراق المالية أو مجموعة منها . فعلى سبيل المثال ، F_{1t} قد تمثل النمو الحقيقي للدخل القـومي (GNP) خلال السنة t و تأخذ مثل 4% . إن فكرة تأثير هذه العوامل على عوائد الأوراق الماليـة جميعهـا أو بعض منها ، أمر يستحق الانتباه.

أما الجزء b_{ik} فيمثل حساسية عوائد الأوراق المالية i عند مستوى العامل k .

أما الجزء a_{0t} فيمثل العائد المتوقع في الفترة t على جميع الأوراق المالية عندما تكون قيمة جميع العوائد تساوي صفرا . و أخيرا فإن الجزء e_{it} يمثل العائد الذي يخص فقط الورقة الماليـة i فـي الفترة t .

إن اثنين من هذه المتغيرات لهما رموز شـبيهة بمتغيـرات (CAPM) ، أي (b_{ik} ، e_{it}) ، و لدرجة ما فإنها تقيس قوة مشابهة ولكن يجب تمييزها عن أنواع بيتا العائد لـ (CAPM) أو الأخطاء المتبقية فأحد المتغيرات (APT) في (b_{ik}) قد يمثل حساسية عوائد الأوراق المالية لعوائد المحفظـة الاستثمارية ، و قد لا تكون الحالة كذلك .

إضافة إلى ذلك فإن في (APT) هي عوائد خاصة بورقة مالية معينة i بينما في (CAPM) فإنهـا تمثل عائدا غير مرتبط بمحفظة سوق رأس المال (محفظة السوق).

[1]- محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سابق ، ص:227

3-2- العوامل المسعرة

إن مؤيدي (مقترحي) نظرية الموازنة السعرية (APT) يقولون أن العوائد المتوقعة على محفظة مالية تعتمد على عائد ثابت مصاحب لجميع الأدوات المالية مضافا إليها تأثيرات (حساسية) الأحداث الاقتصادية المختلفة أو العوامل (Factors) . لقد سبق و أن أشرنا إلى ذلك بالمعادلة .

$$E(R_{it}) = a_{0t} + \sum_{k=1}^{n} b_{ik}\overline{F}_{kt}$$

أو

$$E(R_{it}) = a_{0t} + b_{it}\overline{F}_{1t} + b_{i2}\overline{F}_{2t} + ... + b_{in}\overline{F}_{nt}$$

إن العلاقة يجب أن تكون خطية و تشمل كافة الأوراق المالية و محافظ المالية ، و أن أرباح الأربتراج تكون في متناول اليد[1] .

النظريات بصورة عامة متشابهة في بعض الجوانب ، فكل في النظرتين يعالج موضوع العوائد المتوقعة على الأوراق المالية كحاصل جمع معدل الخلو من المخاطر و علاوة الخطر ، و يتضمن التنويع ما أمكن لمحفظة الأوراق المالية ، و إذا كان هناك عامل سعر واحد فقط فإن b_{i1} الذي يعود لـ(APT) هو نفسه بيتا (CAPM) ، و أن λ_{it} مشابه لعلاوة خطر محفظة السوق .

ومع ذلك فإن النظريتين تختلفان عن بعضهما في افتراضاتهما الجوهرية فبينما أساس CAPM هو نظرية المنفعة فإن أساس APT هو المبدأ الاقتصادي للأربتراج . و نموذج APT يختلف في نموذج CAPM ، حيث يسمح لمصادر متعددة في الخطر بينما CAPM له متغير واحد (Beta) يحدد العائد المتوقع السهم[2] ، و لكن هذه النظرية لم تحدد و بوضوح ما هي المخاطر المتعددة .

المطلب الرابع : أهم نماذج تقييم أداء محفظة الأوراق المالية.

يعالج هذا المطلب جانب آخر في الجوانب الضرورية التي تمثلها محفظة الأوراق المالية ، حيث تقييم أداء المحفظة أمر ضروري لمراقبة تحسين الأداء الاستثماري ،و على هذا فيجب تحديد و تطوير المقياس المناسب للعائد و الخطر ، و من خلال ذلك يتم التوصل إلى النتائج المحققة من تشكيل

[1]- خالد وهيب الراوي ، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ، ص:157،158،167

[2]- خالد وهيب الراوي ، نفس المرجع ،ص:169،170

المحفظة للتعرف على أي هدف تم تحقيقه و بالتالي التوصل إلى مجموعة من الآراء و الانطباعات في التحليل و الدراسة المستقبلية للأوراق المالية، و تحسين المحفظة [1].

و منه يتم التطرق في هذا المطلب إلى المؤشرات التالية :

1- مؤشر تراينور
2- مؤشر شارب
3- مؤشر جونسون.

بالإضافة إلى مقارنة المؤشرات الثلاث

4-1- مؤشر تراينور 1965

يقصد بمؤشر تراينور نسبة الفائض على المحفظة للمخاطر المنتظمة أي المخاطر غير القابلة للتنويع و تقاس هذه الأخيرة بالمعامل بيتا و كلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل .

و يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا و بالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (الخاصة) و على هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة[2] .

يحسب مؤشر تراينور وفق الصيغة الرياضية التالية[3]:

$$TP = \frac{E(R_p) - R_f}{\beta_p}$$

حيث:

$E(R_p)$: تمثل العائد المتوقع للمحفظة .

R_f : عائد الأصل الخالي من المخاطرة .

β_p : يمثل بيتا المحفظة .

4-2- مؤشر شارب 1966

قدم « وليام شارب » مقياسا مركبا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد و الخطر عند تقييم أداء المحفظة أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد [4].

---

[1]- محمد سويلم ، إدارة البنوك و صناديق الاستثمار و بورصات الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، مصر ،ص:180

[2]- محمد صالح الحناوي ، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، مرجع سابق ،ص:285،286

[3]- Noél Amenc , Théorie du portefeuille et analyse de sa performance , Economica , paris , 2002 , p : 146

[4]- محمد صالح الحناوي ، مرجع سابق ،ص:281

بعبارة أخرى مؤشر شارب هو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطر الكلية و تقاس الأخيرة بالانحراف المعياري ، و كلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل [1].

يحسب مؤشر شارب وفق الصيغة الرياضية التالية[2] :

$$SP = \frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_{RP}}$$

حيث :

$E(R_p)$: العائد المتوقع للمحفظة.

R_f :عائد الأصل الخالي من المخاطرة.

σ_{RP} : الانحراف المعياري لعوائد المحفظة .

تجدر الإشارة إلى أن أسلوب شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة و تخضع لقيود متماثلة كأن تكون هذه المحافظ ذات الأهداف المتشابهة و تخضع لقيود متماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط .

كذلك فإن مقياس شارب يعتمد على الإنحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة و يرى البعض أن المحفظة أساسا تقوم على فكرة التنويع و إذا ما توفر التنويع الجيد داخل المحفظة فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر الخاصة و يتبقى فقط المخاطر المنتظمة و التي من خلال بيتا و ليس الإنحراف المعياري[3] .

4-3- مؤشر جونسون

يرتكز تقييم الأداء حسب نموذج " جونسون "على نموذج السوق و نموذج توازن الأصول المالية .

حدد جونسون –من خلال نتائجه – علاوة الخطر التي يمكن انتظارها من كل كمحفظة لها مستوى معين من الخطر النظامي ، و تمارس سياسة معينة للشراء و الاحتفاظ ، يترجم ذلك من خلال المعادلة التالية [4]:

حيث :

$$R_{pt} - R_{ft} = \beta_p [R_{Mt} - R_{Ft}] + \varepsilon_{pt}$$

[1]– رياض دهال ، الأدوات المالية ، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، العدد 15 ، مارس ، 2003، ص:03

[2]- Noél Amenc , Théorie du portefeuille et analyse de sa performance , opcit ; p :147

[3]– رياض دهال ، مرجع سابق ، ص:12

[4]– فيصل حمدي ، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة ، رسالة ماجستير ، جامعة ورقلة ، 2006، ص:64،65

R_{pt} : مردودية المحفظة P خلال المجال الزمني t .

R_{Mt} : معدل مردودية السوق خلال الزمن t .

R_{ft} : معدل الفائدة للاستثمار بدون خطر .

β_p : تقيس الخطر النظامي .

ε_{pt} : متغيرة عشوائية ذات متوسط معدوم .

أخذ جونسون بعين الاعتبار إمكانية عدم مرور المستقيم ($R_p - R_f$) بالمبدأ ، أي أن متوسط الأخطاء قد لا يكون معدوما و وضع :

$$E(\varepsilon_{pt}) = \alpha_p$$

$$\varepsilon_{pt} = \alpha_p + \varepsilon_{pt}$$

و بالتالي تصبح المعادلة السابقة :

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{Mt} - R_{ft}) + \bar{\varepsilon}_{pt}$$

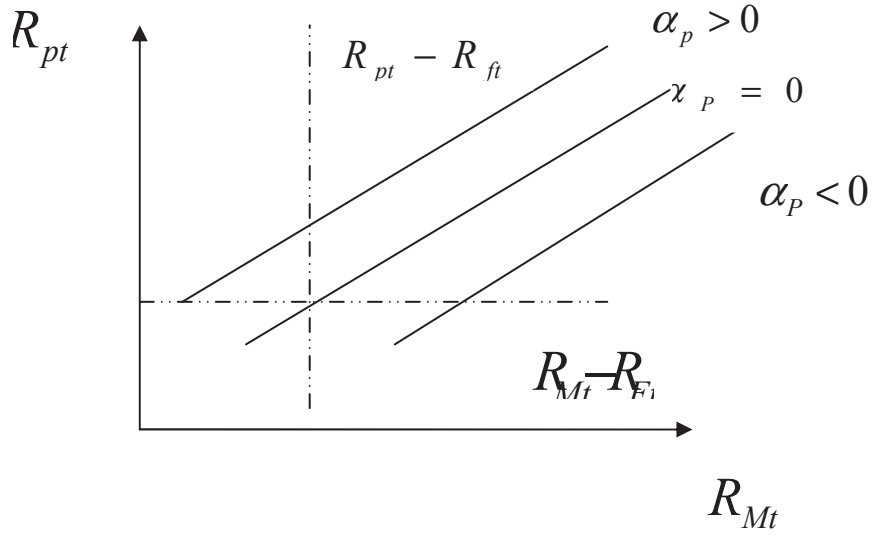
مع :

$$E(\bar{\varepsilon}_{pt}) = 0$$

و منه : فإن α_p تشكل مقياسا لاستعداد المسيرين للوصول إلى أداء أحسن من أداء السوق .

يمثل الشكل (7،1) ثلاثة حالات مختلفة مشكلة لأداء مسيري المحافظ .

شكل (7،1) : القياس البياني للأداء في المحفظة حسب "جونسون "



المصدر : فيصل حمدي ، نفس المرجع ، ص : 66

إذا كان $\alpha_p > 0$ ، فإن للمسير أن يتنبأ بأسعار القيم و يمارس اختيار جيدا لها .

إذا كان $\alpha_p = 0$ ، فإن المسير يمكن أن يكون اختياره للمحفظة جيدا ، و قد يحقق أرباحا ، لكن هذه الأرباح (الناتجة عن انتقاء جيد) تعوض بالضبط مصاريف التسيير أو مصاريف المعاملات .

إذا كان $\alpha_p < 0$ ، فإن انتقاء المسير يكون سيئا و/أو قدراته الاختيارية ضعيفة و / أو تكاليف التسيير جد مرتفعة .

4-4- مقارنة النتائج

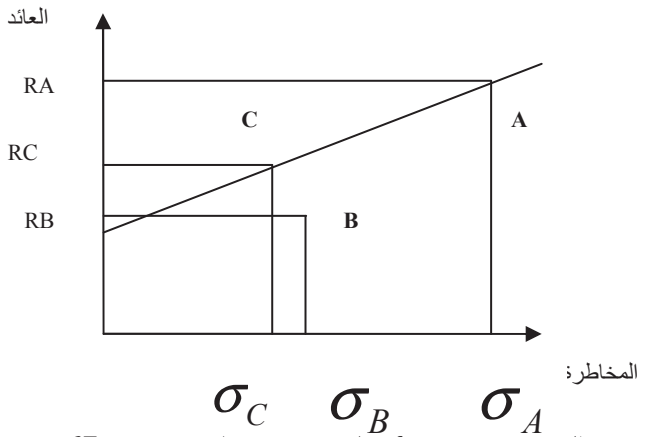
بعد إجراء عملية التقييم لابد من مقارنة النتائج بمؤشر السوق لأنه الأساس في إدارة المحافظ الاستثمارية . فعندما يكون المؤشر مرتفعا تكون الأسعار في زيادة و المؤشر قد يدلنا على أداء المحافظ أو أداء مدراء المحافظ الاستثمارية . كذلك يمكن أن يدلنا المؤشر على حالة السوق في المستقبل و ما ستكون عليه الأسعار في المستقبل . بالإضافة إلى أنه يساعد في تقدير مخاطر المحفظة الاستثمارية . و نعني هنا المخاطر النظامية . أيضا يوضح المؤشر مستوى التنويع في المحفظة [1].

و عادة يأخذ أداء المحفظة ثلاثة أشكال رئيسية هي :

- أداء جيد : عندما يكون عائد المحفظة اكبر من خط السوق .
- أداء مقبول : عندما يكون عائد المحفظة على خط السوق .
- أداء غير مقبول : عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق .

و يمكن توضيح ذلك بالشكل التالي :

الشكل (8،1) : أداء المحافظ



المصدر : حمدي فيصل ، مرجع سابق ، ص : 67

نلاحظ من الشكل (8،1) ما يلي :

[1]- غازي فلاح المومني ، مرجع سابق ، ص:217

1- أداء المحفظة "A" جيد لأنه يفوق متوسط العائد على السوق و يقع A على خط السوق و قد حقق أعلى عائد و هو "RA" و بمخاطرة " σ_A " .

2- أداء المحفظة "C" مقبول حيث تقع هذه المحفظة على خط السوق أي أن معدل العائد على المحفظة يساوي معدل العائد على السوق عند مستوى المخاطرة في " σ_C " أي أن المحفظة "C" حققت عوائد "RC" بمخاطرة معقولة و هي في " σ_C " .

3- أداء المحفظة "B" غير مقبول بسبب أن عوائد هذه المحفظة أقل من متوسط العوائد السائدة في السوق .

فيما يتعلق بأهم الاختلافات بين المؤشرين (مؤشر شارب و مؤشر ترينور) نجد ما يلي [1]:

1- مؤشر شارب يعتمد على σ (الانحراف المعياري) أي المخاطر الكلية و هذا يعني ان مدير المحفظة لا يستطيع التخلص من المخاطر الكلية .

2- يعتمد مؤشر ترينور على المخاطر العامة أو المنتظمة و هذا يعني وفقا لهذا المؤشر قدرة مدير المحفظة على التخلص من مخاطر الخاصة (غير المنتظمة) التي ترجع إلى طبيعة النشاط من خلال التنويع.

[1]- عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، الدارالجامعية ، الاسكندرية ، 2005، ص:499

الفصل الأول
السوق المالية و محفظة الأوراق المالية

مدخل الفصل الأول

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية. وقد جاء انتشار الشركات 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 أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

ففي فرنسا مثلاً ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام1724 م بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه(Royal Exchange) . أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأسهم في عام1821 م وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو وول ستريت.

و تبعا لذلك فقد شهد الاستثمار في الأوراق المالية تطورات كبيرة من نواحي متعددة ، حيث ظهرت نظريات عديدة تتناول هذا الموضوع هدفت إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار و تخفيض المخاطر إلى مستويات مقبولة . و كان لهذه النظريات أثر كبير في تغيير الطريقة التي يتم فيها اتخاذ القرار الاستثماري .

فنقسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث : سيتم في المبحثيين الأوليين التطرق إلى السوق المالي ، ثم مؤشرات الأسواق المالية من طرق احتسابها و استخداماتها . أما المبحثيين الموليين فقد خصصا لمحفظة الأوراق المالية من حيث تشكيلها و إدارتها و طرق تقييم أدائها ، و كل النظريات المتعلقة بها .

خلاصة الفصل الأول

يتسم الاستثمار في الأسواق المالية بتعرضه لعدة أنواع من المخاطر المالية، و يختلف المستثمرون فيما بينهم في تحملهم للمخاطر أو تجنبها. لقد استخدمت الطرق الرياضية لتقدير العوائد فكان استخدام الانحراف المعياري أحد هذه الأساليب. و لكن قبول الانحراف المعياري كمعيار لقياس العوائد المتوقعة بمعناه المطلق قد يجعل من بعض النتائج غير صحيحة. عليه نستخدم معامل التباين . و يستخدم كلا المفهومين في تقدير القيمة المتوقعة من استثمار معين .من جهة أخرى فإن العوائد المتوقعة لمجموعة من الاستثمارات و درجة المخاطرة بها قد ينتج عنها وجود ارتباط بين العوائد و المخاطر.

إن تأثير استثمار على درجة المخاطر التي تواجهها الشركة تعتمد على درجة ارتباط الأصول فيما بينها مع أصول أخرى في المحفظة المالية للشركة. فيمكن أن تكون درجة الارتباط من خلال التنويع موجبة أو عديمة أو سالبة (−1 ، 0 ، +1) .و تعبر عن العلاقة المتواجدة بين الأصول المالية .

و أما نظرية المحفظة فهي تتمحور بخصوص اختيار المحافظ المثلى من مجاميع المحافظ الممكن الحصول عليها ، و المحافظ المالية الكفؤة تشمل المحافظ ذات العوائد المتوقعة عند مخاطر معينة ، و النموذج CAPM يستخدم خط سوق الأوراق المالية لاحتساب العلاقة بين المخاطر و العوائد للأصول المالية .

المبحث الأول : سعر الفائدة

تلعب معدلات الفائدة السائدة في أسواق المال دورا أساسيا في دور النقد و بالتالي تساهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين إلى المقترضين ، و على هذا الأساس يعتبر معدل الفائدة السوقي بمثابة المحرك الأساسي لآلية السوق المالي ، مما يحدوا بخبراء الاستثمار إلى اعتبار معدل الفائدة لأدوات الاستثمار خالية المخاطر أساسا لتحديد العائد المتوقع من الأدوات الاستثمارية المختلفة .

ومن المتعرف عليه في علم الاقتصاد ، أن الاقتصاد العالمي يمر بفترات انتعاش تتلوها فترات من الركود يطلق على كل منهما مصطلح دورة اقتصادية ، و من الطبيعي أن تنعكس أثار هذه الدورة على أدوات الاستثمار المتداولة في أسواق المال ، و على الأخص أسعار السندات و الأسهم[1] .

و نحاول من خلال هذا المبحث الوصول في المطلب الأول إلى تعريف موحد لسعر الفائدة ، ثم نتطرق في المطلب الثاني إلى العوامل التي تؤثر على معدلات الفائدة ، و في المطلب الموالي نعرج إلى النظريات المفسرة لها .

المطلب الأول : سعر الفائدة و أنواعها

سوف نتعرض في هذا المطلب إلى النقاط الآتية :

- تعريف سعر الفائدة .
- أنواع معدلات سعر الفائدة
- أهمية سعر الفائدة في عمل الأسواق المالية و مبرراتها

1-1- تعريف سعر الفائدة [2]

تعرف الفائدة في المحيط المصرفي و المالي كما يلي :

- التعريف الأول :

يقصد بالفائدة في المعنى الجاري المبلغ الذي يدفعه المقترض إلى المقرض لقاء قيام هذا الأخير بإقراضه مبلغا من النقود لفترة زمنية محددة، و هذا المبلغ ينسب إلى أصل مبلغ القرض بنسبة مئوية معينة ، فالقاعدة بعبارة أخرى هي ثمن أو مقابل استخدام النقود .

- التعرف الثاني :

يعرف سعر الفائدة على أنه أجرة المال المقترض ، أو ثمن استخدام الأموال أو العائد على رأس المال المستثمر ، ويقال أيضا أن سعر الفائدة هو عائد الزمن عند اقتراض الأموال مقابل تفضيل السيولة .

---

[1]- رستمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ، ص: 140

[2]- بوكساني رشيد ، مرجع سابق ، ص: 45

- التعريف الثالث [1]:

عبارة عن سعر لديه صفة خاصة ليكون الرابط بين الأزمنة .

لتوضيح معنى ذلك ، نأخذ المثال التالي :

لدينا سلعة A ، نفرض أن الوحدة النقدية هي € . السعر $p_{A€}$ هو الكمية اللازمة من € للحصول على وحدة من السلعة A .

ما هي الكمية من السلعة A في الفترة $t=1$ التي يمكننا تبادلها بكمية من نفس السلعة في الفترة $t=0$ ؟

$$P_{t=0,t=1}=\frac{QA_{t=0}-QA_{t=1}}{QA_{t=1}}$$

$P_{t=0,t=1}$: عبارة عن سعر يتعلق بالفرق بين كمية من النقد في الزمن $t=0$ و كمية من النقد تسلم فيما بعد $t=1$ و لديها نفس القدرة الشرائية للكمية السابقة ، و بالتالي نرمز لمعدل تغير الكمية المتبادلة من النقد بين ($t=0$ ، $t=1$) بالرمز r ، يصبح لدينا :

$$€_{t=0}=(1+r)€_{t=1}$$

$$€_{t=1;t=0}=\frac{€_{t=0}}{€_{t=1}}=\frac{(1+r)€_{t=1}}{€_{t=1}}=(1+r)$$

r : سعر الفائدة خلال الفترة (0 ،1) .

- التعريف الرابع :

يعرف سعر الفائدة على أنه أجر النقود يلتزم المقترض بدفعه إلى المقرض مقابل التنازل مؤقتا له عن السيولة [2].

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سعر الفائدة هو ذلك المبلغ من المال الذي يتحصل عليه المقرض من المقترض لقاء التنازل عن مبلغ من المال ، ويكون لديه صفة خاصة ليكون الرابط بين الأزمنة .

إن المتغير الاقتصادي – كما ذكرنا سابق – الذي يوفق بين المقرضين و المقترضين في علاقات تمويلية هو سعر الفائدة . فهو إذا يعتبر السعر الذي يدفعه المقترض لقاء استخدامه الأموال المقترضة لفترة زمنية معينة يتفق عليها أي سعر الائتمان . ولكنه يختلف بعض الشيء عن أسعار السلع و

[1] - C.Lubochinsky , les taux d'intérêt , Dalloz , Paris , 1990, p : 4-5

[2] - الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ،2001، ص:70

الخدمات الذي تم التطرق إليه في التعريف الثالث ، بأنه ليس سعرا مطلقا و إنما هو نسبة مئوية لفترة سنة واحدة . لذا نجد بأن سعر الفائدة ينظر له تارة عائدا على الأموال المقترضة ، و تارة أخرى على أنه تكلفة لها ، أما بالنسبة للوحدات الانفاقية المقترضة فيعتبر تكلفة لها . أما بالنسبة للبنوك فبما أنها على الودائع المصرفية . أما إذا احتفظت الوحدات المدخرة بمدخراتها بشكل أرصدة نقدية فان سعر الفائدة في هذه الحالة هو تكلفة الفرص البديلة أي مقدار التضحية التي تتحملها هذه الوحدات نتيجة احتفاظها بثروتها بشكل أرصدة نقدية و تنازلها عن العائد الذي يمكن أن تحصل عليه من عملية الإقراض .

و يكون السعر العائم في كثير من اتفاقيات مبادلات الفائدة هو سعر London Interbank Officeأو LIBOR و هو عبارة عن سعر الفائدة المطروح بواسطة البنوك على الودائع من البنوك الاخرى في Hسواق العملة الأوروبية و سعر LIBOR لشهر واحد هو السعر المدفوع على ودائع الثلاثة شهور و هلم جرا .

و يتم تحديد أسعار LIBOR بواسطة التداول الذي يتم بين البنوك و يتغير باستمرار مع تغير الظروف الاقتصادية . و مثلما يكون سعر الفائدة الأساسي هو سعر الفائدة المرجعي للقروض ذات الأسعار المتغيرة في السوق المالية المحلية ، فإن سعر LIBOR يكون هو السعر المرجعي للقروض في الأسواق المالية الدولية .

و لفهم كيف يستخدم هذا السعر افترض أنه تم تحديد سعر فائدة LIBOR لستة أشهر زائد 5% سنويا ، فإن عمر القرض سوف يقسم إلى فترات كل منها مدته 6 شهور ، و بالنسبة لكل فترة يتم تحديد سعر الفائدة على أساس 5% سنويا إضافية على سعر LIBOR في بداية المدة ، و تدفع الفائدة في نهاية المدة ، و علما بأن LIBOR لثلاثة شهور هو سعر الفائدة الذي يقوم عليه عقد عمليات اليورو دولار الآجلة و ذات الشعبية الكبيرة و المتداولة في بورصة شيكاغو التجارية .

1-2- أنواع معدلات سعر الفائدة [1]

يمكن تصنيف معدلات الفائدة إلى عدة تصنيفات مختلفة وفقا لأسس مختلفة فمثلا تقسم معدلات الفائدة ، حسب طول أجل الدين الذي يستحق عليه الفائدة إلى :

معدل فائدة قصير الأجل :

و هو ذلك المعدل الذي يسري على الديون القصيرة الأجل مثل القروض قصيرة الأجل و أوراق الديون قصيرة الأجل كالسندات قصيرة الأجل و أذونات الخزينة .

[1]- عبد المنعم السيد علي ، نزار سعد الدين العيسى ، النقود والمصارف و الاسواق المالية ، ط1، دون دار النشر ، الاردن ، 2004 ، ص:298

ب- معدل الفائدة طويل الأجل :

و يسري على الديون الطويلة الأجل مثل القروض طويلة الأجل و أوراق الدين طويلة الأجل كالسندات طويلة الأجل .

و عادة ما تكون معدلات الفائدة طويلة الأجل ، أعلى من معدلات الفائدة قصيرة الأجل إلا في حالات استثنائية تحدث في الركود الاقتصادي حيث تسود توقعات المستثمرين بانخفاض معدلات الفائدة في المستقبل لذا تصبح معدلات الفائدة قصيرة الأجل أعلى من معدلات طويلة الأجل .

و من حيث أسلوب احتساب الفوائد على الديون ، تقسم معدلات الفائدة إلى :

ا- معدل بسيط : و هو معدل الفائدة الذي يحتسب على أصل الدين أي المبلغ الأساسي فقط بدون فوائد

ب- معدل مركب : وذلك باحتساب الفائدة على جملة أصل الدين و فوائده ، لكن أكثر التصنيفات شيوعا لمعدلات الفائدة ، هو ذلك التصنيف الذي يربطها بكل من أغراض المستثمر و مخاطر الاستثمار .

1-3- علاقة سعر الفائدة الحقيقي بسعر الفائدة الاسمي

إن معدل التضخم يلعب دورا رئيسيا في الانتقال من سعر الفائدة الاسمي إلى سعر الفائدة الحقيقي. هذا ما تنص عليه نظرية Irving Fisher ، و هذا ما لوحظ في الدراسات التجريبية و التطورات الحديثة .

* علاقة فيشر :

تشير معادلة فيشر إلى العلاقة الموجودة بين سعر الفائدة الاسمي و سعر الفائدة الحقيقي. و تكتب هذه المعادلة على الشكل التالي :

$$i = r + \pi$$

حيث :

i : سعر الفائدة الاسمي ،

r : سعر الفائدة الحقيقي ،

π : معدل التضخم .

1-4- سعر الفائدة و معدل التضخم

ترى النظرية الكلاسيكية (فيشر) ، أن سعر الفائدة الحقيقي يتحدد بالقوى الحقيقية للادخار و الاستثمار ، أي أن سعر الفائدة الحقيقي هو سعر التبادل بين السلع الحاضرة و المستقبلية ، إلا أن هذا

السعر ليس بالضرورة هو السعر الذي يحصل عليه المقترض من المؤسسات المصرفية أو الأسواق المالية ، فالمقترض يقترض بسعر السوق (الجاري) و السعر الأسمى يتأثر بالتضخم المتوقع . و عليه اختلفت الآراء حول نوعية العلاقة التي تربط التضخم و سعر الفائدة ، خاصة و أن التضخم هو الذي يخلق الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي و سعر الفائدة الاسمي[1]

1-5- أهمية سعر الفائدة في عمل الأسواق المالية [2]

يرتبط التعامل بالأسواق المالية بسعر الفائدة بدرجة وثيقة جدا ، بشكل مباشر ، كما أسلفنا الـــذكر ، نظرا لارتباط سعر الفائدة بمعظم إن لم يكن بجميع أدوات التعامل في الأسواق المالية و بالتالي فأهمية سعر الفائدة تكمن في :

– الفائدة هي ثمن رأس المال ، أو المقابل لاستخدامه ، وإنما تمثل ثمن مبادلة قيمة آنية بقيمة آجلـــة ، أي ثمن مبادلة قيمة حالية بقيمة لاحقة ، أو مستقبلية ، و هي ثمن أو مقابل الاقتراض ، و بهذا فإنهـــا تمثل تكلفة الاقتراض من جانب ، و عائدا من الجانب الآخر .

و الاهتمام بسعر الفائدة ، أي النسبة المئوية للفائدة يشكل محور الاهتمام الأساسي الخاص بمقدار أي مبلغ الفائدة ذاتها ، ذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يرفع معه مقدار أي مبلغ الفائدة ، و انخفاض سعر الفائدة يخفض معه مقدار أي مبلغ الفائدة .

– إن المستثمر في الغالب عند توجهه للاستثمار يقارن بين سعر الفائدة الذي يمكنه الحصول عليها من أمواله بشكل وديعة مصرفية و بين عائد استخدام هذه الأموال بالاستثمار في شراء الأوراق المالية و الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق ، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أعلى من سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بالاستثمار فيها ، أما إذا كان أقل من سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بعدم الاستثمار ، و التوجه نحو إيداع الأموال هذه و الحصول على الفائدة مقابل إيداع أمواله لدى المصارف ، و هكذا فإن سعر الفائدة في علاقته بمعدل العائد المتوقع تحققه نتيجة الاستثمار في الأسواق المالية ، و بالتالي فإنه العامل الأكثر أهمية في تحديد هذا الاستثمار .

المطلب الثاني : العوامل التي تؤثر على معدلات الفائدة [3]

تتقلب معدلات الفائدة في أسواق المال تحت تأثير مجموعة من العوامل مثل قوى العرض و الطلب على النقد ، و الدخل القومي ، و السياسات النقدية ...الخ ،لكن كل ما يهمنا في هذا المجال التركيز على دور كل من الدخل القومي و قوى العرض و الطلب و توقعات التضخم و مخاطر تقلب صرف العملة .

---

[1]– بلعزوز بن علي ، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية حالة الجزائر ، رسالة دكتوراه ، الجزائر ، 2004 ،ص : 25

[2]– فليح حسن خلف ، الاسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ، ص: 168،169

[3]– رستمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ، ص: 143–145

2-1- آثار الدخل القومي على معدلات الفائدة

ترتفع عادة معدلات الفائدة عند حدوث أية زيادة في الدخل القومي ، ذلك لأن ارتفاع الدخل القومي يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي و بالتالي إلى ارتفاع معدل الفائدة الاسمي . فارتفاع الدخل القومي يزيد الطلب على النقد في سوق المال ، و ذلك لاستخدامه في عمليات التبادل التجارية التي تتم فيه ، و بقصد الحصول على هذا النقد ، يضطر بعض المستثمرين لبيع ما بحوزتهم من أوراق مالية ، فتنخفض أسعار هذه الأوراق و ما يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة .

و من العوامل التي تؤدي إلى زيادة الدخل القومي ، و بالتالي زيادة معدلات الفائدة :

1- ارتفاع مستوى الصادرات .

2- ارتفاع الإنفاق الاستثماري .

3- ارتفاع نسبة استهلاك الأفراد من مداخيلهم .

و بالعكس من العوامل التي تؤدي إلى انخفاض الدخل القومي، و بالتالي هبوط معدلات الفائدة ما يلي :

1- ارتفاع مستوى الواردات .

2- انخفاض الإنفاق الاستثماري .

3- انخفاض نسبة ما يستهلكه الأفراد من مداخيلهم .

2-2- آثار قوى العرض و الطلب على معدلات الفائدة

ينطبق على النقد في سوق المال ما ينطبق على السلع الأخرى كل في سوقها الخاص ، و على هذا الأساس يكون لآلية السوق المبنية على كمية الطلب على النقد مقارنة بكمية المعروض منه الآثار الى آلية أسواق السلع و ذلك من حيث تأثيرها على الأسعار السائدة .

و يتحدد الطلب على النقد في أسواق المال بفضل عنصرين رئيسيين هما :

ا- الطلب المرتبط بتنفيذ عمليات التبادل العادية ، أي بيع و شراء أدوات الاستثمار الخالية من عنصر المخاطرة ، و يزيد هذا النوع من الطلب عادة كلما ارتفع مستوى الدخل القومي .

ب- الطلب المرتبط بدافع المضاربة . فالأفراد يحتفظون بأرصدة نقدية بالبنوك انتظارا للفرص السانحة التي تحقق لهم أرباحا نتيجة التغير في أسعار الأوراق المالية في البورصات (الأوراق المالية) ، حيث ترتفع أو تنخفض وفقا لتغيرات أسعار الفائدة في السوق النقدي[1] .

[1]- بلعزوز بن علي ، محاضرات في النظريات السياسات النقدية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ،2004 ، ص: 53

و ينعكس هذا التقلب من معدلات الفائدة على آلية سوق المال عندما ينخفض الطلب على النقد ، و يعيد السوق إلى نقطة التوازن حيث يتساوى العرض و الطلب . لكن إذا ما انخفض الطلب أكثر متجاوزا نقطة التوازن يقوم الأفراد و المؤسسات حينئذ باستخدام ما لديهم من فوائض نقدية في شراء الأوراق المالية ، فترتفع أسعار الأوراق المالية.

المطلب الثالث : نظريات سعر الفائدة

3-1- نظرية الفائدة الكلاسيكية[1]

هذه النظرية تحاول تفسير سعر الفائدة من خلال العلاقة بين الادخار و الاستثمار و أن سعر الفائدة يتحدد بعوامل حقيقية و ليست نقدية ، حيث ان المقصود هنا بكل من الادخار و الاستثمار الجانب العيني أو الحقيقي (المادي) ، أي الادخار الحقيقي و الاستثمار العيني ، و ليس الجانب النقدي لكل من الادخار و الاستثمار ، ذلك لأن النقود وفقا للنظرية الكلاسيكية ليست الا حجاب يخفي خلفه المعاملات العينية أي الحقيقية في الاقتصاد ، و لهذا فان دور النقود في هذه النظرية دور حيادي ، أي أنها لا تؤثر على النشاطات الاقتصادية ، لأن أثرها الوحيد فقط على المستوى العام للأسعار بحيث أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار ، و أن انخفاض كمية النقود يقود إلى انخفاض المستوى العام للأسعار ، أي أن التأثير هذا يكون بنفس القدر و بالاتجاه ذاته ، و المستوى العام للأسعار ما هو إلا المتوسط العام لجميع أسعار السلع و الخدمات في الاقتصاد .

و إن سعر الفائدة بموجب النظرية الكلاسيكية يتحدد عن طريق التفاعل بين الادخار و الاستثمار و بحيث يتحدد سعر الفائدة التوازني في السوق التامة (الحرة) أي سوق المنافسة الكاملة عند المستوى الذي يتساوى فيه الادخار مع الاستثمار ، و هذا يعني أن كل الادخارات العينية المتحققة في الاقتصاد تذهب بفعل سعر الفائدة هذا إلى الاستخدام في الاستثمار لأن عدم استخدام المدخرات هذه في الاستثمار يمثل الاكتناز ، و هذا الاكتناز يعتبر سلوك غير عقلاني طالما أن الفرد يمكنه استخدام هذه المدخرات في الاستثمار و الحصول على عائد مقابل هذا الاستخدام . و لا يسود في السوق التامة هذه سوى سعر الفائدة التوازني ، و إن حالات عدم التوازن أي عدم التساوي بين الادخار و الاستثمار تقود إلى في النهاية إلى تحقق السعر التوازني .

3-2- نظرية تفضيل السيولة الكينزية[2]

إن النظرية الكلاسيكية ركزت على الادخار و الاستثمار كمحددات لسعر الفائدة و أهملت المؤثرات النقدية عليه و بذلك حصرت تقرير سعر الفائدة التوازني في القطاع الحقيقي . و هذا مما حدا بهم

[1]- فليح حسن خلف ، الاسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ن ص : 174-175

[2]- عبد المنعم السيد ، نزار سعد الدين العيسى ، النقود و المصارف و الاسواق المالية ، مرجع سابق ، ص:308

لاعتبار النقود مجرد حجاب للتعامل الحقيقي في السوق و للتبادل السلعي فيه . و أدى بهم إلى اعتبار الائتمان مجرد وسيلة لتسهيل نقل و سائل الدفع ، التي هي النقود ، من الأفراد الذين لا يستعملونها لغرض الاستثمار إلى الوحدات الاستثمارية المستعدة لاستغلالها في عملية الإنتاج . و هكذا أصبحت الصيرفة و الائتمان في النظرية الكلاسيكية نتاجا ثانويا لظاهرة النقود . كما اعتبرت احتفاظ الأفراد بأرصدة نقدية عاطلة سلوكا غير عقلاني .

مع ذلك اعتبرت هذه النظرية تفسيرا مقبولا للتغيرات التي تحصل في سعر الفائدة في الأمد البعيد استنادا لتركيزها على العادات الادخارية للمجتمع من جهة و على إنتاجية رأس المال من جهة أخرى ، و هي عوامل لا تتغير كثيرا في الامد القصير .

لقد انتقد كينز النظرية الكلاسيكية لإهمالها المؤثرات النقدية على سعر الفائدة التي اعتبرها الأكثر أهمية و صلة بتقرير سعر الفائدة في الأمد القصير . و لتوضيح ذلك قدم نظريته المعروفة بنظرية تفضيل السيولة التي اختلفت اختلافا جذريا عن النظرية الكلاسيكية و ركزت على التغيرات القصيرة الأمد في سعر الفائدة ، و هي التغيرات الأكثر أهمية بالنسبة للسياسة النقدية . لذا فإن الفائدة في النظرية الكينزية هي ظاهرة نقدية يتقرر سعرها في السوق النقدي من خلال تفاعل عرض النقود و الطلب عليها .

3-3- نظرية التوقعات[1]

تقوم نظرية التوقعات على فرضية مؤداها أن المستثمر لا يعنيه ما إذا كانت الورقة المالية قصيرة أو طويلة الأجل ، بل ما يعنيه هو تعظيم العائد الذي يحققه . و عليه فإن المفاضلة بين السندات طويلة و قصيرة الأجل ، تتوقف على توقعاته بشأن المستوى المتوقع لأسعار الفائدة في السوق في تاريخ معين في المستقبل ، أو ما يسمى بسعر الفائدة الآجل . على أساس أن سعر الفائدة الآجل ما هو إلا سعر الفائدة الفوري المتوقع أن يسود في ذلك الأجل .

3-4- نظرية السوق المقسم

تشير نظرية السوق المقسم إلى عدم وجود علاقة بين سعر الفائدة على الأوراق المالية قصيرة الأجل ، فلكل نوع سوق مستقل تفضله فئة معينة من المستثمرين و المقترضين ، وأن سعر الفائدة في كل سوق يتوقف على التوازن بين العرض و الطلب فيه . فمثلا هناك مستثمرون يفضلون التعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل كالبنوك التجارية رغبة في التحوط ضد مخاطر نقص السيولة و مستثمرون آخرون يفضلون الاستثمار في خليط من أوراق مالية متوسطة الأجل و أوراق مالية طويلة الأجل مثل شركات التأمين على الحياة ، التي عادة ما تتمتع بقدرة عالية على التنبؤ بالأزمات المتوقعة. لذا يطلق جونز على نظرية السوق المقسمة نظرية الموطن المفضل . و يضيف ألكسندر و زملاؤه أن

[1]-منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص : 31 ، 44 .

المستثمرين و المقرضين لن يتركوا السوق الذي يفضلونه للتعامل في سوق آخر، حتى لو كان العائد المتوقع أعلى . أما سبب تفضيل سوق على آخر فقد يكون التعود أو القيود التشريعية .

المبحث الثاني : مخطر سعر الفائدة و تقسيماته

في أي نشاط اقتصادي يخضع لمتغيرات غير متوقعة هناك درجة من درجات المخاطرة يتحملها الشخص المشارك في ذلك النشاط سواء كان ذلك في المجال المالي أو الحقيقي . حيث تتضمن المخاطرة احتمال الكسب أو الخسارة .

فإذا كان الشخص مستهلكا أو منتجا فهو معرض للمخاطرة نتيجة لاحتمال ارتفاع أو انخفاض الأسعار و التكاليف . كذلك يتعرض المصدر أو المستورد لمخاطر مماثلة و يتعرض العامل و أصحاب المهن لمخاطر تغير الأجور ، أما المدخر (المقرض) فهو يتعرض لعدة أنواع من المخاطر نتيجة لتعامله في الأسواق المالية مثلما يتعرض المقترض لهذه المخاطر و لكن بشكل معاكس ، و ذلك نتيجة لتغير العوائد على الأدوات المالية أو ما يسمى بالعوائد غير المؤكدة لذا عندما نتكلم عن عنصر المخاطرة بالنسبة للأدوات المالية فيقصد به المخاطرة التي يتحملها المدخر أو المقرض عن شراء الأدوات المالية و تشكيل محفظة الأوراق المالية . و كلما ارتفعت درجة المخاطرة يزداد احتمال تحمل المدخر أو المستثمر المالي لخسائر أكبر ، و بالتالي من الطبيعي أن المستثمر لن يرغب بتحمل درجة أكبر من المخاطر إلا إذا كان هناك كسب مادي متوقع يقابل ذلك ، و يتمثل هذا الكسب عادة بالعوائد المتوقعة على الأدوات المالية .

و نحاول من خلال هذا المبحث تقسيمه إلى المطلبين التاليين و هما :

- تقسيمات المخاطر المالية .
- مخطر سعر الفائدة

المطلب الأول : تقسيمات المخاطر المالية

ترتبط المخاطر عموما بعدم اليقين المحيط بنتائج الأحداث المستقبلية ، و تقسم مخاطر الاستثمار بشكل عام إلى نوعين : مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة .

1-1- مخاطر غير منتظمة

و هي مخاطر مرتبطة بتكوين محفظة مالية معينة ، أي مرتبطة بأوراق مالية معينة تم انتقاؤها بشكل معين لتكون في إطار محفظة مالية ، و هذه المخاطر غير المنتظمة يتم التعامل معها من خلال التنويع القطاعي للمحفظة ، أي تنويع الأوراق المالية التي تحتويها بحيث يتم الاستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية التي تصدر من قطاعات الاقتصاد القومي و ليس الاقتصار على أوراق مالية

لقطاع واحد بذاته ، و في الوقت نفسه تنويع الأوراق داخل القطاع الواحد بين مشروعات مختلفة و ليس الاقتصار على أوراق مشروع أو شركة واحدة بذاتها[1] .

و من المخاطر المرتبطة بالشركة أو الورقة المالية بحد ذاتها نذكر منها :

ا- مخاطر الإدارة : من الممكن أن تتسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة اختلاف معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها و قوة مركزها المالي لذلك تدخل المخاطر الناتجة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة لأنها لا تحدث انخفاضا في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي .

و من الأخطاء الإدارية الشائعة : سوء التصرف و عدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة و اخراجات العمال و خسارة مصنع أو معدلات بسبب عدم التأمين عليها . أو بسبب عدم تأمين الحراسة اللازمة [2].

ب- مخاطر ضعف السيولة : يقصد بمخاطر ضعف السيولة عدم إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة و سهولة ، دون أن يتعرض سعرها لانخفاض ملموس ، مقارنة بالسعر الذي أبرمت على أساسه آخر صفقة على تلك الورقة ، بعبارة أخرى ترتبط تلك المخاطر بمدى سهولة التعرف في الورقة المالية و التكلفة المصاحبة لذلك . و تتمثل التكلفة في تكلفة المعاملات التي يدخل فيها الهامش الذي يحصل عليه صانع السوق ، و الذي يتمثل في الفرق بين السعر الذي يشترى به الورقة و السعر الذي يبيعها به . و يؤكد مندلسون ، و كذا برنستين على أنه على الرغم من كون مخاطر ضعف السيولة هي نوع من المخاطر غير المنتظمة حيث ترتبط بالورقة المالية ذاتها ، إلا أنه ينبغي تعويض المستثمر عنها ، على أساس أنها مخاطر لا يمكن التخلص منها بالتنويع[3] .

ج- مخطر عدم الدفع : و ينشأ هذا النوع من المخاطر إما نتيجة لعدم قدرة المقترض على دفع الفوائد المستحقة على الدين أو عدم قدرته على دفع القيمة الاسمية للسند عند الاستحقاق ، و يطلق عيه أيضا تسمية خطر الائتمان .

و تستخدم عادة السندات الحكومية كمقياس لخطر عدم دفع السندات الأخرى ، حيث تعتبر السندات الحكومية عديمة الخطورة لأن الحكومة قادرة على الدفع بحكم قدرتها على فرض الضرائب أو إصدار العملة عند الضرورة لغرض تسديد الدين . لذا فإن سعر الفائدة على هذه السندات يكون منخفضا نسبيا

[1]- محمد أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة ، القاهرة ، ايتراك للنشر و التوزيع ، 1999، ص:75،76

[2]- رستمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ، ص: 140

[3]- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في ادارة المخاطر ، ج1، الاسكندرية ، المعارف لنشر و التوزيع ، 2000،ص:52

لأنه لا يتضمن عنصر المخاطرة . بينما يمثل الفرق في سعر الفائدة على السندات الحكومية و السندات الأخرى درجة خطورة عدم الدفع[1] .

1-2- المخاطر المنتظمة

و هي مخاطر تتجاوز إطار المحفظة المحددة بذاتها إلى إطار سوق الاستثمار ذاته ، بمعنى أنها مخاطر ترتبط بالسوق الوطني المستثمر فيه ، أي المخاطر العامة الحاكمة لسوق الاستثمار[2] ، و من ثم تأثيرها يشمل عوائد و أرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة ، و تحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة أو تغيير في النظام السياسي و لا توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث ، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأسهم بتلك المخاطر[3] .

ا- مخاطر التضخم : إن انخفاض قيمة النقود ، و بالتالي قيمة الاستثمارات من شأنه أن يعرقل قيمة مشروعات جديدة ، فالمقرض الذي يقرض دينار اليوم لا يعرف ماذا ستكون قيمته بعد ثلاث أو خمس سنوات ، مما يؤدي إلى إحجام المقرضين عن شراء الأسهم و السندات ، و بالتالي التأثير في تمويل المشروعات ، و قد لوحظ أن ارتفاع نسبة التضخم أمر يدفع المواطنين إلى العزوف عن شراء الأوراق المالية ، و الاتجاه نحو شراء العقارات و الأراضي ، التي ترتفع أسعارها مباشرة في مثل هذه الحالات . كما أن انخفاض قيمة العملة في السوق الدولية من شأنه أن يؤثر أيضا على حجم الصادرات الدولية من الأسهم و السندات .

و الخلاصة ، هي أن هذا النوع من المخاطر ، هو الذي تتعرض له الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل الاستثمار في السندات ، و الأسهم الممتازة لدرجة أن بعض علماء الاستثمار أطلق عليها اسم الاستثمارات العاجزة عن مقاومة التضخم[4] .

ب- مخاطرالدورة الاقتصادية : تتأثر أسعار الأوراق المالية تبعا للظروف الاقتصادية السائدة ، فظروف الكساد تؤثر ايجابيا على أسعار السندات ايجابيا ، و سلبيا على أسعار الأسهم ، كما أن ظروف الانتعاش تؤثر ايجابيا على أسعار الأسهم بالارتفاع بينما سلبيا على أسعار السندات و هي ظروف خارجة عن سيطرة إدارة الشركة المصدرة لمثل هذه الأوراق المالية .

---

[1]- عبد المنعم السيد علي ، نزار سعد الدين العيسى ، النقود والمصارف و الاسواق المالية ، مرجع سابق ، ص:104

[2]- محمد أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة ، مرجع سابق ، ص: 76

[3]- امين السيد أحمد لطفي ، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، مصر 2006، ص: 17

[4]- حسين بن هاني ، الاسواق المالية ، ط1 ، عمان ، دار الكندي ، 2002 ، ص: 195-196

كما أن الأزمات الاقتصادية التي تمر بها أسواق دول معينة قد تؤثر سلبا أو إيجابا على أسعار الأوراق المالية لبعد آخر و إن اختلفت درجة التأثير بطبيعة قوة التعامل ما بين السوق المحلي و الأسواق العالمية .

ج- المخاطر السياسية : و هي المخاطر التي تصاحب أحداث غير متوقعة ، و خير مثال على ذلك الحالة التي أصابت بورصة نيويورك في عام 1963م بعد مقتل جون كينيدي الرئيس الأمريكي ، فلقد حدثت عمليات بيع هستيرية اضطرت المسؤولين إلى إغلاق البورصة و بيعت الأسهم بأسعار منخفضة جدا و عندما فتحت البورصة بعد يومين عادت الأسهم إلى أسعارها الاعتيادية[1] .

د- مخطر سعر الفائدة : و هو مخطر ينتج بسبب التغيرات التي تحدث في العوائد نتيجة تحركات أسعار الفائدة ، و سيتم تقديم هذا المخطر بشكل تفصيلي في المطلب الموالي .

المطلب الثاني : مخطر سعر الفائدة

مخطر سعر الفائدة يمثل حالة عدم التأكد حول قيام المحفظة الاستثمارية المستقبلية و الذي تسببه حالة عدم التأكد عن معدلات الفائدة المستقبلية ، أو بعبارة أخرى هي المخاطر الناتجة عن حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ، و معدلات العائد الفعلية ، بسبب حدوث تغيير في سعر الفائدة السوقي خلال مدة الاستثمار .

و لمزيد من التوضيح ، نفرض أن لدى مستثمر سندا قيمته الاسمية 1000 دولار بفائدة 8% يستحق عام 2020م ، و أنه صادر من هيئة عالمية ذات سمعة جيدة ، و أن سعر الفائدة السوقي ارتفع إلى 12% أيضا فما الذي يترتب على ذلك ؟

يترتب على ذلك انخفاض سعر السند الأول في سوق الأوراق المالية ، لأن حامليه سيقومون بالتخلص منه بالبيع بسبب الزيادة في سعر الفائدة السوقي و من ثم التوجه بالأموال التي حصلوا عليها إلى شراء سندات الهيئات التي أصدرت السندات الطويلة الأجل بفائدة 12%.

و على فرض أنه لم تقم الهيئات الأخرى بإصدار سندات بفائدة 12% ففي هذه الحالة لم يبق أمام المستثمرين الذين يحملون سندات 8% إلا التخلص منها بالبيع ، و إيداع الأموال التي حصلوا عليها في ودائع مصرفية بسعر الفائدة السوقي ، و التوجه إلى سوق الأسهم ، و ذلك لكون العائد منخفض في مجالات الاستثمار الأخرى ، و إذا بقيت أسعار الفائدة على السندات عالية بما فيه الكفاية ، فإن هذا من شأنه أن يحوّل جزاءا كبيرا من الأموال ، من سوق الأسهم إلى سوق السندات الأمر الذي يؤدي إلى خفض أسعار الأسهم و ارتفاع أسعار السندات .

[1]- رستمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ، ص: 208

في ضوء ما تقدم ، يمكن القول أن احتمال تعرض أي مستثمر في سندات ذات استحقاق طويل الأجل تتسب بمخاطر انخفاض قيمة رأس المال (المخاطر الرأسمالية) و مخاطر انخفاض الإيرادات ، احتمال كبير إذا ارتفع سعر الفائدة السائدة في السوق ، و أبقى المستثمر على استثماراته في السندات ذات الاستحقاق طويل الأجل ، و لم يقم بتصفيتها و فوق ذلك كله ، فإنه على الرغم من أن مخاطر تقلب في أسعار الفائدة يؤثر على جميع الأوراق المالية ، إلا أن تأثيرها على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات و الأسهم الممتازة يكون أكبر ، و أن أسعار الأوراق المالية ، خاصة السندات تتأثر بالتغير في أسعار الفائدة السائدة في السوق بطريقة عكسية ، بمعنى أنه كلما ارتفع سعر السوقي انخفضت أسعار السندات [1].

2-1- قياس المخاطر (سعر الفائدة)

المخاطر بصورة عامة تعني الخسائر المتوقع حدوثها جراء عدم التأكد فإنه من الصعب حسابها نظرا لعدم استقرار و ثبات العوائد المتوقع الحصول عليها ، فأقرب مقياس لقياس المخاطرة للسهم الواحد هو التشتت variance حيث يقيس هذا المعيار مقدار تشتت العوائد عن المركز أو المعدل لهذه العوائد بالإضافة إلى أن التشتت يمكن أن نستنتج منه الانحراف المعياري standard déviation و هو عبارة عن الجذر التربيعي للتشتت ، و المخاطر المنتظمة هي المخاطر العامة التي تقع على السوق ككل فيمكن قياسها بواسطة بيتا Beta [2] .

2-1-ا- معادل بيتا (Beta)

و يتمثل معامل بيتا Beta في المخاطر التي لا يمكن تجنبها و هي المخاطر المنتظمة أو العامة أي المخاطر المتعلقة بالاقتصاد القومي ككل و هي التي تصيب السوق بصفة عامة و من ثم يمكن قياس تلك المخاطر بمدى تغير عائد الاقتراح الاستثماري مع تغير عائد السوق و يقصد بعائد السوق في هذا الصدد و هو متوسط عائد الأسهم العادية المتداولة في سوق الأوراق المالية (عائد محفظة السوق) [3].

و منه معامل Beta يحسب كالآتي[4] :

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{V(R_m)} = \frac{p_{i,k}(R_i - \overline{R}_i)(R_m - \overline{R}_m)}{p_i(R_m - \overline{R}_m)^2}$$

حيث :

[1]- حسين بن هاني ، الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص:194

[2]- غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سابق ، ص: 82

[3]- عماد صالح سلام ، البنوك العربية و الكفاءة الاستثمارية ، بيروت ، اتحاد المصارف العربية ، 2004، ص: 98

[4] -P. Vernimmen , Finance d'entreprise , 6 eme edition , Paris: Dalloz ,2006 , P : 420

(R_i, R_m) : التباين المشترك بين معدل العائد على السهم i و معدل العائد على محفظة السوق M .

$Var(R_m)$: تباين عائد محفظة السوق .

$l_{i,k}$: درجة الارتباط بين عائد السهم i و عائد السوق .

R_i : عائد السهم .

R_m : عائد محفظة السوق.

و منه قياس خطر المحفظة المكونة من N أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة و الـــذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لـــ بيتا الأصول المشكلة للمحفظة و يعطى بالعلاقة التالية[1] :

$$\beta_{RP} = a_1\beta_1 + a_2\beta_2 + ... + a_n\beta_n = \sum_{i=1}^{n} a_i\beta_i$$

حيث :

$a_1, a_2, ..., a_n$ هي نسب الأصول $X_1, X_2, ..., X_n$ المشكلة للمحفظة .

$b_1, b_2, ..., b_n$ هي معاملات بيتا للأصول $X_1, X_2, ..., X_n$ على التوالي .

إذا في الحالة :

- بيتا المحفظة يساوي الواحد تكون مخاطرها مساوية لمخاطر السوق .
- بيتا المحفظة أقل من الواحد فتكون مخاطرتها أقل من مخاطر السوق .
- بيتا المحفظة أكبر من الواحد فتكون مخاطرتها أكبر من مخاطر السوق .

2-1-ب- التباين و الانحراف المعياري

ب-1- قياس التباين و الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين ماليين .

يتم قياس خطر محفظة مكونة من أصلين X_1, X_2 من خلال التباين الذي يعطى بالعلاقة التالية :

$$\sigma_{RP}^2 = a^2\sigma_{X_1}^2 + (1-a)\sigma_{X_2}^2 + 2a(1-a)COV(X_1, X_2)$$

حيث a تمثل نسبة الأصل X_1 في المحفظة .

و يتم الحصول على قيمة الانحراف عن طريق جذر التباين كما يلي :

$$\sigma_{PR} = \sqrt{a^2\sigma_{X1}^2 + (1-a)\sigma_{X_2}^2 + 2a(1-a)\operatorname{cov}(x_1, x_2)}$$

[1] - Denis Mertisette, Decisions financiers a long terme, les editions S M G، trios reviéres 3eme edition, 1994, P : 216

ب-2- التباين و الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من N أصل مالي :

يتم قياس خطر محفظة مكونة من N أصل مالي عن طريق العلاقة التالية :

$$\sigma_{RP}^2 = \sum_{i}^{n} X_i^2 \sigma_{R_i}^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} X_i X_j COV(R_i, R_j)$$

2-1-ج- معامل الاختلاف

يمكن قياس خطر المحفظة عن طريق معامل الاختلاف و ذلك بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة ، و يستخدم كمقياس للتشتت النسبي فكلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت المخاطرة و العكس صحيح حيث يعطى بالعلاقة التالية [1]:

$$CV(R_P) = \frac{\sigma_{RP}}{E(R_p)}$$

2-2- أثر مخطر سعر الفائدة على المحفظة المالية

المحفظة المالية تتكون من مجموعة الأوراق المالية ، و هذه الأوراق المالية تتأثر بعدة مخاطر منها مخطر سعر الفائدة .

و لتوضيح ذلك نأخذ تغير سعر السند بالنسبة إلى تغير أسعار الفائدة .

يحسب سعر السند « 0» كما يلي[2] :

$$0 = \sum \frac{c_t}{(1+i)^t} + \frac{v}{(1+i)^n}$$

c_t : هي القسيمة المقبوضة في الوقت t .

v : هي قسيمة تسديد السند .

i : هي معدل المردودية بالقيمة الحالية للسند .

إذا كان الأصل ، موضع البحث ، هو السند ، فإن قياس خطر السعر يظهر عن طريق الحساسية (sensibilité)، أي عن طريق التغير النسبي (بالنسبة المئوية) لسعر السند « 0» ، قياسا (بالنسبة)إلى التغير d_i الذي يظهر تغير معدل الفائدة i في السوق .

[1]- طارق عبد العال حماد ، ادارة المخاطر ، الاسكندرية : الدار الجامعية للنشر ،2003، ص : 265

[2]- وسام ملاك ، البورصات و الاسواق المالية العالمية ، مرجع سابق ،ص: 277-279

بتعبير آخر ، إن الحساسية « s» تساوي :

$$S = -\frac{(\frac{d_0}{0})}{d_i}$$

$\frac{d_0}{0}$: تمثل التغير النسبي لسعر السند .

d_i : تمثل التغير النسبي في سعر الفائدة .

يلاحظ أيضا أن :

$$\frac{d_0}{0} = \frac{\frac{d_0}{0}}{d_i}$$

$$\frac{d_0}{0} = \sum_{t=1}^{n} \frac{-tc_t}{(1+i)^{t+1}} - \frac{nv}{(1+i)^{n+1}}$$

$$= \frac{-1}{(1+i)} \sum_{t=1}^{n} \frac{tc_t}{(1+i)^t} + \frac{nv}{(1+i)^n}$$

$$\frac{\frac{d_0}{0}}{d_i} = \frac{d_0}{0} = \frac{\frac{-1}{(1+i)} \sum_{t=1}^{n} \frac{tc_t}{(1+i)} + \frac{nv}{(1+i)^n}}{\sum_{t=1}^{n} \frac{c_t}{(1+i)^t} + \frac{v}{(1+i)^n}}$$

$$= \frac{-1}{(1+i)} = \left[\frac{\sum_{t=1}^{n} \frac{tc_t}{(1+i)^t} + \frac{nv}{(1+i)^n}}{\sum_{t=1}^{n} \frac{c_t}{(1+i)^t} + \frac{v}{(1+i)^n}} \right]$$

إن هذا الجزء الأخير من المعادلة الأخيرة ، أي :

$$\left[\frac{\sum_{t=1}^{n} \frac{tc_t}{(1+i)^t} + \frac{nv}{(1+i)^n}}{\sum_{t=1}^{n} \frac{c_t}{(1+i)^t} + \frac{v}{(1+i)^n}} \right]$$

يعبر عنه بـــ « D» – Duration–

$$D = \frac{\sum_{t=1}^{n} \frac{tc_t}{(1+i)^t} + \frac{nv}{(1+i)^n}}{0}$$

تمثل « D» مدة زمنية وسطية مثقلة بأوزان مختلف الاستحقاقات بالعودة إلـــى المعادلـــة مـــا قبـــل الأخيرتين أن :

$$\frac{d_0}{0} = \left(\frac{-1}{1+i}\right) D.d_i$$

كما يستخلص أيضا أن الحساسية « s» تساوي :

$$S = \frac{D}{(1+i)}$$

على ضوء ما تقدم ، يتبين جليا أن ارتفاع سعر الفائدة بمعدل 1% يجب أن يقابلـــه تغيـــر نـــسبي (بالنسبة المئوية) في قيمة السند ، هذا الاستنتاج يتوضح على وجه أفضل من خلال المثال التالي [1]:

مثال سند يبلغ قيمته الاسمية 1000 دولار و عمره 10 سنوات . المعدل الاسمي (أو المعدل الوجهي)لاحتساب القيمة هو 10% . الإصدار و التسديد يحصلان عند السعر الاسمي أي لا توجد علاوات الإصدار و تسديد معدل المردود بالقيمة الحالية (taux actuariel) يساوي المعدل الاسمي 10% .

فعندما نريد تقدير التغير النسبي لسعر السند ، على أثر تغير سعر الفائدة بمعدل 1% يفترض انجاز الاحتسابات التالية :

$$\sum_{t=1}^{n} \frac{tc_t}{(1+i)^t} + \frac{nv}{(1+i)^n} = \frac{1\times1000}{1{,}1} + \frac{2\times1000}{(1{,}1)^2} + \frac{3\times1000}{(1{,}1)^3} + \ldots.. +$$

$$\frac{10\times1000}{(1{,}1)^{10}} = 6759$$

من المؤكد أيضا أن :

$$0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{c_t}{(1+i)^t} + \frac{v}{(1+i)^n} = 1000$$

الـــ Duration تساوي :

[1]– نفس المرجع ، 280 , 281

$$D = \frac{6759}{1000} = 6.759$$

أي : 6,759 سنوات

إن ارتفاع سعر الفائدة بمعدل 1% يجب أن يقابله تغير نسبي (بالنسبة المئوية) في سعر السند ، طبقا للقاعدة الموضحة أعلاه .

$$\frac{d_0}{0} = \left(\frac{-1}{1+i}\right) D.d_i$$

هذا التغير الأخير يساوي

$$\frac{d_0}{0} = \left(\frac{-1}{1,1}\right) \times 6.759 \times 1 = -6,1445\%$$

أي أن سعر السند يصبح مساويا لـ 938,55 دولار .

أما فيما يخص المحفظة المالية ، لنأخذ المثال التالي : لتوضيح ذلك نأخذ بنظر الاعتبار التدفقات النقدية على خمس سنوات ضمن السعر الاسمي 9% و بالتالي تظهر نتائجها كما يلي [1]:

الجدول رقم (1،2) : التدفقات النقدية لمدة خمس سنوات

السنة	التدفق النقدي	القيمة الحالية	النسبة من القيمة الحالية %	السنة	الناتج
1	90 دينار	82,57	%8,257	1	0,0862
2	90	75,75	%7,575	2	0,1515
3	90	69,50	%6,950	3	0,2085
4	90	63,76	%6,376	4	0,2550
5	1090	708,42	%70,842	5	3,5421
		1000			D=4 ,2397

المصدر: نفس المرجع ، ص:204

المتوقع من السند مبلغ 90 دينار يدفع في نهاية كل سنة مضافا إليه مبلغ 1090 دينار عند استحقاقه في خمس سنوات ، نفترض الآن ليس سندا واحدا فقط بل محفظة استثمارية من خمس و ذات سندات مختلفة فيما بينها .

السند الأول في هذه المحفظة يستحق في سنة واحدة و يدفع 90 دينار ، و السند الثاني يستحق في سنتين و له دفعة نقدية واحدة تساوي 90 دينار عند استحقاقه ، و هكذا السند الأخير يستحق في خمس

[1]– خالد وهيب الراوي ، الأسواق المالية و النقدية ، مرجع سابق ، ص:203–205

سنوات و له تدفق نقدي لمرة واحدة يبلغ 1090 دينارا عند استحقاقه . باختصار فإن السند الأصلي الذي نحن بصدده هو عبارة عن محفظة مالية من خمس سندات مختلفة ذات كوبون يساوي صفر .

ما هي فترة كل سند ذي كوبون يساوي صفر ؟ و مادام كل سند يحقق نقدا في تاريخ واحد هو (تاريخ الاستحقاق فقط) فإن فترة كل سند واحدة ، و سند ذي سنتين 90 دينار هي سنتان و هكذا .

نقوم الآن باحتساب فترة هذه المحفظة ، و التي تتألف من خمس سندات ، وللقيام بذلك يجب أن نفرض أن فترة محفظة مساوية للمعدل الموزون لفترات السندات المكونة لهذه المحفظة المالية ، أي أن الفترة الزمنية لمحفظة مالية .

$$D_P = \sum_{i=1}^{n} X_i D_i$$

حيث : D_P : تمثل الفترة الزمنية للمحفظة المالية .

D_i : الفترة الزمنية .

X_i : تمثل النسبة المئوية للمحفظة المالية المستثمرة في السند i .

و بالرجوع ثانية إلى احتساب الفترة الزمنية للخمس سنوات الأصلية فان 9% كوبون سند نحن بصدده هو محفظة مالية ذات خمس سندات و كوبون يساوي صفرا . إن دينار مستثمر تم في سنة واحدة لسند ذو كوبون يساوي صفر هو 82,57 دينار . القيمة الحالية لمبلغ 90 دينار يستلم في سنة واحدة . أما الدينار الذي قمنا باستثماره في سنتين لسند كوبون يساوي صفر يكون 75,75دينار أي القيمة الحالية لمدفوعاته النقدية 90 دينار خلال سنتين و هكذا . مجموعة قيمة المحفظة 1000 دينار .

و منه فإن X_1 النسبة المئوية المستثمرة في سند ذو سنة واحدة . ستكون مساوية لـــ 8,26 % X_2 تساوي 7,58% . ثم X_3 ... لاحتساب الفترة الزمنية للمحفظة :

$$D_P = X_1 D_1 + X_2 D_2 + X_3 D_3 + X_4 D_4 + X_5 D_5$$
$$= 0,0825(1) + (0,0757)(2) + 0,0965(3) + 0,0637(4) + 0,7084(5) = 4,239$$

أي : 4,239 سنة .

إن ارتفاع سعر الفائدة بمعدل 1% يؤدي إلى :

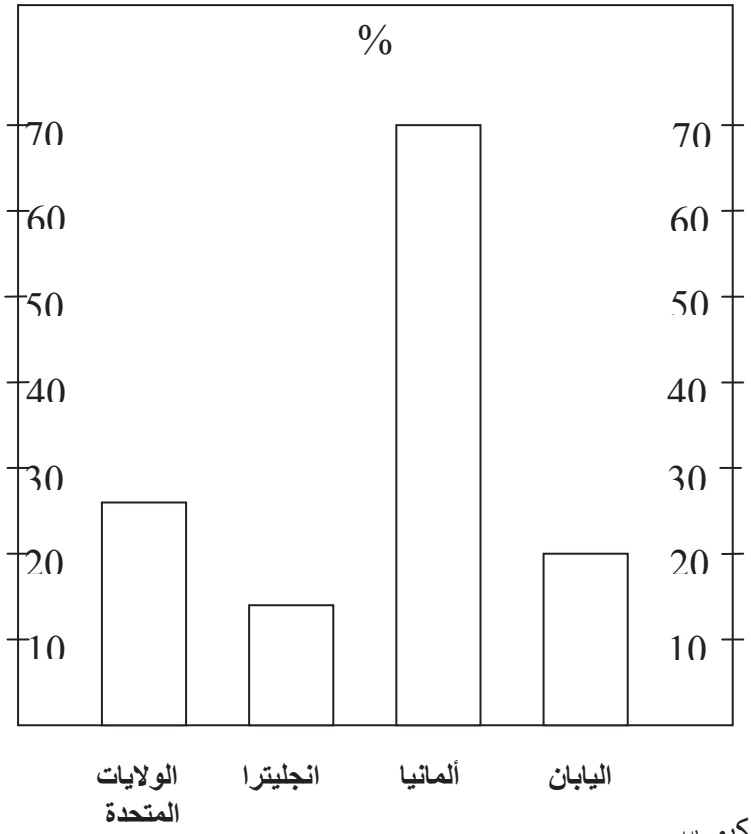
$$\frac{d_0}{0} = \left(\frac{-1}{1,09}\right) D.d_i = \left(\frac{-1}{1,09}\right) 4,239 = -3.88\%$$

أي أن المحفظة تصبح تساوي 961.11 دينار.

2-3- تقلبات أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية الدولية [1]

خلال الثمانينات حصلت تطورات بالغة الأهمية في أسعار الأوراق المالية في الأسواق الدولية ، و الأشكال التالية توضح إتجاهات تقلبات أسعار الأوراق المالية في كل من : الولايات المتحدة الامريكية، انجلترا ، اليابان ، فرنسا ، و ألمانيا الاتحادية .

شكل رقم (2،9) : تقلبات أسعار الأوراق المالية في أهم الأسواق المالية خلال الفترة من 1985/02/08 الى 1986/02/07



حيث : اليابان : مؤشر طوكيو سي

ألمانيا : مؤشر كوميرز بنك

انجلترا : مؤشر فاينشال تايمز لأسعار كل أنواع الأسهم .

الولايات المتحدة : مؤشر ستاندارد أند بوورز لمتوسط أسعار الأوراق المالية .

و يمكن إيراد الملاحظات التالية :

1- إن الارتفاع الحاد في معدلات التضخم في هذه الدول قد تمت مواجهته بسياسة رفع أسعار الفائدة و تخفيض كمية النقود . مما تسبب في انخفاض أسعار الأوراق المالية ابتداء من عام 1980م و حتى 1981 م.

[1]- عطون مروان ، الاسواق النقدية و المالية ، ج2 ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ،2003، ص: 174 ،175

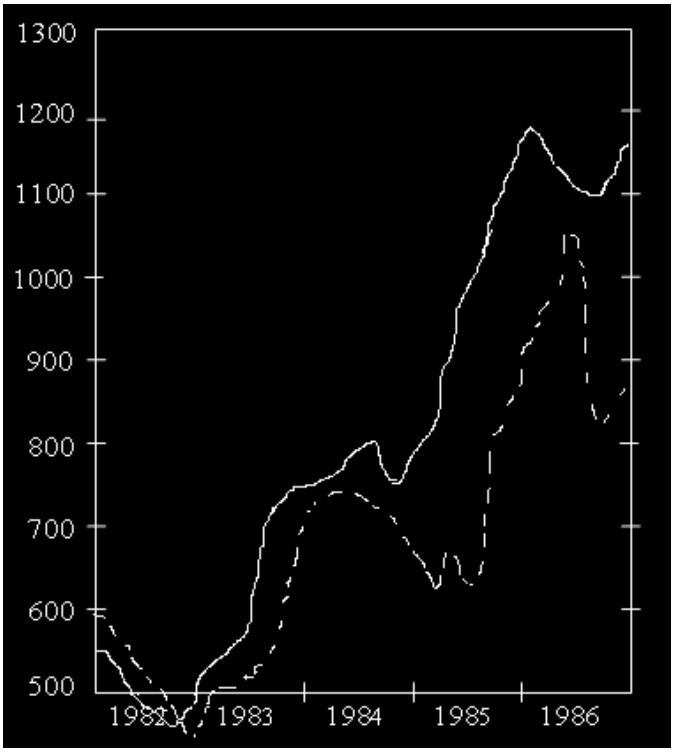
2- منذ عام 1982 م لجأت الولايات المتحدة الامريكية إلى رفع أسعار الفائدة الامريكية بهدف دعم الدولار . لكن ذلك لم يمنع اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع نتيجة لتحسن معظم مؤشرات الأداء الاقتصادي التي كان لها أثر كبيرا على أوضاع الأسواق المالية الدولية .

3- إن قيام السلطات النقدية الامريكية بتخفيض كمية النقود و أسعار الفائدة في عام 1984 م أدى إلى انخافض أسعار الأوراق المالية .

3-2-1- تقلبات أسعار الأوراق المالية في استراليا[1]

يشير الشكل التالي إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأوراق المالية في استراليا من 500 نقطة في بداية عام 1983 م إلى حوالي 1250 نقطة في منتصف عام 1986 م ، وذلك عند استعمال الدولار الاسترليني في تحديد أسعار الأوراق المالية . أما عند استعمال الدولار الامريكي في حساب تقلبات أسعار الأوراق المالية في استراليا – يلاحظ بأن مؤشر أسعار الأوراق المالية قد ارتفع من 500 نقطة في بدية عام 1983 م ، إلى حوالي 900 نقطة في منتصف عام 1986 م . و بذلك فإن ارتفاع أسعار الأوراق المالية في استراليا بالدولار الاسترالي قد ارتفعت خلال الفترة المذكورة بمقدار 150 % ، و بمقدار 80 % فقط بالدولار الامريكي .

شكل رقم (2،10) : تطور مؤشر أسعار الأوراق المالية في استراليا خلال الفترة 1982-1986 و ذلك بكل من الدولار الامريكي و الاسترالي



المصدر : نفس المرجع ، ص: 184

[1]- نفس المرجع ، ص: 184،185

إن أسباب هذا الاختلاف يعود أساسا إلى انخفاض قيمة الدولار الاسترالي مقابل الدولار الامريكي (بسبب ارتفاع معدلات التضخم في استراليا عنها في الولايات المتحدة ...) .

3-2-ب- معدلات الفائدة على القروض و الودائع لأجل بدولة الامارات [1]

شهدت معدلات الفائدة على الودائع خلال الفترة من ديسمبر 2006 م و حتى نهاية جوان 2007 م اتجاها تنازليا . فقد انخفض المتوسط المرجع لمعدل الفائدة على الودائع لأجل من 4.93 % بنهاية ديسمبر 2006 م إلى 4.70 % بنهاية جوان 2007 م في حين شهد المتوسط المرجح لمعدل الفائدة على القروض ارتفاعا من 6.60 % في نهاية ديسمبر 2006 م إلى 7.17 % في نهاية جوان 2007 م

جدول رقم (2،2) : معدل الفائدة على القروض و الودائع لأجل

		القروض		الودائع لأجل	
السنة	نهاية الشهر	المعدل المرجح % في السنة	الرقم القياسي ديسمبر 100=1995	المعدل المرجح % في السنة	الرقم القياسي ديسمبر 100=1995
2005	ديسمبر	6.10	80	4.39	88
2006	مارس	6.22	82	4.57	91
	جوان	6.75	89	4.65	93
	سبتمبر	6.56	86	4.85	97
	ديسمبر	6.65	88	4.93	98
2007	مارس	6.54	86	4.68	93
	جوان	7.18	95	4.70	94

المصدر : نفس المرجع ، ص : 35

- هيكل معدلات الفائدة بالإمارات

شهد النصف الأول من 2007 م تغيرا في توزيع معدلات الفائدة على كل من الودائع و القروض . ففي جانب القروض الممنوحة من قبل المصارف للمقيمين زادت الأهمية النسبية للقروض التي تخضع لفائدة معدلها 12 % فأكثر من 4.8 % في ديسمبر 2006 م إلى 5.0 % في جوان 2007 م كما ارتفعت الأهمية النسبية للقروض التي تخضع لفائدة معدلها 8 % فأكثر من 23.3 % الى 23.5 % . و زادت الأهمية النسبية للقروض التي تخضع لفائدة معدلها 4 % فأكثر من 81.4 % الى 91.2 % في حين انخفضت الأهمية النسبية للقروض التي تخضع لفائدة يقل معدلها عن 4 % من 18.6 % إلى 8.9 % .

[1]- مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي ، النشرة الاقتصادية ،الامارات ، 2007 ، ص: 35

و من الناحية الأخرى شهد توزيع معدلات الفائدة على الودائع لأجل بعض التغيرات إذ زادت الأهمية النسبية للودائع التي تحصل على فائدة معدلها أقل من 4 % من 10.4 % إلى 12.7 % . و انخفضت للودائع التي تحصل على فائدة معدلها 4 % فأكثر من 89.6 % الى 87.6 % . و للودائع التي تحصل على فائدة معدلها 8 % فأكثر من 0.05 % الى 0.04 % .

المبحث الثالث : استخدام المشتقات المالية في تغطية مخطر سعر الفائدة

هي أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية ، و في السنوات الأخيرة اكتسبت الأوراق المالية المشتقة أهمية كبيرة ، و يتم الآن تداول عمليات التسليم الآجل futures و خيارات البيع / الشراء الآجل options بنشاط في كثير من البورصات ، و يتم تداول العقود الآجلة forwad و المبادلات swaps ، و أنواع أخرى مختلفة كثيرة لخيارات الشراء / البيع الآجل و التي يتم التداول عليها بانتظام خارج البورصات بواسطة مؤسسات مالية و عملائها فيما يطلق عليه " السوق غير النظامية أو غير الرسمية للأوراق المالية المشتقة " . و تشكل الأوراق المالية المشتقة الأخرى و الأكثر تخصصا جزءا من إصدار سندات أو الأسهم [1].

المطلب الاول : تغطية المحفظة في مواجهة خطر السوق

تسمح العقود لأجل على مؤشرات بورصوية بالقيام بعميات المضاربة على التطور العام للسوق البورصوي . إن هذه العقود تجعل من الممكن إدارة المخاطر التي تعتري محفظات الأسهم . هذا بالاضافة إلى إزالة ما يعرف بمركب خطر السوق . هذه الامكانية بإدارة المخاطر المرتبطة بحيازة القيم المتحركة كانت قد برزت إلى حيز الوجود في العام 1982 م و فائدة هذه الأسواق لأجل لم تنحصر في إدارة المحافظ . إذ أن الأسواق لأجل على مؤشرات بورصوية سهلت أيضا . فعليا ، الإدارة المالية للمشروعات .

1-1- نظرية التغطية

بالنسبة للنظرية التقليدية للتغطية ، تمثل الهدف بإلغاء خطر السعر فيما يتعلق بأصل ما ، سواء كان هذا الأخير محازا في السوق الفوري أو متداولا في السوق لأجل للاحتماء من الخطر ، يأخد المتعامل في سوق العقود وضعية بمبلغ مساو ، و لكنها لاتجاه معاكس ، لتلك التي يحوزها في السوق الفوري أو في السوق الآجل . إن مؤشر التغطية (Ration de couverture) ، هي بشكل عام تساوي واحد ، ومن أجل الاحتماء من خطر انخفاض الأسعار ، يقوم المستثمر ببيع العقود لأجل على المؤشر . في المقابل ، و الاحتماء من خطر ارتفاع الأسعار ، يقوم المستثمر بشراء عقود لأجل على المؤشر المذكور [2].

---

[1] – طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2001

[2] – وسام ملاك ، البورصات و الأسواق المالية العالمية ، مرجع سابق ، ص :441– 443

1-2- ممارسة (تطبيق) التغطية[1]

هناك العديد من الحالات التي سوف يطاولها التحليل ، و التي نأخذ بعين الاعتبار مختلف قيم (Beta)، و في الواقع أن تغطية المحفظة يمكن أن تكون كلية أو جزئية . لقد تم الافتراض أن نموذج السوق هو المستخدم ، و ضمن اطار هذا النموذج تم توقع انخفاض الاسعار بنسبة 10 % . و عند الاستحقاق افترض ان الانخفاض المتوقع تحقق فعليا.

و لتوضيح ذلك نأخذ مثال حول التغطية الكاملة لمحفظة شديدة التنوع تبلغ قيمتها 2024000 يورو ، خشية من انخفاض الاسعار رغب هذا المستثمر بتغطية نفسه ، لاجئا الى سوق العقود لأجل على مؤشرات بورصوية . البيع لعدد ملائم من العقود سيكسب محفظة الاسهم المناعة المطلوبة .

و عند اتخاذه لقراره ، كان المستثمر يمتلك المعلومات التالية :

- قيمة المؤشر في السوق الفوري يساوي 1012.88
- معدل ربح الاسهم الموزعة يساوي 7 %
- خطر المحفظة ، المقاس بالمتوسط المثقل للمعاملات (Beta) المتعلقة بكل جزء من أجزاء المحفظة يساوي الواحد .
- المعامل (Alpha) يساوي 6 %

من خلال هذه المعطيات ، و باستخدام صيغة تقيين العقود لأجل ، فإن السعر لأجل يساوي 1020.28 يورو .

حيث أن B تساوي واحد و قيمة المؤشر في السوق الفوري تساوي 1012.88 و المحفظة المطلوبة تغطيتها تبلغ قيمتها 2024000 يورو . فان عدد العقود المتوجب بيعها يساوي :

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{قيمة المحفظة}}{\text{عامل تقييم العقد}} \times \left[\text{Beta} \times \frac{\text{النسبة \% من المحفظة المطلوب تغطيتها}}{\text{قيمة المؤشر في السوق الفوري}} \right]$$

أي ما يوازي في الحالة الراهنة : $1 \times \frac{100\% \times 2024000}{1012.88 \times 200} = 10$

[1]- نفس المرجع ، ص :450 453

فانخفاض السوق بنسبة 10 % يستتبع خسارة في المحفظة بنسبة 8.5 % .باستخدام نموذج السوق .

أما إذا أراد المستثمر ، الذي يدير محفظة أسهمه البالغة قيمتها 2024000 يورو ، قرر تغطية تلك المحفظة فقط ، فمن المؤكد أن النتيجة المالية للتغطية سوف تكون أقل ايجابية في حال انخفاض مؤشر السوق .

هذا الانخفاض يفترض أنه مساو لـــ 10 % . فإن عدد العقود المتوجب بيعها يساوي :

$$1\times\left(\frac{50\%\times 2024000}{1012.88\times 200}\right)=5$$

أي خسارة تقدر بـــ 2.11 % عن القيمة الأولية للمحفظة .

المطلب الثاني : المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعقارات وعملات أجنبية والذهب والسلع..) وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلي سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري[1].

ويتم التطرق في هذا المطلب إلى النقاط الموالية:

- إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار.
- إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبليات و الآجلة .

2-1- إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار

تمثل حقوق الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، والتي من أهمها على وجه الخصوص، تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شراؤها أو بيعها في المستقبل، لذا لجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر ومنها ما يهدف إلى زيادة العائد[2] .

يوجد للخيارات أنواع متعددة تختلف من معيار للآخر و هذا تصنيف حسب عدة معايير:

ا- **حسب معيار نوع الصفقة**[3] : حسب هذا المعيار هناك ثلاثة أنواع و هي :

- خيار الشراء : عقد بين طرفين يمنح الطرف الأول (المحرر) أو البائع الطرف الآخر حق الشراء أو عدمه و ذلك في تاريخ مستقبلي بسعر محدد مسبقا مقابل علاوة تسمى سعر الخيار.

[1] -2008/07/20 www.arab.api.org

[2] – محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 334.

[3] – عبد العال حماد ، المشتقات المالية ، مرجع سابق ، ص43 .

- خيار البيع : عقد بين طرفين يمنح الطرف الأول (المحرر) أو البائع الطرف الآخر حق البيع أو عدمه و ذلك في تاريخ مستقبلي بسعر محدد مسبقا مقابل علاوة تسمى سعر الخيار.
- الضمان : عقود خيار شراء تصدرها الشركات حديثة التسعير عادة على أسهمها لتشجيع المستثمرين على الشراء و عادة ما تكون لفترات طويلة مقارنة بالخيارات.

ب- حسب معيار تاريخ التنفيذ [1]: حسب هذا المعيار هناك نوعين :

- الخيار الأوروبي : خيار شراء أو بيع يتم تنفيذه لحظة انتهاء العقد.
- الخيار الأمريكي : خيار شراء أو بيع يتم تنفيذه خلال فترة العقد.

ج- حسب معيار التغطية(أو الملكية) : حسب هذا المعيار هناك نوعين من الخيارات :

- خيار مغطّى : هو خيّار يكون فيه أحد الطرفين مالكا للأصل محل التعاقد.
- خيار غير مغطى : هو خيّار لا يكون فيه أحد الطرفين مالكا للأصل محل التعاقد.

وأهم استراتيجيات التغطية ضد المخاطر هي كالآتي [2]:

2-1-ا- التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء

التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين، حيث يتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزعم المستثمر شراؤها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني في العقد تنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد على السعر المتفق عليه، وبذلك يضمن الحصول على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ وتتم التغطية عن طريق اتخاذ موقف مضاد باستخدام نفس الأوراق المالية، فإذا كان المستثمر غير متأكد مما إذا كان سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء التعاقد سيكون أقل أو أكبر من سعر التنفيذ، فإنه يمكنه عن طريق اتخاذ موقف قصير فيما يتعلق بالأسهم (بيع الأسهم)، واتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بحق اختيار الشراء (بمعنى شراء حق اختيار الشراء)، أن يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى أقل درجة ممكنة عن طريق تدنيه الخسائر دون التأثير على ما يحققه من عائد.

و لتوضيح الفكرة نستعين بالمثال التالي :

شركة الوفاء لديها توظيفات مبلغ 500000 أورو , و مستدينة (مصدر التوظيفات) بمعدّل عائم على أساس ليبور, في ثلاثة أشهر القادمة تخشى تراجع إيراداتها بسبب تراجع سعر ليبور, لذلك قامت

[1] محمود محمّد الداغر, الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات, عمّان : دار الشروق, 2005, ص135.

[2] - محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 335،336

بشراء خيّار شراء 100 سند(50أورو/السند) لمدّة 3 أشهر مقابل علاوة 4 أورو لكل سند(خيار أمريكي).

الحالات الممكنة في ظل التوقعات و القرارات التي ستتخذ يمكن بناؤها على تغيّرات سعر ليبور على النحو التالي :

- السعر السوقي أقل من سعر الممارسة: أي السعر أقل من 50 أورو، في هذه الحالة توقّع المشتري هو الصواب و منه المؤسسة حوّلت المخطر إلى الطرف الثاني, لا تقوم المؤسسة بتنفيذ العقد و هناك خسارة تقدر بـ4أورو للسند و هي سعر الخيّار.
- السعر السوقي مساو لسعر الممارسة: أي السعر يساوي 50 أورو، لا تقوم المؤسسة بتنفيذ العقد و هناك خسارة تقّدر بـ 4أورو للسند و هي سعر الخيّار.
- السعر السوقي أعلى من سعر الممارسة: أي السعر يساوي 50 أورو، تقوم المؤسسة بتنفيذ العقد و الخيّار متكافئ.

السعر السوقي أعلى من سعر الممارسة: أي السعر أعلى من 50 أورو، تقوم المؤسسة بتنفيذ العقد و الخيّار مربح و الأرباح غير محددة.

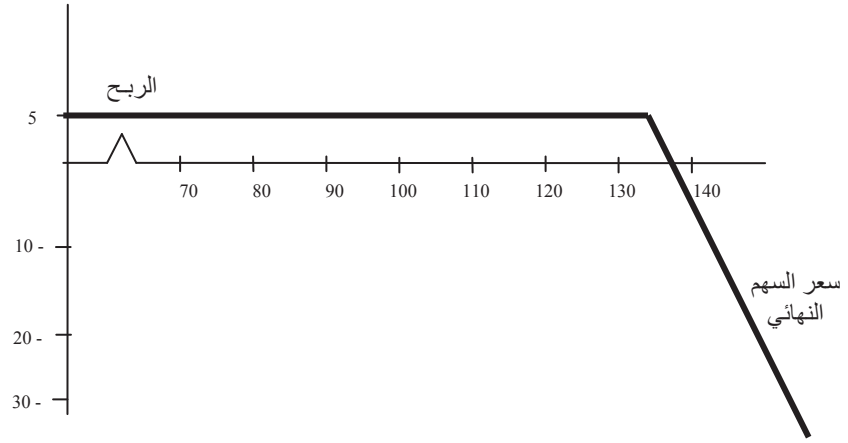
2- 1- ب- التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار البيع

يتبع حق اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني (محرر العقد) تنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل العقد عن سعر التنفيذ، وتقوم إستراتيجية التغطية باستخدام حق اختيار البيع على أساس قيام المستثمر بشراء الأسهم، بمعنى اتخاذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم واتخاذ موقف قصير لحق الاختيار(بمعنى بيع حق اختيار بيع)، ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بأن أسعار الأوراق المالية سترتفع في المستقبل ومن ثم يقوم بشرائها الآن، وفي نفس الوقت يقوم بتحرير حق اختيار بيع لأحد المستثمرين بغرض بيع هذه الأوراق إذا ما انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك.

ويمكن أن نلخص ما سبق ذكره في الشكلين الآتيين كما يلي[1] :

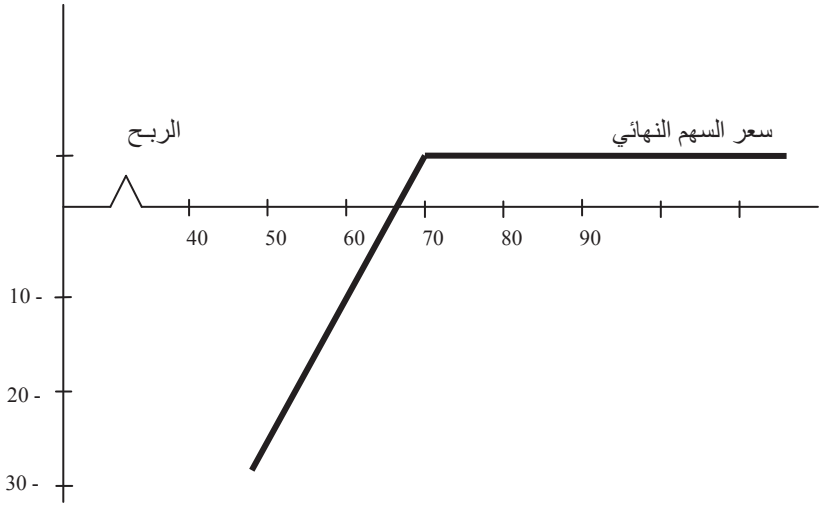
[1]- طارق عبد العال المشتقات المالية مرجع سابق ، ص : 23

الشكل رقم (2،11) : الربح من بيع شراء أجل لأسهم IBM
سعر الخيار 5 دولار ، سعر الممارسة 100 دولار



المصدر : طارق عبد العال، المشتقات المالية ، مرجع سابق ، ص : 23

الشكل رقم (2،12) : الربح من بيع خيار بيع أجل لأسهم كوكا كولا
سعر الخيار 7 دولار ، سعر الممارسة 70 دولار



المصدر : نفس المرجع ، ص:24

فيوجد جانبان لكل عقد اختيار (سواء اختيار شراء /أو بيع) ، فعلى أحد هذين الجانبين يوجد المستثمر الذي يتخذ المركز الطويل (أي الذي يشتري حق الاختيار) و على الجانب الآخر يوجد المستثمر الذي اتخذ مركزا قصيرا (أي الذي باع حق الاختيار) و يحصل بائع الخيار على نقد فورا

(العلاوة) و لكنه يتحمل التزامات محتملة فيما بعد ، و ربحه و خسارته عكس ربح أو خسارة مشتري حق الاختيار ، و هو ما يوضحه الشكلين السابقين .

2-1 - ج- التغطية ضد المخاطر باستخدام حقوق الاختيار المزدوجة

في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر في نفس الوقت بشراء عقد اختيار شراء وعقد اختيار بيع لنفس الأوراق المالية ليس هذا فحسب، كما يكون تاريخ تنفيذ العقدين واحدا، كذلك تاريخ الانتهاء ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا ساد لديه اعتقاد أن الأسهم التي بين يديه قد تتعرض لتغيرات كبيرة في السعر غير أن المستثمر لا يستطيع تحديد اتجاه هذا التغير، كما أن هذه الإستراتيجية تستخدم في المواقف طويلة الأجل ويمكن أيضا استخدامها في المواقف قصيرة الأجل، عندما يشعر المستثمر أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية لن تكون كبيرة سواء لأعلى أو لأسفل. ويلاحظ أنه كلما طالت الفترة الزمنية التي يظل فيها سعر السهم مستقرا نسبيا فإن المحرر هو المستفيد عن طريق حصوله على المكافأة، سواء كان العقد حق اختيار شراء أو حق اختيار بيع، أما إذا زادت حدة التغيرات في أسعار الأسهم لأعلى أو لأسفل فإن المستثمر يحقق خسارة كبيرة في حالة قيامه بتحرير حقي بيع أو شراء معا.

2-2- إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبليات [1]

من أهم الأنشطة الأساسية التي تتعامل في سوق العقود المستقبلية التحوط حيث يسعى المستثمر إلى تقليل المخاطرة من خلال التحوط الذي يهدف إلى تجنب تعرضه لمخاطر التغيرات السعرية على مركز أخذه أو سيأخذه في السوق الحاضر، ويتم التحوط بأخذ مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية، فلو أن المستثمر يمتلك أصل ما وله مركز في السوق الحاضر ويخشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل، يمكنه أخذ مركز عكسي في سوق العقود، وذلك ببيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل ، أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع أصل ما في السوق الحاضر يصبح لزاما عليه أخذ مركز عكسي في سوق العقود بشراء عقد على ذات الأصل، وفي ظل هذا النوع من التحوط فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في أحد الأسواق تعوضه المكاسب التي يحققها في

[1] – منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.ص: 100-101.

السوق الآخر وللتمييز بين ما يسمى بالتحوط الكامل وغير الكامل، فالتغطية الكاملة تتطلب توفر ثلاثة شروط إذا غاب أحدها تحولت إلى تغطية غير كاملة وهي:

- **تاريخ التسليم:** يجب تطابق تاريخ التسليم في العقد المستقبلي مع تاريخ الحصول على الموارد المالية لتحقيق التغطية الكاملة.

- **حجم العقد:** لكي تتحقق التغطية الكاملة لابد أن تكون قيمة العقد المستقبلي مساوية للقيمة التي ينطوي عليها المركز الذي أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر.

- **الأصل محل التعاقد:**ينبغي أن يكون العقد المستقبلي على أصل مماثل للأصل الذي أخذ عليه المستثمر مركزا في السوق الحاضر.

2-3- إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة

تعد عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير من أكثر هذه الأدوات استخداما، والهدف الرئيسي منها هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك عندما تتفق مؤسسة مصدرة لأوراق مالية سبق وأن أصدرت أوراق مالية بمعدل فائدة متغير على تبادل دفع الفائدة، ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى، وذلك دون المساس بالتزام أي منهما الأصلي على الورقة المالية، والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق هو أن كل منهما قد نظر إلى المشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الأخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقا لظروفها و توقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، رأت المؤسسة الثانية العكس ، وبأن مصلحتها وطبقا لظروفها وتوقعاتها تقتضي استبدال معدل الفائدة المتغير بمعدل فائدة ثابت، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المبادلة[1].

و هناك عدة أشكال من عقود المبادلة ، منها عقود مبادلة أسعار الفائدة و نذكر منها ما يلي[2] :

2-3-1- التغطية باستخدام عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة

يتمثل النشاط الرئيسي للبنوك التجارية في جمع المدخرات و الودائع من الأشخاص مقابل سعر فائدة متغيّر, ثم إعادة توظيفها في شكل ائتمان بمعدّل فائدة ثابت, فإذا ارتفع المعدّل السوقي فسوف

[1]- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص: 291.

[2] - J.BARRAEU et J.DELHAYE, Gestion financière, 9eme édition, paris : Dunod, 2001, P163-161.

يتحمّل البنك مصاريف إضافية ، على عكس ذلك إذا انخفض سعر الفائدة فسوف يحقق أرباحا إضافية إذا هناك مخطر.

لتفادي هذا المخطر قد يلجأ البنك إلى إبرام عقد ينص على استبدال معدل ثابت بمتغير بسعر محدد مسبقا لتتم التسوية مستقبلا, و أن يكون مباشرا أو غير مباشر.

*الطريقة المباشرة : حسب هذه الطريقة تكون العقود بين طرفين دون وجود وسيط (لا وساطة), فالطرف الأول يبحث عن الثاني الذي يستبدل معه السعر الثابت بالمتغيّر.

*الطريقة غير المباشرة: حسب هذه الطريقة تكون عقود المبادلة بين ثلاثة أطراف حيث البنك أو المؤسسة تقوم بتحويل المخطر إلى طرف ثالث .

2-3-ب-التغطية باستخدام عقود المبادلة الأوراق المالية ذات المعدل المتغيّر وغير المقيّد "CAPS"[1]

يستخدم هذا العقد لتغطية مخطر الارتفاع في سعر الفائدة, حيث عند قيام الطرف الأول بشرائه يحق له الحصول عن الفارق ارتفاع السعر، أما في حالة عكس ذلك لا يقوم الطرف الأول بالدفع و لا التحصيل ، و يشبه هذا النوع إلى حد كبير خيّار الشراء كما يسمى أيضا بالسقف (Plafond).

2-3-ج- التغطية باستخدام عقود المبادلة الأوراق المالية ذات المعدل المتغيّر و المقيّد "Floors"

يستخدم هذا العقد لتغطية مخطر الانخفاض في سعر الفائدة ، حيث عند قيام الطرف الأول بشرائه يحق له الحصول عن فارق انخفاض السعر، أما في حالة عكس ذلك لا يقوم الطرف الأول بالدفع و لا التحصيل ، و يشبه هذا النوع إلى حد كبير خيّار البيع كما يسمى أيضا بالحد الأدنى (Plancher)

2-3-د- التغطية باستخدام عقود المبادلة المختلطة "Collars" أو"Tunnels"

من خلال التسمية يتضح أنه مزيج من عقود **"CAPS"** و**"Floors"** هذا من جهة و من جهة أخرى من التسمية الفرنسية و التي تعني النفق أي وجود سقف و أرضيّة يتم العبور بينهما.

في هذا النوع من العقود يقوم الطرف الأول بشراء عقد مختلط أي كاب و فلور، و في حالة ما إذا كان السعر السوقي أكبر من كاب أو أقل من فلور سيحصل المشتري على الفرق ، و في حالة العكس لا توجد هناك مدفوعات .

[1]- Ibid; p: 313

2-3-ه-التغطية باستخدام سعر الفائدة المضمون "Forward Rate Agreement" أو "FRA"

يعتبر هذا النوع من العقود من الأكثر استخداما في البنوك التجارية حيث تعرّف على أنها عملية تسمح بتثبيت سعر الفائدة في المستقبل على قرض أو توظيفات مستقبلية.

4- الفرق بين عقود المبادلة و عقود الخيارات و المستقبليات

من خلال التعاريف السالفة الذكر نلاحظ أن عقود المبادلة تتشابه إلى حد كبير مع العقود المستقبلية لذلك لابد من التفرقة بينهما و بين عقود أو حقوق الخيّارات, حيث نقاط الاختلاف هي :

1- من ناحية الإلزام : تعتبر المستقبليات و المبادلات ملزمة على خلاف الخيارات غير ملزمة.

2- من ناحية التسوية : تعتبر المبادلات ذات تسوية دورية و ليست يومية كما في المستقبليات و ليست مرة واحدة كما هو الشأن بالنسبة للعقود الآجلة.

بعد التعرّف على عقود المبادلات و التفرقة بينها و بين المستقبليات و الخيارات و الآجلة نحاول الآن التعرف على أركان عقد المبادلة لسعر الفائدة و هي[1] :

- دافع الفائدة الثابتة (المركز الطويل): هو الطرف الأول من العقد و الهادف إلى تغطية مخطر الارتفاع ، حيث عند ارتفاع المعدّل السوقي عن المحدد في العقد يحصل على الفرق.
- دافع الفائدة المتغيّرة (المركز القصير) : هو الطرف الثاني أو محرر العقد و الهادف إلى تغطية مخطر الانخفاض ، حيث عند انخفاض المعدّل السوقي عن المحدد في العقد يحصل على الفرق.

المبحث الرابع : طرق التقليل من المخاطر

إن الميزة الرئيسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنويع، أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطرة. ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها هذا التنويع.

و في مجال التنويع و تأثيره على درجة مخاطرة المحفظة المالية قدم King- 1966 تحليلاً للمخاطرة على عينة من (63) شركة NYSE من ست صناعات خلال المدة 1927- 1960 واتضح أن ما يقارب من نصف التقلبات في أسعار الأسهم فسرت عن طريق سلوك السوق (مؤشر السوق) وأن بالمتوسط 10% من التقلبات في الأسعار فسرتها عوامل الصناعة الستة مجتمعة.

كذلك قام الباحثان (Evans& Archer, 1968) بدراسة أثر التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة من خلال دراسة (470) سهماً عادياً مدرج في سوق أسهم نيويورك للمدة من عام 1958-1967 وتم

[1] - محمّد صالح الحنّاوي ، مرجع سابق ، ص 303.

تكوين (60) محفظة بأحجام مختلفة (1- 40) سهم وتم استخدام الانحراف المعياري كمقياس لمخاطرة السهم وظهر انخفاض متوسط الانحراف المعياري للمحافظ المتكون مقارنة بمتوسط الإنحراف المعياري للأسهم المنفردة كلما زاد عدد الأسهم في المحفظة ولاحظ أن تأثير تقليل الخطورة يقل بصورة سريعة بزيادة عدد الأسهم واستنتج بأن فائدة التنويع تكون موجودة عندما تحتوي المحفظة على (10) أسهم كما أن محفظة مكنة من (8- 16) سهماً مختارة عشوائياً تكون مخاطرتها بمقدار مخاطرة السوق.

أما الباحثان(Elton & Gruber- 1977) قاما بدراسة العوائد الأسبوعية (150- 3290) سهماً مدرجة في سوق نيويورك للمدة من جوان 1971- جوان 1974 وتم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين الأولى تضم (150) سهماً والثانية تضم (3290) سهماً وظهر أن نتائج الدراسات السابقة تؤكد بأن مزايا التنويع تكون عندما تحتوي المحفظة على (10-20) سهماً في حين تؤكد هذه الدراسة أن مكاسب تخفيض المخاطرة بعد (15) سهماً.

في عام 1980م قدم Alexander&Chervany دراسة لتوضيح استقرار المخاطرة النظامية شملت الدراسة على عينة بمقدار (500) سهم مدرجة في سوق نيويورك عبر فترتين الأولى (1962- 1968) والثانية (1969- 1975) وتم بناء محافظ مكونة من 1-2-4-7-10-20 -35-50. سهماً عن طريق الاختيار العشوائي والثاني باستخدام التنويع بالاعتماد على معاملات Beta وتوصل الى أن المخاطرة النظامية للمحافظ تكون أكثر استقرار عن طريق التنويع الجيد[1].

المطلب الأول : تنويع محفظة الأوراق المالية

يقصد بمبدأ التنويع أنه عن طريق جمع عدد من الأوراق المالية المختلفة يمكن تحقيق درجة معينة من استقرار و ثبات العائد دون إضعاف العائد المتوقع حتى لو كانت عوائد هذه الأوراق المالية عوائد مستقلة و متساوية و ذات خصائص مخاطرة واحدة[2] .

و التنويع هو عملية دمج الأصول في محفظة واحدة بهدف تقليل المخاطرة الكلية دون التضحية بالعائد . و الحكمة التقليدية تقول " لا تضع كل البيض في سلة واحدة " و إذا ما ترجم ذلك إلى لغة الاستثمار فإنه يعني ألا تستثمر كل ثروتك في أصل واحد[3] . و عند التنويع يجب الأخذ بعين الاعتبار ما يلي :

ا- التنويع يؤدي إلى تخفيض المخاطرة إلا أنه لا يؤدي إلى إزالة المخاطر أو القضاء عليها .

---

[1]- شهاب الدين حمد النعيمي ، مرجع سابق ، ص : 12-13

[2]- عصام فهد العربيد ، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، دمشق ، دار الرضا للنشر ، 2002 ، ص:79

[3]- واثق حمد أبو عمر ، النظرية المعاصرة لمحفظة الاوراق المالية ، ط1، دمشق ن دار الرضا ،بدون دار وسنة نشر، ص: 48

ب- هناك جزء من المخاطر الكلية يصعب تجنبه بالتنويع نظرا لارتباطه بعوامل يصعب التحكم فيها و هي المخاطر المنتظمة . لكن يمكن التنبؤ بها .

ج- هناك جزء من المخاطر الكلية يمكن تخفيضها إلى أدنى مستوى ممكن عن طريق التنويع و هي تلك المخاطر المتعلقة بمؤسسة ما أو بصناعة معينة و هي ما تعرف بالمخاطر غير المنتظمة .

د- المخاطر تتناقص كلما زاد عدد الاستثمارات إلى حد معين ثم تبدأ المخاطر بالثبات .

1-1- مجالات التنويع

يمكن تمييز عدة مجالات من التنويع نذكر منها مايلي :

أ- التنويع بناء على جهة الإصدار

ويقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة ، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة[1].

ب-تواريخ الاستحقاق

من المعلوم أن الاستثمارات تتفاوت في درجة سيولتها و بالتالي في حجم الأرباح و الخسائر الرأسمالية التي يمكن أن تتحقق فيما لو اضطر المستثمر إلى تصفية استثماراته في الأحوال الاستثنائية إلى مجموعات حسب الآجال : لسنة واحدة ، لسنتين ، أو لثلاث سنوات ، أو أربع سنوات أو خمس سنوات ... و هكذا بحيث يتمكن المستثمر من إعادة الاستثمار قيمة السندات المستحقة في سنوات جديدة لآجال طويلة ، لأنه مجرد مرور الوقت يقرب موجودات المحفظة الاستثمارية نحو النقد [2].

ج- الجودة

مستوى جودة الأوراق المالية حيث يرتبط مباشرة مع النسبة المقبولة من المخاطر ، فعند الرغبة في عدم قبول مخاطر عالية فإنه يلزم شراء أوراق مالية جيدة المستوى .[3]

1-2- أساليب التنويع

النظرية الحديثة لتفسير سلوك المستثمر تعتمد على فرض أن المستثمر يحاول دائما الوصول إلى أدنى حد ممكن من المخاطر بالنسبة لحجم معين من الايرادات أو بطريقة أخرى يضخم إيراداته من الأوراق المالية في ضوء مستوى معين من المخاطر . لتحقيق ذلك يقوم المستثمر بتنويع استثماراته في

---

[1]- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سابق ، ص:171

[2]- حسين بن هاني ، الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص: 201

[3]- محمد محدمد عبد ربه محمد ، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات ، الاسكندرية ، الدار الجامعية ، 2000 ، ص: 13

أسهم و سندات بدلا من شرائه نوع واحد فقط بحيث يصل إلى ما يعرف بمحفظة أو حقيبة كفؤة من الأوراق المالية .و عن طريق تنويع الاستثمارات في هذه المحفظة يمكن الوصول إلى درجة ممكنة من مخاطر الاستثمار.

1-2-ا – التنويع البسيط

يقوم التنويع البسيط على مبدأ الاختيار العشوائي للأوراق المالية لغرض تكوين المحفظة و يعتمد على فكرة أساسية أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها [1]، بمعنى آخر شراء عدد كبير من الأوراق المالية دون الأخذ بنظر الاعتبار حجم المنشأة ، العوائد المتوقعة ، أو الانحرافات المعيارية للعوائد المحتملة . التنويع الساذج ملائم فقط عندما يكون المستثمر غير قادر على التمييز بين العوائد المتوقعة للورقة المالية[2] . و إن كان أسلوب التنويع يقلل المخاطر إلا أنه ينبغي عدم المغالاة في عملية التنويع إذ قد يترتب على ذلك آثار عكسية منها :

- صعوبة إدارة المحفظة نتيجة تعدد أنواع الاستثمارات إذ يتطلب ذلك دراسة عدد كبير من المراكز المالية لجهات الإصدار المصدرة لهذه الأوراق .
- ارتفاع تكاليف الشراء نتيجة الشراء بكميات صغيرة من كل نوع من أنواع الأوراق المالية مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة لسماسرة .
- اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة إذ أن المغالاة تصعب الدخول في استثمارات جديدة فعندما يكون التنويع فيه مغالاة كبيرة تكون فرصة إيجاد قرارت خاطئة أكبر .

1-2-ب- التنويع الكفؤ –تنويع ماركوفيتز-

يعتمد التنويع الكفء على الطرق العلمية الصحيحة في اختيار أصول المحفظة و بعد دراسة جيدة مع مراعاة معامل الارتباط و يفضل ألا يكون بين الأوراق المالية درجة عالية من معامل الارتباط و ذلك لتقليل المخاطر بالقدر الممكن [3]. فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (عدم وجود علاقة بينهما) أو توجد بينهما علاقة عكسية . فقد أوضح ماركوفيتز على أن معاملات الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة الأسلوب الأفضل في اختيار مكونات المحفظة و تخفيض مخاطرها ، حيث أكد أن معامل الارتباط بين سهمين يتحرك بين +1 ، 0 ، -1 , و أن أعلى عائد يتحقق للمحفظة عندما يكون معامل الارتباط سالبا بين السهمين . و الارتباط السالب يعني أنه إذا ارتفع

[1]- عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص: 546

[2]- خالد وهيب الراوي ، ادارة المخاطر المالية ، عمان ، دار المسيرة لنشر ، 1999 ، ص: 205

[3]- غازي فلاح المومني ، مرجع سابق ،ص:130

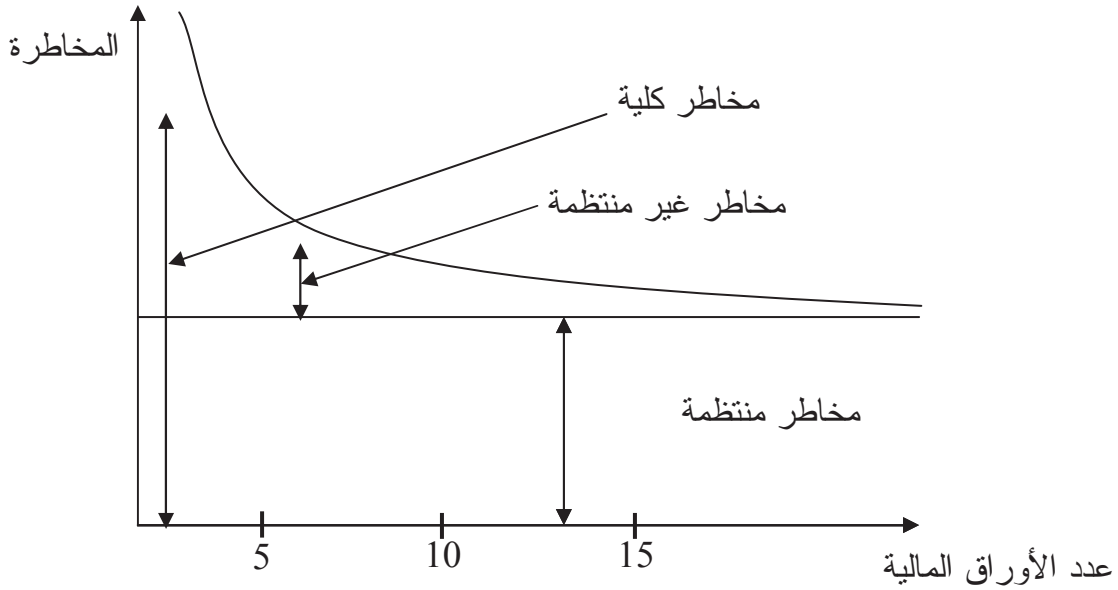
عائد السهم الأول ينخفض عائد السهم الثاني بذات النسبة لذلك يطلق على تنويع ماركوفيتز التنويع الكفء.

المطلب الثاني : السياسات و استراتيجيات الوقاية من المخاطر

يمكن إتباع سياسات و استرايجيات معينة للوقاية من مخاطر احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية و يهدف التوقي إلى تحويل المخاطر من شخص أو شركة إلى شخص أو شركة أخرى و يهتم الشخص الذي يقوم بالتوقي بالتحركات التي تطرأ على أسعار الأصول أو بالتقلبات التي قد تزيد المخاطرة و للقيام بهذا و تحويل المخاطرة كلها أو معظمها إلى غيره فإنه سوف يختار الأداة المناسبة للتوقي و الوسيلتان الأكثر ملاءمة للتوقي هما عقود المستقبليات المالية و الخيارات المالية [1] .

و الشكل التالي يوضح أثر التنويع على المخاطر :

الشكل رقم (2،13) : أثر التنويع على المخاطر



المصـــدر:محمد مطر، فايز يتم، ادارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سابق ،ص: 172.

يظهر الشكل (2،13) أثر التنويع على المخاطر الكلية و التي تشمل على المخاطر المنتظمة و غير المنتظمة ، فعند زيادة عدد الأوراق المالية المستثمرة في المحفظة تنخفض المخاطر و لكن بمعدل

[1] – أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عومي سلام ، الاستثمار بالاوراق المالية تحليل و ادارة ، مرجع سابق ، ص: 194

متناقص إلى حد معين من عدد الأوراق المالية ثم تبدأ المخاطرة بالثبات . و يظهر هذا أن في المحفظة مستوى معين من المخاطر لا يمكن التخلص منه من خلال التنويع .

توجد عدة سياسات يؤدي إتباعها إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية ومن أهم هذه السياسات:

2-1- سياسات التقليل من المخاطر

2-1-ا- السياسة المتحفظة أو الدفاعية

وهي سياسة يتبناها مديروا المحافظ المتحفظون جدا اتجاه عنصر المخاطر لذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، فيركزون اهتماماتهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ويطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أذونات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل الأسهم الممتازة، وبنسب تتراوح بين 60% و 70% من رأس مال المحفظة، وميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا ومستمرا لمدة طويلة من الزمن، كما توفر له هامشا مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر.

2-2-ب- السياسة المتوازنة

يتبنى هذه السياسة غالبية مديروا المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطرة، وذلك بإتباع ما يعرف في عالم الاستثمار بقاعدة الرجل الحريص، بذلك يوزعون رأس مال المحفظة على أدوات استثمارية منوعة بكيفية تحقق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية متى لاحت فرصة مناسبة لذلك ويطلق على المحفظة الملائمة لهذه السياسة مصطلح المحفظة المتوازنة، وتتكون قاعدتها الأساسية من تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل تتمتع بدرجة عالية من السيولة كأذونات الخزانة وشهادات الإيداع بجانب أدوات استثمار طويلة الأجل كالسندات والأسهم، بما يتيح لمديرها انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلب أسعار الفائدة من جانب إلى آخر.

2-2- استراتيجيات التقليل من الخاطر

توجد عدة استراتيجيات التي تقلل من المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية و نذكر منها[1] :

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص ص: 445-447.

2-2- ا- إستراتجية اختيار الأوراق المالية

تقتضي إستراتجية اختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل الأساسي والفني، وكذا سبل تقييم الأسهم بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار تضمينها مكونات المحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة وعن ظروف كل صناعة والوقوف على أفضل المؤسسات التي تنتمي للصناعة، أي أنه في حاجة لمعرفة مستقبل كل صناعة وكل مؤسسة تنتمي إليها، فضلا عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم والتي على ضوئها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية من مكونات المحفظة.

2-2- ب- إستراتجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة

هي تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي إلى القطاعات الأخرى، ومن الشائع تقسيم أسهم القطاعات في أربع مجموعات، أسهم منشآت حساسة للتغير في أسعار الفائدة كأسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وأسهم المؤسسات المنتجة للسلع المعمرة والتي يطلق عليها الأسهم الدورية كأسهم شركات إنتاج الثلاجات، وأسهم السلع الرأسمالية وهي أسهم المؤسسات المنتجة للسلع الرأسمالية كالآلات والعتاد، ثم الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية والأغذية، وتقوم هذه الإستراتجية على انتقال بين أسهم المجموعات خلال فترات الكساد والرواج لأسهم هذه المجموعات.

2-2- ج- إستراتجية توقيت السوق

تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى، بعبارة أخرى تقتضي تلك الإستراتجية بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية أو يقلل المخاطرة لو أنه أدرك متى يدخل إلى سوق الأسهم متى يستمر ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منها موجها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية و أذونات الخزانة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم، كما تقتضي تلك الإستراتجية بأنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية.

الفصل الثاني
إدارة مخطر سعر الفائدة

مدخل الفصل الثاني

إن أي نشاط استثماري مالي داخل السوق المالية ، فإن المستثمر يخضع لمتغيرات غير متوقعة من درجات المخاطرة يتحملها الشخص المشارك في ذلك السوق ، حيث تتضمن المخاطرة إحتمال الكسب أو الخسارة . فإن المستثمر معرض لارتفاع و انخفاض الأسعار و التكاليف ، حيث أن المدخر (المقرض) يتعرض لعدة أنواع من المخاطر نتيجة تعامله في الأسواق المالية ، وذلك نتيجة لتغير العوائد من الأدوات المالية أو ما يسمى بالعوائد غير المؤكدة لذا عندما نتكلم عن عنصر المخاطرة بالنسبة للأدوات المالية فيقصد به المخاطرة التي يتحملها المدخر أو المقرض عند شراء الأدوات المالية نتيجة تقلبات أسعار الفائدة ، و كلما ارتفعت درجة المخاطرة يزداد احتمال تحمل المدخر أو المستثمر المالي لخسائر أكبر ، و بالتالي من الطبيعي أن المدخر لن يرغب بتحمل درجة أكبر من المخاطرة إلا إذا كان هناك كسبا ماديا متوقع يقابل ذلك .

و لمواجهة تقلبات أسعار الفائدة يتم إنشاء العقود بمختلف أشكالها بغرض التحوط ضد المخاطر المالية ، ذلك أن أسعار الفائدة تتغير و تتقلب من حين لآخر لارتباطها على سبيل المثال بسعر الليبور London Inter-bank Offered Rate . و إما بأحد مؤشرات الأسعار في الأسواق الدولية كمؤشرات أسعار الأسهم . و جميعها متغيرة و لا تعرف الثبات أو الإستقرار لفترات طويلة ، فالفائدة التي يتحملها المستثمرون ليست دائما ثابتة ، حيث صارت أسعار الفائدة المعومة أكثر جاذبية في التعامل و خاصة لدى البلدان و الشعوب التي تسيطر عليها المضاربة و حب المخاطرة .

خلاصة الفصل الثاني

إن ارتفاع أسعار الفائدة في السوق بالمقارنة بالمعدل الفائدة الاسمي ، يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية و خاصة منها السندات ، و بغرض تفادي هذا المخطر ، يوجد نوعان من عقود الخيارات و هما :

عقود اختيار الشراء و عقود البيع ، و في النوع الأول يحصل حائز الخيار على الحق في شراء أصل ما يحول موعد معين مقابل سعر معين أما خيار البيع الآجل فيعطي حائزه الحق في بيع أصل ما بحلول تاريخ معين مقابل سعر معين . و يتم تداول العقود الآجلة و المستقبلية و الخيارات لمجموعة كبيرة جدا من الأصول المختلفة .

أما المشتقات تعد ابتكارات ناجحة في الأسواق المالية ، و يمكن تصنيف المتعاملين أو المتاجرين في المشتقات إلى ممارسي تحوط و مضاربين ، و يكون ممارسوا التحوط في وضع يواجهون فيه مخاطرة مرتبطة بسعر أصل ما و هم يستخدمون المشتقات للاقلال من المخاطرة أو القضاء عليها .

أما المضاربون فيرغبون في المراهنة على التحركات المستقبلية في سعر أصل ما . و يستخدمون المشتقات للحصول على رافعة مالية زائدة .

المبحث الأول : بيئة النظام الاقتصادي والمالي

لا يمكن للنشاط الاقتصادي أن يحقق أي مستوى من التقدم ما لم تحتضنه بيئة أعمال حرة يدعمها النظام الاقتصادي للبلاد بمظلة تشريعية على مواصلة النمو و النشاط ، فإذا ما كان الأمر يتعلق بما هو أكثر من تقدم عارض ، و يمثل في واقع الأمر طفرة في النشاط الاقتصادي ، فإن بيئة النظام الاقتصادي تستقطب في هذا السياق الاهتمام الفائق .

كذلك تتجه الإمارات إلى إعطاء مزيد من التحرير للقطاع المصرفي، فقد أعلنت غرفة تجارة وصناعة دبي أن دولة الإمارات تتجه لتطبيق المزيد من سياسة تحرير القطاعات المصرفية والمالية فيها، تماشيا مع خطواتها لتوقيع اتفاقية للتجارة الحرة مع الولايات المتحدة. وجاء في دراسة أعدتها الغرفة أن هذه السياسة تأتي انسجاما مع التزامات الدولة اتجاه الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (الجات) تحت مظلة منظمة التجارة العالمية، مشيرةً إلى أن تحرير مثل هذه القطاعات لن يناقش في الجولة الأولى من المفاوضات مع الولايات المتحدة، وإنما في مراحل لاحقة. وكشفت الدراسة أن القطاع المصرفي في الإمارات يعتبر العمود الفقري للقطاع المالي في الدولة[1]، حيث بلغ عدد المصارف الوطنية 21 مصرفاً في العام 2004، تنتشر في 377 فرعاً في الإمارات وخارجها ، و25 مصرفاً أجنبياً لها 112 فرعاً، منها مصرفان للاستثمار و48 مكتب تمثيل.

المطلب الأول: تطور قطاع الخدمات المالية

يتفوق قطاع الخدمات المالية على نظيره غير المالي داخل قطاع الخدمات الإماراتي بوجه عام من حيث درجة المرونة و التأثر بالمتغيرات المناخ و البيئة الاقتصادية للدولة ، و هو ما يلخص ما تعرض له هذا القطاع في العامين الأخيرين 2006 ،2007م ، و بصفة خاصة عام 2006م . فبقدر ما تعرض لتقلبات حادة كادت تدمر الانجازات التي حققها ، خاصة على صعيد سوق رأس المال ، و ما مُنى به من خسائر في عام 2006م ، بالرغم من التطور الملفت الذي شهده القطاع المصرفي.

و يمكن القول بأن الآليات نفسها التي قادت إلى تطور و ازدهار سوق رأس المال في السابق هي نفسها التي قادته إلى التداعي جراء المرونة التي اتسم بها نشاطه ، و الانفتاح الذي شهده السوق أمام المستثمرين الجدد ، و مثلما كانت فوائض السيولة نعمة في كثير من الأحيان خلال عامي 2004م و2005م تحولت السيولة العالمية للأسهم و بصفة خاصة في بورصة

[1] -الإمارات ، التطورات الاقتصادية، 2003-2005
http://www.gucciaac.org.lb/recentpublications/arabreport/UAE.htm 03/04/2008

دبي –مركز النشاط المالي – إلى نقمة في عام 2006 م و لآلية التطور الذي حدث في أسواق المال بدولة الإمارات [1].

1-1- تطور معدل الصرف الدرهم

نظرا لتثبيت معدل صرف الدرهم مقابل الدولار الأمريكي فقد انخفض في معدل صرفه مقابل معظم العملات الرئيسية خلال النصف الأول من 2007 م .

الجدول رقم (3،3) : الرقم القياسي لمتوسط الدرهم مقابل العملات الرئيسية (100=1999)

العملة	1999	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 جويلية
الدولار الأمريكي	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
الين الياباني	100.0	123.0	121.8	112.9	104.7	107.2	113.3	117.0
اليورو الجنيه الإسترليني	100.0	113.0	106.1	89.5	81.3	81.2	80.5	67.1
الفرنك السويسري	100.0	112.0	106.8	98.7	88.6	88.6	87.4	81.9
وحدة حقوق السحب الخاصة	100.0	105.6	98.0	85.0	78.8	78.5	79.2	77.6
	100.0	107.8	106.0	98.1	92.7	92.9	93.3	91.1

المصدر: النشرة الاقتصادية، جويلية، 2007 م

http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=209

نلاحظ أنه انخفض معدل صرف الدرهم في نهاية النصف الأول من 2007 م مقارنة بمعدل صرفه في نهاية 2006 م مقابل اليورو 5.5 % و الجنيه الإسترليني 6.3 % والفرنك السويسري 2.0 % و وحدة الحقوق السحب الخاصة 2.4 % في حين ارتفع مقابل الين الياباني 3.3 % .

2-1 – تطور البنوك الإسلامية بالإمارات[2]

قد سجلت البنوك الإسلامية في دولة الإمارات العربية المتحدة خلال العام 2004 م أرباحا قياسية حيث سجل بنك دبي الإسلامي أرباحا بنسبة 98 % لتصل إلى 461 مليون درهم فيما

مركزالامارات للدراسات و الاعلام ، الدراسات و التقارير ، الاقتصاد الامارتي و الانتقال نحو التنوع ...تطور قطاع الخدمات نموذجا 2008/06/16 http://www.emasc.com/content.asp?ContentId=10425 [1]

[2] - مجلة سوق المال ، " التمويل الاسلامي يمثل 20% من نشاط البنوك في دولة الامارات " ، العدد 29 – أفريل 2005 م ، ص : 20

ارتفعت أرباح أبو ظبي الإسلامي بنسبة 22 % لتصل إلى 122 مليون درهم ، و لعل هـذا يشير إلى الطلب الكبير على التمويل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية .

هذا و تؤكد التقارير الراصدة لنشاط هذا القطاع في دولـة الإمـارات أن وجـود أربعـة مصارف إسلامية فقط في دولة الإمارات يفتح مجالا واسعا للتنافس و التعاون في ذات الوقت حيث أن مساحة العمل الكبرى للبنوك الإسلامية اليوم مخصصة للرهونات العقارية و التمويل الإسلامي ، و هي مجالات النمو المحتمل حيث يبدو جليا عدم قدرة البنوك التقليدية على تملك العقارات ثم إيجارها كما تفعل البنوك الإسلامية المسموح لهم بذلك .

كما أن هناك تزايدا واضحا في قدرات المؤسسات القائمـة تزامنـا مـع تزايـد تمويـل المشروعات المحلية و طرق أسواق الإقراض الرأسمالي ، و هذا ما يعبر عنه الصكوك التي أصدرتها هيئة دبي للطيران المدني عام 2004 م بقيمة 1000 مليـون دولار ، فـي أكبـر إصدار من نوعه في العالم من خلال هذا النوع من التمويل الإسلامي . و لعل اتجاه البنـوك الإماراتية إلى الأنشطة المالية التي تقوم على الشريعة الإسلامية ، بـالرغم المهمـة الـشاقة المتمثلة في إعادة هيكلة الحسابات الختامية و المنتجات المصرفية ، لهو مؤشر واضح علـى نمو البنوك الإسلامية في الإمارات .

أما فيما يخص قطاع الخدمات غير المالية يعد أحد محركات النمو الأساسية في الاقتـصاد الإماراتي و أحد أسباب الظفرة الاقتصادية التي تشهدها الدولة ، و وفقا للأرقام الرسمية التي يعرفها التقرير الاقتصادي و الاجتماعي السنوي لعام 2005م استحوذ هذا القطاع الذي يـضم داخله خدمات التشييد و العقارات ، إضافة إلى النقل و التخزين و الاتصالات علـى 33.2% من الناتج الإجمالي للبلاد ، و هي نسبة لا يستهان بها بالنسبة لمردود مثل هذه القطاعات في اقتصاد نفطي تمثل فيه العوائد النفطية نصيبا بالغا الأهمية من هذا الناتج . و إذا مـا أضـفنا عائدات القطاع السياحي إلى تلك القطاعات فإن نصيب قطاع الخدمات غير المالية يرتفع إلى أكثر من 39% من الناتج الإجمالي المحلي لدولة الإمارات .

و مما يؤكد الأهمية النسبية لهذا القطاع ما استحوذ عليه من نصيب وافر من الاستثمارات المنفذة في عام 2005 م . حيث كان نصيب القطاعات الخدمية الإنتاجية بخلاف السياحة نحو 40.7 مليار درهم تمثل أكثر من 43% من إجمالي الاستثمارات المنفذة .بلغ نـصيب قطـاع النقل و التخزين و الاتصالات وحده منها نحو 17.7 مليار درهم ، فيما بلغ نـصيب قطـاع العقارات منها 10.4 مليار درهم ، هذه الحصص من الاستثمارات المنفذة (المنجزة) في عـام

2005 م رشحت تلك القطاعات لقيادة النمو في دولة الإمارات ، حيث ارتفاع مقدار الوزن النسبي لها داخل مخططات الدولة و القطاع الخاص على السواء [1].

المطلب الثاني :النظام المصرفي[2]

يشرف المصرف المركزي الذي تأسس بموجب القانون الاتحادي رقم 10 لعام 1980م على نظام مصرفي يضم 46 مصرفا لديها أكثر من 300 فرع. ويصدر البنك المركزي، مثله مثل البنوك المركزية الأخرى، العملة الوطنية ويوجه السياسات النقدية والمصرفية وسياسة الائتمان. ورعى البنك المركزي ندوة عام 2004م حول التحويلات المالية غير الرسمية كجزء من جهده لتنظيم وترخيص هذا القطاع من النظام المالي. وانضم البنك المركزي إلى "مؤسسة التمويل الدولية" في أواخر عام 2005م في سعيها إلى تعزيز الممارسات الدولية للإدارة الرشيدة في القطاع المصرفي الرسمي.

2-1- المصرف المركزي للإمارات العربية المتحدة

تأسس المصرف المركزي لدولة الإمارات العربية المتحدة في المرحلة الأولى ، و ذلك تحت مسمى مجلس النقد لدولة الإمارات في 19 ماي من سنة 1973 م بموجب القانون الاتحادي رقم (2) لسنة 1973 م ، بهدف إصدار عملة وطنية للدولة تخلف العملات الأخرى التي كانت قيد التداول في الفترة التي تلت قيام اتحاد الإمارات في 1971م ، و هذه العملات : الدينار البحريني و ريال قطر و دبي .

و طرح درهم الإمارات العربية المتحدة للتداول أول مرة في 19 ماي من سنة 1973 م و تم إثر ذلك استبدال الدينار البحريني و ريال قطر –دبي خلال بضعة أسابيع بواقع درهم واحد مقابل الريال و عشرة دراهم مقابل الدينار و تم استبدال ما مجموعه 12.9 مليون دينار و 131 مليون ريال مقابل طرح 260 مليون درهم في التداول .

لم يخول مجلس النقد صلاحيات رسم سياسة نقدية للدولة و إنما اقتصرت وظيفته حسب القانون على إصدار الدرهم و تأمين التغطية الكاملة له بالذهب و العملات الأجنبية . و قد تحدد مكافئ الدرهم من الذهب بواقع 0.186621 غرام و ربط بالدولار الأمريكي على أساس 3.94737 درهم لكل دولار مع السماح بهامش تذبذب ضيق [3] .

---

[1]- مركزالامارات للدراسات و الاعلام ، الدراسات و التقارير
http://www.emasc.com/content.asp?ContentId=10425

[2]- programme on governance in the arab region
http://www.pogar.org/arabic/countries/finances.asp?cid=152008/06/15
مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي

[3]- http://centralbank.ae/pdf/introduction-ar.pdf 2008/06/20

2-2- إجراءات الرقابة على البنوك التجارية

شدد المصرف المركزي برنامجه للإشراف والمراقبة بعد سلسلة من الفضائح المصرفية ومن الصعوبات الناجمة عن القروض المتعثرة في الثمانينات وأوائل التسعينات. كما وضع حدا أدنى مرجحا جديدا للمجازفة يقوم على أن تكون نسبة رأس المال للأصول 10 % إلى 2 % بزيادة عن حد المجازفة الأدنى الذي تم اعتماده في مدينة "بازل" (Basel). ومنذ أكتوبر 2001م فرض على البنوك إبلاغ المصرف المركزي جميع الصفقات التي تزيد عن 10،900 دولار أميركي. وشكلت القروض المتعثرة 12،5% من القروض المستحقة في نهاية عام 2004م ، لكن هذه القروض كانت مغطاة بشكل كاف مما جعل مجموعها الصافي (بعد التغطية) أقل من 4%. و من غير المسموح للمصارف التجارية المشاركة في أنشطة غير مصرفية و لا تستطيع أن تقرض أكثر من 7 % من رأسمالها لمؤسسة أجنبية وحيدة أو تستثمر بما يزيد على 25 % من أموال المصرف في أسهم أو سندات . و يمارس البنك المركزي عمله بصورة مستقلة إلى حد كبير و أسعار الفائدة محررة تماما . و قد أزيلت قيود الائتمان ، و لكن يفرض على القروض الشخصية حد بنسبة 30 %من إجمالي القروض[1] .

ومنح قانون سنّ لمحاربة تبييض الأموال في ماي 2002م المصرف المركزي سلطة تجميد أي حسابات مشبوهة لسبعة أيام بدون الحصول على إذن قضائي مسبق. وفرض على البنوك تقديم جميع التفصيلات المتعلقة بمعاملات عملائهم الداخلية والخارجية وصفقاتهم في حال طلب منهم ذلك، بالإضافة إلى الإبلاغ عن أي صفقة مشبوهة. وبالفعل أمر المصرف المركزي بتجميد نحو 30 حسابا مصرفيا بناء على هذه الاعتبارات، وكشف عن عدة عمليات تبييض أموال تمت في الإمارات العربية المتحدة. وصدرت قوانين عام 2004م لمكافحة تمويل الإرهاب ولمعالجة قضايا غسل الأموال في المناطق المالية الحرة في دولة الإمارات العربية المتحدة[2].

المبحث الثاني : السوق المالية الإماراتية

ظل العديد من المستثمرين المحليين و الأجانب يترقبون إنشاء سوق مالية رسمية ، حيث كان مقررا تدشينها في بداية الثمانينيات ، غير أن أزمة سوق المناخ في الكويت – و التي تكبدت الكويت خلالها خسائر بلغت حوالي 20 مليار دولار – قتلت المشروع في مهده ، و

[1]- الاتجاهات الاقتصادية و آثارها "سلوكيات القطاع المصرفي و كفاءته في مجال الاقراض في بلدان مختارة أعضاء في الاسكوا " ، العدد 3 ، الامم المتحدة نيويروك ، 2005 ، ص: 22

[2]- programme on governance in the arab region
http://www.pogar.org/arabic/countries/finances.asp?cid=15

استمرت سوق الأسهم المحلية تعمل بدون قوانين ، و تسير بطريقة الاتصالات الهاتفية بين الوسطاء ، الأمر الذي جعلها عرضة للتذبذب باستمرار ، كما طرح مشروع البورصة بقوة مرة ثانية في التسعينات ، خصوصا مع الازدهار الاقتصادي الذي بدأته الإمارات مع عقد التسعينات ، غير أن السلطات ظلت مترددة في اتخاذ الخطوة تحت تأثير الخوف من تكرار أزمة سوق المناخ الكويتية ، و التداعيات السلبية لحرب الخليجية الثانية ، كما جاءت أزمة الاقتصاديات الآسيوية ، خصوصا في ماليزيا و اندونيسيا . لتعطي مبررا قويا للسلطات السياسية و الاقتصادية التروي ، و إعطاء المزيد من الوقت قبل اتخاذ القرار .

و حتى مارس من العام 2000 م لم يكن في الإمارات بورصة رسمية منظمة ، بل عبارة عن سوق الأسهم غير نظامية ، لا تخضع لأية رقابة أو إشراف من السلطات النقدية و المالية الرسمية .

و استمر هذا الوضع لسنوات طويلة سوق غير منظمة ترتفع فيها الأسعار و تهبط دون مؤشر للقياس ، ووسطاء و سماسرة مرخصون و غير مرخصين ، إلى أن جاءت "أزمة سوق الأسهم" في صيف عام 1998 م و التي كبدت صغار المستثمرين خسائر باهضة تقدر – حسب العديد من المصادر – بأكثر من 4 مليارات درهم . هي جملة القروض التي اقترضوها من البنوك للاستثمار في الأسهم ، حيث أغرتهم الارتفاعات غير المبررة ، و التي قفزت بقيمة العديد من أسهم الشركات إلى أكثر من 18 ضعف القيمة الاسمية .

و تتكون سوق المال في الإمارات من سوق دبي المالية ، و سوق أبو ظبي للأوراق المالية و يندرج السوقان تحت رقابة هيئة الأوراق المالية و السلع ، و التي تعتبر المشرع الرئيسي لأنظمة عمل الأسواق في الدولة .

المطلب الأول :تداول الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة

1-1- تطور عمليات تداول الأسهم[1]

من الظواهر الاقتصادية الحديثة في الدولة و دول الخليج الأخرى انتشار ظاهرة التداول بالأسهم و التي جاءت انعكاسا للتطورات الاقتصادية التي شهدتها المنطقة نتيجة لاكتشاف النفط و التي أدت بدورها إلى ازدهار و نمو المدخرات و الاستثمارات الفردية .

و قد ترافقت ظاهرة تداول الأسهم بازدياد عدد الشركات المساهمة في الدولة و ذلك تلبية لحاجات البناء الاقتصادي و التي بدأت تأخذ إطارها المتكامل و التنظيمي في بناء مؤسسات

[1]- تطور الأسواق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة
http://www.uaeec.com/vb/t2332.html 2008/05/05

الدولة خاصة بعد قيام دولة الاتحاد و التي كان لها الأثر الأكبر في خلق اقتصاد يملك كافة المقومات اللازمة لوجوده و تطوره .

و يعتبر تداول الأسهم في حد ذاته ظاهرة ايجابية تتمثل في تطور وسائل استثمار رؤوس الأموال الفردية و الانطلاق إلى مجالات أوسع مما يخلق ويوفر الفرص لتنويع مصادر الدخل القومي و تنويع الإنتاج و تقليل الاعتماد على النفط و الذي يعتبر حاليا مصدرا أساسيا للإنتاج .

و تأتي أهمية تطوير عمليات التداول بالأسهم إلى أنها :

- تؤدي إلى تنوع المنافذ الاستثمارية في الدولة .
- تحد من تسرب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج.
- تساعد على خلق قاعدة إنتاجية متنوعة في الدولة .
- تخلق وعي استثماري بين المتعاملين .

1-2- مراحل تطور تداول الأسهم

قد مرت ظاهرة تداول الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة بمراحل متعددة حتى وصلت إلى شكلها الحالي من خلال إنشاء سوقي أبوظبي و دبي للأوراق المالية ، حيث كانت الفترة من السبعينيات و حتى عام 1982 م مرحلة تأسيس العديد من البنوك و الشركات المساهمة و قد كان ذلك قبل إصدار قانون الشركات تزامنت تلك الفترة مع حركة النشاط الاقتصادي و الذي شهد طفرة قياسية شملت كافة أنحاء الدولة ، وقد كانت تلك البنوك و الشركات مملوكة من قبل الحكومات المحلية أو أفراد مؤسسين أو عائلات و كان الهدف الرئيسي هو الاستثمار، و في هذه المرحلة لم تكن عملية بيع أسهم مألوفة نظرا لبيعة تأسيس هذه الشركات .

و في عام 1988م بدأت مرحلة جديدة ترافقت مع عودة الانتعاش إلى النشاط الاقتصادي في الدولة و الذي شهد معظم القطاعات الاقتصادية ، حيث انتعشت عمليات التداول في الأسهم كإحدى القنوات الاستثمارية المفضلة و بدأت مفاهيم عديدة تتغير لمصلحة التداول وبرزت شريحة من تجار الأسهم نشطو في السوق للاستفادة من فروقات الأسعار لتحقيق أرباح كبيرة و في بداية هذه المرحلة كان متوسط ربح الأسهم يتراوح بين 15% و 7.5% في نهاية الفترة التي استمرت حتى عام 1994م .

و قد حقق المستثمرون خلال تلك الفترة أرباحا جيدة بسبب مستويات الأسعار المرتفعة و بسبب التوزيعات النقدية و أسهم المنحة و ذلك نتيجة تحسن أرباح جميع الشركات . و على

الرغم من استمرار عدد الأسهم المتداولة 96 سهما لكن قيمتها السوقية الإجمالية ارتفعت من 21.4 مليار درهم في 1988 م .

و تتويجا لمراحل عملية التداول بالأوراق المالية في الدولة فقد كان إصدار القانون الاتحادي رقم 04 سنة 2000 م بإنشاء هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية و السلع خطوة هامة بالاتجاه الصحيح نحو تقنين عمليات التداول العشوائي و الذي يترتب عليه الكثير من المخاطر الخاصة لصغار المستثمرين و المتعاملين في السوق و ذلك كما أشرنا في التطورات التي حدثت في نهاية 1988 م، و قد تبع تلك الخطوة الهامة انطلاق سوق دبي المالي في 2000/03/26م و كذلك صدور القانون رقم 08 في إمارة أبوظبي بإنشاء سوق أبوظبي للأوراق المالية ، و قد كان لتلك الخطوات التنفيذية أثر كبير في تنظيم عمليات على الرغم من أن الكثير من الشركات التي يتم تداول أسهمها لم تدرج بعد في سوق أبوظبي ودبي الماليين [1]

المطلب الثاني : سوق دبي المالي [2]

تم تأسيس سوق دبي المالي على أنها مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000م . و يعمل السوق في مرحلته الأولى كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة و السندات التي تصدرها الحكومات الاتحادية ، أو أي من الحكومات المحلية و الهيئات العامة و المؤسسات العامة في الدولة ، و الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمارية المحلية ، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق ، والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وبدأ سوق دبي المالي مزاولة نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000 م. يقع مقر السوق في مبنى المركز التجاري العالمي لمدينة دبي[3] .

كما حصل سوق دبي المالي على شهادة الايزو 2001 م كأول سوق مالي في الشرق الأوسط في 19 جويلية 2001م ، و تم الإعلان عن إنشاء مركز دبي المالي في 17 فيفري 2002م. [4]

وفي 27 ديسمبر 2005 م قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم) وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل

[1]– تطور عمليات تداول الاسهم بالامارات العربية المتحدة
04/04/2008 http://www.uaeec.com/vb/t2332.html
[2] - http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801 06/06/2008
[3] - http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=109 2008/08/10
[4] - http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=209 2008/08/15

1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. لقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم.

وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007م برمز تداول (DFM).

ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم.

2-1- تطور الأسواق المالية بدولة الإمارات المتحدة

تطورت السوق الأولية في الإمارات العربية المتحدة من خلال مرحلتين :

المرحلة الأولى :

اتسمت بغياب القوانين الاتحادية و المحلية المنظمة للسوق الأولية و بالتالي فإن القواعد التي تحكم تنظيم سوق الإصدار و الاكتتاب لم تكن موحدة بين الإمارات . بل لم تكن موجودة أصلا في بعض الإمارات الأمر الذي أدى إلى ظهور بعض الشركات الورقية و هي التي أسست في بعض الإمارات و انحرفت عن الأغراض التي أسست من أجلها ، مما أدى إلى المضاربة في الأسهم و انخفضت القيمة السوقية بعد أزمة سوق المناخ بالكويت.

المرحلة الثانية :

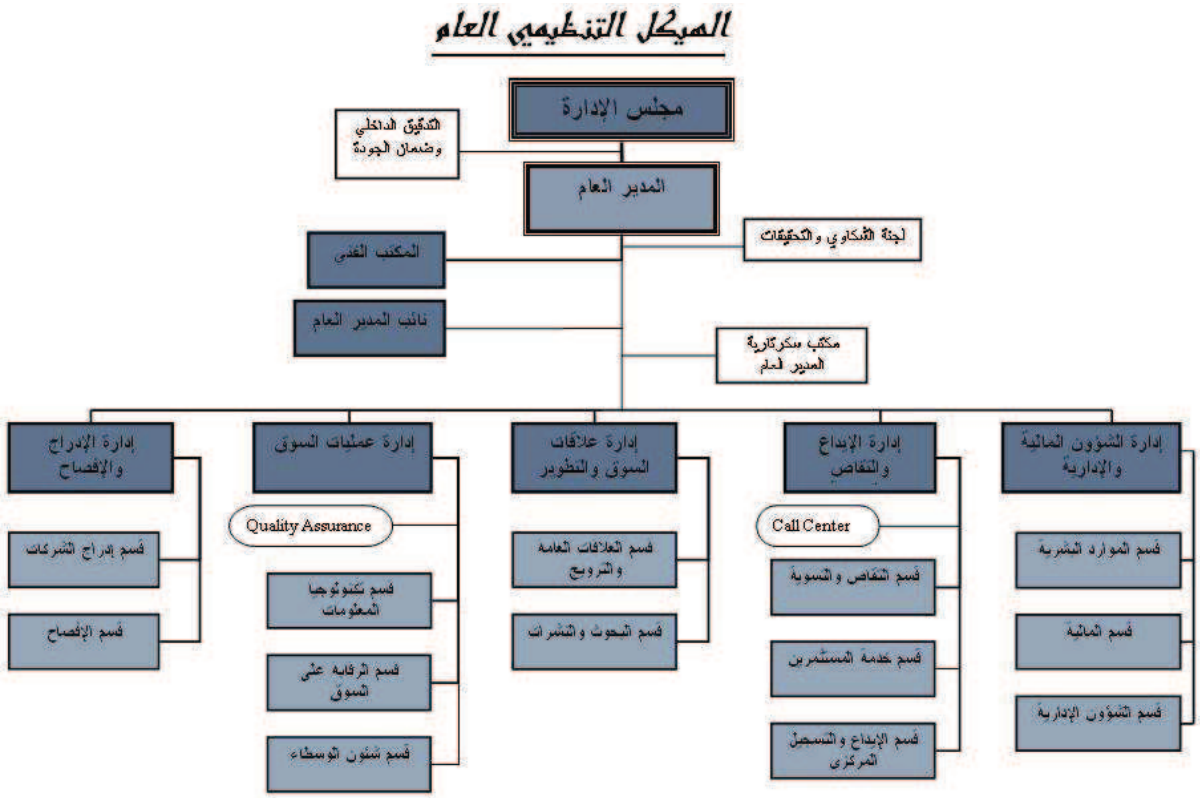
فهي المرحلة التي بدأت في 1985/01/01م بتطبيق قانون الشركات التجارية بما يحتويه من أحكام لتنظيم سوق الإصدار و الاكتتاب بشكل موحد و بصيغة مناسبة و لوزراء الاقتصاد و التجارة مع السلطة المحلية المحددة حق مراقبة شركات المساهمة و شركات التوصية بالأسهم للتحقق من قيامها بتنفيذ الأحكام .

و كان لزيادة عدد الشركات المساهمة بالإمارات العربية المتحدة و ارتفاع رؤوس الأموال حافزا لإنشاء السوق المنظمة لتداول هذه الأوراق المالية . و في عام 1994 م أصدر مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة قرارا لتشكيل لجنة لدراسة إمكانية إنشاء سوق الأوراق المالية و قد أوصت اللجنة بضرورة قيام سوق مالي بالدولة نظرا لوجود عدد كبير من الشركات المساهمة و التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق الأول . و الرغبة المتزايدة لدى المتعاملين بالأدوات المالية بوجود سوق مالي يتم التعامل من خلاله بهدف تنظيم و تطوير أساليب التعامل بالأدوات المالية و تشجيع الاستثمار.

2-2- الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي

إن سوق دبي المالي يقوم على الهيكل التنظيمي العام المبين في الشكل التالي :

الشكل رقم (14،3) : الهيكل التنظيمي العام



المصدر : http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=8022008/05/13

2-3 - إدارة سوق دبي المالي[1]

يقوم على إدارة السوق مجلس إدارة مؤلف من ستة أعضاء من بينهم رئيس مجلس الإدارة و نائب له و أربعة أعضاء آخرين . و يتولى إدارة عمليات السوق و أنشطته اليومية مدير تنفيذي معين من قبل مجلس الإدارة .

2-4- أهداف سوق دبي المالي

يسعى سوق دبي المالي إلى تحقيق الأهداف التالية و هي[2] :

أ- خلق سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للاقتصاد الوطني .

ب- تنظيم عملية بيع و شراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة و المحظورة .

---

[1] - http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=109 2008/06/18

[2] - http://www.sahmy.com/showthread.php?t=26424 2008/06/11

ت- تحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح لقوى العرض و الطلب بالتفاعل الحر و العادل فيما بين المستثمرين .

ث- تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع و التقاص و التسوية و نظمها الالكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة و اقتدار .

ج- ترسيخ قواعد السلوك المهني و الانضباط بين الوسطاء و موظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الاستقامة و توفير التدريب الملائم لهم .

ح- تجميع البيانات و الإحصائيات عن الأوراق المالية ، و إعداد التقارير بناء على تلك البيانات و المعلومات .

2-5- قاعة التداول[1]

يعمل سوق دبي المالي اعتمادا على نظام تداول الكتروني يظهر البيانات أوتوماتيكيا على شاشات العرض، وقد اتجهت معظم الأسواق المالية العالمية مؤخرا إلى استخدام نظم تداول إلكترونية مماثلة وذلك بالنظر لمزايا الجهاز العديدة مقارنة بأنظمة التداول التقليدية من ناحية الشفافية والسيولة وعرض أسعار التداول.

وكان سوق دبي المالي قد سعى بالتعاون مع أشهر الخبراء العاملين لتصميم يلبي متطلبات العدالة والشفافية والكفاءة للمستثمرين في دولة الإمارات العربية المتحدة ويتماشى وأهدافها الاقتصادية.

ويقوم نظام التشغيل بالتوفيق بين أوامر الشراء وأوامر البيع التي يتلقاها ، فبعد أن يعطي المستثمر أوامره للوسيط المعتمد ، يقوم الأخير بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الذي يقوم إلكترونيا بمطابقة أوامر البيع والشراء بالنسبة للورقة المالية المحددة بالكمية المطلوبة والسعر المعين . ويقوم الجهاز بعرض تفصيل أنشطة التداول الحديثة والسابقة مشتملة على الأسعار وكميات التداول وأوامر البيع والشراء قيد التنفيذ مما يضمن للمستثمر الحصول على المعلومات اللازمة والمواتية لاتخاذ قراراته الاستثمارية.

ومن أجل حماية فعالية وسلامة التداول في السوق يحرص سوق دبي المالي على الاضطلاع بمهماته الرقابية والإشرافية، حيث يتولى قسم رقابة السوق بمراقبة عمليات التداول والتأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقا للوائح وأنظمة السوق، بينما يقوم قسم ترخيص ورقابة الوسطاء بالإشراف على تعاملات الوسطاء لتحقيق النزاهة التامة وتقديم أعلى مستويات الخدمة للعملاء، أما قسم إدراج ورقابة الشركات فتتجلى مهامه في ضمان تقديم كافة

[1] - http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=1052 2008/05/06

المعلومات المتوفرة عن الجهات المدرجة وأوراقها المالية لجميع المستثمرين في الوقت المناسب، كما يقوم بالتنسيق مع قسم المتابعة والتدقيق لمنع استغلال المعلومات الداخلية التي قد تكون متاحة في الشركات.

2-6- مؤشر سوق دبي المالي

لأغراض احتساب مؤشر سوق دبي المالي الجديد يتم مراعاة ما يلي[1]:

- يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الملكيات التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة.
- يعتمد المؤشر الجديد في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق.
- تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 25%، وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.
- يشتمل المؤشر الجديد على الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي كسوق رئيسي فقط، وبالتالي لا يتضمن المؤشر السندات وصكوك التمويل والأسهم الممتازة، إن وجدت، وكذلك لا يتضمن أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي كسوق فرعي.
- يتم استخدام النسب المعيارية التالية لنسبة أسهم التداول العام بحيث يتم تطبيقها على جميع الشركات المدرجة لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر:
  - 25% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين 5% إلى 25%.
  - 50% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 25% إلى 50%.
  - 75% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 50% إلى 75%.
  - 100% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 75% إلى 100%.
- يتم استبعاد الشركة من المؤشر إذا قلت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول عن 5% من إجمالي رأس مالها.
- تم استخدام تاريخ 2003/12/31 م كنقطة بداية للمؤشر حيث تم استخدام أسعار ذلك اليوم لتحديد القيمة السوقية الأساسية للمؤشر كما تم استخدام نقطة قياس مقدارها 1000 نقطة كبداية لقراءة المؤشر الجديد في ذلك اليوم.

[1] Index Calculation Rules - http://www2.dfm.ae/Documents/Index/indexrulesA.doc2008/06/10

جدول رقم (4،3) : وزن الشركات في مؤشر سوق دبي المالي

%

الشركة	الوزن في المؤشر	عدد الأسهم المدرجة في المؤشر
أمان	0.23	15,000,000
أملاك	2.59	1,125,000,000
ارامكس	1.68	1,100,000,000
ارابتك	1.81	448,500,000
الاسكندينافية	0.07	35,000,000
بنك دبي التجاري	2.83	564,738,210
بنك دبي الإسلامي	12.17	2,245,724,907
دبي للاستثمار	6.13	2,170,740,000
دبي للتأمين	0.07	3,750,000
دبي للتأمين وإعادة التأمين	0.11	50,000,000
دو	2.48	1,000,000,000
اعمار	21.11	2,993,906,681
الخليجية للاستثمار	1.16	270,000,000
سلامة	0.96	550,000,000
جيما	0.05	15,000,000
بنك المشرق	3.96	28,151,344
الاسمنت الوطنية	0.71	138,407,080
الوطنية للتأمينات	0.10	30,421,442
عمان للتأمين	0.64	141,375,000
شعاع	1.77	550,000,000
تبريد	1.80	1,134,000,000
تمويل	2.68	750,000,000
الاتحاد العقارية	3.04	1,391,263,009
الخليجية للملاحة	0.72	827,500,000
سوق دبي المالي	6.93	2,000,000,000
العربية للطيران	3.44	3,500,025,000
ديار	6.44	4,333,500,000
بنك الإمارات دبي الوطني	14.33	2,196,748,896

المصدر :2008/06/10 http://www2.dfm.ae/Documents/Index/indexrulesA.doc

فيما يتعلق بالشركات الجديدة التي يتم إدراجها في السوق، فيتم النظر في إدراجها في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، وذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمها.

المطلب الثالث: عناصر سوق دبي المالي[1]

إن سوق دبي المالي سوق ضخم متكامل يعمل بتقنيات الحاسب الآلي ، يتم من خلاله إجراء عمليات إيداع و تسجيل و تداول الأوراق المالية ، و تسوية الأموال . و الأطراف التي تتعامل مع هذا الجهاز بصورة مباشرة هي : مشغلو الجهاز (موظفو السوق) و الوسطاء المعتمدون ، الذين يقومون بإجراء عمليات التداول الفعلية نيابة عن المستثمرين ، و لتقديم

[1] - http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=109 2008/06/18

صورة أكثر تبسيطا و وضوحا للسوق و طريقة عمله ، يمكننا أن نقسم السوق إلى خمسة عناصر رئيسية هي : المسجلون ، الوسطاء ، المقاصة ، نظام التداول و قاعة التداول .

3-1- المسجلون

مسجلو الشركات المساهمة هم أول عنصر رئيسي من عناصر السوق يقابله المستثمر . ذلك لأن أول خطوة يخطوها الشخص الراغب في التداول في سوق دبي المالي هي تسليم شهادات ملكية الأسهم لمسجلي شركات المساهمة من أجل الحصول على "رقم المستثمر".

3-2- الوسطاء

يكون المستثمر على علاقة مباشرة مع الوسيط ، حيث أن المستثمر لا يقوم بالتداول في السوق بنفسه ، بل من خلال أحد الوسطاء المعتمدين من قبل سوق دبي المالي الذين يقومون بتنفيذ عمليات التداول (البيع و الشراء) نيابة عن عملائهم بموجب تفويضات ممنوحة لهم من قبل أولئك العملاء ، و حسب الأوامر التي يصدرونها إليهم . و لا يسمح لأحد سوى الوسطاء المعتمدين و ممثليهم ، بالتداول في سوق دبي المالي .

و يتم اعتماد الوسطاء في السوق بموجب أنظمة و لوائح و قواعد سلوك صارمة . تم إقرارها لضمان سلامة عمليات التداول . و حماية حقوق المستثمرين ، و ضمان أعلى درجة من الدقة و الشفافية و الكفاءة في إدارة عمليات السوق ، و يخضع ممثلو الوسطاء العاملين في قاعة التداول لدورات تدريبية مكثفة على استخدام الأنظمة و المعدات البالغة التطور المستخدمة في سوق دبي المالي ، و يتعين عليهم اجتياز اختبارات فنية للتحقق من استيعابهم للمادة التدريبية .

3-3- مركز الإيداع و التحويل (المقاصة)[1]

تعتبر إدارة الإيداع والتقاص والتسوية من أهم إدارات سوق دبي المالي وأحد أهم أركانه فمن خلاله يتم بناء جو من الثقة والأمن والاستقرار للمستثمر من خلال السرية المفروضة على المعلومات المتعلقة بالمستثمر وممتلكاته. ويكون ذلك عن طريق فرض رقابة صارمة من قبل إدارة الإيداع والتقاص والتسوية على النشاطات التي يقوم بها الوسيط بأوراق المستثمر المالية والمتعلقة ضمن مهام عمل الإدارة، وهذا بدوره يؤدى إلى حماية حقوق المستثمر من خلال خلق سوق شفاف وفعال في الوقت ذاته.

[1]- http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=820 2008/06/19

تقوم بالحفظ الآمن لملكية الأوراق المالية المدرجة في السوق وذلك من خلال توليها لمسؤوليات ومهام عدة تتمحور معظمها في علاقة العمل الوطيدة بينها وبين الشركات المدرجة في السوق من ناحية وذلك من خلال إدارة، وحفظ، وتسجيل، وإيداع، ونقل ملكية الأوراق المالية سواء الفوري نتيجة عمليات البيع والشراء في السوق، أو التحويلات المستثناة من قاعة التداول. هذا بالإضافة إلى تسوية أثمان الأوراق المالية المتداولة في السوق من حيث سداد وتصفية صافي مستحق الدفع والتحصيل بين الوسطاء المرخصين عن طريق بنك التسوية المعتمد من ناحية أخرى.

*** أغراض إدارة الإيداع والتقاص والتسوية**

- التأكد من إتمام التسوية المالية بصورة دقيقة وصحيحة وذلك حسب اللوائح التنفيذية للسوق وهيئة الأوراق المالية والسلع.
- تحري الدقة والأمانة في إجراء عملية تحويل الأوراق المالية الخاصة بالمستثمر بجميع أنواعها بما يتوافق مع أنظمة ولوائح السوق.
- العمل على تحويل معظم معاملات الإدارة للبيئة الإلكترونية، وتنظيف قاعدة البيانات الإلكترونية.
- تنفيذ جميع أنواع إجراءات الشركة على المساهمين لسجل الشركات المدرجة في السوق.
- إدارة وحفظ الأوراق المالية المدرجة بكفاءة وسرية لحماية حقوق الأطراف المختلفة، وتقديم أفضل الخدمات لهم.

فالعنصر الرئيسي الثالث من عناصر السوق إذن هو مركز الإيداع و التحويل ، أو المقاصة و هي بمثابة المرحلة الأخيرة في عملية انجاز التداول ، أي أنها تلي عملية تنفيذ أوامر العملاء من خلال وسطائهم ، و مثل أي عملية بيع و شراء بين طرفين ، يتعين بعد الاتفاق أن يقدم البائع السلعة المشتري ، و يسدد المشتري ثمن السلعة للبائع . السلعة في حالة السوق المالي هي الأسهم ، و تكتمل عملية تسليم الأسهم بانتقال ملكيتها من البائع إلى المشتري ، و يتم سداد الأموال (الثمن) نقدا للبائع ، تتولى المقاصة تنفيذ هذه العملية من بدئها إلى منتهاها . و مرة أخرى ، يتم انجاز هذه العملية في سوق دبي المالي من خلال نظام الكتروني مرتبط و متكامل مع نظام التداول (محرك التداول) .

3-4- نظام التداول الالكتروني

إن نظام التداول في سوق دبي المالي هو عبارة عن برنامج تشغيل حاسوبي يتولى معالجة الإجراءات و العمليات التي تشكل مع بعضها البعض عملية تنفيذ التداول . و يتولى فنيو

السوق مهمة تشغيل و صيانة هذا النظام و ضبط آلياته . و ترتبط بالنظام جميع الأجهزة الظرفية التي يستخدمها الوسطاء في إدخال أوامر بيع و شراء الأسهم ، و إجراء التعديلات عليها ، و تحتوي شاشات الأجهزة الظرفية على كافة المعلومات و البيانات التي يحتاجها الوسطاء لإدخال الأوامر .

معلومات حول نظام التداول الالكتروني[1] :

- اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة بمرونة وسرعة .
- إتاحة الفرصة أمام المستثمرين للتداول المباشر في السوق.
- المستثمر يعتبر المسؤول المباشر عن محفظته الاستثمارية وكذلك قراراته الاستثمارية.
- خلق بيئة من التداول بما يتناسب مع القوانين الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع (قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (67/ر) لسنة 2007) بشأن نظام التداول عبر الانترنت.
- استلام التقارير الفورية حول أوضاع المحفظة الاستثمارية من حيث عدد الأسهم والرصيد المالي المتوفر.

المبحث الثالث : هيئة الأوراق المالية و السلع

منذ أن بدأت الهيئة بممارسة أعمالها فقد وضعت باعتبارها تطبيق أحكام القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000م والعمل على تحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها والتي كان من أهمها حماية المستثمر، وتوفير المناخ الاستثماري الملائم في التعامل في الأوراق المالية.

وفي سبيل تحقيق تلك الأهداف، فقد تم إصدار العديد من التشريعات المتعلقة بترخيص وتسجيل الأوراق المالية والإفصاح وغيرها، واتخاذ الإجراءات الضرورية والعمل بشكل مستمر على النهوض بسوق رأس المال الوطني ضمن أسس علمية ومهنية واضحة ومدروسة وضمن أحدث وأرقى المعايير والنظم في هذا المجال.

المطلب الأول : تأسيس هيئة الأوراق المالية و السلع

تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع في 1 فيفري 2000 م بموجب القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 م وذلك للإشراف على نشاط سوقي الأوراق المالية والسلع مما يشجع الاستثمار فيهما. وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية، للفصل بين السلطة الإشرافية والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية (السوق المالي)، وهي هيئة التنظيم

[1] Electronic Trade 2008/06/25http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=813

والترخيص المسؤولة عن سلامة وشفافية "سوق أبو ظبي للأوراق المالية" و "سوق دبي المالية" التي باشرت عملياتها في ماي/جوان من العام نفسه[1]. و تهدف الهيئة إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار وحماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين مختلف المستثمرين بالإضافة إلى تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والعمل على ضمان الاستقرار المالي و الاقتصادي .

ومما لا شك فيه، فإن نجاح الهيئة في تحقيق أهدافها يكتمل بتعاون الجميع، وقيام كل طرف من الأطراف المشاركة في سوق رأس المال الوطني بمسؤولياته وواجباته حيث أن السوق والجهات الخاضعة لرقابة الهيئة إضافة للمستثمرين يشكلون جزءا أساسيا وفعالا في عملية التطوير والنهوض بسوق رأس المال[2].

يتكون الهيكل التنظيمي للهيئة من مجلس إدارة برئاسة وزير الاقتصاد والتجارة وعضوية كل من[3]:

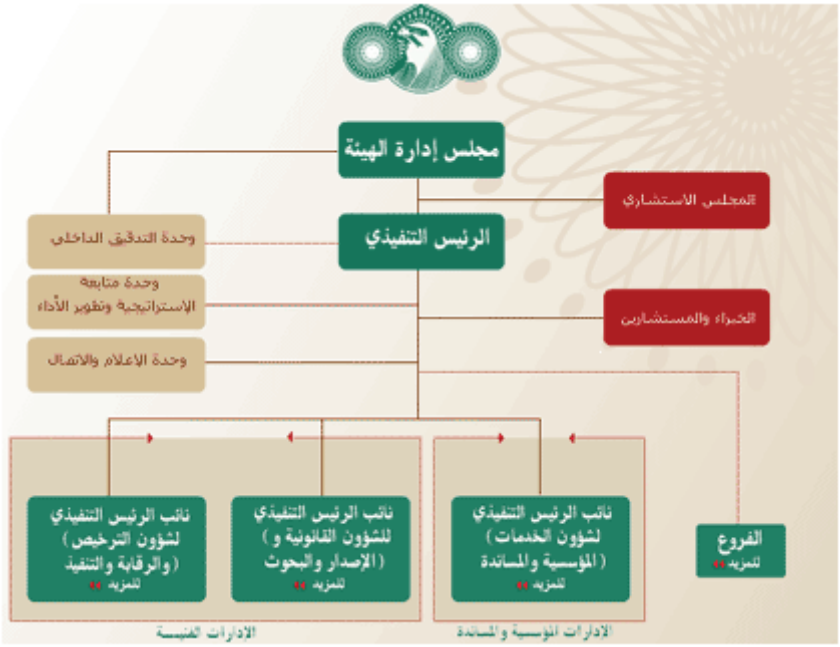
- عضوان يمثلان وزارة الاقتصاد والتجارة.
- عضوان يمثلان وزارة المالية والصناعة.
- عضو يمثل المصرف المركزي.
- أربعة اختصاصيين يختارهم الوزير بالتنسيق مع وزير المالية والصناعة.

1- 1-الهيكل التنظيمي للهيئة

إن هيئة الأوراق المالية و السلع للإمارات العربية المتحدة تأخذ الهيكل التنظيمي التالي :

شكل رقم (3،15) : يوضح الهيكل التنظيمي لهيئة الأوراق المالية و السلع

[1] - programme on governance in the arab region
http://www.pogar.org/arabic/countries/finances.asp?cid=15
[2] - http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=109 2008/06/18
[3] - http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/sca/Pages/directors.aspx?Expmenu=Menu2 03/08/2008



المصدر : http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/sca/Pages/organizationchart.aspx?Expmenu=Menu2

1- 2-أهداف هيئة الأوراق المالية والسلع

تهدف هيئة الأوراق المالية و السلع إلى[1] :

-الارتقاء بكفاءة سوق المال وحماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة.

-إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

- تنظيم ومراقبة ترخيص الأوراق المالية في السوق وتحديد المتطلبات الواجب توافرها عند طرح الأوراق المالية.

- التيسير والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق، وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين مختلف فئات المستثمرين.

- جمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها ونشر التقارير عنها.

- إجراء الدراسات وتقديم المقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين النافذة وتعديلها بما يتلاءم والتطور الذي يتطلبه سوق الأوراق المالية.

- الاتصال بالأسواق المالية في الخارج بهدف الإطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأســواق ويساعد على سرعة تطوير الأسواق المالية، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات الصـــــلة.

[1]- http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/sca/Pages/goals.aspx?Expmenu=Menu2 2008/08/03

– تنمية الوعي الاستثماري عند المستثمرين وذلك بتنظيم محاضرات للتوعية ونشر الإصدارات المتنوعة.

– ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوسطاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية وتشجيع وتأهيل الوسطاء وغيرهم من العاملين بالسوق بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.

3-1 -اختصاصات هيئة الأوراق المالية و السلع

يقوم المجلس بممارسة الاختصاصات ، حسب المادة (12) كالآتي :

1. التأكد من تطبيق النظم الواردة في المادة[1] (4) من هذا القانون.
2. تلقي البلاغات والشكاوى ذات الصلة بنشاط السوق أو الوسطاء واتخاذ القرارات المناسبة بصددها وفقاً لأحكام هذا القانون والنظم الصادرة بمقتضاه.
3. إلزام السوق والوسطاء بتقديم الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر والبيانات المالية السنوية المدققة من قبل مدقق حسابات معتمد، وذلك خلال شهر من نهاية السنة المالية.
4. إلتزام السوق باتخاذ الإجراءات اللازمة نحو إفصاح الشركات المدرجة أوراقها بها عن أية تطورات جوهرية تحدث بهذه الشركات.
5. التأكد من الشفافية ونظام الإفصاح على النحو المقرر في هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له.
6. إصدار القرارات اللازمة بشأن السماح بعضوية السوق والتداول في الأوراق المالية والسلع طبقاً لأحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بمقتضاه.
7. القيام بجميع الأعمال الأخرى التي تساعده في تحقيق أهداف الهيئة .

المطلب الثاني : برنامج عمل لتطبيق ضوابط حوكمة الشركات

2-1-هدف حوكمة الشركات [2]

تهدف قواعد و ضوابط ضبط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية و العدالة و منح حق مساءلة إدارة الشركة و بالتالي تحقيق الحماية للمساهمين جميعا من استغلال السلطة في غير

[1] لمزيد من المعلومات حول القانون الاتحادي
http://www.dc.gov.ae/pls/portal30/PCASES.RPT_GROUPED_LAWS.show

[2] برنامج عمل لتطبيق ضوابط حوكمة الشركات ،208/08/15
http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/companies/Governance/Documents/CorporateGovernanceProcedures.pdf-

المصلحة العامة بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار و تشجيع تدفقه و تنمية المدخرات و تعظيم الربحية و إتاحة فرص عمل جديدة كما أن هذه القواعد تؤكد على أهمية الالتزام بأحكام القانون و العمل على ضمان مراجعة الأداء المالي و وجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تكون لها مهام و اختصاصات و صلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة التنفيذ .

أما المزايا و المنافع من مفهوم حوكمة الشركات و هي كالآتي :

أ- إيجاد نظام رقابة داخلية في الشركات المساهمة العامة المدرجة في أسواق الأوراق المالية في الدولة إيمانا برسالتها نحو تطوير هذه الأسواق في ضوء تعاظم الاهتمام الدولي بمبادئ حوكمة الشركات ، و اعتبارها أهم الآليات التي تقيس مدى انتظام و كفاءة السوق المالية ، و بالتالي تعزيز هذه السوق و زيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها .

ب- الوصول بإدارة الشركة إلى تحققي مبادئ الإدارة الرشيدة عن طريق تحقيق الشفافية و العدالة و منح حق مساءلة إدارة الشركة و بالتالي تحقيق الحماية للمساهمين ، وذلك بالاستناد إلى المعايير الرئيسية و المبادئ الدولية الخاصة بالقواعد المنظمة لإدارة الشركات التي توصلت إليها منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية (OECD) و التي تتلخص في توفير إطار فعال لحوكمة الشركات و حقوق المساهمين و العاملة و العدالة للمساهمين و الإفصاح و الشفافية و مسؤوليات مجلس الإدارة و دور الأطراف ذو المصلحة .

ت- زيادة ثقة المتعاملين في السوق و جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية ، حيث أثبتت الدراسات ذلك في جميع الأسواق التي تطبق حوكمة الشركات بالإضافة إلى المصداقية و الشفافية في هذه الأسواق . و كذلك زيادة قدرة الشركات المحلية على المنافسة العالمية و فتح أسواق جديدة لها .

ث-دعم حق التصويت لصغار المساهمين ، و التقليل من إحجام كثير من صغار المساهمين عن حضور الجمعيات العمومية للشركات دافعا جيدا للحضور و التصويت على القرارات الصادرة عن الجمعيات العمومية .

ج- الشفافية و الدقة و الوضوح في القوائم المالية التي تصدرها الشركات و ما يترتب على ذلك من زيادة ثقة المستثمرين بها .

2-2-أهم انجازات هيئة الأوراق المالية و السلع

إن أهم انجازات الهيئة من خلال ممارسة صلاحياتها ما يلي [1]:

أ- انضمام دولة الإمارات العربية المتحدة ممثلة بهيئة الأوراق المالية و السلع إلى المنظمة الدولية (الاياسكو/IOSCO[2]).

ب-تشكيل لجنة فنية لتطوير الأسواق المالية بالاشتراك مع كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية و سوق دبي المالي بهدف تطوير الأسواق المالية .

ت-إعداد مشروع نظام خاص بإدراج السندات و الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية.

ث-إلزام جميع الشركات المساهمة العاملة في الدولة بالإدراج في الأسواق المالية المحلية.

ج- إصدار نظام بإجراءات مواجهة غسل الأموال في أسواق الأوراق المالية في الدولة بالتشاور مع مصرف الإمارات المركزي .

الموافقة للعديد من الشركات المساهمة العامة للقيد و التجديد مما أدى إلى زيادة إيرادات الهيئة المحصلة من الأسواق و الوسطاء و الشركات المدرجة و رسوم التداول.

المبحث الرابع : تحليل سلسلة أسعار زمنية لمحفظة مالية

تم التطرق في هذا المبحث إلى النقاط التالية :

- تحليل السلاسل الزمنية .
- الاستثمار في محفظة مالية ذات تنويع محلي.
- أثر التنويع في المحافظ ذات التنويع الجغرافي.
- تحليل محفظة الأوراق المالية.

المطلب الأول: تحليل السلاسل الزمنية

1- 1- اختبار استقرار السلسلة

توجد العديد من المعايير التي تستخدم في اختبار استقرار السلسلة نذكر منها :

سوق دبي المالي ، النشرات و التقارير ، حماية المستثمرين

[1] http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/Investors/Documents/General%20Publication/InvestorGuide.pdf 2008/08/03

[2]- هي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معاً من أجل تحقيق : التعاون ، تبادل المعلومات ، تدعيم المساعدات الفنية ... لمزيد من المعلومات قم بزيارة الموقع الرسمي : www.iosco.org

1-1-ا- دالة الارتباط الذاتي ACF

تبين دالة الارتباط الذاتي مدى ارتباط قيم السلسلة المتجاورة [1]. أي توضح الارتباط الموجود بين المشاهدات لفترات مختلفة ، و هي ذات أهمية بالغة في إبراز بعض الخصائص الهامة للسلسلة الزمنية [2].

و تعرف دالة الارتباط الذاتي رياضيا بالعلاقة التالية :

$$\hat{\rho}_k = \frac{\sum_{t=1}^{T}(y_t - \bar{y})(y_{t+k} - \bar{y})}{\sum_{t=1}^{T}(y_t - \bar{y})^2}$$

و تتراوح قيمة معامل الارتباط $\hat{\rho}$ بين القيمتين 1 ، -1 كأي معامل ارتباط آخر ، و في حالة الاستقرار تكون قيمته مساوية للصفر 0= $\hat{\rho}$ ، أو مختلف عنه معنويا لأي فجوة k>0

و لإجراء اختبار لمعنوية معاملات الارتباط الذاتي لكل قيمة على حدى نستخدم الإحصائية التالية :

1-1-ب- إحصائية Pierce & Box [3]

تستخدم في العينات الكبيرة ، هذه الإحصائية تتبع قانون كاي مربع x^2 بدرجة حرية k .

حيث k يمثل عدد الفجوات

$$Q = T\sum_{t=1}^{k}\hat{\rho}_k^2 \rightarrow x^2(k)$$

نرفض فرضية العدم إذا كانت القيمة المحتسبة أكبر من المجدولة ، أي أن ليست كل معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر بالتالي تكون السلسلة غير مستقرة ، أما إذا كان العكس نقبل فرضية العدم ، و تكون السلسلة مستقرة .

1-1-ج- إحصائية Barlett

معاملات الارتباط الذاتي تتبع القانون الطبيعي بوسط حسابي معدوم و تباين مساوي لـــ 1/T .

---

[1] www.arab-api.org/course4/c4/_4_1.htm 2008/04/07

[2] مولود حشمان ، نماذج التنبؤ قصير المدى ، الجزائر : ديوان المطبوعات الجامعية ، 1998 ، ص: 121

[3] www.arab-api.org/course4/c4/_4_1.htm 07/04/208-

و إحصائية Barlett تساوي :

$$\frac{\hat{\rho}_k}{\sqrt{\frac{1}{T}}}$$

حيث :

$$\hat{\rho}_k \to N(0,\frac{1}{T})$$

$$\frac{\hat{\rho}_k}{\sqrt{\frac{1}{T}}} \to N(0,1)$$

T : عدد المشاهدات .

فإذا كانت Z المحتسبة أكبر من Z المجدولة فإننا نقبل فرضية العدم القائلة معاملات الارتباط مساوية للصفر ، مما يعني استقرار السلسلة .

1-1-د- إحصائية Ljung-Box

تعطي نتائج أفضل خاصة بالنسبة للعينات الصغيرة ، مع كونها تصلح للعينات الكبيرة ، و يسمى إختبار Portmanteau ، هذه الإحصائية تتبع أيضا توزيع كاي مربع x^2 .

$$Q = T(T+2)\sum_{k=1}^{K}\frac{1}{T-K}\hat{\rho}_k^2 \to x^2(k)$$

و بصفة عامة دالة الارتباط الذاتي ACF بالنسبة للسلاسل المستقرة لها شكل خاص ، حيث تتنازل كلما زادت درجة الإبطاء ، كما أنها تتنازل بسرعة و تكون قريبة من الصفر .

1-1-ه- دالة الارتباط الذاتي الجزئي PACF[1]

تقيس دالة الارتباط الذاتي الجزئي الأثر الجزئي لإضافة القيم المتأخرة لمتغير ما ، ويمكن الحصول على معاملات PACF من معادلة الانحدار الذاتي للسلسلة موضوع البحث كما يلي:

$$Y_t = \delta + \vartheta_1 Y_{t-1} + ... + \vartheta_n Y_{t-n} + \varepsilon_t$$

ويكون معامل PACF بدرجة1 هو ϑ_1 ، وبصفة عامة يكون معامل PACF بدرجة P هو المعامل ϑ_P .

[1] - http://www.arab-api.org/course4/c4_4_1.htm07/04/2008

1-1-ي – اختبار جذر الوحدة للاستقرار[1]

لإجراء هذا النموذج نبدأ بالنموذج المسمى نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى AR(1) .

$$y_t = ay_{t-1} + u_t$$

حيث u_t حد الخطأ العشوائي و يفترض :

$$E(u_t) = 0; E[u_t - E(u_t)]^2 = \sigma^2; E(u_i, u_j) = 0$$

و لاختبار مدى استقرار السلسلة نتبع الخطوات التالية :

$$H_0 = a = 1$$

$$H_1 = a \neq 1$$

ا- حساب الإحصائية τ (tau) بعد تقدير الصيغة أعلاه حيث تساوي $\hat{a}$ المقدرة مقسومة على الانحراف المعياري لها :

$$\tau = \frac{\hat{a}}{\sigma_{\hat{a}}}$$

ب- استخرج القيمة المجدولة من جداول معدة خصيصا من طرف الباحثيين Dickey &Fuller و يعرف هذا الاختبار بـ (DF test) .

ج- إذا كانت الإحصائية τ المحتسبة أكبر من الإحصائية المجدولة نرفض فرضية العدم و نقبل الفرضية البديلة ، و منه السلسلة مستقرة . و إذا كانت المحتسبة أقل من المجدولة نقول أن السلسلة غير مستقرة .

- اختبار ديكي فولر المطورة (ADF)[2]

من أجل اختبار استقرار السلسلة الزمنية نستعمل اختبار ADF (Augmented Dickey Fuller) للجذور الوحدوية ، و في هذا الإطار يمكن التمييز بين نوعين من السلاسل الزمنية غير المستقرة :

- سلاسل زمنية غير مستقرة من نوع TS (Tendance Stationnaire) في هذا النوع من السلاسل الزمنية فإن أثر أي صدمة في اللحظة t يكون عابرا (Transitoire) ، و تستعمل عادة طريقة المربعات الصغرى من أجل إرجاعها مستقرة .

[1] عبد القادر محمد عطية ، الاقتصاد القياسي ، الاسكندرية ، الدار الجامعية : 2000، ص: 621

[2] – شيبي عبد الرحيم ، شكوري محمد ، البطالة في الجزائر : مقاربة تحليلية و قياسية ، المؤتمر الدولي حول "أزمة البطالة في الدول العربية " (17-18 مارس 2008 ، القاهرة – جمهورية مصر العربية ، ص: 22

- سلاسل زمنية غير مستقرة من نوع DS (Différence stationnaire) ، يعتبر هذا النوع الأكثر انتشارا مقارنة بالنوع الأول TS ، و تستعمل عادة طريقة الفروقات (Filtre au différence) من أجل إرجاعها مستقرة ، كما يتميز هذا النوع من السلاسل الزمنية ، بأن أثر أي صدمة في لحظة معينة له إنعكاس مستمر و متناقص على السلسلة الزمنية .

1-2- اختبار التوزيع الطبيعي [1]

من أشهر الاختبارات التي تستعمل من أجل معرفة إذا كان التوزيع طبيعيا أم لا ؟ هو اختبار Jarque-Bera الذي يتوزع توزيع x^2 .

نقوم بتحديد مؤشري Skewness و Kurtosis

$$S = \frac{\left[\frac{1}{T}\sum (x_t - m)^3\right]^2}{\left[\frac{1}{T}\sum (x_t - m)^2\right]^2} = \frac{u_3^2}{u_2^2} = \alpha_1 \qquad \alpha_1 = 0$$

اذا كان مؤشر Skewness سالبا فان التوزيع غير متناظر (مائل نحو اليسار) ، فهو يعطي إشارة إلى وجود شكل غير خطي في الظاهرة x_t .

$$K = \frac{\left[\frac{1}{T}\sum (x_t - m)^4\right]}{\left[\frac{1}{T}\sum (x_t - m)^2\right]^2} = \frac{u_4}{u_2^2} = \alpha_2 \qquad \alpha_2 = 3$$

- فرضية التوزيع الطبيعي:

$$J.B = \left(\frac{T-k}{6}\right)\left[S^2 + \frac{1}{4}(k-3)^2\right] \rightarrow x_\alpha^2(2)$$

حيث : k=0

$J.B \leq x_\alpha^2 \Rightarrow$ التوزيع طبيعي

$J.B > x_\alpha^2 \Rightarrow$ التوزيع غير طبيعي

[1]، محمد شيخي ، محاضرة حول تحليل السلاسل الزمنية ، جامعة ورقلة ، ص: 34 ،2007/05/08

المطلب الثاني: الاستثمار في محفظة مالية ذات تنويع محلي

لدينا عوائد شهرية لأربعة شركات و هي : شركة أملاك ، شركة أرابتيك ، شركة أراميكس و شركة تبريد، و هي شركات مدرجة في سوق دبي المالي.

الجدول رقم (3،5) : العوائد الشهرية للأسهم خلال 2006-2007

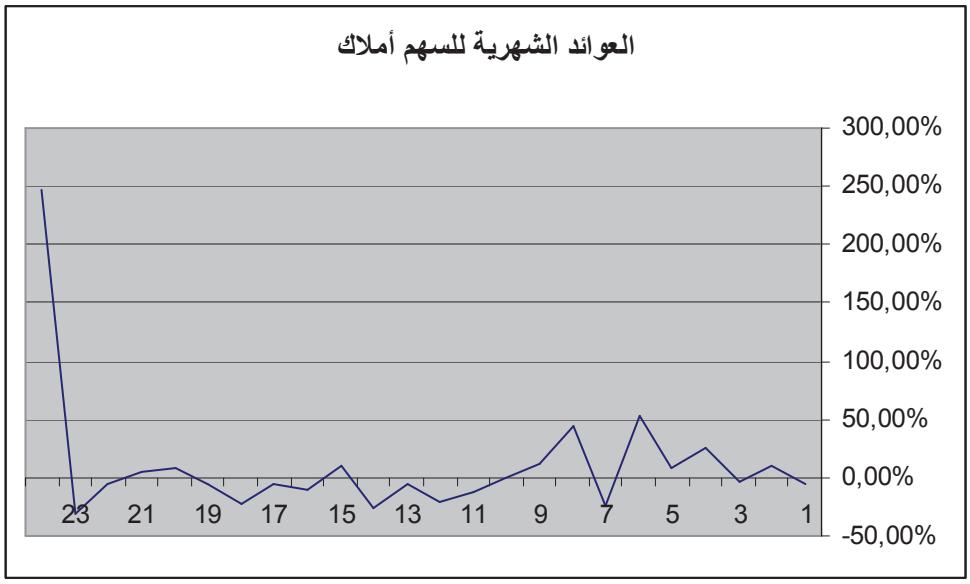
أملاك A	أرابتيك B	أراميكس C	تبريد D
%-5,30	%-1,80	%-26,00	%-15,46
%9,84	%14,64	%0,26	%15,15
%-4,09	%9,95	%18,06	%12,35
%25,97	%13,59	%28,87	%31,21
%8,64	%-17,63	%-12,39	%24,26
%52,74	%3,81	%-14,15	%5,36
%-24,92	%-18,38	%1,78	%-12,78
%45,09	%15,74	%6,81	%2,80
%11,19	%2,05	%13,24	%14,50
%-16.37	%18,45	%-16,79	%8,95
%-11,55	%-15,16	%-14,03	%-4,32
%-20,00	%-14,19	%-6,81	%-13,85
%-5,36	%7,52	%-6,02	%-4,12
%-25,15	%-10,80	%10,61	%-33,17
%10,13	%0,21	%4,00	%-5,01
%-10,41	%-4,77	%9,22	%-14,73
%-5,77	%-14,92	%-20,93	%-15,28
%-23,07	%-15,09	%-7,92	%10,54
%-6,19	%17,12	%-7,69	%9,32
%9,00	%7,80	%-3,60	%7,89
%5,67	%10,77	%-11,79	%2,21
%-5,83	%12,02	%0,51	%-6,71
%-31,45	%8,63	%29,19	%-20,64
%246,88	%17,23	%32,51	%35,14

المصدر : http://www.argaam.com/Portal/Default.aspx2008/07/10

2-1- الأشكال البيانية للعوائد الشهرية

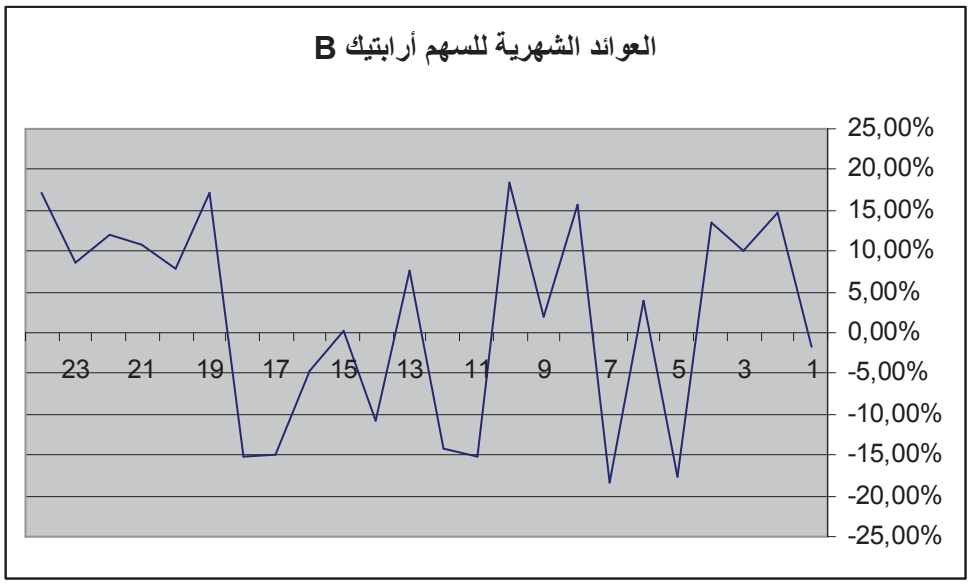
من العوائد الشهرية أعلاه يمكن رسم الأشكال التالية لكل سهم :

شكل رقم (16،3) : العوائد الشهرية للسهم أملاك



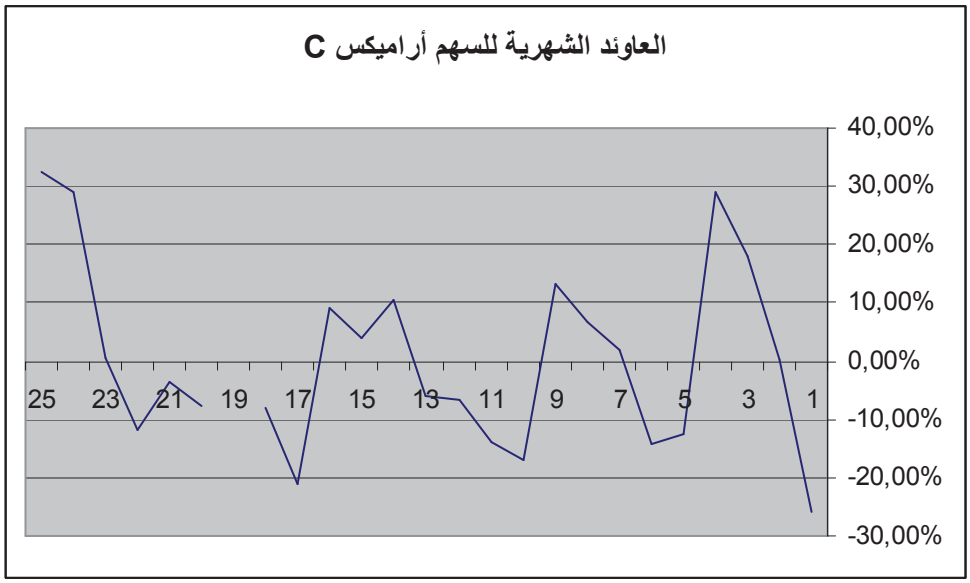
المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الجدول رقم (3،5)

شكل رقم (17،3) : العوائد الشهرية لسهم أرابتيك



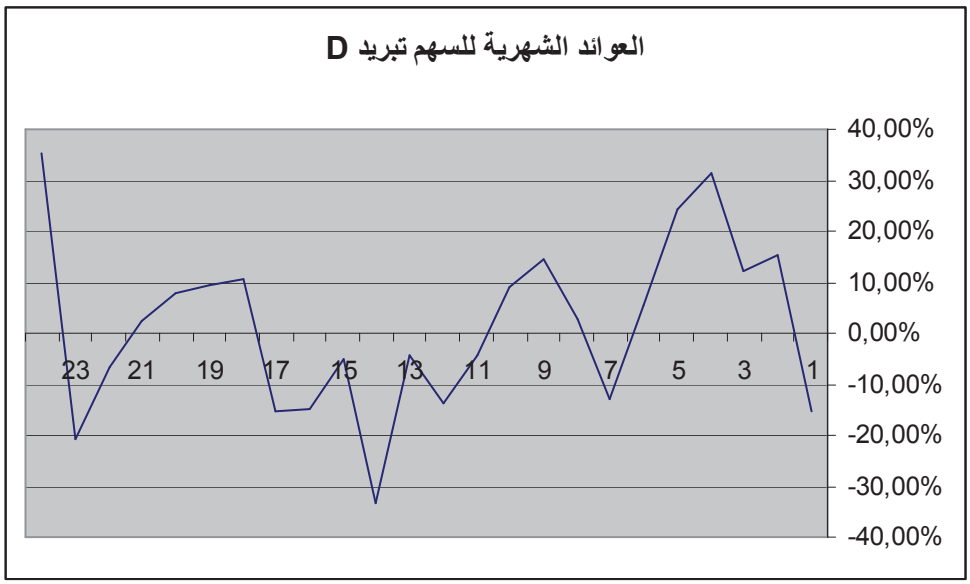
المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الجدول رقم (5،3)

شكل رقم (3،18) : العوائد الشهرية للسهم أراميكس



المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الجدول رقم (3،5)

شكل رقم (3،19) : العوائد الشهرية للسهم تبريد



المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الجدول رقم (3،5)

من الرسومات نلاحظ ما يلي :

1- السهم A : أعلاه هو الأعلى تذبذبا بين كافة الأسهم و يتضح ذلك من خلال وصول قيم العوائد الشهرية إلى قيمة موجبة كبيرة و أيضا سالبة كبيرة .

2- السهم B : هو أقل الأسهم تذبذبا في عوائد الشهرية .

لمعرفة التذبذب في العوائد الشهرية يمكننا القيام بحساب عدد من المؤشرات ، في البداية نقوم بحساب مؤشر المدى و هو الفرق بين أعلى قيمة للعائد الشهر وأقل قيمة له . و مما يذكر بأنه كلما زادت قيمة المدى فإن ذلك يدلنا على أن هناك تذبذب أكبر في عوائد السهم .

الجدول رقم (6،3) : حساب المدى

	A	B	C	D
أعلى قيمة	%246.88	%18.45	%-47.46	%35.14
أدنى قيمة	%-31.03	%-18.38	%-26	%-33.17
المدى	%277.91	%36.83	%73.46	%68.31

المصدر : تم إعداده بناءا على معطيات الجدول (5،3)

من قيم المدى أعلاه نلاحظ أن السهم A له أكبر قيمة من حيث المدى و البالغة 277.91% و هذا مؤشر على أن التذبذب في قيمه هو الأكبر بين كل الأسهم و أن السهم B أقلها .

تكمن أهمية المدى في معرفة القيم التي قد يصلها العائد الشهري ، فكلما كان المدى كبيرا كلما زادت إمكانية تحقق عوائد شهرية كبيرة موجبة أو سالبة .

و من خلال قيم العوائد الشهرية للأسهم الأربعة أعلاه تم احتساب الانحراف المعياري و الوسط الحسابي لكل سهم و هي كما يلي :

الجدول رقم (7.3) : حساب الوسط الحسابي و الانحراف المعياري

	A	B	C	D
الوسط الحسابي	%8.83	%1.94	%2.18	%1.40
الانحراف المعياري	%52.45	%12.73	%18.21	%16.68

المصدر : تم إعداده بناءا على معطيات الجدول (5،3)

إن القيم المرتفعة للانحراف المعياري تدلنا على أن هناك تذبذب عالي في قيم العوائد الشهرية للأسهم . و من قيم الانحراف المعياري في الجدول أعلاه نلاحظ أن السهم A أعلى تذبذبا و أن السهم B أقلها .

هناك قاعدة إحصائية تربط بين المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري و هي أن 68% من قيم العوائد الشهرية تقع بين (الوسط الحسابي +الانحراف المعياري) و (الوسط الحسابي – الانحراف المعياري) و كذلك أن 95% من قيم العوائد الشهرية تقع بين (الوسط الحسابي +2×الانحراف المعياري) و(الوسط الحسابي –2×الانحراف المعياري)[1] ، و هذه القاعدة

[1] – سامي حطاب ، المحافظ الاستثمارية و مؤشرات أسعار الاسهم و صناديق الاستثمار ، هيئة الاوراق المالية و السلع ، أبوظبي ، الامارات العربية المتحدة ، فيفري 2007 .ص:23

تساعدنا في معرفة الحد الأعلى الذي يمكن أن تصله العوائد الشهرية و كذلك الحد الأدنى الذي قد تصله هذه العوائد.

و بتطبيق القاعدة أعلاه و على سبيل المثال بالنسبة للسهم A فمن المتوقع و بنسبة 68% أن يقع العائد الشهري بين ارتفاع بنسبة (8.83% +52.45%=61.28) أو انخفاض بنسبة (8.83-52.45=-43.62) ، و كذلك فمن المتوقع و بنسبة 95% أن يقع العائد الشهري بين ارتفاع بنسبة 113.73% أو انخفاض نسبة 96.07% . و من هذه الأرقام نستنتج أنه عند استثمارنا في السهم A فإن الحد الأعلى المتوقع لعائدنا هو 113.7% و كذلك يمكن أن تبلغ خسائرنا 113.7%.

نلاحظ من خلال مقارنة السهمين A وB أن احتمال أكبر في الحصول على عوائد شهرية عالية عند الاستثمار في السهم A أكثر من الاستثمار في السهم B ، و لكن هناك أيضا احتمال أن تكون الخسارة الشهرية كبيرة عند الاستثمار في السهم A أكثر من السهم B . و هذا يتفق مع أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية من حيث الموازنة بين العائد و المخاطرة .

2-2- حساب معامل الاختلاف

السؤال الذي يطرح نفسه علينا من هو السهم الأفضل بين الأربعة أسهم أعلاه ؟ للإجابة على هذا السؤال نقوم بحساب معامل الاختلاف لكل سهم وذلك بقسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي، و كلما كان هذا المعامل أقل كلما كان الاستثمار في السهم أفضل من ناحية عاملي العائد و المخاطرة.

الجدول رقم (3،8) : معامل الاختلاف

	A	B	C	D
الوسط الحسابي	%8.83	%1.94	%2.18	%1.40
الانحراف المعياري	%52.45	%12.73	%18.21	%16.68
معامل الاختلاف	5.93	6.56	8.35	11.91

المصدر : تم إعداده بناءا على معطيات الجدول (3،5)

نلاحظ أنه تم إضافة مؤشر جديد في الجدول أعلاه وهو معامل الاختلاف الذي تم ذكر طريقة احتسابه سابقا و هذا المعامل كلما انخفضت قيمته كلما كان أفضل و يستعمل للمفاضلة بين الأسهم. من خلال القيم أعلاه لمعامل الاختلاف نجد أن الاستثمار في السهم A هو الأفضل ، و معنى الرقم 5.9 هو أنه عند زيادة عائد الاستثمار في السهم بمقدار 1% فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة بمقدار 5.9 % في مخاطر السهم .

2-3- أثر التنويع في الاستثمارات المالية

هل الاستثمار بأكثر من سهم سيؤدي إلى نتائج أفضل من التي نحصل عليها عند الاستثمار بسهم واحد ؟

الجواب يعتمد على اتجاه حركة أسعار الأسهم أعلاه و الذي تم شرحه سابقا تحت عنوان التنويع ، فإذا كانت أسعار الأسهم تتحرك بنفس الاتجاه (ترتفع مع بعضها في نفس الوقت و تنخفض مع بعضها) فإن الاستثمار بخليط من الأسهم أعلاه يعطي نتائج أفضل من الاستثمار بسهم واحد و لكن بنسبة محدودة جدا ، أما إذا كانت أسعار الأسهم تتحرك اتجاهات مختلفة (أحدها يرتفع و الآخر ينخفض) فإن الاستثمار بأكثر من سهم سيؤدي إلى الحصول على نتائج أفضل من الاستثمار بسهم واحد فقط .و لقياس درجة الاتساق في اتجاهات حركة أسعار الأسهم يتم احتساب ما يسمى بمعامل الارتباط . و معنى الارتباط هو درجة التناغم بين سلوك العوائد الشهرية لهذه الأسهم. و الارتباط هو معامل إحصائي تقع قيمته بين +1 و هو ارتباط إيجابي كامل و -1 و هو ارتباط سلبي كامل . و كلما كان الارتباط بين عوائد الاستثمار أقرب إلى -1 يكون التنويع أفضل و يعطي نتائج أفضل و يعطي نتائج جيدة في تخفيض المخاطر فعلى سبيل المثال إذا كان معامل الارتباط بين سهمين -1 فإذا انخفض السهم الأول 10% فمن المتوقع أن يرتفع السهم الثاني 10% ، أما إذا كان الارتباط أقرب إلى +1 يكون أثر التنويع محدودا جدا و تكون درجة انخفاض المخاطر قليلة جدا ، فعلى سبيل المثال إذا كان معامل الارتباط بين سهمين +1 فإذا انخفض السهم الأول 10% فمن المتوقع أن ينخفض السهم الثاني بـ 10% .

و بحساب معامل الارتباط بين الأسهم الأربعة أعلاه نجد ما يلي :

الجدول رقم (3،9) : معامل الارتباط

	A	B	C	D
A	1	0.40	0.46	0.58
B	0.40	1	0.34	0.42
C	0.46	0.34	1	0.39
D	0.58	0.42	0.39	1

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الجدول رقم (3،5)

من خلال القيم أعلاه نجد أن ارتباط السهم A مع السهم D كبير و ارتباطه قليل مع السهمين B و C ، و بالتالي فإن تشكيل محفظة من السهم A مع السهم C أو السهم B يعطي نتائج أفضل من عمل محفظة من السهم A مع السهم D .

و يمكن كذلك تشكيل محفظة من السهمين .

و سنقوم فيما يلي بتشكيل محفظة من السهمين A و B ،و مما يذكر عدد كبير جدا من المحافظ من السهمين و ذلك عن طريق تغيير أوزان كل سهم في المحفظة (المبلغ الذي سيتم استثماره في كل سهم). فعلى سبيل المثال إذا أردنا استثمار مبلغ مليون درهم في السهمين ، يمكننا استثمار مبلغ نصف مليون درهم في كل سهم أي وزن كل سهم يبلغ 50% من المحفظة ، و يمكننا الاستثمار.

نقوم بتشكيل محفظة من السهمين بأوزان متساوية ، و سوف نقوم باحتساب معدل العائد المتوقع لهذه المحفظة و الانحراف المعياري لها و معامل الاختلاف و مقارنته مع معامل الاختلاف للسهمين .

العائد المتوقع =0.5 متوسط عائد السهم A+0.5 متوسط عائد السهم B

=0.5 × 8.83 % + 0.5 × 1.94 %

= 5.35 %

التباين للمحفظة =0.25 (تباين السهمA + تباين السهم B +2×التباين المشترك بين السهمين)

التباين المشترك أو ما يسمى بالـ Covariance يقيس درجة التناغم بين سلوك العوائد الشهرية لهذه الأسهم و هو شبيه جدا بمعامل الارتباط ، و يمكن حسابه عن طريق المعادلة التالية :

التباين المشترك بين السهمين A و B = معامل الارتباط بين السهمين A و B × الانحراف المعياري للسهم A × الانحراف المعياري للسهم B

التباين المشترك بين السهمين A وB = 40 % × 52.45 % × 12.73 %

= 2.67 %

و بناء على ذلك نجد أن :

التباين المحفظة =0.25 × (27.5 % + 1.6 % + 2 × 2.67 %)

= 8.61 %

الانحراف المعياري للمحفظة = الجذر التربيعي للتباين

= 2.93 %

معامل الاختلاف = 5.35/2.93

= 0.54

الجدول رقم (3،10) : معامل الاختلاف لمحفظة ذات أوزان متساوية

	السهم A	السهم B	المحفظة (ا+د أوزان متساوية)
الوسط الحسابي	8.83	1.94	%5.35

الانحراف المعياري	52.45	12.73	%2.93
معامل الاختلاف	5.9	6.6	0.54

المصدر : تم إعداده بناءا على معطيات الجدول (5،3)

و بمقارنة معامل الاختلاف نجد أن هذه المحفظة أفضل من المحفظة الأولى و أفضل من الاستثمار بأي من السهمين A و B كلا على حدا ، و لكن لازال بإمكاننا عمل محفظة أفضل منها من خلال الاستثمار في الأسهم الأخرى المتبقية .

الاستثمار بنسبة 14 % في السهم A و 86 % في السهم B

نقوم الآن باحتساب معدل العائد المتوقع لهذه المحفظة و الانحراف المعياري لها و معامل الاختلاف و مقارنته مع معامل الاختلاف للمحفظة السابقة و للسهمين ؟

العائد المتوقع = 14 % × متوسط عائد السهم A +86 % × متوسط عائد السهم B

= 0.14 × 8.83 % + 86 % × 1.94 %

= 2.9 %

التباين للمحفظة = 14 % × تباين السهم A + 86 % × تباين السهم B + 2× 14 % ×86%

= 0.14^2 × تباين السهم A + 0.86^2 × تباين السهم B + 2×14% ×86%

= 0.40 × 52.45 × 12.73

التباين المشترك بين السهمين = معامل الارتباط بين السهمين A و B × الانحراف المعياري للسهم A × الانحراف المعياري للسهم B

= 40% × 52.4% × 12.7 %

= 2.6 %

الانحراف المعياري للمحفظة = 1.6 %

الجدول رقم (11،3) : معامل الاختلاف لمحفظة ذات أوزان غير متساوية

	السهم A	السهم B	المحفظة (14 % A+86 % B)
الوسط الحسابي	8.8	1.9	2.9
الانحراف المعياري	52.4	12.7	1.6
معامل الاختلاف	5.9	6.6	0.5

المصدر : تم إعداده بناءا على معطيات الجدول (5،3)

من خلال معامل الاختلاف نجد أن هذه المحفظة أفضل من المحفظة الأولى و أفضل من الاستثمار بأي من السهمين A و B كلا على حدا .

المطلب الثالث : أثر التنويع في المحافظ ذات التنويع الجغرافي

قبل القيام بتشكيل محفظة الأوراق المالية نقوم بحساب الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية ، و من ثم حساب معامل الارتباط بين الأسهم ، و هذه الأسهم (الفجيرة لصناعات البناء ، آبار للاستثمار ، الخليجية للاستثمارات ، أمان) هي شركات مدرجة في سوق دبي المالي و سوق أبوظبي للأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة .

3-1- الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية

الجدول رقم (12،3) : الانحراف المعياري و متوسط معدلات المردودية لأسهم الشركات

	الفجيرة لصناعات البناء	آبار للاستثمار	الخليجية للاستثمارات	أمان
الوسط الحسابي	0.00705	0.00103	0.00440	0.00163
الانحراف المعياري	0.06178	0.04893	0.06895	0.08069

المصدر : تم إعداده بناءا على معطيات الملحق رقم (1)

3-2- تشكيل المحفظة المالية

نقوم بتشكيل محفظة مكونة من السهمين ، و من أجل ذلك نقوم بحساب ما يلي :

-معامل الارتباط بين الأسهم الأربعة .

- مصفوفة تباين التباين المشترك بين الأسهم .

ا- حساب معامل الارتباط بين الأسهم الأربعة

الجدول رقم (13،3) : معامل الارتباط بين الأسهم

	الفجيرة	آبار	الخليجية	أمان
الفجيرة	1	0.31	0.12	0.11
آبار	0.31	1	0.15	-0.11
الخليجية	0.12	0.15	1	0.05
أمان	0.11	-0.11	0.05	1

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (1)

ب- مصفوفة تباين التباين المشترك بين الأسهم

الجدول رقم (3،14) : تباين التباين المشترك بين الأسهم

	الفجيرة	آبار	الخليجية	أمان
الفجيرة	0.03793	0.00370	0.00172	0.00172
آبار	0.00370	0.00369	0.00066	−0.00055
الخليجية	0.00172	0.00066	0.00474	0.00031
أمان	0.00172	−0.00055	0.00031	0.00630

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (1)

وبعد حساب معامل الارتباط بين الأسهم الأربعة نقوم بتشكيل محفظة مالية مكونة من السهمين (آبار ، أمان). قد تم اختيار ذلك على أساس معامل الارتباط بينهما (سالب).

العائد المتوقع = 0.5 (0.00103 + 0.00163) = 0.00133

تباين المحفظة = 0.25 × (تباين السهم آبار+ تباين السهم أمان + 2 التباين المشترك بين السهمين)

= 0.25 ×[0.00381 + 0.00651 + 2 × −0.00055]

= 0.002305

الانحراف المعياري للمحفظة = جذر التباين = 0.04801

و من أجل معرفة ما إذا كان الاستثمار في سهم منفرد أحسن من تشكيل المحفظة نقوم بحساب معامل الاختلاف

الجدول رقم (3،15) :معامل الاختلاف للمحفظة المالية

	آبار	أمان	المحفظة المالية
الوسط الحسابي	0.00103	0.00163	0.00133
الانحراف المعياري	0.06178	0.08069	0.04801
معامل الاختلاف	54.98	49.50	36.09

المصدر : تم إعداده بناءا على معطيات الملحق رقم (1)

من خلال مقارنة معامل الاختلاف نجد أن معامل المحفظة أفضل من الاستثمار بأي من السهمين آبار و أمان كلا على حدا .

المطلب الرابع : تحليل محفظة الأوراق المالية

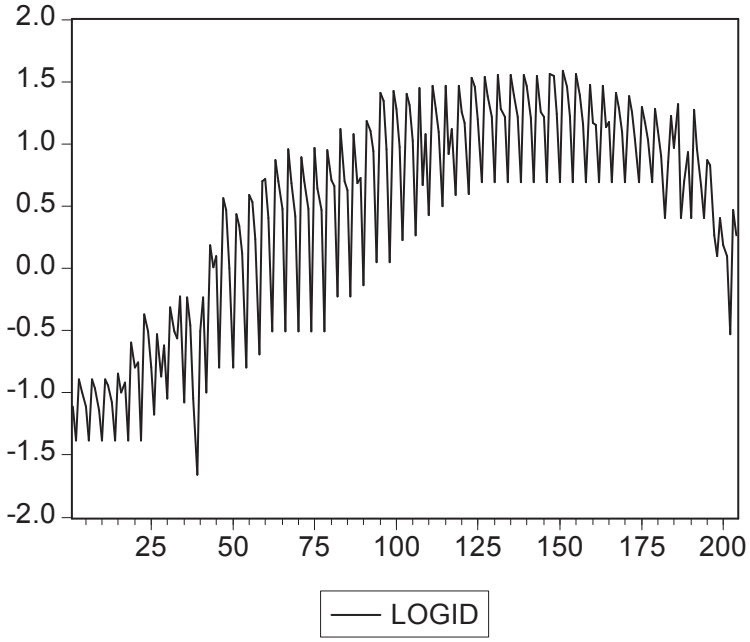
نحاول من خلال هذا المطلب دراسة النقاط التالية :

- تحليل سلسلة أسعار الفائدة على الودائع .
- دراسة المحفظة المالية (اعمار ، الخليجية للاستثمارت).

4-1- تحليل سلسلة أسعار الفائدة على الودائع

سلسلة لأسعار الفائدة على الودائع أسبوعية 2005-2007 ، من الشكل يلاحظ أن سعر الفائدة يحتوي على تغيرات طويلة المدى و تتمثل في الاتجاه العام . كما أن هذه السلسلة جد موسمية أي تحتوي على المركبة الموسمية .

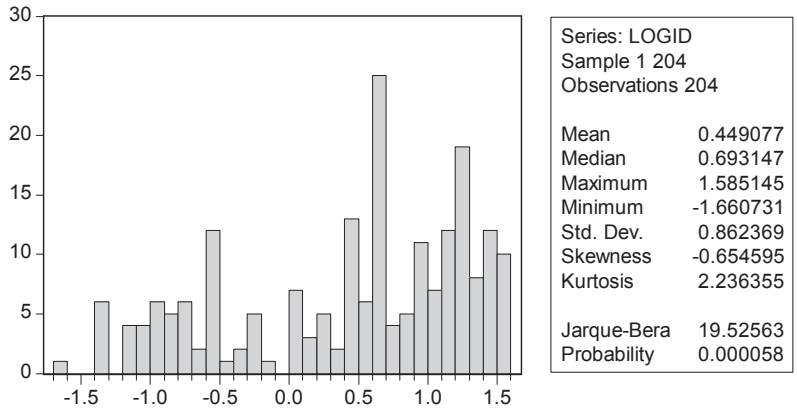
شكل رقم (3،20) : منحنى أسعار الفائدة على الودائع



المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

4-1-ا- دراسة توزيع السلسلة

شكل رقم (3،21) : التوزيع الطبيعي لسلسلة أسعار الفائدة



المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

نحاول معرفة ما إذا كانت سلسلة أسعار الفائدة تحمل خصائص التوزيع الطبيعي .و بالتالي : لدينا

- اختبار Skewness : لاختبار فرضية العدم – فرضية التناظر-

من الجدول نلاحظ أن القيمة المحتسبة S=-0.6545<0 و منه فإن التوزيع مائل نحو اليسار فهو يعطي إشارة إلى وجود شكل خير خطي في الظاهرة و هو كذلك بما أننا أمام ظاهرة اقتصادية مالية .

- اختبار Kurtosis : لاختبار فرضية العدم- فرضية التفرطح-

و كذا القيمة المحتسبة لهذا الاختبار تبين K=2.2363<3 ، فالتوزيع توزيع مفرطح .

- اختبار Jaque-Berra :

أما احصائية $JB=19.52>\chi^2_{0.05}(2)=5.99$

و منه فالتوزيع توزيع غير طبيعي .

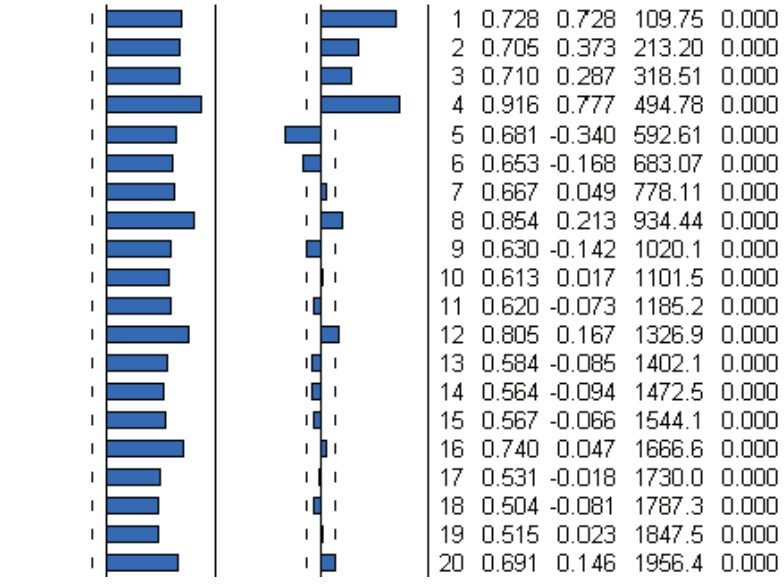
4-1-ب-اختبار استقرارية السلسلة

*** دالة الارتباط الذاتي**

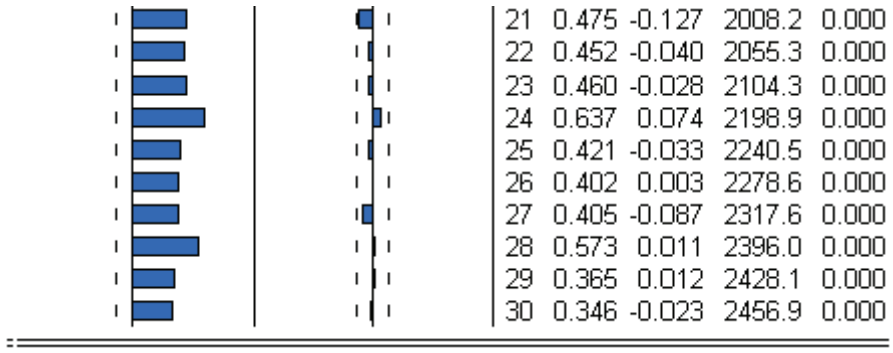
تكون السلسلة مستقرة إذا كان معاملات دالة الارتباط الذاتي $\hat{\rho}_k$ معدومة تقع ضمن مجال الثقة من أجل كل قيمة لـــ $k>0$و الشكل التالي يبين شكل دالة الارتباط الذاتي لسلسلة أسعار الفائدة على الودائع .

شكل رقم (22.3) : دالة الارتباط الذاتي لسلسلة أسعار الفائدة

Sample: 1 204
Included observations: 204



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.728	0.728	109.75	0.000
		2	0.705	0.373	213.20	0.000
		3	0.710	0.287	318.51	0.000
		4	0.916	0.777	494.78	0.000
		5	0.681	-0.340	592.61	0.000
		6	0.653	-0.168	683.07	0.000
		7	0.667	0.049	778.11	0.000
		8	0.854	0.213	934.44	0.000
		9	0.630	-0.142	1020.1	0.000
		10	0.613	0.017	1101.5	0.000
		11	0.620	-0.073	1185.2	0.000
		12	0.805	0.167	1326.9	0.000
		13	0.584	-0.085	1402.1	0.000
		14	0.564	-0.094	1472.5	0.000
		15	0.567	-0.066	1544.1	0.000
		16	0.740	0.047	1666.6	0.000
		17	0.531	-0.018	1730.0	0.000
		18	0.504	-0.081	1787.3	0.000
		19	0.515	0.023	1847.5	0.000
		20	0.691	0.146	1956.4	0.000



21	0.475	-0.127	2008.2	0.000
22	0.452	-0.040	2055.3	0.000
23	0.460	-0.028	2104.3	0.000
24	0.637	0.074	2198.9	0.000
25	0.421	-0.033	2240.5	0.000
26	0.402	0.003	2278.6	0.000
27	0.405	-0.087	2317.6	0.000
28	0.573	0.011	2396.0	0.000
29	0.365	0.012	2428.1	0.000
30	0.346	-0.023	2456.9	0.000

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

*** <u>اختبار جذر الوحدة</u>**

يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلسلة الزمنية – سلسلة أسعار الفائدة – خلال الفترة ، و التأكد من مدى سكونها (استقرارية) ، و لاختبار سكون السلسلة الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة فإن ذلك يتطلب اختبار جذر الوحدة و رغم تعدد اختبارات جذر الوحدة ، إلا أننا سوف نستخدم اختبار ديكي فولر .

جدول رقم (16.3) : بيانات اختبار ADF لسلسلة أسعار الفائدة

ADF Test Statistic	-2.088796	1%	Critical Value*	-3.4645
		5%	Critical Value	-2.8761
		10%	Critical Value	-2.5744

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGID)
Method: Least Squares
Date: 10/30/08 Time: 08:40
Sample(adjusted): 6 204
Included observations: 199 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGID(-1)	-0.050963	0.024398	-2.088796	0.0380
D(LOGID(-1))	-0.805080	0.071818	-11.20996	0.0000
D(LOGID(-2))	-0.773924	0.076310	-10.14185	0.0000
D(LOGID(-3))	-0.737392	0.076036	-9.697952	0.0000
D(LOGID(-4))	0.127518	0.071026	1.795383	0.0742
C	0.043408	0.021850	1.986653	0.0484

R-squared	0.835680	Mean dependent var	0.006890
Adjusted R-squared	0.831423	S.D. dependent var	0.632770
S.E. of regression	0.259804	Akaike info criterion	0.171905
Sum squared resid	13.02709	Schwarz criterion	0.271200
Log likelihood	-11.10451	F-statistic	196.3075
Durbin-Watson stat	2.039367	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

من بيانات الشكل نستنتج ما يلي :

من الجدول نلاحظ أن إحصائية ADF أقل تماما من القيم الحرجة لتوزيع MacKinnon عند مستوى معنوية 5 % .و عليه السلسلة تحتوي على جذر وحدوي . و منه السلسلة غير مستقرة.

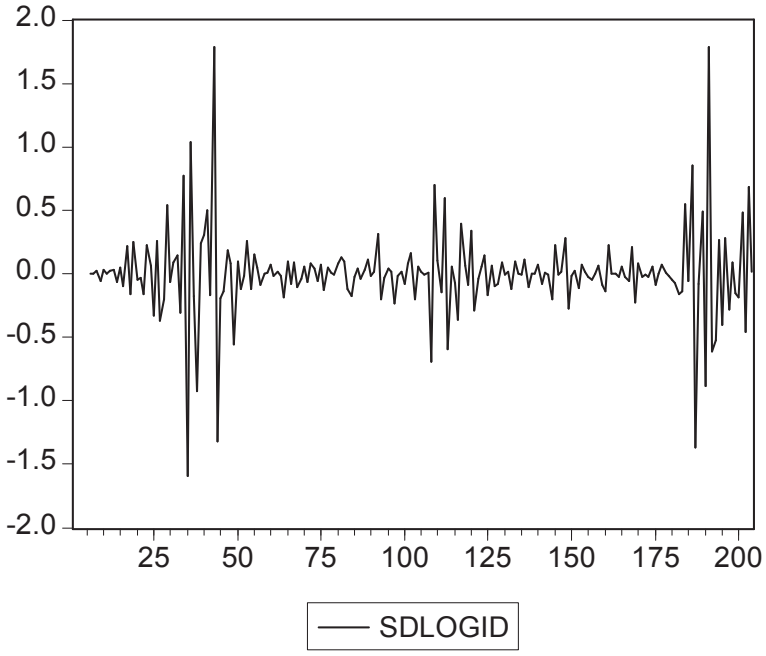
***إزالة عدم استقرارية السلسلة**

نحاول إزالة عدم استقرارية و المركبة الموسمية للسلسلة من خلال الصيغة التالية:

Dlogid=logid-logid(-1)

Sdlogid=dlogid-dlogid(-4)

شكل رقم (23.3) : منحنى لسلسلة أسعار الفائدة معدلة



المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

من الشكل نلاحظ أن قيم السلسلة تتمحور حول محور الفواصل ــ و يتبن جليا أنها مستقرة .

4-1-ج- اختبار BDS

اختبار BDS يكون على السلسلة المستقرة في الاتجاه العام و المركبة الموسمية ، و هذا اختبار يختبر مدى وجود ارتباط غير خطي بين المشاهدات أي دراسة مدى قابلية السلسلة للتنبؤ على المدى القصير .

جدول رقم (17،3) : اختبار BDS لسلسلة أسعار الفائدة

BDS Test for LOGID
Date: 10/30/08 Time: 08:32
Sample: 1 204
Included observations: 204

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.098037	0.004339	22.59499	0.0000
3	0.170866	0.006897	24.77319	0.0000
4	0.209888	0.008212	25.55753	0.0000
5	0.272165	0.008557	31.80448	0.0000
6	0.313311	0.008250	37.97872	0.0000

Raw epsilon	1.3573451		
Pairs within epsilon	29330.000	V-statistic	0.7047770
Triples within epsilon	4479320.0	V-statistic	0.5276204

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	12083.000	0.589328	14371.000	0.700922	0.491291
3	10406.000	0.512586	14193.000	0.699128	0.341720
4	9053.0000	0.450398	14076.000	0.700299	0.240510
5	8726.0000	0.438492	13901.000	0.698543	0.166328
6	8417.0000	0.427237	13717.000	0.696259	0.113927

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

و من خلال نتائج هذا الاختبار ، نلاحظ أن تقلبات سعر الفائدة ناتجة عن صدمات خارجية عابرة . و بالتالي يمكن التنبؤ بسعر الفائدة على المدى القصير ، حيث نلاحظ أن إحصائية BDS المقابلة لكل بعد ارتباط أكبر من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوية 5% . ومنه نقبل H_1 و نرفض H_0 . أي هناك ارتباط على مستوى سعر الفائدة .

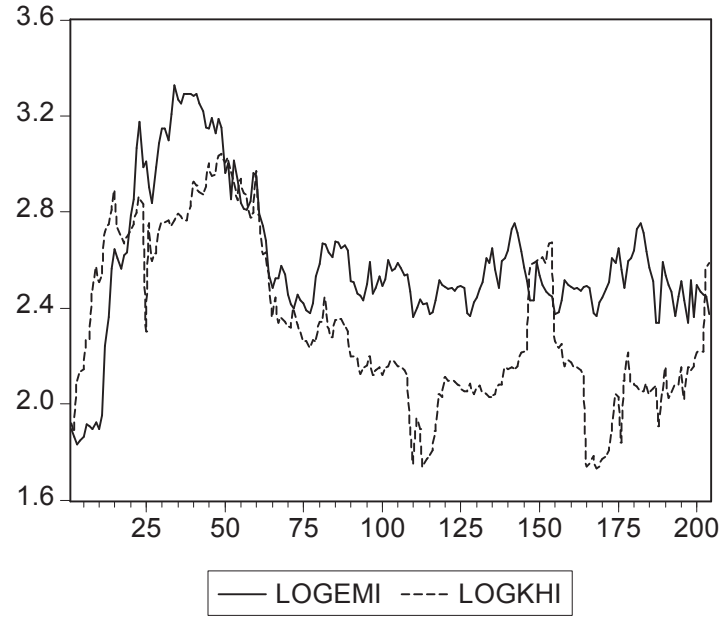
4-2- دراسة المحفظة المالية

هي أكبر شركة تطوير عقاري في منطقة الشرق الأوسط ، وتعمل على تطوير مشاريع عقارية عديدة في دبي كبرج دبي، بالإضافة إلى مشاريع متعددة في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وشبه القارة الهندية.

أما الخليجية للاستثمارات فهي شركة تعمل في العديد من المجالات الاستثماريه مثل تصنيع زيوت المحركات والتطوير العقاري وعمليات التأمين.

و السلسلة التاريخية لأسعار الأسهم-أسعار أسبوعية- اعمار و الخليجية للاستثمارات ، فهي لثلاث سنوات من 2005 م إلى 2007م و تم التركيز على 2006 م . تحتوي على 204 مشاهدة و تم اختيارها على أساس سلسلة أسعار الفائدة على الودائع . لتحقيق التجانس بين السلسلتين.

شكل رقم (24.3) : منحنى أسعار الاسهم –اعمار الخليجية للاستثمارات



المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

نلاحظ من الشكل أن هناك انخفاض لأسعار الأسهم ، و تذبذبها و يلاحظ أيضا أن أســعار أسهم الخليجية أكثر انخفاضا مقارنة بالسهم اعمار .

نحاول تشكيل محفظة مالية من السهمين اعمار و الخليجية للاستثمارات و بالتي يكون لدينا الشكل التالي :

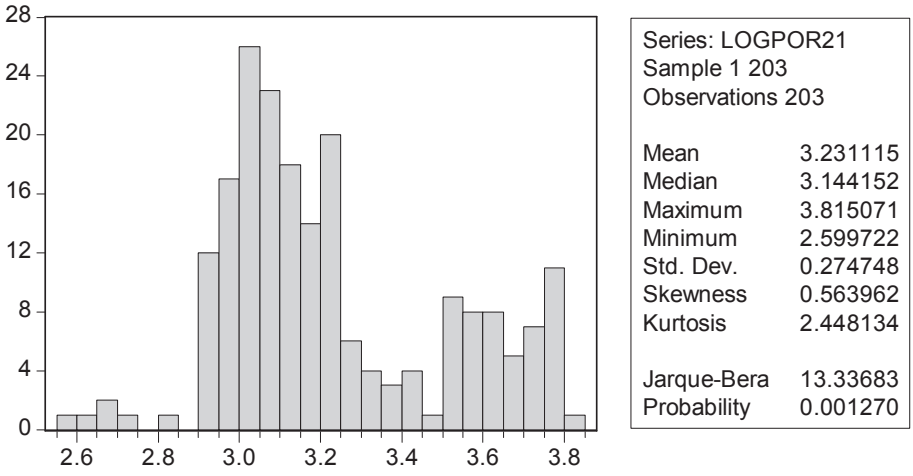
شكل رقم (25.3) : منحنى محفظة مالية –اعمار ، الخليجية للاستثمارات

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

من الشكل البياني يتضح جيدا كيف كان للتنويع دور مهم ، فكان الانخفاض أقل مما لو استثمر في سهم منفرد .

4-2-ا- دراسة توزيع السلسلة

شكل رقم (26.3) : التوزيع الطبيعي للمحفظة المالية –اعمار ، الخليجية للاستثمارات-



المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

لدينا

-اختبار Skewness : لاختبار فرضية العدم – فرضية التناظر-

من الجدول نلاحظ أن القيمة المحتسبة $S=0.5639>0$ و منه فإن التوزيع مائل نحو اليمين.

- اختبار Kurtosis : لاختبار فرضية العدم- فرضية التفرطح-

و كذا القيمة المحتسبة لهذا الاختبار تبين $K=2.4481<3$ ، فالتوزيع توزيع مفرطح .

- اختبار Jaque-Berra :

أما احصائية $JB=13.33>\chi^2_{0.05}(2)=5.99$

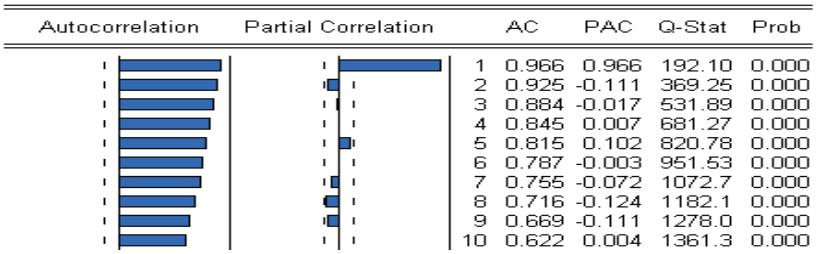
و منه فالتوزيع غير طبيعي .

4-2-ب - اختبار استقرارية السلسلة

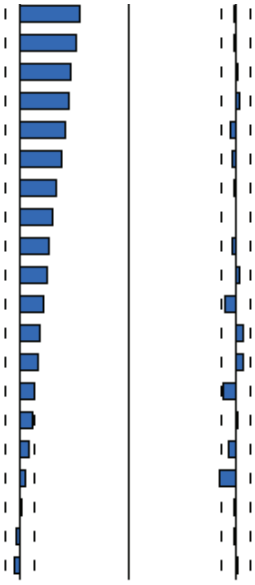
* دالة الارتباط الذاتي

شكل رقم (27.3) : دالة الارتباط الذاتي للمحفظة المالية –اعمار ، الخليجية للاستثمارات-

Sample: 1 204
Included observations: 203



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.966	0.966	192.10	0.000
		2	0.925	-0.111	369.25	0.000
		3	0.884	-0.017	531.89	0.000
		4	0.845	0.007	681.27	0.000
		5	0.815	0.102	820.78	0.000
		6	0.787	-0.003	951.53	0.000
		7	0.755	-0.072	1072.7	0.000
		8	0.716	-0.124	1182.1	0.000
		9	0.669	-0.111	1278.0	0.000
		10	0.622	0.004	1361.3	0.000



11	0.577	-0.009	1433.6	0.000
12	0.536	-0.016	1496.2	0.000
13	0.500	0.016	1550.9	0.000
14	0.467	0.040	1599.0	0.000
15	0.432	-0.049	1640.3	0.000
16	0.394	-0.034	1675.0	0.000
17	0.356	-0.010	1703.4	0.000
18	0.320	-0.002	1726.4	0.000
19	0.284	-0.029	1744.6	0.000
20	0.255	0.038	1759.4	0.000
21	0.222	-0.108	1770.7	0.000
22	0.194	0.063	1779.3	0.000
23	0.172	0.069	1786.1	0.000
24	0.143	-0.118	1790.9	0.000
25	0.116	0.009	1794.0	0.000
26	0.086	-0.074	1795.8	0.000
27	0.047	-0.159	1796.3	0.000
28	0.009	-0.011	1796.3	0.000
29	-0.027	-0.024	1796.5	0.000
30	-0.057	0.024	1797.3	0.000

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

*** <u>اختبار جذر الوحدة</u>**

جدول رقم (3،18) : بيانات اختبار ADF للمحفظة المالية –اعمار ، الخليجية للاستثمارات–

ADF Test Statistic	-2.155009	1%	Critical Value*	-3.4646
		5%	Critical Value	-2.8761
		10%	Critical Value	-2.5745

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGPOR21)
Method: Least Squares
Date: 10/31/08 Time: 08:16
Sample(adjusted): 6 203
Included observations: 198 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGPOR21(-1)	-0.034429	0.015976	-2.155009	0.0324
D(LOGPOR21(-1))	0.179610	0.071104	2.526001	0.0123
D(LOGPOR21(-2))	0.057788	0.072271	0.799601	0.4249
D(LOGPOR21(-3))	0.002164	0.072283	0.029940	0.9761
D(LOGPOR21(-4))	-0.081013	0.071265	-1.136788	0.2570
C	0.112690	0.051951	2.169133	0.0313

R-squared	0.065566	Mean dependent var	0.001261
Adjusted R-squared	0.041231	S.D. dependent var	0.059674
S.E. of regression	0.058430	Akaike info criterion	-2.812128
Sum squared resid	0.655508	Schwarz criterion	-2.712484
Log likelihood	284.4007	F-statistic	2.694380
Durbin-Watson stat	1.990547	Prob(F-statistic)	0.022270

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

من الجدول نلاحظ أن إحصائية ADF أقل تماما من القيم الحرجة لتوزيع MacKinnon عند مستوى معنوية 5 % .و عليه السلسلة تحتوي على جذر وحدوي . و منه السلسلة غير مستقرة

4-2-3- اختبار العلاقات السببية لـــ Granger و مدى استجابة المحفظة المالية لأسعار الفائدة

إن تحديد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية يسمح في العديد من الأحيـــان بتحديـــد نـــوع العلاقة ما بين هذه المتغيرات في المدى القصير ، و هذا ما يتيح لنا معلومات تمكننا من الفهم النظري الجيد للظواهر الاقتصادية ، و بالتالي أصبحت المعرفة السببية كـــشرط ضـــروري لتأسيس جيد للسياسة الاقتصادية .

عموما يمكن القول أن المتغير x يتسبب في المتغير y إذا كان توقع y الذي يعتمـــد بـــشكل كبير على معرفة ماضي المتغيرين x و y هو أحسن من توقع y الذي يعتمد فقط على ماضي y .و يمكن التعبير عن ذلك رياضيا كالتالي [1]:

- X يتسبب في Y عند الفترة t اذا كان : $E[Y_t / Y_{t-1}, X_{t-1}] \neq E[Y_t / Y_{t-1}]$

- X يتسبب فوريا في Y عند الفترة t اذا كان :

$$E[Y_t / Y_{t-1}, X_t] \neq E[Y_t / Y_{t-1}, X_{t-1}]$$

- X لا يتسبب في Y عند الفترة t اذا كان :

$$V_\varepsilon[Y_t / Y_{t-1}, X_t] \neq V_\varepsilon[Y_t / Y_{t-1}]$$

حيث أن V_ε هي مصفوفة تباين التباين المشترك لأخطاء التوقع .

يعتمد اختبار العلاقات الـــسببية لـــ Granger علـــى تقـــدير نمـــوذج VAR (Vector AutoRegressiv) ذو متغيرين ، إذ يمكن تعريف هذه النماذج التي يتبع فيها كل متغير لقيمة الماضية و قيم متغير آخر من نفس هذا النموذج ، و المعبر عنه بالمعادلات التالية :

$$X_t = \alpha_x + \sum_{i=1}^{P} \beta_{x,i} X_{t-1} + \varepsilon_{x,t} \quad \text{.....(1)}$$

$$Y_t = \alpha_y + \sum_{i=1}^{P} \beta_{y,i} Y_{t-1} + \varepsilon_{y,t} \quad \text{.....(2)}$$

$$X_t = \alpha_x + \sum_{i=1}^{P} \beta_{x,i} X_{t-1} + \sum_{i=1}^{P} \phi_{x,i} Y_{t,i} + \varepsilon_{x,t} \quad \text{.....(3)}$$

[1] - شيبي عبد الرحيم ، شكوري محمد ، البطالة في الجزائر ، مرجع سابق ، ص : 36

$$Y_t = \alpha_y + \sum_{i=1}^{P} \beta_{y,i} Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{P} \phi_{y,i} X_{t-1} + \varepsilon_{y,t} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

نلاحظ أن المعادلة (1) هي معادلة مختزلة للمعادلة (3) ، و المعادلة (2) هي مختزلة للمعادلة (4) .

لاختبار العلاقات السببية سوف نستعمل الفرضيتين العديمتين التاليتين :

$$\begin{cases} H_0 : \phi_x = 0 \\ H_0 : \phi_y = 0 \end{cases}$$

- إذا لم نرفض أي من هاتين الفرضيتين ، فإن المتغيرين المدروسين X و Y مستقلين عن بعضهما البعض ، أما إذا تم رفضهما معا فهناك علاقة سببية في الاتجاهين (Xيسبب Y و Yيسبب X).
- إذا تم رفض الأولى و قبول الثانية ، فإن العلاقة السببية تكون من المتغير X إلى المتغير Y ، أما إذا تم قبول الفرضية الأولى و رفض الفرضية الثانية فإن العلاقة السببية تكون من المتغير Y إلى المتغير X .

لاختبار هاتين الفرضيتين نقوم باختبار أن المعنوية الإجمالية لمعالم النموذج السابق ليست جميعها مساوية للصفر و خاصة المعلمتين ، Φ ، β و هذا باستعمال اختبار معياري بسيط لتوزيع فيشر. و يتم حساب إحصائية فيشر وفق القانون التالي : Φو X

$$F^* = \frac{(SCRR - SCRU)/C}{SCRU/(n-k-1)}$$

حيث أن : SCRR : هو مجموع بواقي المربعات في المعادلة المختزلة .

SCRU : هو مجموع بواقي المربعات في المعادلة غير المختزلة .

C : هو عدد المعاملات المختزلة ، و التي على أساسها يتم وضع الفرضيات العديمة .

k : هو عدد المتغيرات الاصلية (بدون اختزال) في المعادلة .

n : هو عدد المشاهدات المستخدمة لتقدير المعادلة غير المختزلة .

إذا كانت :

F^* أكبر من إحصائية فيشر F الجدولية فإننا نرفض الفرضية العديمة ، أي وجود علاقة سببية ، أما إذا كانت F^* المحسوبة أصغر من إحصائية فيشر F الجدولية فإننا نقبل الفرضية العديمة أي عدم وجود علاقة سببية .

الجدول (19.3) : اختبار Granger لمحفظة مالية –اعمار ، الخليجية للاستثمارات–

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 08/31/08 Time: 08:23
Sample: 1 204
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LOGID does not Granger Cause LOGPOR21	201	5.67986	0.00400
LOGPOR21 does not Granger Cause LOGID		0.96978	0.38098

المصدر : برنامج EVIEWS انطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

من الجدول نلاحظ ما يلي :

إن قيمة المحفظة المالية –أسعار الأوراق المالية– ليست سببا في تغيرات سعر الفائدة باعتبار أن إحصائية فيشر و التي تساوي إلى 0.9697 أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي (2 ، 201) .

و هذا ما نلاحظه من خلال نسبة الاحتمال 0.3809 % فهي أكبر تماما من 0.05% إذن نقبل H_0 و نرفض H_1 .

أما من جهة المقابلة ، نلاحظ أن أسعار الفائدة تسبب – تؤثر– في قيمة المحفظة المالية باعتبار أن إحصائية فيشر 5.6798 أكبر تماما من القيمة الحرجة لتوزيع فيشر .

و هذا ما نلاحظه من خلال نسبة الاحتمال 0.004% أقل تماما من 0.05 % إذن نقبل الفرضية البديلة .

الفصل الثالث
تحليل محفظة الأوراق المالية في سوق دبي المالي

مدخل الفصل الثالث

إن الأخذ بسياسة الانفتاح الاقتصادي، والتي تعتمد على نظام اقتصاد السوق ، جعلت دولة الإمارات العربية المتحدة حريصة على إنشاء سوقين ماليين باعتبارهما ركائز اقتصاد السوق.

وبالتالي تعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وبدأ سوق دبي المالي مزاولة نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000.

ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة.

فنحاول من خلال هذا الفصل القيام بدراسة تطبيقية لمحفظة الأوراق المالية و مدى تأثير مخطر سعر الفائدة عليها ، لذا قسم هذا الفصل إلى أربع بحوث و التي تم فيها التطرق إلى السوق المالي و تنظيماته . و قبل تحليل محفظة الأوراق المالية تم تناول بيئة النظام الاقتصادي و المالي المستثمرة بها ثم تم تحليل المحفظة انطلاق من سلسلة تاريخية لأسعار الفائدة على الودائع الصادرة من مصرف المركزي الإماراتي لثلاث سنوات من 2005 إلى 2007 م بالإضافة إلى سلسلة تاريخية لأسعار الأوراق المالية المسعرة بسوق دبي المالي من نفس الفترة .

خلاصة الفصل الثالث

نتيجة للتغير المستمر لبيئة السوق المالية فقد تعرض سوق دبي المالي لتقلبات حادة كادت تدمر الانجازات التي حققها ، خاصة في عام 2006م .حيث تكبد خسائر كبيرة بالرغم من التطور الملفت الذي شهده القطاع المصرفي.

و نتيجة للهذه التغيرات التي تطرأ على الأسواق المالية ظهرت مشتقات استثمارية جديدة ، و أدوات مالية جديدة مثل العقود الآجلة و الخيارات أو الحقوق.

إن تطوير هذه الادوات يمثل قمة الإبداع في عالم المال و الاستثمار . و قد جاءت هذه الأدوات استجابة لاحتياجات أسواق المال و للمستثمرين لتحصين الاستثمار ضمن التقلبات المفاجئة التي تهدد قيم الأصول .

و تطورت هذه الأدوات فيما بعد لتصبح بذاتها أصولا استثمارية جديدة تباع و تشترى لذاتها و تستقطب طلبا متزايدا عليها يوما بعد يوم و تنسجم مع متطلبات و متغيرات أسواق المال في اتجاه تحقيق أرباح حيث تمنح المستثمر فرصة ممتازة لاستخدام عامل الرفع على نطاق واسع و يتمثل ذلك في إمكانية تحقيق أرباح كبيرة باستثمار مبالغ صغيرة.

الخاتمة العامة

أظهرت الدراسات السابقة التي بدأها ماركوفيتز عام 1952م ، و هي المحاولة الأولى لتطوير المحافظ المالية ، و هو بذلك العمل كان يريد الاقتراب من تجسيد سلوك المستثمر نحو العائد و المخاطرة من خلال استخدام الأسلوب الإحصائي ، و لم يتوقف البحث في هذا المجال إذ تم تطوير تلك الأساليب من قبل شارب ، لينتر و غيرهم من خلال دراسة متغيرات النموذج المتمثلة بالعوائد و درجات المخاطرة المتوقعة . إذ تم التعبير عنها بقيم كمية بعيدا عن الحدس و التخمين .

و كان التنويع فيما مضى عن طريق التوزيع المباشر للعناصر المكونة للمحفظة بين ما هو نقد و أسهم و سندات و غيرها من المعادن النفيسة هو الحل الأمثل و المربح لضمان نتائج جيدة . أما اليوم فإن الموضوع أصبح أكثر تعقيدا من اختيار أسهم أو عدة بنمو كبير و سندات كثيرة كالسندات الدولية ، الحكومية ، و المحلية و عناصر أخرى ، و على المستثمر اختيار الآجال المناسبة لحيازة هذه العناصر و اجراء التعديلات الضرورية و المستمرة بما يتماشى و المعلومات المتدفقة و التي قد تنطبق على عنصر و لا تنطبق على عنصر آخر .

نتائج الدراسة :

– إن فهم تركيبة بيئة السوق المالي و واقعيتها و ظروفها يشكل الأساس الحقيقي لعملية نجاح الاستثمار .

– إن السوق المالي يتعرض بعناصره و مفاهيمه المكونة إلى تحديات قد تغير بعض مكوناته أو كلها حسب قوة التحدي ضمن الظروف التي أسست حولها المحفظة المالية من ظروف سياسية ، اقتصادية و اجتماعية .

– بعد عملية تشكيل المحفظة المالية في سوق دبي المالي ، و من خلال معامل الاختلاف وجدنا أن المحفظة الثانية ذات رأس المال المقسم إلى أوزان غير متساوية (14% A + 86% B) ، أفضل من المحفظة الأولى ذات الأوزان متساوية .

– و من خلال عملية التنويع في المحفظتين الماليتين ، فوجدنا أن المحفظة الأولى التي تم التنويع فيها بسوق دبي المالي فكانت النتائج جيدة فكان هناك انخفاض في الانحراف المعياري للمحفظة المالية مقارنة بالانحراف المعياري للأسهم على انفراد .

أما المحفظة المشكلة من السوقين الماليين –دبي المالي و أبو ظبي للأوراق المالية –ذات التنويع الجغرافي ، فكان عكس ذلك فوجد بأن الانحراف المعياري لهذه المحفظة أكبر منه على المحفظة ذات التنويع على مستوى سوق دبي المالي .

– أما عن مخطر سعر الفائدة فكان هناك دورلتقلبات أسعار الفائدة ، فتمثل ذلك في انخفاض أسعار الأوراق المالية ، و بالتالي على المحافظ المالية .

من خلال البحث عن مدى تأثير أسعار الفائدة على أداء المحفظة المالية تم استنتاج أن هناك أسباب أخرى وراء انخفاض أداء المحافظ المالية و يمكن ذكرها كما يلي :

1- انخفاض السيولة : و عن أسباب انخفاضها ، فخلال سنوات ما قبل 2006 م كان هناك تخوف لدى المصرف المركزي من أن ارتفاع إيرادات النفطية ، و الذي قابله ارتفاع في حجم الاستثمارات الأجنبية التي تم استقطابها إلى الدولة . سيؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم . و قد ازدادت هذه المخاوف من قيام الفيدرالي الأمريكي بتخفيض الفوائد من 5.25 % إلى 2 % خلال 2006 م.

و هنا قام المصرف المركزي برفع مستوى الاحتياطي الإلزامي لدى البنوك . كما قام بطرح شهادات إيداع جديدة أدت إلى جلب الأموال .

2- تأثير ارتفاع الدولار : فعودة الدولار للصعود في الأسواق العالمية ، و مع تراجع التوقعات حول قيام دول الخليج بإعادة تقييم عملاتها أو فك ارتباطها بالدولار قلل كثيرا من جاذبية البورصات الخليجية التي تسمح بتداولات الأجانب . مما دفعهم لعمليات البيع الواسعة ، في وقت كانت السيولة شحيحة أدى إلى انخفاض الأسعار بأكثر من 20%.

3- عدم رغبة الإمارات بإعادة تقييم الدرهم أمام الدولار مما أدى إلى نزوح السيولة من الأصول الدرهمية إلى أصول مقيمة بالعملات الأخرى كاليورو و الاسترليني .

أفاق البحث

من خلال هذه الدراسة تم استنباط أفاق البحث ، و جوانب أخرى تحتاج إلى دراسة و التعمق فيها ، كالقيام بدراسة تفصيلية أثر مخطر سعر الفائدة على المحافظ المالية الدولية . مستقبل سوق دبي المالي الإسلامي. أثر الأزمة المالية على أداء المحافظ المالية .

الخاتمة العامة

قائمة المراجع

1- المراجع العربية

1- أحمد بوراس ، أسواق رؤوس الأموال ، الجزائر : مطبوعات جامعة منتوري ، 2003

2- أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة ، ط1 ، عمان ، دار السيرة للنشر ، الأردن ، 2004 .

3- أمين السيد أحمد لطفي ، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء والاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2006 .

4- بلعزوز بن علي ، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، بن عكنون ، 2004 .

5- جبار محفوظ ، البورصة و موقعها من العمليات المالية ، ج1 ، ط1 ، دار هومة ، 2002

6- حسين بن هاني ، الأسواق المالية ، ط1 ، دار الكندي ، الأردن ، 2002 .

7- حسين خريوش و آخرون ، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق ، عمان ، مؤسسات التجهيز المكتبية ، 1996 .

8- حسين عطا غنيم ، دراسات في التمويل ، ط1 ، القاهرة ، بتراك للطباعة و النشر ، 1999 .

9- خالد و هيب الراوي ، الأسواق المالية و النقدية ،ط2 ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2000

10- خالد وهيب الراوي 1999 ، ادارة المخاطر المالية ، عمان ، دار المسيرة لنشر ، 1999 .

11- رستمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ، دار المعتز للنشر و التوزيع ، الأردن ، ط1 ، 2005.

12- طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2001 .

13- طارق عبد العال حماد ، ادارة المخاطر ، الاسكندرية : الدار الجامعية للنشر ،2003

14- طاهر لطرش ، تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 2001 .

15- عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإبراهيمية ، الإسكندرية ، 2005 .

16- عبد القادر محمد عطية ، الاقتصاد القياسي ، بدون دار نشر، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2000..

17- عبد المجيد المهيلمي ، التحليل الفني للأسواق المالية ، ط4 ، بدون سنة و دار نشر .

18- عبد المنعم السيد علي ، نزار سعد الدين العيسي ، ، النقود و المصارف و الأسواق المالية ، ط1 ، دون دار النشر ، الأردن ، 2004 .
19- عصام فهد العربيد ، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، دمشق ، دار الرضا للنشر، 2002.
20- عطون مروان ، الاسواق النقدية و المالية ، ج2 ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 2003.
21- عماد صالح سلام ، البنوك العربية و الكفاءة الاستثمارية ، بيروت ، اتحاد المصارف العربية ،2004 .
22- غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية ،ط1 ، عمان ، دار المناهج للنشر ، 2002 .
23- فليح حسن خلف ، الأسواق المالية و النقدية ، اربد : عالم الكتاب الحديث ، عمان ، الأردن ، ط1 ، 2003 .
24- محمد أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة ، بتراك للنشر و التوزيع ، القاهرة ، 1999 .
25- محمد سويلم ، إدارة البنوك و صناديق الاستثمار و بورصات الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، مصر ، 1996 .
26- محمد صالح الحناوي ، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية ، مصر ، 2000 .
27- محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، مصر ، 2002 .
28- محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الاستثمارية ، عمان دار وائل للنشر ، ط3 ، 2005 .
29- محمد عبده ، محمد مصطفى ، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، كيلوباترا للطباعة و النشر ، مصر ، 1998.
30- محمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة ، دار الحامد ، عمان الأردن ، ط1 ، 2006 .
31- محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، ط2 ، 1999 .
32- محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، ط1 ، عمان ، الأردن ، 2005 .

33- محمود محمّد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات, عمّان : دار الشروق, 2005 .
34- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
35- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، ج1 ، الإسكندرية ، المعارف للنشر و التوزيع ، 2000 .
36- منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية و صناديق الاستثمار ، المؤسسة العربية المصرفية ، البحرين ، 1993 .
37- مولود حشمان ، نماذج التنبؤ قصير المدى ، الجزائر : ديوان المطبوعات الجامعية ، 1998.
38- ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، احمد زكرياء صيام ، أساسيات الاستثمار العيني و المالي ، دار وائل للنشر ، 1999 .
39- هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، عمان ، الأردن ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، 2003 .
40- واثق حمد أبو عمر ، النظرية المعاصرة لمحفظة الاوراق المالية ، ط1، دمشق ، دار الرضا، بدون دار و سنة نشر .
41- وسام ملاك ، البورصات و الأسواق المالية العالمية ، ج1 ، دار المنهل اللبناني ، لبنان، ط1 ، 2003 .

2- المراجع الفرنسية

1- C.Lubochinsky , les taux d'intérêt ; Dalloz , Paris ; 1990 .
2- Denis Mertisette ; Décision financiers a long terme , les édition SMG , trois reviéres ; 3 édition ; 1994 .
3- F.Rosefeld , R.Hannoset ; Analyse financière et gestion des valeurs mobiliere , Dunod , Paris , 1992 .
4- Gérard Marie Henry ; « les marchés financiers » ; ED , Armond colin , Paris , 1999 .
5- J.BARRAEU et J.DELHAYE ; Gestion financière, 9eme édition, paris : Dunod, 2001.
6- J.Teulie et Topscalian ; , Finance , édition vuibert , Paris 1997.
7- Jean Pierre jobard , Patrick Navatta , Philippe Raimbourg ; Finance « Finance d'entreprise , Finance de marché , Diagnostic financier » , Dalloz , 1994 .
8- Jean-babiste , Ferrari; Economie du risque « Application à la finance et l'assurance » Bréal ; 2002 .

9- Noél Amenc ; Théorie du portefeuille et analyse de sa performance , Economica , Paris , 2002 .
10- P. Vernimmen , , Finance d'entreprise , 6 eme edition , Paris : Dalloz ,2006 .
11- Valeri Nignow , marchés financières et modélisation des rentabilités boursières , édition Economica , 1998 .

3- الرسائل الجامعية

1- أوكيل نسيمة ، تحليل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، رسالة ماجستير ، الجزائر ، 2003.

2- بلعزوز بن علي ، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية حالة الجزائر ، رسالة دكتوراه ، الجزائر ، 2004.

3- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه ، الجزائر ، 2006 .

4- سامية زيطاري ، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة : حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، أطروحة دكتوراه ، الجزائر ، 2004 .

5- علي العمودي ، سوق الأوراق المتداولة و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، رسالة ماجستير ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، 1995 .

6- فيصل حمدي ، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة ، رسالة ماجستير ، ورقلة ، 2006 .

7- لعبادي نسيمة ، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد ، رسالة ماجستير ، الجزائر ، 2004 .

8- وليد أحمد صافي ، الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق ، أطروحة دكتوراه ، الجزائر، 2003.

4- الدراسات و البحوث و المحاضرات :

1- حسان حضر ، تحليل الأسواق المالية ، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية بالدول العربية، العدد 27 ، مارس 2004 .

2- السيد إبراهيم الدسوقي ، التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، الاقتصاد و الإدارة ، المجلد الثالث ، 1990 .

3- شهاب الدين حمد النعيمي ،"إدارة المعرفية المالية و تطور وسائل بناء و إدارة المحفظة المالية " ، ورقة عمل ، جامعة زيتونة الأردنية ، 2004

4- رياض دهال ، الأدوات المالية ، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت، العدد 15 ، مارس ، 2003 .
5- مجلة سوق المال ، " التمويل الإسلامي يمثل 20 % من نشاط البنوك في دولة الإمارات " العدد 29 ، أفريل ، 2005 .
6- مجلة اقتصادية ، الاتجاهات الاقتصادية و آثارها "سلوكيات القطاع المصرفي و كفاءته في مجال الإقراض في بلدان مختارة أعضاء في الاسكوا " ،العدد 3 ، الأمم المتحدة نيويورك، 2005.
7- شيبي عبد الرحيم ، شكوري محمد ، البطالة في الجزائر : مقاربة تحليلية و قياسية ، المؤتمر الدولي حول "أزمة البطالة في الدول العربية " (17-18 مارس 2008 ، القاهرة – جمهورية مصر العربية) .
8- محمد شيخي ، محاضرة حول تحليل السلاسل الزمنية ، جامعة ورقلة ، 2007/05/08
9- سامي حطاب ، المحافظ الاستثمارية و مؤشرات أسعار الاسهم و صناديق الاستثمار ، هيئة الاوراق المالية و السلع ، أبوظبي ، الامارات العربية المتحدة ، فيفري 2007

5- المواقع الالكترونية

1- الامارات ،التطورات الاقتصادية من 2003الى 2005
http://www.gucciaac.org.lb/recentpublications/arabreport/UAE.htm
تاريخ الاطلاع 03/04/2008
2- مركزالامارات للدراسات و الاعلام ، الدراسات و التقارير ، الاقتصاد الامارتي و الانتقال نحو التنوع ...تطور قطاع الخدمات نموذجا
2008/06/16http://www.emasc.com/content.asp?ContentId=10425
programme on governance in the arab region-3
2008/06/15 http://www.pogar.org/arabic/countries/finances.asp?cid=15
4- مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي
2008/06/20 http://centralbank.ae/pdf/introduction-ar.pdf
5- تطور الأسواق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة
2008/05/05 http://www.uaeec.com/vb/t2332.html
6- تطور عمليات تداول الاسهم بالامارات العربية المتحدة
04/04/2008 http://www.uaeec.com/vb/t2332.html
7- http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801
8- http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=109 2008/08/10
9- http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=209 2008/08/15
10- http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=109 2008/06/18
11- http://www.sahmy.com/showthread.php?t=26424 2008/06/11
12- http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=1052 2008/05/06

Index Calculation Rules -13
2008/06/10 http://www2.dfm.ae/Documents/Index/indexrulesA.doc
Electronic Trade -14
2008/06/25 http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=813
http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/sca/Pages/directors.aspx?Expmenu=Menu2 -15
تاريخ الاطلاع 03/08/2008
16- برنامج عمل لتطبيق ضوابط حوكمة الشركات ، الامارات http://sca-
mo1.sca.ae/Arabic/companies/Governance/Documents/CorporateGovernanceProcedures.pdf تاريخ الاطلاع 2008/08/15
17- سوق دبي المالي ، النشرات و التقارير ، حماية المستثمرين
http://sca-
mo1.sca.ae/Arabic/Investors/Documents/General%20Publication/InvestorGuide.pdf
18- أسواق المال بدولة الامارات بين النشأة و التطور
http://www.emasc.com/content.asp?ContentId=10882
19- نماذج السلاسل الزمنية و خصائصها
2008/04/07 www.arab-api.org/course4/c4/_4_1.htm