



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله



معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم: علوم التسيير

المرجع :/2018

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

أثر التضخم على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة عمان: 2005-2016

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د) تخصص " إدارة مالية "

إشراف الأستاذ (ة):

← لطرش جمال

إعداد الطلبة:

← عبيدش صورية

← مزاهي صبرينة

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	ركيمة فارس
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	بن جدو سامي
مشرفا ومقرا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	لطرش جمال

السنة الجامعية: 2017-2018

الشكر

نشكر ونحمد المولى عز وجل الذي وفقنا لانجاز هذا البحث

نشكر الأستاذ لطرش جمال على الاشراف على هذا البحث

نشكر الذين كانوا وراء هذا العمل ونخص بالذكر الأستاذ داودي حمزة

والأستاذ بن جدو سامي

الإهداء

أهدي هذا العمل

إلى:

أغلى ما وهبني ربي

"والدائي الغاليان"

حفظهما الله لي

إلى:

كل أفراد عائلتي وكل أحبائي

سوريا



إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى...

من أحمل أسمه بكل فخر واعتزاز

إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله، أبي العزيز أسأل الله أن يحفظه لنا

إلى ... ينبوع الصبر والتفاؤل والأمل

إلى التي جعلت الجنة تحت أقدامها ريحانة حياتي وبهجتها أمني العزيزة أسأل الله أن يحفظها لنا.

إلى ..الذين تعلمت معهم كيف أعيش وتقاسمت معهم الحلوة والمرارة

إلى من علموني معنى الحياة إلى أخي ياسر وأخواتي بشرى ورحمة وسهى.

إلى...

كل الأقارب والأهل

إلى... قلعتي الحصينة التي ألجأ إليها عند شدتي صديقاتي

إلى...

كل غيور على دينه ووطنه

إلى كل من ذكرهم قلبي ونسيهم قلمي دون أن أنسى زملاء الدفعة الثانية ماستر إدارة مالية

إليكم جميعاً أهدى ثمرة جهدي.

صبرينة

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير معدلات التضخم على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2016، وقد اشتملت عينة الدراسة على محفظة السوق ككل، وتم التعبير عن أداء المحفظة بالمؤشر العام للبورصة.

للإجابة على إشكالية الدراسة قمنا بإعداد نموذج خطي بسيط بين متغيرات الدراسة، وتم تقديره بطريقة المربعات الصغرى العادية، وذلك باستخدام البرنامج الاحصائي (Eviews) حيث تم إخضاع نتائج التقدير لمجموعة من الاختبارات (فيشر، ستودنت، درين واتسن).

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أن للتضخم أثر على أداء المحفظة المالية (المؤشر العام) في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2016، كما أنه توجد علاقة عكسية بين التضخم وأداء المحفظة المالية (المؤشر العام للبورصة).

الكلمات المفتاحية: عمان، محفظة الأوراق المالية، التضخم، المؤشر العام، العائد، المخاطرة، أثر.

Abstract:

This study aimed to identify the effect of inflation rates on the Performance of the portfolio in the Amman stock exchange (ASE) during the period 2005-2016, the sample of the study included the financial market portfolio as a whole and the performance of the portfolio was expressed in the general index of the stock exchange.

In order to answer the problem of the study, we prepared a simple linear model between the two variables of the study, which was estimated with ording last squares (OLS) method using the Eviews program the results were subjected to several tests (fisher, student, Durbin Watson)

In this study we found that inflation affected the performance of the portfolio (the general index) on the Amman stock exchange during the period 2005-2016, there is also an inverse relation between inflation and the performance of the portfolio (the general index).

Key words: Amman, portfolio, inflation, the general index, return, risk, effect.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	قائمة المحتويات
	الشكر
	الإهداء
	الملخص
II	قائمة المحتويات
III	قائمة الأشكال
IV	قائمة الجداول
أ - ٥	المقدمة
	الفصل الأول: دراسة نظرية عن التضخم ومحفظه الأوراق المالية
08	تمهيد
17-09	المبحث الأول: مفاهيم حول التضخم
09	المطلب الأول: تعريف التضخم وأنواعه
13	المطلب الثاني: أسباب وآثار التضخم
16	المطلب الثالث: أساليب معالجة التضخم
29-18	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لمحفظه الأوراق المالية
18	المطلب الأول: مفهوم محفظه الأوراق المالية وأهدافها
20	المطلب الثاني: أسس محفظه الأوراق المالية وسياساتها
21	المطلب الثالث: مكونات وأصول محفظه الأوراق المالية
48-30	المبحث الثالث: التحليل الاستثماري للمحفظه المالية وعلاقتها بالتضخم
30	المطلب الأول: ثنائية العائد والمخاطرة الخاص بالاستثمار في ورقة مالية
39	المطلب الثاني: العائد والمخاطرة في المحفظه المالية ونماذج تقييمها
47	المطلب الثالث: العلاقة بين التضخم ومحفظه الأوراق المالية
49	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة قياسية حول أداء محفظه الأوراق المالية في ظل التضخم
51	تمهيد
57-52	المبحث الأول: عموميات حول بورصة عمان
52	المطلب الأول: مدخل للتعريف ببورصة عمان
54	المطلب الثاني: مجلس إدارة البورصة والهيكل التنظيمي لها
56	المطلب الثالث: معلومات التداول في بورصة عمان

قائمة المحتويات

75-58	المبحث الثاني: الإطار العام لدراسة الحالة
58	المطلب الأول: المؤشر العام لبورصة عمان
65	المطلب الثاني: تحليل المؤشر العام
68	المطلب الثالث: متغيرات الدراسة والأدوات الإحصائية المستخدمة
80-76	المبحث الثالث: تقدير العلاقة بين معدلات التضخم وأداء المحفظة
76	المطلب الأول: إعداد النموذج
77	المطلب الثاني: تقدير النموذج واختبار الفرضيات
81	خلاصة الفصل
83	الخاتمة
87	قائمة المراجع

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
29	مكونات المحفظة الاستثمارية	1
35	أنواع المخاطر في المحفظة المالية	2
38	تقدير معامل بيتا بيانيا	3
55	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	4
67	الرقم القياسي للقطاعات المكونة للمؤشر خلال الفترة 2005 - 2016	5

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
64	الأرقام القياسية لبورصة عمان خلال الفترة 2005 - 2016	1
66	الرقم القياسي للقطاعات المكونة للمؤشر العام خلال الفترة 2005-2016	2
68	معدلات التضخم في الأردن 2005 - 2016	3
69	المؤشر العام لبورصة عمان 2005 - 2016	4
69	متغيرات الدراسة	5
74	مخطط درين واتسون لقبول أو رفض إحدى الفرضيتين	6
77	نتائج التقدير بطريقة المربعات الصغرى العادية MCO	7
79	نتائج اختبار ستودنت	8
80	نتائج اختبار درين واتسون	9

المقدمة

مقدمة

لقد أصبحت للأسواق المالية أهمية كبرى مع تطور الزمن، وذلك بسبب اتصالها الوثيق بالحياة الاقتصادية من جميع النواحي خاصة بعدما تأكد تأثيرها المتزايد والفعال على مجرى النشاط الاقتصادي ومعدل نموه، لذا فإن وجود الأسواق المالية يعتبر وسيلة وأداة مهمة لتمويل النشاط الاقتصادي المعاصر وبدون رواجها لا يمكن لأي اقتصاد تحريك المدخرات إلى قنوات استثمار، وكما هو معلوم فإن للاستثمار أساليب وأدوات عديدة ومتنوعة لعل من أهمها تكوين المحفظة المالية.

تعد المحفظة المالية من المواضيع التي حظيت باهتمام كل من الباحثين عامة والمستثمرين خاصة فهي تعتبر من أهم التطورات التي شهدتها عالم الاستثمار، حيث أن المستثمر يسعى لتكوين المحفظة المالية وذلك نظرا لما توفره هذه الأخيرة من مزايا لصالحه، ومما لا شك فيه أنه في أي استثمار لا بد من المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار متغيرين أساسيين يبني عليهما قراره ألا وهما العائد والمخاطرة، حيث يمثلان حجر الأساس عند اختياره لأصول محفظته فهدف المستثمر من وراء تشكيل المحفظة المالية هو تحقيق أعلى العوائد عند مستوى معين من المخاطر.

إذ أن الاستثمار بصفة عامة والاستثمار في الأدوات المالية بصفة خاصة مرتبط ارتباطا وثيقا بوجود عدة مخاطر من أبرزها مخاطر سعر الفائدة، حالات الكساد، التضخم فهذا الأخير يعد من المخاطر الأكثر تأثيرا على أسعار وقيمة الأدوات المالية المكونة للمحفظة المالية، لهذا جاءت هذه الدراسة من أجل دراسة مدى تأثير التضخم على أداء المحفظة المالية.

أولاً: إشكالية الدراسة

من خلال ما تقدم يمكننا طرح التساؤل التالي:

ما مدى تأثير التضخم على أداء المحفظة المالية في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2016 ؟

وقد تفرع عن هذا الطرح تساؤلات عدة منها:

- ما طبيعة العلاقة بين التضخم وأداء المحفظة المالية في بورصة عمان؟

- هل توجد دلالة إحصائية لتأثير التضخم على أداء المحفظة المالية في بورصة عمان؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

للإجابة عن إشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية تم اقتراح الفرضيات التالية:

- نوع العلاقة بين التضخم وأداء المحفظة المالية في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2016 هي علاقة عكسية.
- توجد دلالة إحصائية لتأثير التضخم على أداء المحفظة المالية في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2016.

ثالثا: أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى:

- التعرف على مختلف الجوانب المتعلقة بالتضخم والمحفظة المالية.
- معرفة أداء المحفظة المالية لبورصة عمان وهذا من خلال توضيح المؤشر العام للبورصة.
- البحث عن مدى وجود تأثير لمعدلات التضخم على أداء المحفظة المالية بسوق عمان المالي.

رابعا: أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من التطورات التي شهدتها العالم اليوم في مجال الاستثمار في المحافظ المالية حيث أصبح من الأنشطة التي تزداد أهميتها يوم بعد يوم إذ عرف هذا الأخير انتشارا واسعا مما استدعى ضرورة البحث في هذا المجال هذا من جهة، ومن جهة أخرى لتزويد المستثمر في حالة تكوينه للمحفظة المالية بمختلف المعلومات التي تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري المتعلق باختياره لأصول محفظته.

خامسا: مبررات اختيار الموضوع

من الأسباب التي دفعتنا للبحث في الموضوع نذكر:

- الرغبة والميل الشخصي للموضوع.
- الاهتمام المتزايد بموضوع المحافظ المالية من قبل المستثمرين.
- إثراء المكتبة الجامعية نظرا لافتقارها لمثل هذه الأبحاث.

سادسا: صعوبات الدراسة

من بين الصعوبات التي واجهتنا ما يلي:

- ضيق الفترة الزمنية لإعداد المذكرة.
- صعوبة تثبيت وضبط الأفكار المتعلقة بالموضوع نظرا لأنه متشعب وذو آراء متعددة.

سابعا: منهج الدراسة

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة، فقد اعتمدنا على المنهج الوصفي الملائم للجانب النظري للدراسة والمتعلق بالتضخم والمحفظة المالية من خلال توضيح مختلف المفاهيم المتعلقة بهما، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد استخدمنا المنهج القياسي لمعرفة مدى وجود أثر للتضخم على أداء المحفظة المالية باستخدام نموذج الانحدار البسيط.

ثامنا: الدراسات السابقة

من بين الدراسات التي اهتمت بمثل هذه المواضيع نذكر:

الدراسة الأولى: وهي الدراسة التي أجرتها الطالبة شهرزاد حوبي بعنوان " أثر التضخم على عوائد الأسهم حالة بورصة السعودية للفترة 2012-2015"، مذكرة ماستر 2016 حيث هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير التضخم على عوائد الأسهم المدرجة ببورصة السعودية وتحديد العلاقة بينهما، وكانت النتائج المتوصل إليها أن التضخم لا يؤثر على عوائد الأسهم.

تختلف هذه الدراسة عن دراستنا باختلاف الإطار الزمني والمكاني من جهة، وباختلاف طريقة الدراسة من جهة أخرى.

الدراسة الثانية: وهي الدراسة التي أجراها الباحث محمد زيدان النحال وكانت بعنوان "أثر تقلبات أسعار الصرف على الأداء المالي للبنوك المدرجة ببورصة فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال بالجامعة الإسلامية غزة 2016، هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير تقلبات أسعار الصرف على الأداء المالي للبنوك وفقا للمؤشرات المالية المعتمدة في بورصة فلسطين، وكانت النتائج المتوصل إليها أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لتقلبات أسعار الصرف على الأداء المالي للبنوك المدرجة في بورصة عمان.

تختلف هذه الدراسة عن دراستنا من جانب متغيرات الدراسة بالإضافة إلى الإطار الزمني والمكاني.

الدراسة الثالثة: وهي دراسة الطالب مسعود عطاب وكانت بعنوان "أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة نيويورك للأوراق المالية 2010/2014"، مذكرة ماستر 2015، هدفت الدراسة إلى البحث عن مدى تأثير أسعار الفائدة على أداء المحفظة المالية ببورصة نيويورك، وقد توصل الباحث إلى أنه لا توجد علاقة سببية طويلة الأجل بين أسعار الفائدة وأسعار المحافظ المالية في بورصة نيويورك.

تختلف هذه الدراسة عن الدراسة التي قمنا بها من عدة جوانب من حيث أحد المتغيرات بالإضافة إلى تباين الإطار الزمني والمكاني وطريقة الدراسة.

الدراسة الرابعة: دراسة الطالبة منية خرياش وكانت بعنوان "أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010" مذكرة ماستر 2012، هدفت الدراسة إلى بناء نموذج لمحفظة مالية وإبراز الأثر الإيجابي أو السلبي لخطر سعر الفائدة على عوائد أسعار الأسهم في بورصتي عمان والسعودية، حيث توصلت الباحثة إلى أن المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الصرف تؤثر على أداء المحفظة المالية.

تختلف هذه الدراسة عن دراستنا من جانب متغير واحد، إضافة إلى اختلاف فترة وطريقة الدراسة.

الدراسة الخامسة: وهي الدراسة التي قام بها منصور الحاج موسى وقد جاءت تحت عنوان "أثر سعر الفائدة على محفظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي"، مذكرة ماجستير 2009، هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن مدى تأثير أسعار الفائدة على أداء المحفظة المالية في سوق دبي المالي، وقد توصل الباحث إلى أن تقلبات أسعار الفائدة أدى إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية وبالتالي على المحافظ المالية، كما توصل إلى أن هناك أسباب أخرى وراء انخفاض أداء المحافظ بسوق دبي المالي.

تختلف هذه الدراسة عن دراستنا من عدة جوانب سواء من حيث أحد المتغيرات أو فترة الدراسة بالإضافة إلى اختلاف البيئة المدروسة وطريقة الدراسة.

تاسعا: هيكل الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة ولإحاطة قدر الإمكان بموضوع البحث تم تقسيمه إلى فصلين الأول نظري والثاني تطبيقي، وذلك على النحو التالي:

الفصل الأول: تحت عنوان دراسة نظرية عن التضخم و محفظة الأوراق المالية، وقد تضمن ثلاثة مباحث، المبحث الأول كان تحت عنوان مفاهيم حول التضخم حيث تناولنا فيه كل ما هو متعلق بالتضخم من تعريف وأنواع، أسبابه وآثاره بالإضافة إلى أساليب معالجته، أما المبحث الثاني فتم تخصيصه لمحفظة الأوراق

المالية حيث سلطنا الضوء على بعض الجوانب المتعلقة بها من تعريفها وأهدافها، أسسها وسياستها ومن ثم ذكر مكوناتها، وفيما يخص المبحث الثالث والأخير فقد تم التطرق فيه إلى التحليل الاستثماري للمحفظة المالية وعلاقتها بالتضخم حيث تضمن عنصران أساسيان عند تشكيل محفظة مالية وهما العائد والمخاطرة بالإضافة إلى نماذج تقييمها وعلاقتها بالتضخم.

الفصل الثاني: كان تحت عنوان دراسة قياسية حول أداء محفظة الأوراق المالية في ظل التضخم، وتم تقسيمه هو الآخر إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تناولنا فيه عموميات حول بورصة عمان من خلال التعريف بالبورصة بالإضافة إلى معلومات التداول بها والهيكل التنظيمي لها، أما المبحث الثاني كان تحت عنوان الإطار العام لدراسة الحالة تطرقنا فيه إلى المؤشر العام للبورصة، تحليله، إضافة إلى متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة، و فيما يخص المبحث الأخير فخصص لتقدير العلاقة بين معدلات التضخم و أداء المحفظة.

الفصل الأول : دراسة

نظرية عن التضخم

ومحفظة الأوراق

المالية

تمهيد:

تعد محفظة الأوراق المالية من المواضيع التي حظيت باهتمام الباحثين عامة والمستثمرين خاصة، وذلك لاعتبارها أحد أهم أدوات الاستثمار في الأسواق المالية حيث أن المستثمر يسعى من وراء استثماراته إلى تحقيق أكبر عائد عند درجة مخاطرة معينة.

وكما هو معروف فإن التضخم أحد المشاكل الاقتصادية التي تعاني منها الدول وذلك لما له من آثار في شتى المجالات الاقتصادية، الاجتماعية، النقدية والمالية، فهذا الأخير يعد أحد المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية.

من خلال ما سبق سنحاول في هذا الفصل إعطاء نظرة عامة حول التضخم وكل العناصر المتعلقة به من مفهوم، أنواع، أسبابه وآثاره، بالإضافة إلى أساليب معالجته، ثم سنخرج على بعض المفاهيم الأساسية المرتبطة بمحفظة الأوراق المالية من خلال مفهومها، سياستها، مكوناتها ثم سنتطرق إلى العائد والمخاطرة وطرق قياسها، إضافة إلى نماذج تقييم أداء المحفظة، وعلى هذا الأساس قسمنا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: مفاهيم حول التضخم.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لمحفظة الأوراق المالية.

المبحث الثالث: التحليل الاستثماري للمحفظة المالية وعلاقتها بالتضخم.

المبحث الأول: مفاهيم حول التضخم

إن الاقتصاد العالمي في الوقت الحاضر يواجه مشكلة التضخم، حيث يمكن القول بأن التضخم أصبح ظاهرة عالمية تسود معظم دول العالم بأنواع مختلفة ودرجات متفاوتة وبمسيبات مختلفة وأصبحت هذه الظاهرة من أهم المواضيع التي تحتل الصدارة في الدراسات الاقتصادية والنقدية.

المطلب الأول: تعريف التضخم وأنواعه

أولاً: تعريف التضخم

لا يوجد تعريف واحد للتضخم يلقي قبولا عاما من علماء الاقتصاد، ومعظم تعريفات التضخم وأكثرها شيوعا قد بنيت على أساس النظرية الكمية للنقود التي تعتبر من أقدم النظريات في تفسير التضخم.

التعريف 01: "إن التضخم بالمعنى الاقتصادي هو ضعف القوة الشرائية للعملة، والتضخم أمر لا بد منه، فالأشياء ترتفع أسعارها فبذلك تقل قيمة النقود أمام السلع"¹.

التعريف 02: "هو عبارة عن زيادة في كمية النقود التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار"².

التعريف 03: "هو الزيادة في معدل الإنفاق والدخل، فزيادة الدخل يتبعها زيادة في الإنفاق فترتفع الأسعار ويحدث التضخم مادامت كمية السلع ثابتة"³.

التعريف 04: "كما يمكن تعريف التضخم بأنه الارتفاع المستمر والمؤثر في المستوى العام للأسعار

في الاقتصاد"⁴. ويمكن احتساب معدل التضخم (Inflation rate) كما يلي⁵:

معدل التضخم = (المستوى العام للأسعار للسنة الحالية - المستوى العام للأسعار للسنة الماضية) / 100 × (المستوى العام للأسعار للسنة الماضية).

التعريف الشامل: من خلال التعاريف السابقة للتضخم يمكن القول بأن التضخم هو الارتفاع المستمر في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات والذي يعبر عنه بانخفاض القوة الشرائية.

¹حسين بن سالم جابر الزبيدي، التضخم والكساد، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2011، ص37.

²خالد أحمد سليمان شبكة، التضخم وأثره على الدين، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص9.

³المرجع نفسه، ص10.

⁴محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، عمان - الأردن، 2009،

ص93.

⁵المرجع نفسه، ص93.

ثانياً: أنواع التضخم.

إن تعدد آراء الاقتصاديين حول مفهوم التضخم، جعلتهم يختلفون في تحديد أنواعه، ولكن هذه الأنواع ليست منفصلة عن بعضها البعض لكن توجد خاصية مشتركة بين كل هذه الأنواع وهي عجز النقود عن أداء وظائفها أداء كاملاً وفيما يلي يمكن عرض أنواع التضخم من خلال عدة معايير تميز كل نوع عن الآخر.

1- حسب قوة التضخم

ونميز حسب هذا المعيار الأنواع التالية:

(أ) **التضخم الجامح (Hyper inflati)**: ويعرف كذلك بالتضخم الصريح وهو أخطر أنواع التضخم، وفيه ترتفع الأسعار بمعدل كبير جداً، وتتاقص قيمة العملة إلى درجة تصبح فيها زهيدة وذات قيمة تافهة جداً، وهو تضخم تصاعدي ترتفع فيه الأسعار والأجور شيئاً فشيئاً، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الضغوط على الأسعار، لكن وقوع هذا النوع من التضخم احتمال نادر بالرغم مما يراه البعض من إمكانية تحول التضخم المستمر إلى تضخم جامح، عند عدم التحكم به ومراقبته¹.

(ب) **التضخم المتقلب**: ويتمثل هذا النوع في حالة ارتفاع الأسعار بمعدلات كبيرة لفترة معينة، ثم تتدخل السلطات الحكومية والنقدية لتحديد من هذا الارتفاع لفترة تالية أخرى ثم تعود الأسعار لترتفع من جديد بحرية وبمعدلات كبيرة لفترة تالية أخرى².

(ج) **التضخم المعتدل (Creeping inflation)**: ويطلق عليه التضخم الزاحف، وهو أقل شدة وخطورة عن التضخم الجامح، وفيه ترتفع الأسعار بصورة بطيئة وتدرجية وبمعدلات تتراوح ما بين 2% و3% سنوياً نقل كثيراً عن معدلات ارتفاعها في التضخم الجامح، ومن ثم فيسهل على الدولة معالجة هذا النوع من التضخم³.

¹ وضاح نجيب رجب، التضخم والكساد الأسباب والحلول وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان -الأردن، 2011، ص 31، 32.

² محمد مروان السمان وآخرون، مبادئ التحليل الاقتصادي (الجزئي والكلي)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان -الأردن، 2009، ص 330.

³ المرجع نفسه، ص 330.

2- من حيث تدخل الدولة

ونميز حسب هذا المعيار الأنواع التالية¹:

(أ) **التضخم المكبوت (المقيد)**: هو عبارة عن حالة يظل فيه المستوى العام للأسعار منخفض بوسيلة أو بأخرى لكن هذا الثبات يكون على حساب تراكم قوي يمكن أن يسبب ارتفاع في الأسعار في مرحلة لاحقة، ويحدث التضخم المكبوت في حال زيادة الطلب الفعال عن العرض المتاح من السلع والخدمات خاصة عندما تصدر الدولة نقودا وتضعها في التداول دون غطاء من الإنتاج أو من الذهب أو من العملات الأجنبية.

(ب) **التضخم الطليق**: ويطلق عليه أيضا التضخم الظاهر وهو بعكس التضخم الكامن أو المكبوت، حيث أن الحكومة في هذا النوع من التضخم لا تتدخل لمنع ارتفاع الأسعار فيتترك طليقا، فتظهر نتيجته بارتفاع الأسعار شيئا فشيئا، ويتميز هذا التضخم بارتفاع سافر للأسعار والأجور والنفقات وذلك دون تدخل من السلطات، وبالتالي مطالبة العمال برفع الأجور بناء على ارتفاع الأسعار ودفع المستثمرين والمنتجين إلى رفع أسعار منتجاتهم لتغطية التكاليف وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الحاجات الاستهلاكية.

3- حسب مصدر التضخم

ونميز حسب هذا المعيار بين نوعين من التضخم²:

(أ) **التضخم المحلي**: هو الذي يحدث نتيجة عوامل داخلية تتصل بمجموعة الاختلالات الهيكلية والوظيفية للاقتصاد القومي والسياسات التي تتبعها الدولة لمواجهة تلك الاختلالات.

(ب) **التضخم المستورد**: هو الذي يحدث نتيجة للعلاقات الاقتصادية المتبادلة بين دول العالم، وخاصة بين الدول الرأسمالية المتقدمة والدول المتخلفة فهي تسعى إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية تحتاج إلى استيراد كثير من السلع (السلع الرأسمالية والسلع الوسيطة) لمواجهة الطلب المتزايد خلال مراحل التنمية، لما كانت الدول الرأسمالية تتعرض إلى موجات من التضخم وارتفاع الأسعار فإن هذا ينعكس على أسعار صادراتها، مما يسبب زيادة أسعار واردات الدول المتخلفة وانعكاس ذلك على أسعار السلع والخدمات التي تدخل في صناعتها هذه الواردات مما يؤدي إلى انتشار التضخم وانتقاله إلى الدول المتخلفة.

¹وضاح نجيب رجب، مرجع سبق ذكره، ص ص34-36.

²محمد مروان السمان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص328، 329.

4- حسب درجة التشغيل في الاقتصاد القومي

يشير كينز إلى نوعين من التضخم¹:

(أ) **التضخم غير حقيقي**: يطلق كينز على الارتفاع في الأسعار الذي يحدث قبل الوصول إلى مرحلة التشغيل الكامل في الاقتصاد التضخم الغير حقيقي أو التضخم الجزئي، حيث ترتفع الأسعار مع زيادة الطلب الفعلي وزيادة حجم التشغيل أي أن الزيادة في الطلب الفعلي تؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات مصحوبة بارتفاع في مستوى الأسعار، وهذا الارتفاع في الأسعار ليس ضارا ويطلق عليه أحيانا التضخم الجيد.

(ب) **التضخم الحقيقي**: يطلق على الارتفاع في الأسعار الذي يحدث بعد وصول الاقتصاد إلى مرحلة التشغيل الكامل، حيث لا يصاحب الزيادة في الطلب الفعلي زيادة في الناتج القومي وفي التشغيل، أي الزيادة في السلع والخدمات المتاحة للشراء وذلك لانعدام مرونة عرض المنتجات مما يسبب ارتفاعا ضارا في مستوى الأسعار.

5- حسب القطاع الذي يحدث فيه التضخم

ونشير إلى الأنواع التالية²:

(أ) **التضخم السلعي**: هذا النوع من التضخم يمس قطاع صناعات الاستهلاك وهو يعبر عن زيادة نفقة إنتاج السلع الاستثمارية على الادخار.

(ب) **التضخم الربحي**: وهذا أيضا يمس قطاع صناعات السلع الاستثمارية حيث يعبر عن زيادة الاستثمار على الادخار بصفة عامة، بحيث تتحقق أرباح في قطاع الصناعات الاستهلاكية والاستثمارية.

(ج) **التضخم الرأسمالي**: وهو التضخم الذي يحصل في قطاع صناعات الاستثمار حيث يعبر عن زيادة قيمة سلع الاستثمار على نفقة إنتاجها، وبالتالي تحدث أرباح كبيرة في كلا قطاعي الاستهلاك والاستثمار.

(د) **التضخم الدخلي**: وهذا يحصل نتيجة ارتفاع وتزايد نفقات الإنتاج ومنها الأجور الكافية للعمال، حيث يقوم كينز بتقسيم الأسواق إلى قسمين، أسواق سلع الاستهلاك وأسواق سلع الاستثمار فعندما تتعادل نفقة سلع الاستثمار مع الادخار، تسود حالة التوازن في السوق وهذا ما يوصف بحالة الاستقرار وفي هذه الحالة ينتج التضخم الربحي وعندما تتعادل نفقة إنتاج السلع الاستثمارية مع قيمة هذه السلع يحدث التضخم الدخلي.

¹ محمد مروان السمان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 326، 327.

² وضاح نجيب رجب، مرجع سبق ذكره، ص 38، 39.

(هـ) **التضخم الأجرى:** هو التضخم الذي ينشأ بسبب زيادة الأجور مما يزيد الطلب على السلع بشكل أكبر من العرض الكلي.

(و) **التضخم الإنفاقي:** وهو التضخم الذي ينشأ بسبب الزيادة في الإنفاق العام، مما يؤدي إلى التضخم إنفاقي كبير بسبب عجز في الميزانية العامة.

المطلب الثاني: أسباب وآثار التضخم

أولاً: أسباب التضخم

تختلف مصادر التضخم من حالة لأخرى ومن اقتصاد لآخر، وحسب طبيعة كل حالة وظروف كل اقتصاد، وتختلف كذلك من وقتا لآخر، وبسبب تعدد الأفكار حول مفهوم التضخم أدى إلى تعدد الأسباب التي تقف وراء بروز ظاهرة التضخم، ومن أهم هذه الأسباب نذكر¹:

1- تضخم الطلب: وهو التضخم الذي يكون مصدره وسببه الزيادة في الطلب النقدي الكلي والذي يمكن أن يتحقق نتيجة توسع السلطة النقدية (البنك المركزي) في زيادة عرض النقود من خلال زيادة الإصدار النقدي، كما أنه يمكن أن يتحقق من خلال التوسع في الائتمان المصرفي، أي الزيادة في عرض النقود التي هي نقود الودائع وبذلك يزداد الطلب النقدي على السلع والخدمات نتيجة زيادة عرض النقود، وترتفع بذلك الأسعار، وهذا النوع من التضخم يتضمن زيادة في الدخل النقدية التي تؤدي إلى زيادة الطلب النقدي الناجم عن زيادة عرض النقد بالشكل الذي يقود إلى زيادة الأسعار، وحصول التضخم في الاقتصاد والذي يكون سببه ومصدره الطلب.

2- تضخم العرض: ويعرف كذلك التضخم بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج وهذا التضخم سببه ومصدره العرض المرتبط بارتفاع تكاليف الإنتاج (العرض) والناجم عنها، حيث أن ارتفاع أسعار مستخدمات العملية الإنتاجية سواء كانت الأجور التي تدفع للعاملين، أو أسعار مستلزمات الإنتاج المستخدمة في الإنتاج وبالتالي فإن أسباب ارتفاع التكاليف هذه تتعدد وتتنوع بمداخلات العملية الإنتاجية، وتتنوع أسباب ارتفاع أسعارها، حيث أن أجور العاملين يمكن أن ترتفع من خلال سياسة الدول وإجراءاتها، أو من خلال سعي العاملين لرفع هذه الأجور عن طريق نقابات العمال وهو الأمر الذي يدفع إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج بسبب ذلك، كما الإنتاج من السلع الزراعية التي تدخل كمستلزمات في عملية الإنتاج يمكن أن ترتفع أسعارها بالشكل الذي يقود إلى ارتفاع التكاليف، كما أن المشاريع المحتركة لمستلزمات الإنتاج يمكن أن ترفع أسعار هذه المستلزمات، و بالشكل الذي يقود إلى ارتفاع الأسعار وحصول التضخم الذي تكون أسبابه و مصدره ارتفاع تكاليف الإنتاج والتي تتصل بجانب العرض.

¹ فليح حسن خلف، الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2007، ص 215.

3- التضخم المستورد: وهو التضخم الذي يكون سببه ومصدره الاستيراد والمرتبط بالاعتماد في معظم النشاطات الاقتصادية على ما يتم استيراده من الخارج، وبالذات في الدول النامية نتيجة عجز إنتاجها المحلي عن تلبية معظم احتياجاتها بسبب انخفاضه وضعف درجة تنوعه، حيث يمكن أن يحصل التضخم نتيجة ارتفاع أسعار السلع الاستهلاكية المستوردة من الخارج، كما يمكن أن يحدث التضخم عندما يزداد الاعتماد على مستلزمات إنتاج مستوردة في العمليات الإنتاجية وبذلك تزداد تكاليف الإنتاج، وأسعار المنتجات والتي يكون سببها ومصدرها التضخم المستورد.

4- التضخم الهيكلي: هذا النوع من التضخم يكون سببه ومصدره الهيكل الإنتاجي في الاقتصاد، والذي يعاني من الاختلال في هيكله أو تركيبه وبالذات في الدول النامية حيث ترتفع الأهمية النسبية لقطاع أو نشاط معين في الإنتاج والذي يتم تصديره في الغالب، وتتنخفض الأهمية النسبية لمعظم القطاعات والنشاطات الاقتصادية في توليد الإنتاج وبذلك تضعف قوة الاقتصاد على توفير العرض من المنتجات الذي يلي الاحتياجات.

وقد يعزى سبب هذا النوع من التضخم إلى التغيرات الهيكلية التي تحدث في دالة الطلب الكلي وبشكل يفوق التغيرات يفوق في دالة العرض الكلي نتيجة لبرامج التنمية الاقتصادية، ونظرا لهذا النوع من التضخم يكون أكثر بروزا وانتشارا في اقتصاديات الدول النامية فإنه على الأغلب يكون تضخما ناجما بسبب زيادة الطلب وليس بسبب زيادة التكاليف¹.

ثانيا: آثار التضخم

لقد أصبح من المعتذر على الدول المتخلفة أن تتكرر وجود ظاهرة التضخم في اقتصادياتها، وخاصة بعد أن تحولت هذه الظاهرة إلى ظاهرة عالمية، تصيب جميع دول العالم بمعدلات متباينة تبعا لاختلاف فلسفتها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، فالتضخم له آثار سلبية واختلالات يمكن أن نوجزها فيما يلي:

1- أثر التضخم على إعادة توزيع الدخل: يحدث هذا النوع أكثر من صدى في المجتمع، فمن ناحية يتأثر أصحاب الدخل من الموظفين ومتقاعدين وغيرهم بشكل ملموس وكبير من جراء الانخفاض في القوة الشرائية لدخولهم في حين يعود التضخم إلى حد ما بالنفع على المنتجين وأصحاب الأعمال الذين ارتفعت أسعار منتجاتهم، يكون ذلك أكثر وضوحا في حالة تفاوت ارتفاع الأسعار والخدمات المختلفة، فالذين ارتفعت أسعار سلعهم أكثر من غيرها سيستفيدون بشكل أكبر من أولئك الذين شهدت أسعار سلعهم ارتفاعا عاديا

¹ محمود حسين الوادي وكاظم جاسم العيساوي، الاقتصاد الكلي تحليل نظري وتطبيقي، الطبعة الأولى، المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2007، ص158.

أو معتدلاً. أما من ناحية أخرى يستفيد المقترضون (المدينون) بشكل أكبر من ارتفاع الأسعار، ويتضرر المقرضون (الدائنون) كثيراً من ذلك، فالمبلغ الذي حصلت عليه اليوم، عند حدوث تضخم متسارع، يفقد نسبة كبيرة من قوته الشرائية في المستقبل أو عنده سداً. وعليه فإن عملية البيع الآجل (بالتقسيط) تتأثر بشدة في الفترات التي يتوقع فيها تزايد الأسعار بشكل مستمر، ويغدو من الصعب استخدام هذه الطرق من البيع في الدول التي تشهد باستمرار تزايداً تسارعاً في المستوى العام للأسعار¹.

2- أثر التضخم على الاستهلاك والادخار : يخصص جزء من الدخل القومي للاستهلاك والادخار، وفي أوقات التضخم يحدث اختلال للعلاقة بين الاستهلاك والادخار، فارتفاع المستوى العام للأسعار يعني انخفاض القوة الشرائية أو الدخل الحقيقي، لذا يلجأ الأفراد إلى تقليص مدخراتهم للمحافظة على استهلاكهم السابق، كما تفقد النقود وظيفتها كمخزن للقيمة، إذ يلجأ الأفراد للتخلص من مدخراتهم وتحويلها إلى أصول مادية ونتيجة لذلك ينعدم الحافز للادخار ويزداد الاستهلاك².

3- أثر التضخم على ميزان المدفوعات : إن ارتفاع أسعار السلع المحلية في أوقات التضخم يجعلها أعلى من مثيلاتها في الدول الأخرى مما يفقدها قدرتها التنافسية ويقلل الصادرات منها وهذا يفقد البلد مورداً مهماً من إيرادات الدولة وبالمقابل يجعل الأسعار الأجنبية أدنى من أسعار السلع المحلية مما يؤدي إلى زيادة الاستيرادات واستنزاف قدر من موارد الدولة³.

4- أثر التضخم على الاستثمار: يؤدي الارتفاع المستمر في الأسعار إلى شيوع حالة اللايقين في إتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ يجد المستثمرون صعوبة في تقدير التكاليف الإنتاجية في المستقبل وتقدير الأسعار المستقبلية لذا فإنهم سوف يلجئون إلى المشروعات التي تمتاز بمدة استرداد قصيرة ويعزفون عن الاستثمار في المشروعات الإنتاجية الضخمة أو أنهم يستثمرون في أسواق المال والمضاربة بمعنى الاستثمار في النشاط غير منتج وهو ما يخلق آثار ضارة على الاقتصاد⁴.

5- أثر التضخم على أسعار الفائدة: لتفادي خسارة الدائنين أو المقرضين ولتشجيعهم على تقديم الأموال أو مدخراتهم إلى المؤسسات المالية فإن آلية تحديد سعر الفائدة يجب أن تأخذ في اعتبارها معدل التضخم المتوقع من عام إلى آخر، الأمر الذي يعني ضرورة إضافة علاوة تضخم إلى العائد على الأموال

¹ خالد واصف الوزني وأحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظري والتطبيقي، الطبعة الحادية عشر، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2014، ص261.

² كامل علاوي كاظم الفتلاوي وحسين لطيف كاظم الوبيدي، مبادئ علم الاقتصاد، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013، ص275.

³ المرجع نفسه ص275.

⁴ المرجع نفسه، ص275.

المقترضين، ومن هنا يجري التفريق بين سعر الفائدة اسمي وسعر الفائدة الحقيقي، والأخير هو معدل العائد الذي يحصل عليه المقرض بعد الأخذ بالاعتبار توقعات معدل التضخم¹.

6- الآثار الاجتماعية لتضخم: لا تقتصر آثار التضخم على الجانب الاقتصادي فحسب بل يحدث آثار اجتماعية غير مرغوبة، فهو يولد حالة عدم الرضا لدى الجمهور لاختلال العلاقة بين الأجور والأسعار، كما أن التضخم يعد أحد مصادر القلق والاضطراب الاجتماعي والسياسي بسبب التفاوت الذي يخلفه في توزيع الثروة، مولدا تزايد في النزاعات بين العمال وأرباب العمل وانتشار الفساد والرشوة وانخفاض كفاءة أداء العاملين².

المطلب الثالث: أساليب معالجة التضخم

إن اختلاف الأسباب المنشئة لظاهرة التضخم ينتج عنه اختلاف حول مضامين السياسات الرامية لمكافحة التضخم. فالتضخم الناشئ عن جذب الطلب فإن التحكم في هذا النوع لا بد أن يكون من خلال السياسة الهادفة إلى الهبوط بمستوى الطلب الكلي، أما التضخم الناشئ عن رفع الأسعار فإن السياسة الواجب إتباعها هي سياسة تجميد الأسعار أو الأجور³.

وتكمن وسائل أو أساليب مكافحة التضخم والتغلب عليه عن طريق عدة سياسات⁴:

1- إجراءات السياسة المالية: تسعى السياسة المالية للحد من ظاهرة التضخم من خلال أهم أدواتها المتمثلة في الإنفاق الحكومي والضرائب، ففي أوقات التضخم ينبغي تقييد الإنفاق الحكومي وزيادة الضرائب بحيث يؤديان إلى تخفيض الطلب الكلي بشقيه الاستهلاكي والاستثماري بشكل يؤدي إلى تخفيض الأسعار.

2- إجراءات السياسة النقدية و ذلك من خلال:

(أ) تخفيض عرض النقد و يترتب على ذلك ارتفاع في الأسعار الفائدة وبالتالي انخفاض الطلب الكلي.

(ب) تستخدم سياسة سعر الخصم بين البنك المركزي والبنوك التجارية، إذ تعمل على رفعه وبالتالي تخفيض الائتمان الممنوح للبنوك التجارية، وبالتالي تخفيض عرض النقود ورفع سعر الفائدة وبالتالي تخفيض الأسعار.

¹ خالد واصف الوزني وأحمد حسين الرفاعي، مرجع سبق ذكره، ص 261.

² كامل علاوي كاظم الفتلاوي وحسين لطيف كاظم الوبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 276.

³ Pric- LL، الموسوعة الاقتصادية المسيرة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، الكويت، الجزائر، 2010، ص 311.

⁴ كامل علاوي كاظم الفتلاوي وحسين لطيف كاظم الوبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 276، 277.

(ج) يمكن استخدام الاحتياطي القانوني من خلال رفع نسبته أو معدله وبالتالي يؤثر على سيولة البنوك التجارية وتخفيض قدرتها على منح الائتمان.

(د) عمليات السوق المفتوحة إذ يدخل البنك المركزي كبايع ومشتري للأسهم والسندات بشكل يؤثر على الدولة وبالتالي تخفيض عرض النقد، مما يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة وبالتالي تخفيض الطلب الكلي مما يؤدي إلى الحد من ارتفاع الأسعار أو تخفيضها.

وتوجد إجراءات أخرى لمعالجة التضخم منها¹:

- سياسة الأجور التي من شأنها ضبط الأجور والتحكم فيها حتى يتحقق التوازن بين الزيادات في الأجور والزيادة في الإنتاج.

- سياسة القيود أو الرقابة المباشرة التي تمنع الأسعار من الارتفاع بحكم القانون كالتسعير الجبري أي تثبيت الأسعار وإيقافها عند الحد الملائم أو استخدام نظام البطاقات الذي يقضي تحديد الاستهلاك من السلع الرئيسية وتوزيع موارد المجتمع.

- إنتاج بعض السلع الضرورية على حساب بعض السلع الكمالية².

¹ أحمد فوزي ملوخية، مبادئ الاقتصاد، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2009، ص318.

² رواء زكي يونس الطويل، محاضرات في الاقتصاد السياسي، دار زهرة للنشر والتوزيع، العراق، مجهول سنة النشر، ص172.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لمحفظه الأوراق المالية

إن المحفظة المالية من المواضيع التي أدت حيزا هاما في الدراسة الاستثمارية وذلك لما تلعبه من أهمية في الأسواق المالية وعلى إثر هذا سنحاول توضيح في هذا المبحث كل من المحفظة وأهميتها، وظائفها وأهدافها، إضافة إلى أبرز أهم محدداتها وضوابطها.

المطلب الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية وأهدافها

أولاً: مفهوم محفظة الأوراق المالية

قبل التطرق إلى مفهوم محفظة الأوراق المالية سنتطرق إلى مفهوم المحفظة الاستثمارية باعتبارها أشمل وأوسع من المحفظة المالية.

1- مفهوم المحفظة الاستثمارية

التعريف 01: "هي أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأصول الحقيقية والمالية التي يستثمر بها المشروع أمواله مأخوذة كوحدة واحدة شريطة أن يكون هدف المستثمر من تكوينها تقليل مخاطر الاستثمار وتتمية قيمتها السوقية لتحقيق أرباح رأسمالية"¹.

التعريف 02: "هي واحدة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وأصول المحفظة قد تكون حقيقية كالذهب والعقار والسلع، وقد تكون أصولها مالية كل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة وغالبا ماتكون المحافظ مختلطة تجمع الأصول الحقيقية والمالية معا"².

2- مفهوم المحفظة المالية

"هو أن محفظة الأوراق المالية عبارة عن تلك التشكيلة، أو التعريف المعنية من عدة أوراق مالية (أسهم، سندات) مختلفة النوع، وتواريخ الاستحقاق يحتفظ بها المستثمر"³، ويقوم بإدارتها للحصول على هدفين رئيسيين⁴:

- العائد المترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية.

¹ جهاد همام، إدارة الاستثمار الايطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2016، ص82.

² سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم حالة سلطنة عمان، الطبعة الأولى، الراية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2013، ص137.

³ بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة - الجزائر، العدد 03، 2004، ص37.

⁴ المرجع نفسه، ص37.

- إمكانية تحويل تلك الأوراق إلى سيولة جاهزة في حالة احتياج المستثمر لذلك.

تعريف شامل: هي أداة مركبة من أصلين ماليين أو أكثر الهدف من تشكيلها هو تحقيق عوائد أو إيرادات.

ثانياً: أهداف محفظة الأوراق المالية

إن مراعاة المستثمر للأسس يستطيع بذلك الوصول إلى أهدافه المنشودة حيث أن أهداف المحفظة الاستثمارية هو تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة مع توفر عنصر السيولة أي إمكانية تحويل الأصل إلى نقد بأقل خسائر ممكنة وعليه فإن أهم هدف هو الموازنة بين العائد والمخاطرة والسيولة ويمكن الإشارة إلى أهم أهداف المحفظة فيما يلي¹:

1- المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة إذ بالرغم من أن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تعني الاستعداد لتقبل المخاطر، إلا أن هذا الاستعداد يجب أن يبتعد عن المخاطرة برأسمالها الأصلي، كما ينبغي الاهتمام بموضوع المحافظة على القيمة الحقيقية لرأسمال المحفظة والذي يعد أحد أهم الأهداف التي تحققها إدارة المحفظة، وهذا الهدف يتماشى مع رغبات المستثمرين في زيادة رأس المال، وهو أهم الأهداف الذي يجب أن تحققها إدارة المحفظة الاستثمارية.

2- تحقيق العائد الأمثل للمحفظة بأقل مخاطر ممكنة.

3- الحفاظ على قدر من السيولة وذلك من خلال الاستثمار في أدوات تتميز بالسيولة المرتفعة أي لها القابلية على التحويل إلى نقد بسهولة دون خسارة وإمكانية تداولها في السوق المالي.

4- تأمين الحصول على الدخل المتواصل إلى المحفظة أي استمرار التدفقات النقدية وعلى دخل جاري لتلبية احتياجات المستثمرين وفقاً لحاجتهم.

5 - المزج بين الأوراق المالية سواء من أسهم وسندات أو من حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأسمال المحفظة، فالتنوع أحد أهم أهداف المحفظة وإدارتها.

¹دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2010، ص17.

المطلب الثاني: أسس محفظة الأوراق المالية وسياساتها**أولاً: أسس إدارة محفظة الأوراق المالية**

عند تكوين محفظة الأوراق المالية يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من الأسس ونذكر أهمها¹:

1- التخطيط: ونعني به دراسة المؤسسات والأسهم والمفاضلة بينها من خلال دراسة العوائد والمخاطر لتعظيم العوائد وتقليل المخاطر قدر الإمكان، كما يجب اختيار الأسهم التي تحقق نمو في رأس المال وتضمن دخولا مستمرة وتزيد قيمتها مع الزمن وتتلاءم وحاجات المستثمر وأهدافه إن كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

2- التحفظ و التعقل: فعلى المستثمر أن يكون عقلانيا رشيدا في اتخاذ قراره الاستثماري فلا يتهور في مجالات استثمارية ذات مخاطر كبيرة فتجلب له الخسارة.

3- التوقيت: وتعني بذلك اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق أو الخروج منه، فلا يشتري إلا عندما تنخفض الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها، لاسيما وأن الأسعار كثيرة التقلب، وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العلمية على أن يتزامن قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية.

4- المراقبة والمتابعة: يجب على المستثمر متابعة المراقبة للأسهم ولا يكون ذلك إلا بدراسة حركة السوق والأسعار معا وقوى العرض والطلب وبالتالي يجب الاستمرار في مراقبة الأسهم في المحفظة لإجراء أي تعديل بصورة دورية حسب أوضاع السوق وأوضاع الشركات المستثمرة فيه.

ثانياً: سياسات محفظة الأوراق المالية

تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة المحفظة وطبيعة أغراضها وأهدافها ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى الأنواع التالية:

1- السياسة المخاطرة أو الهجومية Aggressive Policy: يتبناها مديرو أو مسيرو المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد عن عنصر الأمان، فيركزون أهدافهم على جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة، فالنموذج الشائع

¹محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2014، ص ص449،

للمحفظة الملائمة لهذه السياسة هي محفظة رأس المال حيث يلجأ مديرو المحافظ إلى تبني هذه السياسة خلال الظروف التي تلوح فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي¹.

2- السياسة المتحفظة أو الدفاعية Defensive Policy: هي التي يكون فيها المستثمر متحفظاً اتجاه المخاطر ويركز على عنصري الأمان والاستقرار، وعليه يكون الاستثمار في السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة بما يضمن دخل ثابت ومستقر لفترة أطول².

3- السياسة المتوازنة (دفاعية - هجومية) Aggressive Policy: تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين، ويراعي فيها تحقيق استقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول، ومستوى مقبول من المخاطر، ويتم ذلك بتنويع رأسمال المحفظة بأدوات استثمارية متنوعة³.

المطلب الثالث: مكونات أو أصول محفظة الأوراق المالية

تحتوي محفظة الأوراق المالية على أصول مالية أهمها أدوات الدين وأدوات الملكية.

أولاً: أدوات الملكية (الأسهم)

1- تعريف الأسهم: هي صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها⁴.

2- قيم السهم

للسهم عدة قيم وهي:

(أ) القيمة الاسمية: تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس المنشأة⁵.

¹ محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2005، ص183.

² رندة جميل، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، أمجد للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2016، ص72.

³ خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، الطبعة الأولى، الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2016، ص75.

⁴ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية- للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية- دراسة تطبيقية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2010، ص47.

⁵ عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام نموذج التأكيد العادل، مجلة الإدارة والاقتصاد، العراق، العدد 81، 2010، ص42.

(ب) **القيمة الدفترية:** تحدد القيمة الدفترية استنادا إلى سجلات المحاسبة للمؤسسة ويمكن حسابها عن طريق قسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) على عدد الأسهم المصدرة¹.

أي:

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{حقوق الملكية} / \text{عدد الأسهم المصدرة.}$$

(ج) **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي تحدد للسهم في السوق وفقا لقوى العرض والطلب، وعرفت بأنها السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية².

(د) **القيمة الحقيقية:** عرفت بأنها القيمة العادلة أو القيمة المعقولة، وتحسب القيمة العادلة للسهم من خلال تقدير التدفقات النقدية - توزيعات الأرباح والعوائد أو الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم في نهاية مدة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب³.

(ج) **القيمة التصفية:** وهي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة⁴.

3- أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى عدة أنواع وذلك حسب مجموعة معايير وذلك على النحو التالي:

(أ) حسب معيار الشكل الذي تتداول به

يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار كما يلي⁵:

✓ **أسهم إسمية:** هي أسهم تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي: الاسم، اللقب، الوطن، الجنسية، نوع الورقة التي يمتلكها، نوع الشركة وعنوانها، رأسمالها ومركزها.....الخ.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، إثناء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2013، ص 364، 365.

² إبراهيم يعقوب إسماعيل وهلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة الجزائر، العدد 17، 2016، ص 7.

³ المرجع نفسه، ص 7.

⁴ عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2010، ص 161.

⁵ سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015، ص 35.

✓ **أسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم ويتم التنازل عن هذا النوع بتسليمه من يد لأخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق الأسهم للحائز لها، والهدف من هذه الأسهم تحقيق المرونة العالية في التعامل.

✓ **أسهم لأمر:** للشركة الحق أن تصدر رأسمالها لأمر ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

(ب) حسب الحقوق التي يتمتع بها أصحابها

حسبه تنقسم الأسهم إلى¹:

✓ **الأسهم العادية:** هي الأسهم التي تتساوى فيها قيمتها وتعطي للمساهمين حقوقا متساوية ويحصل حاملها على قدر من الربح يتفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو ميزة أخرى ويتحمل الخسائر بقدر أسهمه. ويحصل حامل السهم على نوعين من العائد²: العائد الجاري* والعائد الرأسمالي*.

✓ **الأسهم الممتازة:** ورقة مالية تشبه سمات السهم العادي، ويختص السهم الممتاز دون غيره ببعض المزايا، ويطلق عليه سهم الأولوية أو الأفضلية، ويتخذ الامتياز الممنوح لهذا السهم إحدى الصور:

- منح حامله حق الأولوية في الأرباح.
- لحامل السهم الممتاز الأولوية على حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة، فتستوفي قيمة الأسهم الممتازة بالأولوية.

✓ **أسهم التمتع:** هي أوراق مالية يتسلمها المساهم عندما يستوفي كل القيمة الاسمية لسهمه، ويشترط في تقديم هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة، ويتم ذلك عن طريق القرعة.

(ج) حسب الحصة التي يدفعها المساهم

يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى³:

✓ **أسهم عينية:** هي التي تمثل حصة عينية من رأسمال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات، أو براءة اختراع مقدر ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

¹نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 2015/2014، ص ص55، 56.

²عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2008، ص 218.

³بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 57.

*العوائد الارادية أو الجارية: هي العوائد التي يحصل عليها المستثمر نتيجة امتلاكه لورقة معينة.

*العوائد الرأسمالية: هي الفرق بين سعر بيع الورقة وسعر شرائها.

- ✓ **أسهم نقدية:** وهي التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.
- ✓ **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.
- وتعتبر الأسهم النقدية والعينية أسهم رأس مال لأنها هي التي تمثل وحدها رأس المال¹.

(د) من حيث القيد بجداول البورصة

حسبه تنقسم الأسهم إلى:

- ✓ **الأسهم المقيدة:** تعني أسهم الشركات المقيدة بجداول القيد في البورصة، وجميع البورصات العالمية لديها قواعد وشروط قد يجب على الشركات الالتزام بها لكي يتم قيدها بتلك الجداول².
- ✓ **الأسهم الغير مقيدة:** هي الأسهم التي لم تقدم طلب لقيدها بالبورصة أو لا تستوفي معايير وشروط القيد بالبورصة فهي أسهم غير مسجلة سواء بالبورصة المحلية أو بالبورصات العالمية³.

ثانيا: أدوات الدين (السندات)

- (1) **تعريف السند:** السند هو شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرص كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة⁴.

(2) أنواع السندات

تقسم السندات إلى أنواع متعددة حسب الأساس الذي يتخذ أساسا للتقسيم ويوضح ذلك فيما يلي:

(أ) من حيث ملكية السند

يمكن تقسيمها إلى:

- ✓ **سندات إسمية:** وهي السندات التي يسجل اسم صاحبها عليها ويتم قيد ذلك في سجلات الشركة ويتم التنازل عن السند كتابة عند بيعه في السوق المالي حيث يتم تفويض الوسيط كتابيا لبيع السند⁵.
- ✓ **سندات لحاملها:** وهي التي لا تحمل اسم حاملها ويتم نقل ملكيتها من شخص إلى آخر بمجرد التسليم. فهي التي يجب أن تدفع بموجبها الفائدة والأصل لحامل السند كائنا من كان ولا يوجد بها اسم محدد⁶.

¹ عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010، ص 23.

² سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص 20.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2008، ص 101.

⁴ حسني علي خريوش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2010، ص 79.

⁵ محمد طنبب ومحمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص 148.

⁶ فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى عملي (التمويل - الاستثمار - التخطيط - التحليل المالي)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان - الأردن، 2013، ص 121.

ب) من حيث درجة الضمان

يمكن تقسيمها إلى¹:

✓ **سندات مضمونة:** قد تقدم الشركة بعض أصولها ضمانا لحقوق السندات، وهذه الأصول قد تكون أصول ثابتة غير منقولة كالأراضي والمباني أو أصول ثابتة منقولة كالأوراق المالية، وفي هذه الحالة إذ لم تستطع الشركة سداد قيمة السندات أو فوائدها، يمكن لحملة السندات العمل على بيع هذه الأصول للحصول على حقوقهم.

✓ **سندات غير مضمونة:** فهذه السندات ضمانها الوحيد هو المركز الائتماني للشركة ومقدرتها على تحقيق الأرباح.

ج) من حيث جهة الإصدار

وتنقسم إلى:

✓ **سندات الحكومة:** هي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم وهي إما أن تكون دائمة لا تحدد الدولة التاريخ الذي ستسدد فيه قيمة السند، و لكنها تتعهد بأن تدفع لحامله فائدة محددة كل سنة أو ستة أشهر، وقد تكون قابلة للاستهلاك بأن تتعهد الدولة بأن تسدد قيمة السند في أجل محدد، وغالبا وما يكون على أقساط سنوية².

✓ **سندات الشركات (الخاصة):** تعتبر أدوات دين على الشركات المصدرة لها، وهي تصدر في العادة عن الشركات ذات الطابع التجاري والصناعي، أو الشركات الخدمية لأغراض التوسع وزيادة رأس المال³.

د) من حيث العائد

وتنقسم إلى⁴:

✓ **سندات ذات فائدة دورية ثابتة:** هي تلك السندات التي تستحق فائدة بمعدل ثابت بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة.

✓ **سندات ذات إيراد متغير:** حيث ينقسم عائدها إلى فائدة ثابتة دورية ودخل إضافي يتغير بتغير أرباح الشركة ويسمى هذا النوع بسندات الدخل.

¹ محمد طنيز ومحمد عبيدات، مرجع سبق ذكره، ص 148، 149.

² حسين عبد المطلب الأسرح، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002، ص 46.

³ حسني علي خريوش، مرجع سبق ذكره، ص 86.

⁴ ثورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 60.

هـ) من حيث الأجل

تنقسم السندات التي حسب طول أجلها إلى¹:

- ✓ **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، فيتداول في السوق النقد ومن أمثلتها سندات الخزينة، وتتمتع السندات القصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة مخاطرتها بهذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً.
- ✓ **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن سنة واحدة لذا فهي تتداول في سوق رأس المال، حيث تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات القصيرة الأجل ومن أمثلتها السندات العقارية.

و) من حيث الاستحقاق

وفقه تقسم السندات إلى²:

- ✓ **سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** وهي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد، وفي هذا التاريخ يحق لحامل السند مطالبة الجهة المصدرة له بالقيمة الاسمية للسند.
- ✓ **سندات علاوة الإصدار:** هي سندات يتم إصدارها بأقل من قيمتها الاسمية، إلا أن الشركة المصدرة لها تلتزم بدفع قيمتها الاسمية كاملة عند الوفاء بقيمة السند، ويطلق على الفرق بين القيمة الاسمية وما تم تحصيله من صاحب السند علاوة الوفاء هذا بالإضافة إلى ما تستحقه هذه السندات من فوائد ثابتة يتم دفعها جملة واحدة في نهاية مدة القرض، وليس بصفة دورية.

ثالثاً: المشتقات المالية

- (1) **تعريف المشتقات المالية:** يمكن تعريف المشتقات المالية على أنها عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أدوات مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة³.

¹ زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الناشر الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص ص108، 109.

² عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2014، ص ص44، 45.

³ محمد مطر، إدارة الاستثمارات(الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة السادسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2013، ص

(2) خصائص المشتقات المالية

تتسم المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عن الأدوات المالية الأخرى وأهمها¹:

(أ) **التعقيد**: نظراً لأن معظم عقود المشتقات المالية تتم صياغتها طبقاً لحاجة المتعاملين فإن تنوع تلك المشتقات واختلاف أساليب تقييمها، يحمل في طياتها صعوبة فهم تلك العقود أو إتمام العمليات الحسابية وعمليات المرجحة الخاصة بها.

(ب) **طبيعة العمليات خارج الميزانية**: حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها، وتتبع تغيرات يعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداول بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كاملة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة إلى مخاطر ضعف الرقابة عليها.

(ج) **السيولة**: بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت السمسرة.

(د) **نقل المخاطر**: الميزة الرئيسية للمشتقات إمكانية نقلها للمخاطر من مستثمر لآخر، وفي الواقع فإن المخاطر الكامنة في الأسواق المالية عموماً لا يتم توزيعها وفقاً لتوقعات المشاركين.

(هـ) **الرفع**: يرتبط مفهوم الرفع باستخدام المشتقات المالية ارتباطاً وثيقاً حيث يمكن لمستخدم المشتقات أن يحقق أرباحاً عالية مقابل استخدام مبالغ محدودة، غير أنه يجدر الإشارة إلى أن هناك جانباً سلبياً للرفع والذي يتمثل في إمكانية حدوث خسائر كبيرة نتيجة حدوث تغيرات طفيفة في أسعار الأصول التي تشتق منها عقود المشتقات.

¹ عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة (أهميتها، أنواعها، واستراتيجياتها - بورصة Euronext-Paris)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2017، ص ص 60، 61.

3) أنواع المشتقات المالية

يمكن إدراج أهم أنواع المشتقات المالية في:

أ) العقود الآجلة (forward contacts): يعرفها Kolb بأنها عقد ينظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق وحسب شروط متفق عليها في العقد ويكون على شكل موجود معين بموجود آخر وبسعر محدد عند التعاقد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل¹.

ب) العقود المستقبلية (futures contracts): تعرف بأنها التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبسعر محدد².

ج) عقود الخيارات (potins contacts): تعرف الخيارات عموماً بأنها عقود قانونية تمنح لحاملها الحق، ولكن ليس الالتزام، لشراء أو بيع أصل محدد بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد سلفاً³.

د) عقود المبادلات (swaps contacts): هي اتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة، فالتبادل بالأساس هو استبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن سلعته مقابل الحصول على سلعة الطرف الآخر⁴. وعقود المبادلة هي عقود ملزمة لطرفي العقد على عكس عقود الاختيار⁵.

¹حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص 18.

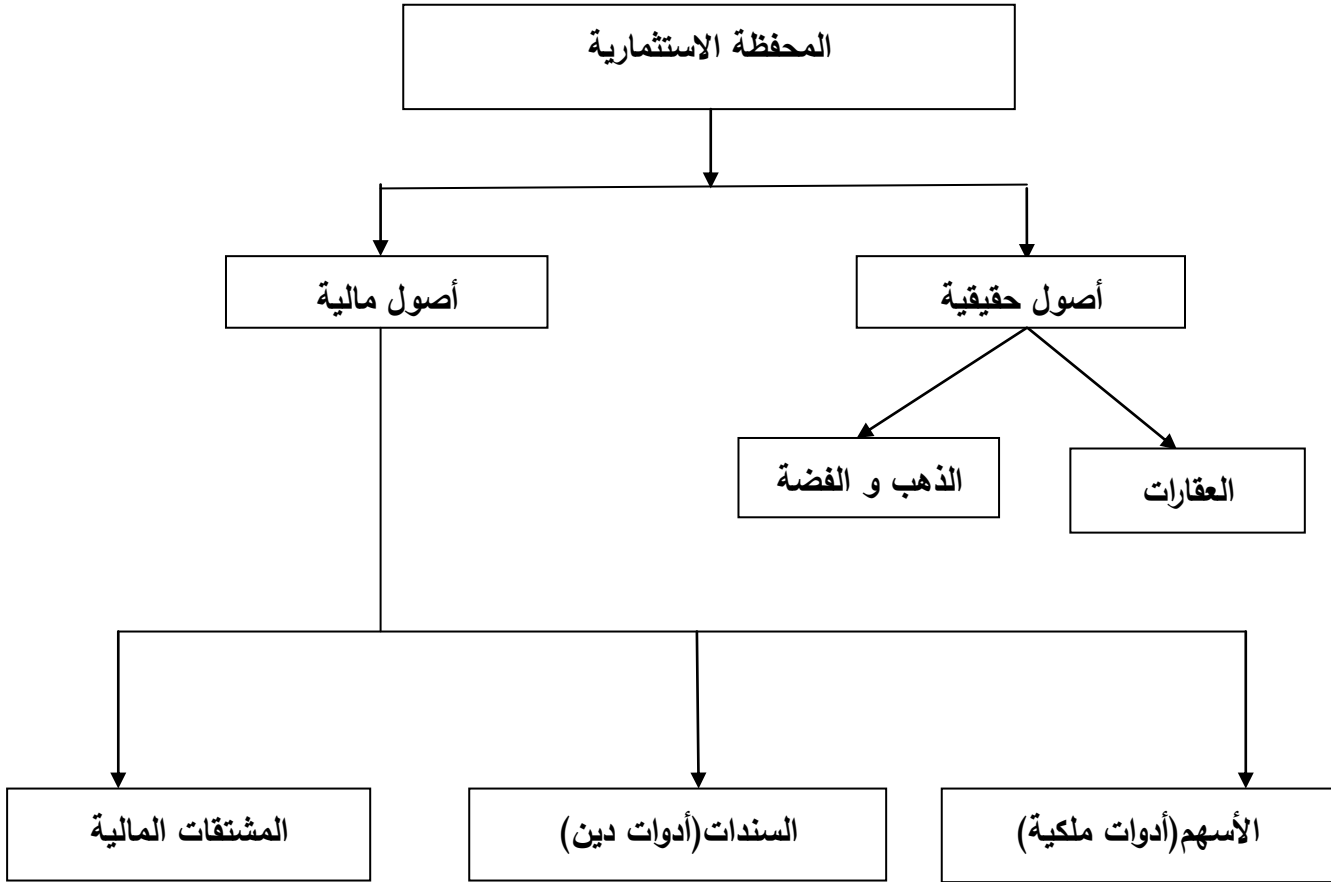
²محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 306.

³محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010، ص 549.

⁴حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 18.

⁵عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 256.

شكل رقم (1): يوضح مكونات المحفظة الاستثمارية.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على ما سبق.

المبحث الثالث: إدارة محفظة الأوراق المالية و التحليل الاستثماري لها

عند الاستثمار في محفظة الأوراق المالية لا بد على المستثمر أن يأخذ في الحسبان عاملين أساسيين ألا وهما العائد والمخاطرة لأنهما عنصران يسييران معا يدا بيد، فهذا سنتطرق هنا إلى العائد ومخاطرة ونماذج تقييم المحفظة.

المطلب الأول: ثنائية العائد والمخاطرة الخاص بالاستثمار في ورقة مالية

أولاً: العائد الخاص بالاستثمار في ورقة مالية

(1) تعريف العائد: يمكن تعريفه كالتالي:

التعريف 01: يعرف على أنه " التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر لقاء التوظيف في رأس المال المشروع الاستثماري وخلال مدة محددة، وهو الدينار المتحقق على كل دينار مستثمر خلال فترة زمنية معينة"¹.

التعريف 02: "العائد هو الغاية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها محاولاً تعظيم ثروته بقدر ما يستطيع والتخفيف من حدة المخاطرة المصاحبة للعائد قدر الإمكان"².

التعريف الشامل: هو عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر التي يحصل عليها المستثمر نتيجة التضحية بأمواله خلال فترة زمنية محددة.

(2) أنواع العائد

يمكن تقسيم العائد إلى الأنواع التالية:

(أ) **العائد الفعلي (المتحقق) على الاستثمار:** هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الايرادية أو العوائد الرأسمالية أو مزيجاً منها³.

¹ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص90.

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص48.

³ قاسم نايف علوان وإبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف-الجزائر، العدد5، 2005، ص6.

ويمكن حسابه بالصيغة التالية¹:

$$R_i = \frac{D_i + P_1 - P_0}{P_0}$$

حيث:

R_i : معدل العائد الحقيقي على الأسهم.

D_i : مقسوم الأرباح لسهم.

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة.

P_0 : سعر السهم في بداية الفترة.

أي معدل العائد الفعلي = (الفوائد أو الأرباح) + سعر البيع - سعر الشراء / سعر الشراء.

ب) العائد المطلوب: يمكن تعريفه بأنه " أدنى عائد يعرض به المستثمر مقابل تحمله المخاطرة، فهو يعتمد على درجة المخاطرة التي تصاحب ذلك العائد"².

ويحسب كالآتي³:

$$RR = R_f + (\overline{R_m} - R_f)\beta$$

أي: العائد المطلوب: (العائد الخالي من المخاطرة + (عائد محفظة السوق - العائد الخالي من المخاطرة) × معامل بيتا.

ج) العائد المتوقع: يعرف بأنه العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه⁴. حيث يعتبر أقل عائد يقبل به المستثمر ليستثمر في أصل معين وذلك في حالة توازن السوق حيث يتساوى العائد المتوقع مع العائد المطلوب من قبل المستثمر، ويسمى العائد المتوقع بالعائد قبل الحقيقة حيث تكون عناصر معادلة قياس العائد ذات قيم متوقعة وليست قيم فعلية⁵. ويحسب العائد المتوقع بالصيغة التالية⁶:

¹توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، 2015، ص25.

²محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2013، ص278.

³المرجع نفسه، ص279.

⁴فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك- مدخل كمي واستراتيجي معاصر، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2008، ص178.

⁵حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف-أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص9.

⁶إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر بغزة- فلسطين، 2011، ص24.

العائد المتوقع للسهم = مجموع (احتمالات التحقق حسب الوضع الاقتصادي × العائد المتوقع لهذه الاحتمالات).

أي:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n R_i \times P_i$$

حيث أن:

$E(R_i)$: العائد المتوقع.

P_i : احتمالات حدوث العائد.

R_i : العائد المتوقع لهذه الاحتمالات.

ثانياً: المخاطر الخاصة بورقة مالية

1- تعريف المخاطرة

التعريف 01: " تعرف بأنها احتمال عدم تحقيق المستثمر للعائد المتوقع لاستثماره، أو بمعنى آخر إمكانية تعرض المستثمر لخسارة مالية تؤدي إلى فقدان كل أو جزء من العائد مع كل أو جزء من المبلغ المستثمر"¹.

التعريف 02: " المخاطرة تعرف على أنها الظاهرة التي تحمل عاملين أساسيين وهما عدم التأكد وإمكانية الحدوث"².

التعريف الشامل: احتمال عدم تحقيق العائد المراد الحصول عليه أي انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع، فالعائد الفعلي يختلف نسبياً عن العائد المتوقع.

2- أنواع المخاطرة

يمكن تصنيف المخاطرة إلى:

¹ محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص ص 161، 162.

² عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمة المالية العالمية الحالية في المؤسسات المالية، ملتقى حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، خلال الفترة 20-21 أكتوبر 2009، ص 267.

أ) المخاطر النظامية: (Systematik Risk): ويطلق عليها المخاطر الغير القابلة للتنوع ويقصد بها ذلك الجزء من المخاطر الكلية للورقة المالية أو السهم العادي والمرتبطة بعوامل سوقية بحيث تؤثر على جميع الأوراق المالية في السوق وهذه المخاطرة لا يمكن تخفيضها أو إزالتها بالتنوع¹.

وتتمثل المخاطر النظامية في:

✓ **مخاطر سعر أو المعدل الفائدة (Interest rate Risk):** هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية².

✓ **مخاطر التضخم (Inflation Risk):** أو ما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، وهي تلك المخاطر الناتجة عن احتمال انخفاض في القوة الشرائية للمداخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود ضغوط تضخمية في الاقتصاد فارتفاع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية³.

✓ **مخاطر السوق (Markit Risk):** وتتمثل هذه المخاطرة في التغيرات المحتملة في أسعار الأوراق المالية في السوق نتيجة حدوث تغيرات في الطلب عليها من المشتريين، حيث أن الأوراق المالية لها سوق تباع فيه وتشتري، مما يتيح لحاملها فرصة تحويلها إلى نقدية في أي وقت⁴.

✓ **مخاطر الرافعة المالية (The Financial leverage Risk):** تزيد الرافعة المالية لأي مشترك بزيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، وتقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون وإجمالي الأصول، ومع افتراض أن كافة الأمور والأشياء الأخرى ثابتة فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام المنشأة للرافعة المالية، وهو ما يطلق عليها مخاطر الرافعة المالية⁵.

✓ **مخاطر الرافعة التشغيلية (Operting leverage Risk):** تقاس الرافعة التشغيلية بقسمة التكاليف الثابتة على التكاليف المتغيرة، وينتج عن ارتفاع الرافعة التشغيلية زيادة الاختلافات في العوائد الموزعة على أصحاب الأسهم حيث أن ارتفاع التكاليف الثابتة للحفاظ على الأصول الثابتة يستمر بغض النظر عن مستوى الإنتاج، فحتى لو انخفض الإنتاج فإن التكاليف الثابتة لا تقل⁶.

¹أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2012، ص321.

²محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2010، ص220.

³محفوظ جبار ومريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة، دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف-الجزائر، العدد 10، 2010، ص21.

⁴فرحات الصافي علي عبد الهادي، مخاطر صيغ الاستثمار في المصارف التقليدية والإسلامية، دراسة تحليلية مقارنة، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر العلوم الإسلامية قسنطينة، المنعقد يومي 05 و06 ماي 2009، ص ص609، 610.

⁵فرج خير الله، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2016، ص ص24، 25.

⁶فرحات الصافي علي عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 611.

✓ **مخاطر قانونية وسياسية:** وهي المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات نتيجة صدور قوانين جديدة معاكسة في مجالات حساسة كالتسعير، والأجور، التأمين..... فينتج عنها مخاطر قد تكون بالنسبة للمستثمر مجرد مضايقات لا تؤثر كثيرا عن الأرباح أو القيمة السوقية للاستثمار¹.

(ب) **المخاطر غير نظامية: (Unsystematic Risk):** وهي المخاطر التي تؤثر على شركة معينة أو صناعة معينة أو تنفرد بها ورقة مالية معينة ولا تؤثر على نظام السوق ككل². ويمكن تفادي هذه المخاطر بالنسبة لشركات من خلال التنوع لاستثماراتها وتعديل سياستها التشغيلية والإدارية والمالية والرقابية، ويطلب المستثمر مردود أعلى مقابل المخاطرة الغير نظامية الخاصة بالشركة وكلما ازدادت المخاطرة ازداد المردود المتوقع المطلوب، أما إذا كان المستثمر يريد مردود متوقع مقابل مخاطرة السوق ضمن المحفظة التي يمتلكها، فإنه لابد له من قياس المخاطرة ذات العلاقة للسهم الواحد في المحفظة أي الإسهام النسبي لمخاطرة سهم معين في مجمل مخاطر السوق للمحفظة، وتفاوت الأسهم في مخاطرتها وبالتالي في مخاطرتها النسبية³. والمخاطر غير النظامية هي: مخاطر الإدارة، مخاطر الصناعة ومخاطر الإفلاس.

✓ **مخاطر الإدارة (Management Risk):** وهي المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة الشركات محددة مما يؤدي إلى وقوعها في أخطاء تنجم عنها خسائر في تلك الشركات دون غيرها⁴.

✓ **مخاطر الصناعة (Industrial Risk):** هي المخاطر التي تتعرض لها بعض القطاعات في نشاط صناعي وخدمي معين والناجمة عن ظروف خاصة لتلك الصناعة أو القطاع مثل: الإضراب في القطاع الصناعي، وكذلك في حالة عدم توفر مواد الخام أثناء الحروب مثلا، أو عند ظهور اختراعات جديدة وتغير التكنولوجيا الصناعية..... الخ⁵.

✓ **مخاطر الإفلاس:** وتتمثل في عدم قدرة المنظمة المصدرة للورقة على الوفاء بالفوائد أو قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق، أو عدم قدرتها على الوفاء بهما على الإطلاق، نتيجة إفلاس المنشأة وتصفيتها، ومن المعلوم أن خطر السهم هنا يكون أكبر من خطر السند، حيث أن حملة السندات لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية⁶.

نستنتج مما سبق أن:

مجموع المخاطر النظامية وغير النظامية يمثل المخاطر الكلية
المخاطر الكلية = المخاطر النظامية + المخاطر غير النظامية.

¹ فرحات الصافي علي عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 611.

² قاسم نايف علوان وإبراهيم محمد الزعلوك، مرجع سبق ذكره، ص 07.

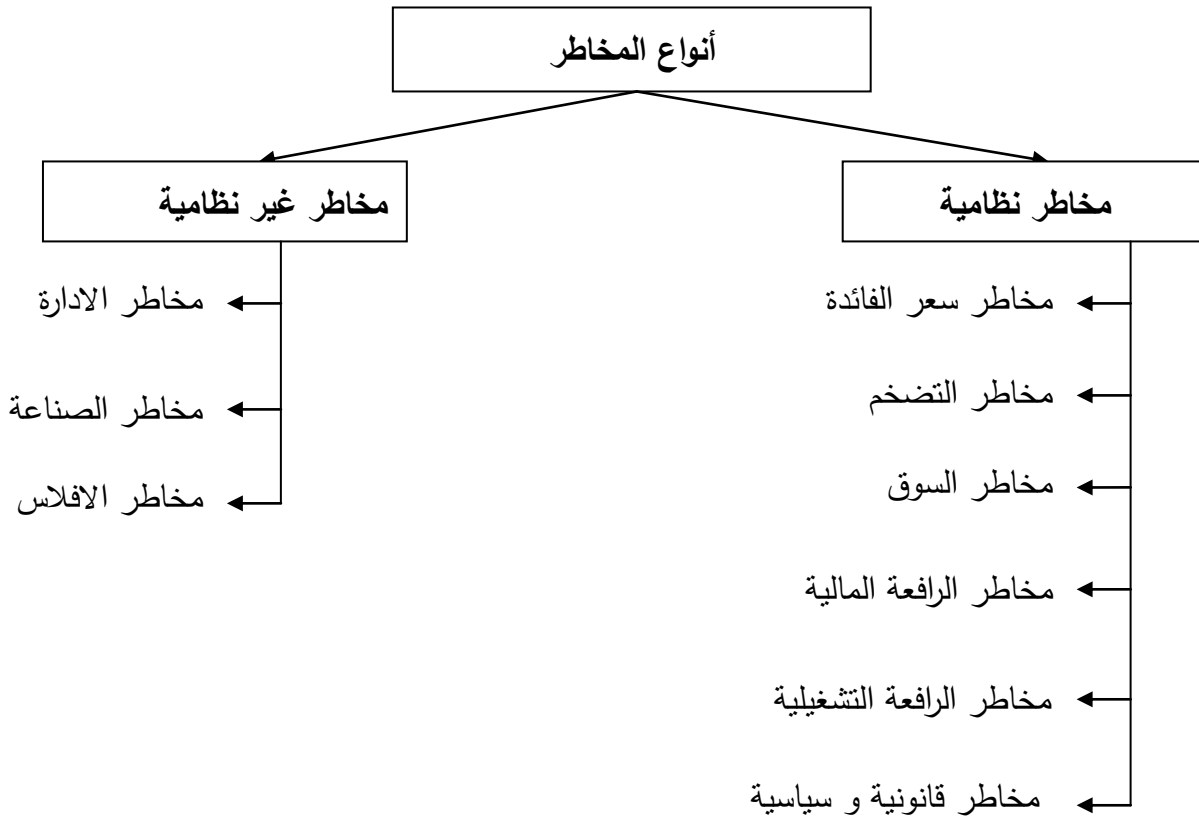
³ حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 260.

⁴ فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص 170.

⁵ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص 120.

⁶ فرحات الصافي علي عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 612.

شكل رقم (2): أنواع المخاطر



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على ما سبق.

(3) أساليب قياس المخاطر المالية

(أ) أساليب قياس المخاطر الكلية

تعتبر مقاييس التشتت مقاييس ملائمة لقياس المخاطر فالمدى، والتباين، والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف أهم الأدوات الإحصائية التي تقيس المخاطر وفي ما يلي عرض مختصر لكل منها¹:

✓ **المدى (Range):** إن المدى أبسط مقياس كمي لقياس التشتت، حيث يمثل الفرق بين أكبر قيمة وأصغر قيمة للتدفقات النقدية المتوقعة (العوائد)، وكلما زاد الفرق بين هتين القيمتين كلما دل ذلك على زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي وهذا يعني زيادة حجم المخاطر.

المدى = أكبر مشاهدة - أقل مشاهدة.

¹شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر Risks management، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2012، ص ص60-66.

✓ التوزيعات الاحتمالية (Propability Distriptions): تعتبر أداة كمية أكثر تفصيل من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة، وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، بما يمكن من المقاضلة بينها، وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساع نحو الطرفين كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر¹.

✓ الانحراف المعياري (Standard Deviation): هو مقياس لانحراف القيم عن وسطها الحسابي، فهو يعبر عن الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم (مفردات التدفقات النقدية) عن وسطها (القيمة المتوقعة لهذه التدفقات). حيث كلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه انخفاض درجة الخطر².

ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

- في حالة وجود بيانات تاريخية للعوائد:

$$\delta = \sqrt{\sum_{x=1}^n \frac{(R_n - \bar{R})^2}{n}}$$

حيث:

δ : الانحراف معياري.

R_n : العائد في الزمن n .

\bar{R} : الوسط الحسابي للعائد.

n : عدد التدفقات النقدية خلال الفترة الزمنية.

- في حالة وجود احتمالات أي العوائد المستقبلية متوقعة الحدوث:

$$\delta = \sqrt{\sum_{x=1}^n (R_n - \bar{R})^2 \times P}$$

حيث ان:

P : احتمال تحقق العائد.

¹فرج خير الله، مرجع سبق ذكره، ص 74.

²محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص 129.

✓ **معامل الاختلاف:** تعتبر المقاييس سابقة الذكر (المدى والانحراف المعياري) مقاييس مطلقة للمخاطر أما معامل الاختلاف فهو مقياس نسبي للمخاطر. فهو يستخدم لقياس المخاطرة كل وحدة من وحدات العائد¹، ففي حالة عدم تساوي التدفقات النقدية المتوقعة لمشروعين استثماريين يراد المفاضلة بينهما فإن معامل الاختلاف هو المقياس المناسب لذلك، ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

$$CV = \frac{\delta}{\bar{R}}$$

CV: معامل الاختلاف.

δ: الانحراف المعياري للعوائد.

\bar{R} : الوسط الحسابي للعوائد.

ب) أسلوب قياس المخاطر النظامية

يتمثل هذا الأسلوب في معامل بيتا ونبينه فيما يلي²:

كما تطرقنا بأن المخاطر النظامية هي تلك المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع فهي التي تؤثر في السوق بصفة عامة وبالتالي فإن الأسلوب الملائم لتلك المخاطر هو معامل بيتا .

حيث يقيس معامل بيتا تغير عائد السهم مع تغير عائد السوق (عائد محفظة السوق). ويمكن حساب معامل بيتا بالعلاقة التالية:

$$\beta = \frac{COV(R_m, R_i)}{\delta^2_m}$$

حيث أن:

β: معامل بيتا والتي تعني درجة حساسية تقلب العائد المتوقع للسهم مع التقلب الحاصل في محفظة السوق.

R_m : عائد محفظة السوق.

R_i : عائد السهم .

δ_m : الانحراف المعياري للسوق.

¹ علي عباس، الإدارة المالية Financial management، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2008، ص 153.

² شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 67-69.

Cov: التغيرات.

$Cov i m = \delta i \delta m Rim$ كما ان:

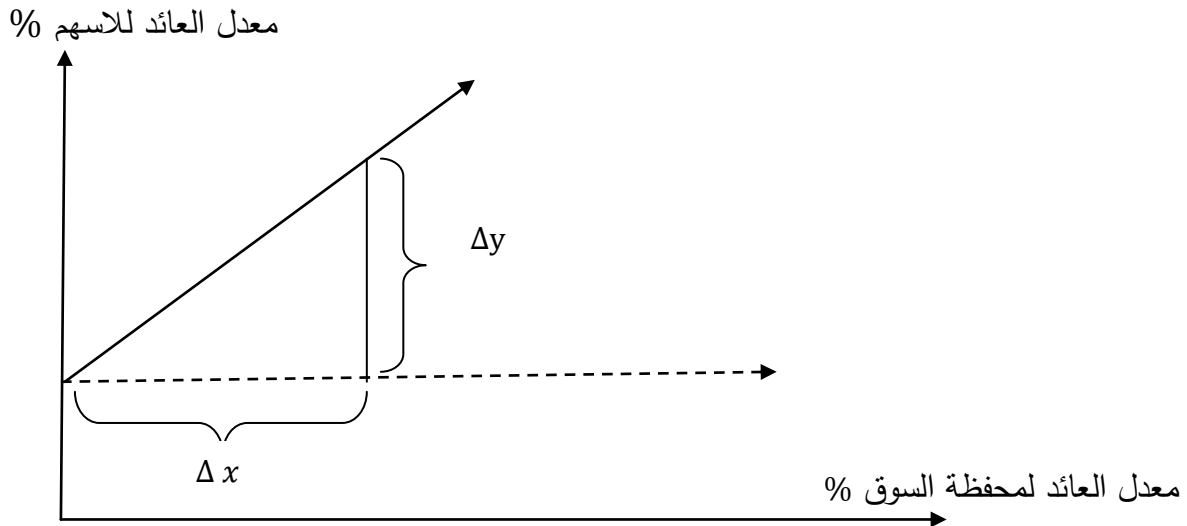
$$\beta = \frac{Rim \delta i \delta m}{\delta^2 m} = \frac{Rim \delta i}{\delta m}$$

حيث أن:

Rmi : معامل الارتباط بين السهم والسوق.

كما أنه يمكن تقدير معامل بيتا وذلك باستخدام الرسم البياني، فمعامل بيتا لا يخرج عن كونه ميل خط الانحدار (معامل الانحدار بين عائد السهم وعائد السوق) وذلك يوضح في الشكل التالي:

شكل رقم(3): يمثل تقدير معامل بيتا بيانيا



المصدر: شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 67.

المطلب الثاني: العائد والمخاطرة في المحفظة المالية ونماذج تقييمها

أولاً: عائد محفظة مالية مكونة من أصلين أو أكثر

عائد المحفظة خلال فترة معينة هو المتوسط المرجح للعائدات المسجلة من قبل الأوراق المالية المختلفة التي تشكلها، فإن عوامل الترجيح هي نسب المحفظة المستثمرة في مختلف الأوراق المالية¹.

ويحسب بالعلاقة التالية²:

$$E(R_p) = W_1 E(R_i)1 + W_2 E(R_i)2 \dots \dots \dots W_n E(R_i)n$$

حيث أن :

W: وزن الورقة المالية في المحفظة وبحسب بقسمة مبلغ استثمار الورقة المالية على المبلغ الإجمالي المستثمر في المحفظة .

E(Ri): العائد المتوقع لكل ورقة مالية.

ثانياً: قياس المخاطر في المحفظة المالية

قلنا فيما سبق أن عائد المحفظة المالية ما هو إلا عوائد الأنواع المختلفة من الأسهم المرجحة بأوزانها النسبية، والسؤال هنا: هل مخاطر المحفظة ككل تتحدد بذات الطريقة؟ أم يلزم لقياسها مراعاة عناصر أخرى وعلى ذلك سنحاول توضيح ذلك.

✓ الانحراف المعياري: ويحسب كالاتي:

(الحالة 1): محفظة مكونة من أصلين

ويحسب³:

$$\delta_p = \sqrt{W_A^2 \delta_A^2 + W_B^2 \delta_B^2 + 2W_A W_B \delta_A \delta_B P_{A,B}}$$

¹ Robert cobbaud et autres, la gestion de portefeuille (Instruments, stratégie et performance), 1^édition, de Boeck, Belgique, 2011 p27.

² عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص111.

³ فايز سليم حداد، الإدارة المالية Corporate finance، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص 143.

حيث أن:

δ_P : مخاطر المحفظة.

W: الوزن النسبي للورقة.

δ_i : الانحراف المعياري للورقة.

$\rho_{A,B}$: معامل الارتباط بين A وB.

الحالة (2): محفظة مالية مكونة من عدد من الأصول

في هذه الحالة يحسب خطر المحفظة عن طريق العلاقة التالية¹:

$$\delta_{RP}^2 = \sum_{i=1}^n X_i^2 \delta_{Ri}^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \cdot \text{cov}(R_i, R_j)$$

أي:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n X_i^2 \delta_{Ri}^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \cdot \text{cov}(R_i, R_j)}$$

ويمكن تمثيلها كالتالي:

$$\delta_{RP}^2 = (X_1, X_2, X_3, \dots, X_n) \begin{bmatrix} \delta_{11} & \delta_{12} & \dots & \dots & \dots & \delta_{1n} \\ \delta_{21} & \delta_{22} & \dots & \dots & \dots & \delta_{2n} \\ & & \ddots & & & \\ \delta_{n1} & \delta_{n2} & \dots & \dots & \dots & \delta_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_n \end{bmatrix}$$

✓ معامل بيتا

يتم قياس مخاطر المحفظة عن طريق معامل بيتا للمحفظة والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا الأصول المكونة للمحفظة².

ويحسب وفق القانون التالي³:

$$\beta_P = W_1 \beta_{i1} + W_2 \beta_{i2} \dots \dots \dots W_n \beta_{in}$$

¹ دريد كامل ال شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 95.

² المرجع نفسه، ص 96.

³ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 111.

β_P : معامل بيتا للمحفظة.

W: الوزن النسبي للورقة في المحفظة.

β_i : معامل بيتا للورقة المالية.

حيث لما¹:

$\beta = 1$: مخاطر المحفظة مساوية لمخاطر السوق لأن بيتا السوق تساوي الواحد.

$\beta < 1$: مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق.

$\beta > 0$: مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق.

✓ معامل الارتباط

هو الارتباط بين عوائد الأدوات الاستثمارية في المحفظة فكلما كان هناك تنوع في المحفظة يؤدي ذلك إلى تقليل المخاطر ولكن هذا الموضوع نسبي ويتعلق بطبيعة الأدوات التي سنختارها في محفظتنا².

معامل الارتباط يقيس لنا التغير بين أداتين استثماريتين ففي حالة زيادة إحدى هتتين الأداةين أو نقص العائد فينعكس على العائد للأداة الأخرى وعلى عائد المحفظة وقد يكون هذا الانعكاس إيجابي أو سلبي حسب طبيعة معامل الارتباط³.

ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية⁴:

$$R_{A,B} = \frac{COV(A, B)}{\delta_A \cdot \delta_B}$$

حيث أن:

$R_{A,B}$: معامل الارتباط بين الأصلين A و B.

COV (A, B): التغاير.

(δ_A, δ_B) : الانحراف المعياري للأصلين A و B.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 96.

² المرجع نفسه، ص 133.

³ المرجع نفسه، ص 133.

⁴ المرجع نفسه، ص 132.

وعليه تكون حالات الارتباط بين الأوراق المالية كما يلي¹:

- 1- الارتباط التام الموجب بين العوائد: حيث يكون معامل الارتباط يساوي واحد (P=1) أي أن العوائد تنخفض وترتفع معا في نفس الاتجاه.
- 2- الارتباط الموجب بين العوائد: حيث معامل الارتباط أكبر من الصفر $P > 0$ فالإيرادات (العوائد) تزداد أو تنخفض بذات الاتجاه ولكن بدرجات متفاوتة.
- 3- حالة عدم وجود ارتباط بين العوائد: أي استقلالية الأوراق المالية عن بعضها في هذه الحالة معامل الارتباط يساوي الصفر $P=0$.
- 4- حالة الارتباط السلبية بين العوائد: أي أن العوائد تسير في اتجاه معاكس، لكن ليست بنفس النسبة أي أن معامل الارتباط أقل من الصفر $P < 0$.
- 5- حالة الارتباط التام السلبى من العوائد: بمعنى أن ارتفاع عائد ورقة مالية يؤدي الى انخفاض عائد ورقة مالية أخرى بنسبة مساوية أي معامل الارتباط $P=-1$.

ثالثا: نماذج تقييم محفظة الأوراق المالية

يوجد نوعان لقياس أداء المحفظة الاستثمارية وهما²:

- ✓ الأسلوب البسيط: الذي يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة بالنسبة إلى كلفة الاستثمار.
- ✓ الأسلوب العلمي: يعتمد هذا الأسلوب على عنصرين وهما العائد والمخاطرة ويطلق عليه بالأسلوب المزدوج.

1- الأسلوب البسيط

يعتمد هذا الأسلوب على احتساب معدل العائد على الأموال المستثمرة أساسا لتحديد كفاءة أداء شركات الاستثمار، والذي يعتمد على المعلومات المنشورة عن قيمة الأصل الصافية للسهم وكذلك الأرباح الأيرادية والرأسمالية الموزعة³. ويمكن حسابه بالمعادلة التالية⁴:

$$R = \frac{(R_r + R_i) + (P_1 + P_0)}{P_0}$$

¹ خالد وليد الراوي، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2000، ص 94.

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص 225.

³ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر ولتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2012، ص 320.

⁴ المرجع نفسه، ص 320.

حيث أن:

R : معدل العائد على الاستثمار.

P_1 : قيمة الأصل في نهاية المدة.

P_0 : قيمة الأصل في بداية المدة.

R_r : الأرباح الأيرادية الموزعة.

R_i : الأرباح الرأسمالية الموزعة.

ويعاب على هذا الأسلوب البسيط في تقييم المحافظ تركيزه على العائد دون أخذ المخاطرة في الحسبان¹.

2- الأسلوب المزدوج او العلمي:

لقد تعددت مقاييس تقييم أداء محفظة الأوراق المالية وسنتطرق إلى أهمها وهي: نموذج شارب، ونموذج ترينور، ونموذج جونسن، ونموذج فاما.

(أ) نموذج شارب:

وضع وليام شارب مقياس لأداء محفظة الأوراق المالية وهو مقياس مركب يقوم على أساس العائد والخطر، ويقيس نموذج شارب العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، فالنموذج يعتمد على الانحراف المعياري في قياس المخاطر الكلية وكلما كان هذا المؤشر مرتفعاً كلما كان أفضل². ويمكن كتابة معادلة شارب كالتالي³:

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\delta_p}$$

حيث أن:

\bar{R}_p : تمثل معدل عائد المحفظة.

\bar{R}_f : العائد الخالي من المخاطرة.

δ_p : المخاطر الكلية.

¹ منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق راس المال- الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، توزيع دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2014، ص 173.

² بشار الشمراني، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق- سوريا، 2015، ص 70.

³ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2009، ص 395.

وبالرغم من شيوع تطبيق هذا النموذج إلا أنه يتضمن بعض العيوب وأهمها¹:

(1) - نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة كان تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط، أو من سندات فقط.

(2) - إن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة وحيث أن المؤسسة أساساً تقوم على فكرة التنوع، فإذا ما توفر التنوع الجيد داخل المحفظة فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير النظامية وتبقى فقط المخاطر النظامية والتي تقاس بمعامل بيتا وليس بالانحراف المعياري.

(ب) نموذج ترينور: يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، فهو يفترض بأن المحافظ منوعة تنوعاً جيداً، وبالتالي لا توجد هناك مخاطر غير نظامية يعني أنه يقوم بقياس المخاطر النظامية فقط وذلك باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة².

ويحسب بالعلاقة التالية³:

$$T_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p}$$

حيث أن:

T_p : مؤشر ترينور.

\bar{R}_p : معدل عائد المحفظة.

\bar{R}_f : العائد الخالي من المخاطرة.

β_p : بيتا المحفظة الاستثمارية.

وكقاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة المؤشر، كلما دل ذلك المؤشر على أداء أفضل للتشكيلة التي تتكون منها المحفظة، إذ يعني عائد أكبر لكل وحدة من وحدات المخاطرة⁴.

¹فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة- فلسطين، 2014، ص 35.

²بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012، ص 127.

³خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، مرجع سبق ذكره، ص 396.

⁴علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2012، ص

- ويمكن الاختلاف بين نموذج شارب ونموذج ترينور في:

- نموذج شارب يقيس المخاطر الكلية ونموذج ترينور يقيس المخاطر النظامية .

- وبالتالي نموذج شارب يستخدم الانحراف المعياري (δ) أما نموذج ترينور فيعتمد على معامل بيتا (β).

(ج) مقياس جونسون: ويطلق عليه بمقياس العائد التفاضلي أو معامل ألفا¹. ويقوم هذا المقياس على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة ويسمى علاوة مخاطر السوق².

ويمكن توضيح معادلته من خلال العلاقة التالية³:

$$\alpha_p = (\bar{R}_p - R_f) - \beta_p(\bar{R}_m - R_f)$$

حيث أن:

α_p : مؤشر او نسبة جونسون.

\bar{R}_p : معدل عائد المحفظة.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

β_p : بيتا المحفظة.

\bar{R}_m : متوسط عائد السوق.

ويمكن الحكم على أداء المحفظة من خلال قيمة (α) وذلك على النحو التالي⁴:

$\alpha > 0$: يعني أن أداء المحفظة جيد وهو أعلى من معدل أداء السوق وتنمو المحفظة بنمو أعلى من نمو السوق.

¹ منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهام والسندات)، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008، ص 402.

² دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية و لنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 323.

³ إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 04، العدد 07، 2011، ص 322.

⁴ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص 236.

$\alpha = 0$: يعني أن أداء المحفظة موازي لأداء السوق.

$\alpha < 0$: يعني أن أداء المحفظة يكون غير مقبول وهو أداء أقل من أداء معدل السوق.

(د) نموذج فاما:

قدم فاما نموذج لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، ويقوم هذا النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، الذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة¹.

وعلى هذا الأساس يمكن صياغة معادلة فاما كالتالي²:

$$E(R_p) = R_f + \left(\frac{ER_m - R_f}{\delta_p} \times \frac{COV(R_p, R_m)}{\delta_p} \right)$$

حيث أن:

$E(R_p)$: العائد المتوقع للمحفظة.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.

δ_p : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

ويمكن تجزئة هذا النموذج الى ثلاث مكونات أساسية وهي³:

(1) تقييم الانتقائية: وهو يعبر عن مقياس لكيفية اختيار المحفظة وذلك باستخدام عائد الانتقائية، والذي يتمثل بالفرق بين عائد المحفظة وعائد محفظة متنوعة تنوعاً جيداً.

(2) تقييم التنوع: وهو مقياس يقيس العائد المضاف كنتيجة لعملية التنوع وينقسم لنوعين من العوائد وهما:

- العائد الناتج عن الانتقائية الصافية.

- العائد الناتج عن التنوع.

¹ بن امر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 129.

² المرجع نفسه، ص 129.

³ بشار الشعرائي، مرجع سبق ذكره، ص 72.

(3) **تقييم الخطر:** وهو مقياس لخطر المحفظة، فإذا كان المستثمر يهدف لتحمل مستوى معين من الخطر في محفظة أوراقه المالية، فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضاً عن مستوى الخطر يمكن قياسه كالتالي:
الخطر = خطر المدير + خطر المستثمر.

المطلب الثالث: العلاقة بين التضخم ومحفظة الأوراق المالية

كما تطرقنا له سابقاً أن التضخم أو ما يعرف بانخفاض القوة الشرائية فهو نوع من المخاطر النظامية، ويعتبر هذا الأخير ذا أهمية في الأسواق المالية، حيث يعد أحد العوامل التي تؤثر على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية أي التأثير على الأسهم والسندات.

وعادة تكون الاستثمارات داخل الدخل الثابت كالسندات، وبل وحتى الأسهم الممتازة أكثر تأثراً بهذه المخاطر من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض، مما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي عن المعدل الإسمي للعائد على الاستثمار¹.

فالاستثمارات داخل الدخل الثابت عاجزة عن مقاومة التضخم، ولتفادي أضرار التضخم على المستثمر تنويع استثماراته، كما عليه ان يتفادي الاستثمارات طويلة الاجل².

وإذا تحدثنا عن الأسهم فيمكن أن تكون العلاقة بين أسعار الأسهم والتضخم عكسية أو إيجابية، ففي الحالة الأولى يحدث ذلك بسبب انخفاض حجم السيولة الموجهة لأغراض الاستثمار في الأسهم نتيجة زيادة كمية الأموال المخصصة للإنتاج الاستهلاكي لتعويض انخفاض القوة الشرائية الحاصلة بسبب التضخم، أما الحالة الثانية عندما يتجه المستثمرون إلى حماية مدخراتهم بسبب التضخم، فزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم يؤثر على الأسهم وذلك بارتفاع أسعارها³.

أما الاستثمار في الأسهم العادية فإنه يشكل في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية وذلك لأن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وهي بذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حامل السند، فالأسهم تشكل ملكية لجزء من أصول الشركة الحقيقية التي ترتفع قيمتها لظروف التضخم، وبالتالي ترتفع قيمة الأسهم التي تمثل ملكية لهذه الأصول، ومن ناحية ثانية فإن الشركات تقوم عادة برفع

¹ شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان - الأردن، 2015، ص 155.

² محب خلة توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 165.

³ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2010، ص 88.

أسعارها في ظروف التضخم وبالتالي فإن أثر التضخم لن يكون سلبيا على أرباح الشركة وتوزيعاتها وبالتالي على أسعار أسهمها¹.

¹ شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص 155، 156.

خلاصة الفصل

تناولنا من خلال هذا الفصل دراسة نظرية حول الموضوع، بالنسبة للمحفظة المالية تطرقنا إلى الجوانب ذات العلاقة بها من مفهومها، أهدافها ومن ثم أسسها وسياساتها، بالإضافة إلى التحليل الاستثماري لها مع توضيح أساليب قياسها.

أما فيما يخص التضخم فقد تمت الإشارة إلى المفاهيم المتعلقة به من تعريفه، أنواعه وأسبابه، مع ذكر آثاره وأساليب معالجته، ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

- 1- محفظة الأوراق المالية أداة استثمارية مركبة من أصلين فأكثر.
- 2- العائد و المخاطرة متغيرين أساسيين يبني عليهما المستثمر قراره، حيث يمثلان حجر الأساس عند اختياره لأصول محفظته.
- 3- إن الاستثمار في المحفظة المالية تعرض المستثمر لنوعين من المخاطر وهي نظامية وغير نظامية.
- 4- التضخم من المخاطر غير النظامية أو العامة فهو خطر يؤثر على عوائد الورقة المالية وذلك نتيجة لارتفاع الأسعار ومنه لانخفاض القدرة الشرائية للنقود.

الفصل الثاني: دراسة
قياسية حول أداء
محفظة الأوراق المالية
في ظل التضخم

تمهيد

قدمنا في الفصل السابق الإطار النظري المتعلق بكل من المحفظة المالية والتضخم، ومن أجل تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة وللإجابة عن الإشكالية المطروحة سنحاول في هذا الفصل اختبار مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع الميداني، حيث سلطنا الضوء على بورصة عمان وذلك من خلال التعريف بها، بالإضافة إلى تحديد مجتمع وعينة الدراسة ومن تم التعريف بالمتغيرات والأدوات المستخدمة في الدراسة، وفي الأخير يتم اعداد نموذج الدراسة، تقديره واختبار الفرضيات.

بغرض الإحاطة بموضوع الدراسة والإلمام بمختلف الجوانب المتعلقة بها، تم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول: عموميات حول بورصة عمان.

المبحث الثاني: الإطار العام لدراسة الحالة.

المبحث الثالث: تقدير العلاقة بين التضخم وأداء المحفظة المالية.

المبحث الأول: عموميات حول بورصة عمان

من خلال مبحثنا هذا سنحاول التطرق إلى بعض الجوانب المتعلقة ببورصة عمان وذلك من خلال التعريف بها (نشأتها، رؤيتها وأهدافها)، مع توضيح معلومات التداول بها، بالإضافة إلى مجلس إدارة البورصة والهيكل التنظيمي لها.

المطلب الأول: مدخل للتعريف ببورصة عمان

أولاً: نشأة بورصة عمان

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح، وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي أو منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (76) سنة 2002 والذي يسمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة، لقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية لعام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية، ويكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدورين معاً، وقد شكلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال، وتم تأسيس بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تداران من قبل القطاع الخاص¹.

وفي 20 جانفي 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرع يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، حيث تهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفي أسس التداول السليم والعاقل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة، ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها ومن المتوقع أن يساهم تحويل البورصة إلى شركة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، وسيتمكنها من تقديم خدمات أفضل

¹بورصة عمان <http://www.ase.com.jo/ar>، تاريخ التصفح: 2018/03/07.

واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها اقليميا ودوليا¹.

ثانيا: الرؤية، الرسالة والأهداف

(1) **الرؤية:** سوق مالي متقدم ومتميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الاقليمي والعالمي متماشيا مع المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية².

(2) **الرسالة:** توفير سوق منظم لتداول الاوراق المالية في المملكة يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتوفير بيئة آمنة لتداول الأوراق المالية لزيادة الثقة بسوق الأوراق المالية وخدمة الاقتصاد الوطني³.

(3) **الأهداف:** وتتمثل في⁴:

- إتاحة الفرصة أمام المستثمرين على المشاركة في تنمية القطاع الخاص.
- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية.
- توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي.
- رفع مستوى الدخل لشرائح المجتمع المختلفة.
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة عمليات التعامل سهولته وسرعته، مما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.
- تحسين مستويات المعيشة للأفراد.

¹ بورصة عمان <http://www.ase.com.jo/ar>، تاريخ التصفح: 2018/03/07.

² بورصة عمان <http://www.ase.com.jo/ar>، تاريخ التصفح: 2018/03/07.

³ بورصة عمان <http://www.ase.com.jo/ar>، تاريخ التصفح: 2018/03/07.

⁴ وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص ص75،76.

المطلب الثاني: مجلس إدارة البورصة والهيكل التنظيمي لها

أولاً: مجلس إدارة البورصة

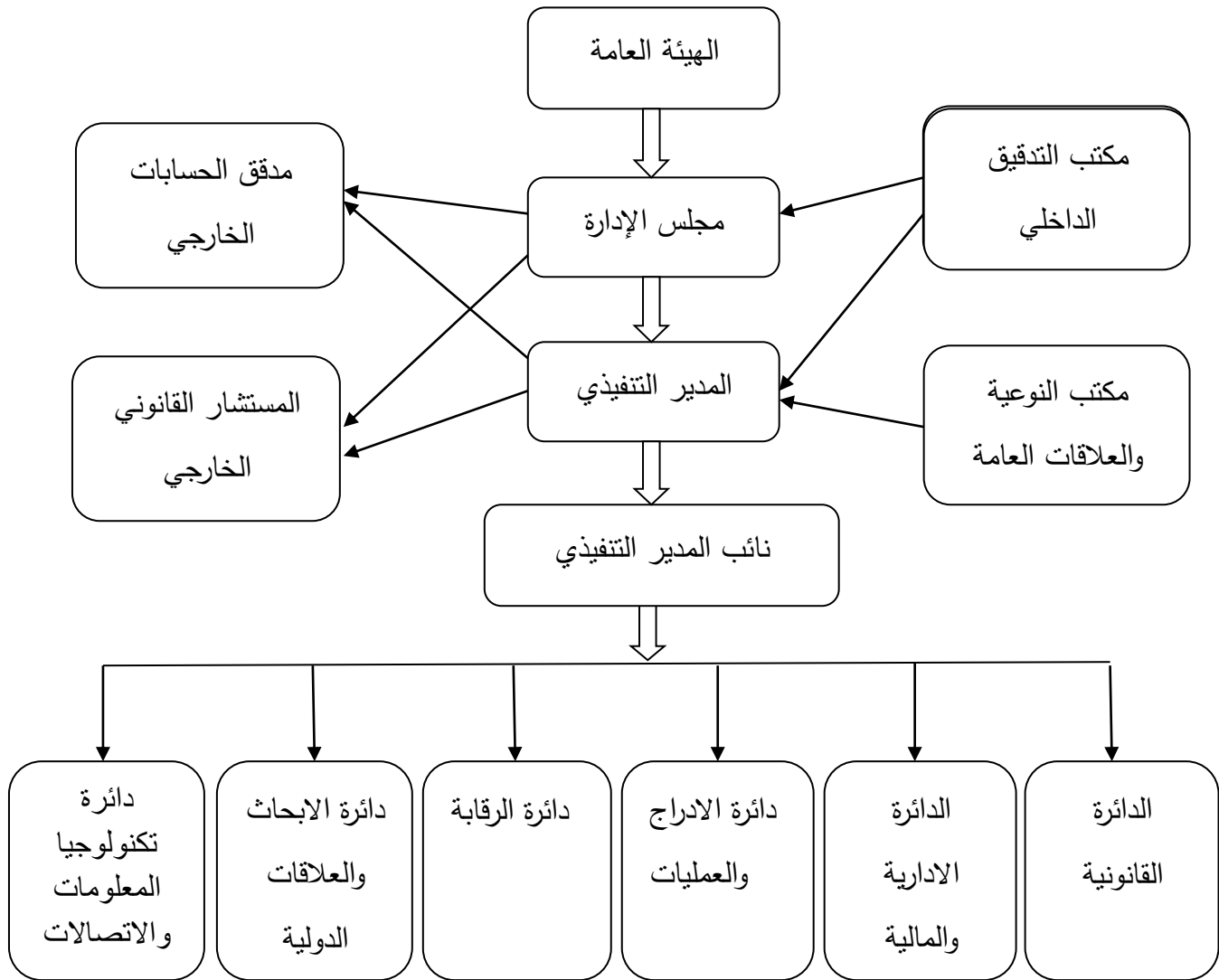
يتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أعضاء كالتالي¹:

- عضوين يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها.
- عضوين يمثلان الوسطاء من غير المذكورين أعلاه.
- ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

¹بورصة عمان <http://www.ase.com.jo/ar>، تاريخ التصفح: 2018/03/07.

ثانياً: الهيكل التنظيمي للبورصة

شكل رقم(04): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: بورصة عمان [http:// www.ase.com.jo/ar](http://www.ase.com.jo/ar)، تاريخ التصفح: 2018/03/07.

المطلب الثالث: معلومات التداول في بورصة عمان

أولاً: الأوراق المالية المتداولة في البورصة

يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة وكذلك سندات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة، وبموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، فإن تعريف الأوراق المالية يشمل¹:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات العامة أو البلديات.
- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
- إسناد خيار المساهمة.
- العقود آلية التسوية والعقود آجلة التسوية.
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.
- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

ثانياً: تقسيمات بورصة عمان

تنقسم بورصة عمان إلى التقسيمات التالية :

- 1- السوق الأولي:** وهو السوق الذي يتم فيه بيع الإصدارات لأول مرة ويكون الاكتتاب فيه من خلال الجهاز المصرفي الأردني أي خارج مقصورة البورصة، ويعتمد نشاطه إلى حد كبير على نشاط السوق الثانوي لكون الأخير يوفر عنصر السيولة، ولهذا السوق متطلبات قانونية ونظامية ينبغي على المستثمر

العمل على مراعاتها قبل إجازة الإصدارات الجديدة له، ومن هذه المتطلبات إعداد نشرات الإصدار التي تحتوي على كافة المعلومات التي من شأنها زيادة الثقة في الإقبال على الشراء¹.

2- السوق الثانوي: السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها و ينقسم إلى²:

(أ) السوق الأول: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.

(ب) السوق الثاني: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.

(ج) السوق الثالث: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.

(د) حقوق الاكتتاب: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بحقوق الاكتتاب المدرجة في البورصة.

(هـ) سوق السندات: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.

(و) التحويلات المستثناة من التداول: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الإرثية والعائلية الأخرى.

¹فصيل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن 2008، ص 147.

²بورصة عمان <http://www.ase.com.jo/ar>، تاريخ التصفح: 2018/03/08.

المبحث الثاني: الإطار العام لدراسة الحالة

تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، حيث خصص المطلب الأول للمؤشر العام لبورصة عمان أما المطلب الثاني فجاء من أجل تحليل المؤشر وذلك من خلال تقديم عينة الدراسة، معايير اختيارها، بالإضافة إلى مكونات المؤشر وذلك بذكر المؤشر الخاص بكل مكون أو قطاع، وفيما يخص المبحث الثالث تناولنا فيه متغيرات الدراسة وطرق قياسها ومن ثم الأدوات المستخدمة في الدراسة.

المطلب الأول: المؤشر العام لبورصة عمان

أولاً: مؤشر الأسواق المالية

1- تعريف المؤشر

المؤشر هو قيمة رقمية يقيس التغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية، من حيث الأسعار وحجم التداول، و يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق ويتم تحديد قيمة في البداية ثم يتم بعد ذلك المقارنة عند أي فترة زمنية حيث يعتبر مقياساً شاملاً يقيس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم¹. وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المستهدف قياسها².

وهناك نوعين من المؤشرات وهي المؤشرات العامة والتي تقيس حالة السوق بصفة عامة، مثل مؤشر داوجونز، أما النوع الثاني فهي المؤشرات القطاعية، وهي التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين مثل مؤشر ناسداك³.

2- الاستخدامات الأساسية للمؤشر

لمؤشر سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين ونذكرها فيما يلي⁴:

(أ) إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: إذا ما كانت التشكيلة التي اختير منها المؤشر، هي عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق، فلا بد أن يعكس المؤشر حركة أسعار كافة الأسهم المتداولة، وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً، بمجرد مقارنته بنسبة التغير الذي طرأ على مؤشر السوق، التي تعكس متوسط عائد السوق، وذلك دون حاجة إلى قيام

¹ ابن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 64.

² محفوظ جبار وعبدية مريم، قياس دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 06، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، 2006، ص 28.

³ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 94.

⁴ منير إبراهيم هندی، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 112، 113.

المستثمر بمتابعة أداء كل ورقة مالية على حدة، وبالطبع إذا كانت استثماراته كلها مركزة في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له مقارنة عائد محفظته مع عائد محفظة ذلك المؤشر.

(ب) **الحكم على أداء المديرين المحترفين:** وفقا لفكرة التنويع الساذج يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، أن يحقق عائد يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه عائد المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يدير محفظة مؤسسة مالية، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائد أعلى من متوسط عائد السوق، وللتحقق من نجاحه عليه مقارنة العائد الفعلي لمحفظته مع مؤشر السوق بصفة عامة (متوسط عائد السوق)، بالإضافة إلى مقارنة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة مع مخاطر السوق التي هي التقلب في عائد المؤشر.

(ج) **التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد أو السوق:** القيمة السوقية للسهم تعكس الأداء المستقبلي للشركة المعنية، والمؤشر ما هو إلا ملخص لاتجاه أسعار أسهم الشركات المكونة له، و بناء عليه فإن ارتفاع قيمة المؤشر يعني بأن هناك توقع لأداء أفضل لتلك الشركات، ولما كان المؤشر هو تعبير عن السوق ككل، فإن الأداء المتميز للشركات لا بد وأن ينعكس على الأداء المستقبلي للاقتصاد.

(د) **تقدير المخاطر المنتظمة للاستثمار (مخاطر المحفظة):** كذلك يمكن استخدام المؤشر لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) حيث يمكن قياسها بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار، ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

ثانيا: التعريف بمؤشر بورصة عمان

تعتمد بورصة عمان على ثلاث مؤشرات رئيسية (أرقام قياسية) لكل منها هدف وطريقة حساب مختلفة فيما بينها، فأول مؤشر اعتمدت عليه البورصة هو المؤشر أو الرقم القياسي غير المرجح لأسعار الأسهم حيث تم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كل القطاعات وذلك من أجل احتساب الرقم القياسي العام بالإضافة إلى الأرقام القياسية الخاصة بكل قطاع (قطاع البنوك، المالي، التأمين، الصناعة)، وبعد دراسات إحصائية ظهر مؤشر جديد وهو الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية، والذي يعتمد على معايير لاختيار العينة منها القيمة السوقية للشركة، وعدد الأسهم، حجم التداول... إلخ أما المؤشر الثالث فهو الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة حيث يختلف هذا الأخير عن سابقه كونه لا يتحيز للشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة وأنه يأخذ الأسهم المتاحة للتداول فقط عند احتسابه.

ثالثاً: طرق احتساب مؤشر بورصة عمان

يمكن توضيحها فيما يلي¹:

1- الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية: من مميزات هذا المؤشر اعتماده أسلوب التريج للقيمة السوقية لشركات العينة، حيث تعطي كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتم تحديد 31 ديسمبر 1991 كفترة أساس، وقد شكلت القيمة السوقية لشركات العينة ما نسبته 90% من القيمة السوقية ككل، وكما هو الحال في الرقم القياسي غير المرجح يتم احتساب أرقام قياسية قطاعية مرجحة.

والاحتساب الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية والأرقام القياسية القطاعية نستخدم الصيغة العامة التالية:

$$(1) \text{ عند فترة الأساس } (t=1)$$

$$\text{Index}=1000$$

$$M1 = B1: \text{القيمة السوقية للعينة} = \text{القيمة الأساسية.}$$

$$(2) \text{ عند فترة الأساس } (t > 1)$$

$$\text{Index}(t) = (M_t/B_t^*)1000$$

$$B_t = B_{t-1} * M_t / M_{ad}$$

$$M_{ad} = M_t - I_t - M_t + Q_t - 1$$

حيث:

t: الزمن الذي يتم فيه احتساب الرقم القياسي.

Index t: الرقم القياسي عند الزمن t.

Mt: القيمة السوقية للشركات العينة عند الزمن t. ويتساوى مجموع حاصل ضرب أسعار إغلاق الأسهم المكونة للعينة في الزمن في عدد الأسهم المكتتب بها في نفس الفترة.

Bt: القيمة الأساسية وهي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها المكونة للعينة في فترة الأساس حيث تم اختيار إغلاق سنة 1991 كسنة أساس.

Mad: القيمة السوقية المعدلة عن الزمن t، وعن طريق احتسابها يتم إجراء كافة التعديلات على الرقم القياسي من حيث زيادة رؤوس الأموال أو إضافة أو سحب بعض الشركات إلى/من العينة.

It: القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من أسهم الشركات المكونة لعينة الرقم القياسي عند الزمن t.

Nt: القيمة السوقية لأي شركة أضيفت إلى العينة خلال الزمن t.

Qt-1: القيمة السوقية لأي شركة كانت في عينة الرقم القياسي خلال الفترة t-1 وتم انسحابها خلال الفترة t.

القيمة الأساسية Bt هي عبارة عن قيمة معدلة لا تساوي القيمة السوقية لفترة الأساس 31 ديسمبر 1991، ويتم إجراء التعديلات على الرقم القياسي عن طريق احتساب القيمة السوقية المعدلة Mad وذلك لاستبعاد أي تغيرات في القيمة السوقية، تكون ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم مثل الاصدارات الجديدة وإدخال وإخراج الشركة إلى/من العينة مما يساهم في تمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم، ومما يذكر بأن قيام الشركة بتوزيع أسهم مجانية أو بتجزئة القيمة الإسمية للسهم أو بتخفيض رأس مالها لا يؤثر على القيمة السوقية للشركة وبالتالي لا يستدعي إجراء أي تعديلات على الرقم القياسي.

2- الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة

من مميزات هذا الرقم القياسي هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، بحيث لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية، وبذلك يوفر التنوع في مكونات عينة الرقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته، كما تم اختيار الرقم 1000 نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما هو في نهاية عام 1999، ويستند احتساب هذا الرقم على الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة، ويتم استخدام الصيغة الآتية لاحتساب الرقم القياسي العام Index :

$$\text{Index} = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{it} S_{it} F_{it})}{D_t}$$

حيث أن:

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t.

S_{it} : عدد الأسهم المدرجة للشركة i كما هي في الزمن t.

F_{ti} : المعامل للشركة i كما هي في الزمن t .

D_t : مقام الرقم القياسي Divisor في الزمن t .

وهذا المعامل F هو عبارة عن رقم أكبر من الصفر وأقل من الواحد، يتم احتسابه بناء على نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحا منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين الذين يمتلكون 05% فأكثر وملكيات الحكومات، ويتم تغيير هذا المعامل في كل ربع بناء على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي وتعديل قيمة هذا المعامل بناء على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة .

3- الرقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرجح

يعطي الرقم القياسي غير المرجح أوزانا متساوية لكافة شركات العينة بغض النظر عن قيمتها السوقية أو سعر سهمها، وتعطي الأهمية في هذا الرقم للتغير النسبي في أسعار الأسهم ويمكن القول بأن هذا الرقم يستخدم في تقييم المحافظ الاستثمارية التي توزع استثماراتها من حيث القيمة بالتساوي بين كافة الشركات، وقد بدأ منذ عام 1980 باحتساب هذا الرقم بناء على عينة مكونة من 38 شركة للرقم القياسي العام، وكذلك احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة بشكل يومي وحددت أسعار افتتاح الأول من جانفي 1980 كفترة أساس وأعطى الرقم القياسي قيمة أساس 100 نقطة وتم تغييرها اعتبارا من بداية عام 2004 إلى 1000 نقطة، وفي عام 1992 تم إجراء التعديلات عليه لاستبعاد أثر التغيرات عن العوامل الأخرى غير التغير في حركة أسعار الأسهم وكذلك تم تغيير فترة الأساس لتصبح 31 ديسمبر 1991، ويتم احتساب الرقم القياسي العام غير المرجح والأرقام القياسية القطاعية باعتماد أسلوب المعدلات الهندسية (الوسط الحسابي) حسب الصيغة التالي:

$$\text{Index} = \text{Exp}(\ln(10)*S)*1000$$

$$S = \sum_{i=1}^n (\log(P_{ti}/P_{0i}))/n$$

حيث أن:

P_{ti} : سعر السهم في الزمن t .

P_{0i} : سعر السهم في فترة الأساس.

n : حجم العينة.

t : الزمن الذي يتم فيه احتساب الرقم القياسي.

من خصائص المعادلة المستخدمة في احتساب هذا الرقم أنها تأخذ اللوغاريتم للأساس 10 لنسب أسعار المقارنة إلى أسعار الأساس لشركات عينة الرقم القياسي إضافة إلى قدرتها إلى تهذيب القيم الشاذة في نسب تغير الأسعار التي يتأثر بها الوسط الحسابي المستخدم في هذه الصيغة، ومن تم جمع لوغاريتمات نسب الأسعار والقيمة على عدد شركات العينة واستخراج معكوس اللوغاريتم للأساس 10 وضرب الناتج في 1000، وفي حالة قيام شركة من شركات عينة الرقم القياسي بتوزيع أسهم مجانية أو بتجزئة القيمة الإسمية للسهم أو تخفيض رأسمالها مما يؤدي إلى انخفاض/ أو ارتفاع القيمة السوقية لسعر السهم، يتم تعديل سعر الأساس للشركة حيث لا يؤثر هذا الانخفاض (نتيجة التجزئة أو الأسهم المجانية/ أو الارتفاع في حالة تخفيض رأس المال) على تحركات الرقم القياسي، ولا يتم إجراء أي تعديلات في حالة قيام الشركات بزيادة رؤوس أموالها عن طريق طرح أسهم للاكتتاب، أمّا في حالة إضافة أو سحب شركة إلى/ من العينة فيتم احتساب معامل للتعديل (C) بحيث يجعل قيمة الرقم القياسي بعد التعديل مساوية لقيمه قبل التعديل وذلك مع افتراض بقاء الأسعار ثابتة، ويكن صياغة طريقة الاحتساب كما يلي:

$C = \text{الرقم القياسي بعد التعديل} - \text{الرقم القياسي قبل التعديل}$ ، ثم بعد ذلك يتم ضرب معادلة الرقم القياسي بالمعامل C في اليوم الذي حصل فيه التغيير وفي الأيام الذي تليه.

ويمكن توضيح كل ما سبق في الجدول الموالي:

جدول رقم(01): الأرقام القياسية لبورصة عمان

(الوحدة: نقطة)

السنوات	الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية	الرقم القياسي غير المرجح لأسعار الأسهم
2005	4259.7	8191.5	2171.0
2006	3013.7	5518.1	1608.1
2007	3675.0	7519.3	1798.1
2008	2758.4	6243.1	1235.5
2009	2533.5	5520.1	1056.1
2010	2373.6	5318.0	834.4
2011	1995.1	4648.4	606.8
2012	1957.6	4593.6	552.3
2013	2065.8	4336.7	585.11
2014	2165.5	4237.6	585.85
2015	2136.3	4229.9	533.32
2016	2170.3	4069.7	493.22

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:.

1- التقرير السنوي الثامن عشر لبورصة عمان، 2016، ص ص92-94.

2- التقرير السنوي الخامس عشر لبورصة عمان، 2013، ص 80.

يمثل الجدول أعلاه الأرقام القياسية لبورصة عمان خلال الفترة (2005-2016)، حيث نلاحظ أن الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة بلغت قيمته 4259.7 نقطة هذا خلال سنة 2005 وقد شهد انخفاضا مستمرا الى غاية 2012 ليغلق عند مستوى 1957.6 نقطة، وفي عام 2013 و2014 شهد ارتفاعا ليبلغ آنذاك 2065.8 نقطة و2165.5 نقطة على التوالي، لينخفض من جديد عند 2136.3 نقطة خلال سنة 2015 اما عام 2016 قد شهد تحسنا ليغلق عند مستوى 2170.3 نقطة أي بارتفاع نسبته 1.6 %.

أما فيما يخص الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية فقد انخفض أداءه إلى 5518.1 نقطة عام 2006 مقارنة مع 8191.5 نقطة سنة 2005، وشهد ارتفاعا خلال 2007 ليصل إلى 7519.3 نقطة ليعود للانخفاض مرة أخرى خلال الفترة 2008-2016 ليغلق عند مستوى 4069.7 نقطة .

بالنسبة الرقم القياسي غير مرجح لأسعار الأسهم هو الآخر شهد انخفاضا مستمرا من 2171.0 نقطة خلال 2005 إلى 493.22 نقطة سنة 2016 .

المطلب الثاني: تحليل المؤشر العام

أولاً: عينة الدراسة

إن عينة دراستنا هي بذاتها مجتمع الدراسة فهي تتضمن كل مجتمع البحث، وذلك باعتبار محفظة الأوراق المالية التي سنقوم بدراستها خلال الفترة 2005-2016 هي محفظة السوق أو ما تعرف بمؤشر السوق، وفيما يخص البيئة المدروسة (بورصة عمان) عرفنا سابقا بأنه يوجد ثلاثة مؤشرات رئيسية، وفي دراستنا هذه تم اختيار أحد أنواعها وهو المؤشر العام المرجح بالأسهم الحرة الذي يتكون من قطاعات وكل قطاع يضم مؤشرات.

ثانياً: معايير اختيار مؤشر الدراسة

- نظرا لطول فترة الدراسة وصعوبة الحصول على البيانات والمعلومات المالية المتعلقة بالشركات تم اختيار محفظة السوق التي تعكس لنا أداء السوق ككل والمعبر عنه بالمؤشر العام.

- هناك ثلاث طرق يتم الاعتماد عليها في حساب المؤشر العام في بورصة عمان، حيث قمنا باختيار طريقة واحدة وهي الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة، ويعود سبب اختياره إلى التطورات التي شهدتها البورصة حيث كانت تعتمد على الرقم القياسي غير المرجح لأسعار الأسهم، ثم على الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية، ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة حيث يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق وكذلك يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية إضافة إلى ذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاتها¹.

ثالثاً: الرقم القياسي للقطاعات المكونة للمؤشر

يتكون مؤشر محل الدراسة من ثلاث قطاعات وهي القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة ولكل قطاع رقم قياسي ونوضح ذلك في الجدول التالي:

جدول رقم (02): الرقم القياسي للقطاعات المكونة للمؤشر.

الوحدة: (نقطة)

الصناعة	الخدمات	المالي	القطاع السنوات
2815.6	2259.4	6733.6	2005
2372.3	1833.1	4486.3	2006
3097.7	2460.3	5131.0	2007
2736.0	2025.6	3609.1	2008
2738.8	2107.9	3026.8	2009
2576.6	1897.2	2911.7	2010
2149.9	1693.7	2443.9	2011
2176.6	1651.1	2363.6	2012
1964.9	1664.8	2703.9	2013
1852.0	1794.8	2920.9	2014
1848.8	1726.7	2906.2	2015
2093.0	1604.7	2933.2	2016

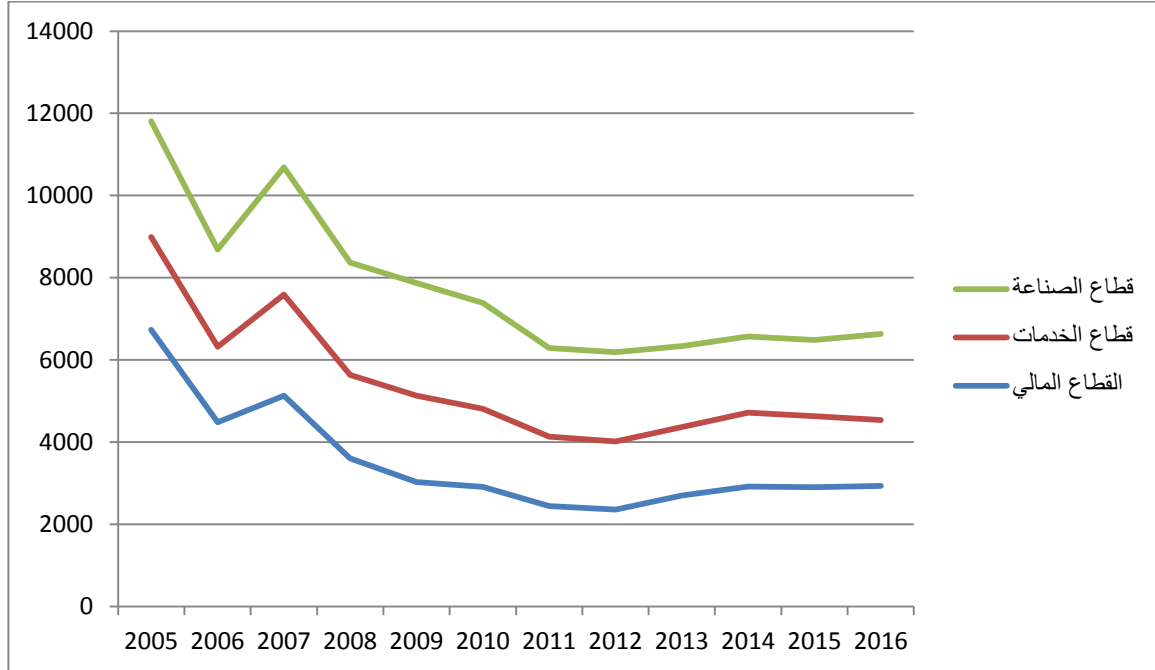
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- 1- التقرير السنوي الثامن عشر لبورصة عمان، 2016، ص 92.
- 2- التقرير السنوي الخامس عشر لبورصة عمان، 2013، ص 80.

يمثل الجدول أعلاه الرقم القياسي للقطاعات المكونة للمؤشر العام المرجح بالأسهم الحرة، فعلى المستوى القطاعي نلاحظ بأن القطاع المالي احتل المرتبة الأولى من حيث الأداء وذلك عند مستوى 6733.6 نقطة يليه قطاع الصناعة عند مستوى 2815.6 نقطة، ثم قطاع الخدمات 2259.4 نقطة وهكذا دواليك حتى 2016، حيث شهدت القطاعات الثلاث (المالي، الصناعي، الخدمات) انخفاضاً في أداءها خلال الفترة 2005-2016 لتصل إلى مستوى 2933.2، 2093.0، 1604.7 نقطة على التوالي هذا خلال 2016.

ونوضح الرقم القياسي خلال الفترة 2005-2016 لكافة القطاعات في الشكل البياني التالي:

شكل رقم (05): الرقم القياسي للقطاعات المكونة للمؤشر 2005-2016



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الجدول رقم (02).

المطلب الثالث: متغيرات الدراسة والأدوات الإحصائية المستخدمة

أولاً: متغيرات الدراسة، طرق قياسها

تتمثل متغيرات الدراسة وطرق قياسها فيما يلي:

(أ) **المتغير المستقل:** يتمثل المتغير المستقل في معدل التضخم المصرح به من قبل البنك المركزي الأردني، حيث تم قياسه من خلال تسجيل التذبذب في قيمة معدل التضخم من سنة لأخرى والذي يعتبر من العوامل المؤثرة على أداء المحافظ المالية، ويرمز له بـ π ويمكن توضيح معدلات التضخم في الاقتصاد الأردني خلال فترة الدراسة 2005-2016 في الجدول التالي:

جدول رقم (03): معدلات التضخم في الأردن 2005-2016

السنوات	التضخم (%)
2005	3.49
2006	6.25
2007	5.39
2008	14.93
2009	-0.68
2010	5.01
2011	4.16
2012	4.52
2013	4.83
2014	2.89
2015	-0.87
2016	-0.79

Source: [http://unctadstat.unctad.org/\(05/03/2018\)](http://unctadstat.unctad.org/(05/03/2018)).

يمثل الجدول أعلاه معدلات التضخم في الأردن خلال الفترة (2005-2016) ونلاحظ من خلاله أن هناك تذبذب في معدلات التضخم من سنة لأخرى، حيث سجلت أكبر قيمة له سنة 2008 بنسبة 14.93% كما نلاحظ أن التضخم كان سالباً خلال السنوات 2009، 2015، 2016.

(ب) المتغير التابع: يتمثل في أداء المحفظة المالية وفي دراستنا هي محفظة السوق والمعبر عنها بالمؤشر العام الذي يعكس أداءها خلال الفترة 2005-2016 ويرمز له ب Index، ونوضح المؤشر المعتمد عليه في الدراسة في الجدول الموالي:

جدول رقم (04): المؤشر العام لبورصة عمان 2005-2016.

الوحدة: (نقطة)

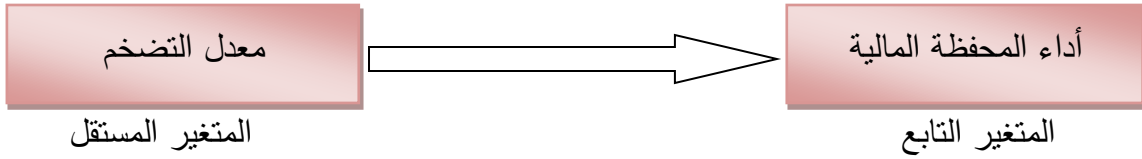
السنوات	المؤشر العام	التغير (%)
2005	4259.7	56.1
2006	3013.7	-29.3
2007	3675.0	21.9
2008	2758.4	-24.9
2009	2533.5	-8.2
2010	2373.6	-6.3
2011	1995.1	-15.9
2012	1957.6	-1.9
2013	2065.8	5.5
2014	2165.5	4.8
2015	2136.3	-1.3
2016	2170.3	1.6

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المصادر التالية:

- 1- التقرير السنوي الخامس عشر لبورصة عمان، 2013، ص 80.
- 3- التقرير السنوي الثامن عشر لبورصة عمان 2016، ص 92.

يمثل الجدول أعلاه المؤشر العام للبورصة عمان خلال الفترة 2005-2016، الذي يعكس لنا أداء المحفظة المالية محل الدراسة (محفظة السوق)، ونلاحظ أن الأداء متغير من سنة لأخرى حيث أخذ المؤشر أكبر قيمة له 4259.7 نقطة سنة 2005، ثم بدأ بالانخفاض تدريجياً حتى سنة 2012 ليغلق عند مستوى 1957.6 نقطة، وقد شهد تحسناً ملحوظاً سنتي 2013، 2014 ليبلغ 2065.8 و 2165.5 نقطة على التوالي، ليعود للانخفاض مجدداً بنسبة -1.3% خلال سنة 2015، ثم ارتفع بنسبة 1.6% سنة 2016 ليصل إلى 2170.3 نقطة.

جدول رقم (05): يوضح متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبتين

ثانياً: الأدوات والاختبارات الإحصائية المستخدمة

نوضح النموذج و الاختبارات الاحصائية المستخدمة في دراستنا فيما يلي:

1- النموذج المستخدم وتقديره

لقد استخدمنا في دراستنا النموذج الخطي البسيط وكان التقدير بواسطة المربعات الصغرى العادية .

أ) تعريف النموذج الخطي البسيط:

يعرف الانحدار الخطي البسيط بأنه عملية تقدير العلاقة الخطية بين متغيرين، أحدهما متغير مستقل، والآخر متغير تابع¹. ويكتب بالعلاقة التالية:

$$Y_i = \alpha + \beta x_i + \varepsilon_i \quad , i = 1,2,3 \dots n$$

حيث أنّ:

y_i : المتغير التابع.

x_i : المتغير المستقل.

α, β : معاملات النموذج

ε_i : حد الخطأ العشوائي (الفرق بين القيمة الحقيقية لـ y والقيمة المقدرة \hat{y})

n : عدد الملاحظات.

¹ حسين ياسين طعمة وإيمان حسين حنوش، أساليب الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص215.

- فرضيات النموذج

ليكن النموذج من الشكل التالي:

$$y_t = \beta x_t + \varepsilon_t$$

حيث أن الخطأ ε_i يعتبر متغيراً عشوائياً يخضع للفرضيات التالية¹:

- ε_t موزعاً توزيعاً طبيعياً.

- قيمة وسطه المتوقعة تساوي الصفر $E(\varepsilon_t) = 0$.

- تباينه ثابت ومستقل عن الزمن $V(\varepsilon_t) = \sigma^2$.

- لا يوجد ارتباط بين الأخطاء $\forall (i \neq j) \rightarrow COV(\varepsilon_t, \varepsilon_j) = 0$.

- لا يوجد أي ارتباط بين ε_t و x_t أي: $COV(\varepsilon_t, x_t) = 0$.

(ب) التقدير بواسطة المربعات الصغرى العادية (MCO):

تهدف هذه الطريقة أساساً إلى الحصول على مقدرات المعامل غير المعروفة، ويعرف "JM Stigler" (1981) طريقة MCO على أنها محرك التحليل الإحصائي الحديث، وذلك بالرغم من محدودية حوادثها الطارئة وتغيراتها المتعددة فإنه لا يزال يعتمد عليها في التحليل الإحصائي.

وتعتمد هذه الطريقة أساساً على إيجاد القيم التقديرية للوسائط على أساس تصغير مجموع مربعات الأخطاء.

حساب معامل الارتباط R :

يعرف معامل الارتباط على أنه الجذر التربيعي لمعامل التحديد $R^2 = (\sqrt{R^2})$ ، ويتم حساب R^2

على النحو التالي:

$$R^2 = \frac{SCE}{SCT} = 1 - \frac{SCR}{SCT}$$

$$= 1 - \frac{éé}{Y'Y}$$

$$éé = Y'Y - \hat{\beta}X'X$$

$$SCR = SCT - SCE$$

¹ Johsthor, méthode économétriques, economica Tom 2 édition paris 1998, p 63.

حيث أن:

SCT: مجموع المربعات الكلية.

SCE: مجموع المربعات المشروحة.

SCR: مجموع مربعات البواقي : $0 < R^2 < 1$

هذه المعادلة تسمح لنا بالحكم على نوعية التعديل للنموذج، فكلما اقترب التباين المفسر من التباين الكلي، يكون أفضل ويكون التعديل كلي للنموذج، ومع ذلك هذه القيم مرتبطة بوحدة قياس، وهذا ما يفسر استعمال العدد دون البعد.

كما أن المعامل R^2 يعمل على قياس وشرح نسبة الانحرافات الكلية أو التغيرات الحادثة في المتغير التابع Y والمشروحة بواسطة المتغيرات المستقلة داخل المعادلات.

حساب معامل التحديد المصحح \bar{R}^2

يعرف بالعلاقة التالية:

$$\bar{R}^2 = 1 - (1 - R^2) * \left[\frac{N - 1}{N - K} \right]$$

وبهذا فإن \bar{R}^2 يحل مشكلة جودة التوفيق، ويكون حساسا لدرجة الحرية، أي المتغيرات المستقلة داخل المعادلات.

2- الاختبارات الإحصائية

استخدمنا في دراستنا الاختبارات الآتية:

(أ) اختبار ستودنت (test de student):

يسمح لنا هذا الاختبار باختبار معنوية معامل ما، وذلك بواسطة مقارنة هذا الأخير بالنسبة إلى قيمة محددة عموما تساوي الصفر ويكون الاختبار كالتالي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 \\ H_1: \beta_i \neq 0 \end{cases} t. q: i = \overline{0.k}$$

$$T = \left| \frac{\hat{\beta}_i}{S\hat{\beta}_i} \right|$$

حيث:

T: متغير ستودنت.

S: انحراف معياري غير منحاز لـ E.

ثم نأخذ T كقيمة تم الحصول عليها ونقارنها بالقيمة المجدولة لدرجة حرية (n-k) ولمستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ ، ونلاحظ إذا كان:

$T_C > T_{tab}$ نرفض الفرضية H_0 .

$T_C < T_{tab}$ نقبل الفرضية H_0 أي أنّ معامل حامل (X) ليس له تأثير على (Y).

(ب) اختبار فيشر (test de Fischer).

ويعرف كذلك باختبار المعنوية الإجمالية للانحدار، حيث يقوم بقياس المعنوية الإجمالية فيقيس تأثير كل المتغيرات المفسرة إجمالياً على المتغيرة التابعة Y ويعتمد أساساً على معامل التحديد R^2 .

$$\begin{cases} H_0: \hat{\alpha} = \hat{\beta} = 0 \\ H_1: \hat{\alpha} \neq \hat{\beta} \neq 0 \end{cases}$$

$$F = \frac{R^2 / (K - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)}$$

ثم نأخذ قيمة (F) والتي تم الحصول عليها ونقارنها بالقيم المجدولة لدرجتي الحرية (k-1, n-k) وذلك بمستوى معنوية $\alpha = 0.05$.

- إذا كانت $F_C > F_{tab}$ نرفض H_0 ونقبل H_1 .

- إذا كانت $F_C < F_{tab}$ نقبل الفرضية H_0 .

(ج) اختبار درين - واتسون (Durbin Watson):

ومن بين الاختبارات لاكتشاف الارتباط الذاتي للأخطاء "اختبار درين واتسن"، حيث يعد من بين أهم الفرضيات الأساسية لطريقة المربعات الصغرى العادية (MCO).

ولتكن الفرضيتين:

$$\begin{cases} H_0: p = 0 \\ H_1: p \neq 0 \end{cases}$$

وللتحقق من وجود أو عدم وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء نستعمل اختبار "درين واتسن" (Durbin Watson).

$$d = \frac{\sum_{t=1}^N (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^N e_t^2} \approx 2(1 - p)$$

حيث أن:

$$p = \frac{\sum_{t=1}^N e_t e_{t-1}}{\sum_{t=1}^N e_t^2}$$

وبعد الانتهاء من عملية حساب (d) نقارنها بالقيمتين المجدولتين (d_1) التي تمثل الحد الأدنى لانعدام الارتباط الذاتي، و(d_2) التي تمثل الحد الأقصى. وذلك حسب عدد الملاحظات (N) وعدد المتغيرات المستقلة في النموذج لكل مستوى من مستويات الدلالة ($\alpha = (5\%, 1\%)$).

وتتم عملية قبول أو رفض إحدى الفرضيتين حسب المخطط التالي:

جدول رقم (06): مخطط قبول أو رفض إحدى الفرضيتين.

مجال رفض العرض (ارتباط ذاتي موجب)	مجال غير محدد (شك)	مجال قبول العرض (انعدام الارتباط الذاتي)	مجال غير محدد (شك)	مجال رفض العرض (ارتباط ذاتي سالب)
$P > 0$		$H_0: P = 0$		$P < 0$
0	d_1	d_2	2	$4 - d_2$
				$4 - d_1$
				4

ومن خلال الجدول أعلاه يمكن أن نستنتج بأن: قيمة (d) الوسطية هي (2) وعند انعدام الارتباط الذاتي يكون $P = 0$ ، منه نستخلص الفرضية التالية:

$$\begin{cases} H_0: d = 2 \rightarrow p = 0 \\ H_1: d \neq 2 \rightarrow p \neq 0 \end{cases}$$

ويمكن رفض أو قبول إحدى الفرضيتين كما يلي:

$0 < d < d_1$: يعني وجود ارتباط ذاتي موجب.

$d_1 < d < d_2$: يعني الشك في وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي.

$d_2 < d < 4 - d_2$: استقلال الأخطاء.

$4 - d_2 < d < 4 - d_1$: مجال غير محسوم (شك).

$4 - d_1 < d < 4$: وجود ارتباط ذاتي سالب.

شروط الاستعمال:

- يجب أن يحتوي النموذج على الحد الثابت.

- المتغير المفسر (الداخلي) يجب أن لا يظهر بين المتغيرات المفسرة (الخارجية).

- من أجل النماذج في حدث لحظي، الملاحظات يجب أن تكون مرتبة تبعا للمتغير المفسر (الداخل).

- عند عدم احتواء النموذج على الحد الثابت، يمكن استعمال اختبار Breusch-Godfrey. وذلك لاختبار ما إذا كانت الأخطاء مستقلة أو مرتبطة ذاتيا.

حيث يأخذ هذا الاختبار الشكل التالي:

$$\begin{cases} H_0: p = 0 \\ H_1: p \neq 0 \end{cases}$$

المبحث الثالث: تقدير العلاقة بين معدلات التضخم وأداء المحفظة.

قسم هذا المبحث الى مطلبين، فيما يخص المطلب الأول فقد خصص لإعداد النموذج الذي يتناسب ودراستنا من خلال دراسة أثر التضخم أداء المحفظة المالية، أما المطلب الثاني فجاء من أجل تقدير النموذج واختبار الفرضيات وذلك باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية والاختبارات الإحصائية.

المطلب الأول: إعداد النموذج

أولاً- انتقاء المتغيرات المفسرة للظاهرة المدروسة:

إنّ هدف الاقتصاد القياسي هو تحديد المتغيرات الأكثر تفسيراً لظاهرة ما، وهذا من أجل نمذجتها واختبار الفرضيات للحصول في النهاية على أحسن نموذج اقتصادي يعتمد عليه في تحليل وتغير وتطور الظاهرة المدروسة، ويتم تحديد هذه المتغيرات بتحقق شرطين أساسيين هما:

- المتغيرات الأكثر ارتباطاً مع الظاهرة.

- المتغيرات الأقل ارتباطاً مع بعضها البعض.

ثانياً- تقديم النموذج

نتطرق في دراستنا هذه إلى دراسة أثر معدلات التضخم على أداء المحفظة المالية خلال الفترة 2005-2016، من خلال تقدير النموذج التالي:

$$IG_t = \alpha + \beta INF_t + \varepsilon_t$$

حيث:

IG_t : يمثل المؤشر العام.

INF_t : تمثل معدلات التضخم.

وباستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO)، نقوم بتقدير المعاملات α, β .

المطلب الثاني: تقدير النموذج واختبار الفرضيات.

من خلال النتائج المتحصل عليها بواسطة تقدير معاملات النموذج يمكننا أن نحكم على النموذج المدروس بأنه مقبول أو غير مقبول من الناحية الاقتصادية والإحصائية، وهذا عن طريق تحليل النتائج المتحصل عليها.

أولاً- تقدير النموذج

نتائج التقدير بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية المبينة عن طريق استعمال برنامج Eviews. يظهر لنا النتائج التالية:

جدول رقم (07): نتائج التقدير بطريقة المربعات الصغرى العادية MCO

Dependent Variable: IG
Method: Least Squares
Date: 04/04/18 Time: 10:53
Sample: 2005 2016
Included observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2440.872	304.9989	8.002888	0.0000
INF	-7.708230	2.856436	-2.698554	0.0075

R-squared	0.846527	Mean dependent var	2592.042
Adjusted R-squared	0.788198	S.D. dependent var	726.9981
S.E. of regression	744.5326	Akaike info criterion	16.21440
Sum squared resid	5.593783	Schwarz criterion	16.29522
Log likelihood	-95.28641	F-statistic	7.487978
Durbin-Watson stat	1.883351	Prob(F-statistic)	0.007527

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاستعانة ببرنامج Eviews.

يكتب النموذج المقدر كما يلي:

$$IG_t = 2440.87 - 7.7INF_t$$

F-statistic=7.48

n=12

$R^2=0.84$

DW=1.88

ثانياً- اختبار الفرضيات

الفرضية الأولى: "طبيعة العلاقة بين التضخم وأداء محفظة الأوراق المالية هي علاقة عكسية قوية".

للتحقق من صحة الفرضية قمنا بالتحليل الاقتصادي والتحليل الإحصائي لنتائج التقدير من خلال الجدول السابق (06).

أ) التحليل الاقتصادي

من خلال الجدول السابق (07) نلاحظ بأن العلاقة جاءت عكسية ما بين معدلات التضخم والمؤشر العام، وهو ما يوافق توقعات النظرية الاقتصادية التي تتوقع وجود علاقة عكسية ما بين المتغيرين. وتشير نتائج التقدير أيضاً إلى أن زيادة معدلات التضخم بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع أداء المحفظة بنسبة 7,7%.

ب) التحليل الإحصائي: وذلك من خلال معامل الارتباط أو التحديد

في الجدول السابق (07) تشير قيمة معامل التحديد إلى أن 84,65% من التغيرات التي تحدث في المؤشر العام سببها التغيرات التي حدثت في معدلات التضخم، أما 15,35% فهي مفسرة بواسطة عوامل أخرى لم يتم حصرها في هذا النموذج. وبالتالي نلاحظ أن نسبة كبيرة من التغيرات التي تحدث في أداء المحفظة المالية (المؤشر العام) سببها التغيرات الحادثة في معدلات التضخم.

من خلال التحليل الاقتصادي والإحصائي يتضح أنه توجد علاقة عكسية بين التضخم وأداء المحفظة المالية وبالتالي فقد تم إثبات صحة الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية: "توجد دلالة إحصائية لتأثير التضخم على أداء المحفظة المالية"

للتحقق من صحة الفرضية تم استخدام ثلاث اختبارات إحصائية (اختبار ستودنت، اختبار فيشر واختبار درين-واتسن). وذلك كما يلي:

أ) اختبار ستودنت (Test de Student) :

تعطى إحصائية ستودنت لاختبار المعلمة الواحدة بالعلاقة التالية:

$$\begin{cases} H_0: \hat{\gamma}_i = 0 \\ H_1: \hat{\gamma}_i \neq 0 \end{cases} \quad i = 0.1$$

حيث:

$$\hat{\gamma}_0 = \hat{\alpha}$$

(T) ستودنت الذي يختبر معنوية كل معامل على حدى والذي يمثل مدى تأثير كل متغير على المتغير التابع IG_t وهذا الأخير يعتمد على المقارنة بين قيمة ستودنت المحسوبة (T_c) وقيمة ستودنت الجدولة ($T_{(n-k)}^\alpha$) المأخوذة من الجدول حيث ($n-k$) هي درجة الحرية، (n) عدد الملاحظات التي تقدر بـ 12 مشاهدة و (k) عدد المعاملات المقدر والتي تساوي 2 عند مستوى الدلالة ($\alpha = 5\%$)، ونلخص النتائج في الجدول التالي:

جدول رقم (08): نتائج اختبار ستودنت.

المعالم	T_c	T_t	مستوى المعنوية	الملاحظات	القرار
$\hat{\alpha}$	8.00	1.81	0.0449	$ T_c > T_t$	معنوي
$\hat{\beta}$	-2.69	1.81	0.0335	$ T_c > T_t$	معنوي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج التقدير.

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة ستودنت المحسوبة (T_c) لكل من المعالم ($\hat{\alpha}$)، ($\hat{\beta}$) وهي على التوالي 8.00 و -2.69 أكبر من ستودنت الجدولة (T_t) 1.81 عند مستوى الدلالة ($\alpha = 5\%$) لنفس المعالم كل على حدى، إذن نرفض الفرضية المعدومة H_0 القائلة بانعدام المعالم، ونقبل الفرضية H_1 وهذا يعني أن لمتغيرة معاملات التضخم تأثير على الأداء العام للمحفظة المالية (المؤشر العام).

(ب) اختبار فيشر (Teste de Fisher):

اختبار فيشر يأخذ الشكل التالي:

$$\begin{cases} H_0: \hat{\alpha} = \hat{\beta} = 0 \\ H_1: \hat{\alpha} \neq \hat{\beta} \neq 0 \end{cases}$$

اختبار فيشر يؤكد النتائج المعطاة بواسطة اختبار ستودنت والذي يحكم إذا كانت مجموعة المتغيرات المستقلة لها تأثير على المتغير التابع، انطلاقاً من المقارنة بين قيمة فيشر المحسوبة (F_c) وقيمة فيشر الجدولة ($F_{(k,n-k-1)}^\alpha$) المأخوذة من الجدول حيث ($k, n-k-1$) هي درجة الحرية، (n) عدد الملاحظات التي تقدر بـ 12 و (k) عدد المعاملات المقدر والتي تساوي 2 عند مستوى الدلالة ($\alpha = 5\%$).

في الجدول السابق (07) لدينا قيمة فيشر المحسوبة ($F_c = 7.48$) أكبر من قيمة فيشر الجدولة ($F_{(2,10)}^{0.05} = 4.10$) ومنه نرفض الفرضية الصفرية H_0 ، ونقبل الفرضية H_1 وهذا يعني أنه يوجد على الأقل معامل غير معدوم، إذن النموذج إجمالياً ذو دلالة إحصائية.

(ج) اختبار درين-واتسن (DW):

نقوم بحساب الإحصائية (DW) للتحقق من وجود الارتباط الذاتي أو انعدامه بين الأخطاء، ويمكن الحصول عليه بعد تقدير البواقي (ε_t) بطريقة المربعات الصغرى العادية.

ويأخذ اختبار درين - واتسن الشكل التالي:

$$\begin{cases} H_1: P = 0 \\ H_2: P \neq 0 \end{cases}$$

حيث أن:

$$\begin{cases} d_1 = 0.86 \\ d_2 = 1.56 \end{cases}$$

جدول رقم (09): نتائج اختبار درين-واتسن

$P > 0$	الشك	غياب الارتباط	الشك	$P < 0$
وجود ارتباط موجب				وجود ارتباط سالب
0	0.86	1.56	2	2.44
				3.14
				4

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج التقدير.

في الجدول السابق (07) لدينا قيمة $DW=1.88$ ونلاحظ أن هذه القيمة محصورة بين 1,56 و 2,44 ومنه فهي تنتمي إلى مجال غياب الارتباط الذاتي.

إذن بناء على نتائج الاختبارات الإحصائية نكون قد أثبتنا صحة الفرضية الثانية القائلة توجد دلالة إحصائية لتأثير التضخم على أداء المحفظة المالية.

الاستنتاج: انطلاقاً من تحليل النموذج نستنتج أن هذا النموذج مقبول اقتصادياً وإحصائياً.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل والذي تم تخصيصه للجانب التطبيقي من الدراسة حاولنا فيه اسقاط الجانب النظري منها على الجانب التطبيقي وذلك من خلال دراسة أثر التضخم على أداء المحفظة المالية لبورصة عمان خلال الفترة 2005-2016، آخذين في ذلك المؤشر العام لبورصة عمان نظرا لأهميته ودوره في إدارة المحافظ المالية، فهذا الأخير يدلنا على أداء المحافظ في السوق المالي ومن ثم على حالة السوق ككل.

حيث تم إعداد النموذج الملائم لدراستنا، وبعد تقديره واخضاعه لمجموعة من الاختبارات، تبين أن التضخم يؤثر على أداء المحفظة المالية في بورصة عمان، كما أنه توجد علاقة عكسية بين التضخم والمؤشر العام للبورصة وذلك وفقا للنظرية الاقتصادية حيث أن زيادة معدلات التضخم بنسبة 1% أدى إلى تراجع أداء المحفظة المالية بنسبة 7.7% خلال الفترة 2005-2016.

الخاتمة

الخاتمة

إن دراسة وتحليل آلية التأثير والعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء المحافظ المالية من أهم العناصر التي تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للحفاظ على الاستقرار في الأسواق المالية ومن تم على الاقتصاد ككل.

حيث أن التطور الحاصل في الأسواق المالية وزيادة حركة رؤوس الأموال أدى إلى زيادة الاهتمام بالاستثمار في الأوراق المالية وذلك لما تحققه من عوائد وأرباح في ظل مخاطر معينة، فهذه الأخيرة تختلف من استثمار لآخر ومن ورقة مالية لأخرى فعلى المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد، ويمكن جمع هذه المخاطر فيما يسمى بالمخاطر الكلية التي تنقسم إلى نظامية وغير نظامية.

تناولت هذه الدراسة معالجة موضوع أثر التضخم على أداء المحفظة المالية في بورصة عمان خلال الفترة 2005-2016 وكان الهدف من ذلك معرفة مدى تأثير التضخم على أداء المحفظة المالية في بورصة عمان، وضمن هذه الخاتمة سنحاول توضيح أهم النتائج المتوصل إليها بالإضافة إلى اقتراح بعض التوصيات وآفاق للدراسة.

أولاً: نتائج الدراسة

توصلنا في دراستنا هذه إلى مجموعة من النتائج يمكن ادراجها في:

1- النتائج النظرية

- العائد والمخاطرة متغيرين أساسيين يبني عليهما المستثمر قراره، حيث يمثلان حجر الأساس عند اختياره لأصول محفظته المالية.
- إن الاستثمار في المحفظة المالية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بوجود نوعين من المخاطر وهي مخاطر نظامية، ومخاطر غير نظامية.
- الانحراف المعياري ومعامل بيتا من أساليب قياس المخاطر المالية.
- التضخم من المخاطر النظامية، فهو خطر يؤثر على عوائد الأوراق المالية وذلك نتيجة لارتفاع الأسعار.
- الاستثمار في الأسهم العادية يشكل في بعض الأحيان حماية من مخاطر القوة الشرائية.
- الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات أكثر تأثراً بمخاطر التضخم.

2- النتائج التطبيقية

- المؤشر العام للأسواق المالية مرآة عاكسة لأداء المحافظ المالية.
- توجد دلالة إحصائية بين التضخم وأداء المحفظة (المؤشر العام) في بورصة عمان أي التضخم يؤثر على أداء المحفظة المالية.
- توجد علاقة عكسية قوية بين التضخم وأداء المحفظة (المؤشر العام) في بورصة عمان أي أن التضخم له تأثير سلبي على أداء المحفظة المالية.

ثانيا: التوصيات

- من خلال النتائج المتوصل إليها والمذكورة أعلاه نقترح جملة من التوصيات نلخصها في النقاط التالية:
- اختيار السياسة المناسبة و المتمثلة في التنوع الدولي من أجل تغطية المخاطر النظامية والتي من بينها مخاطر التضخم.
 - أن تكون المعلومات الخاصة بالشركات والقطاعات شفافة وواضحة هذا من أجل إعطاء صورة أوضح للمستثمر المالي.
 - الإستعانة بمؤشرات الأسواق المالية التي من شأنها تقييم أداء المحافظ المالية.
 - على المستثمر أن يختار التوليفة المناسبة للأوراق المكونة لمحفظته المالية وتنويعها تنوعا جيدا، بهدف تقليل المخاطر غير النظامية هذا بدوره يؤدي إلى تخفيض المخاطر الكلية.
 - يجب على المستثمر إجراء تغييرات في مكونات محفظته من فترة إلى أخرى إذا ما تغيرت ظروف السوق أو تغيرت قدرته على تحمل المخاطر.

ثالثا: آفاق الدراسة

- القيام بدراسة موضوع المحفظة المالية من المنظور الإسلامي من حيث مكوناتها وطريقة تسييرها.
- دراسة تأثير متغيرين أو أكثر على أداء المحفظة المالية.
- دراسة نفس الموضوع في بيئة مالية أخرى.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1. الكتب

1. أحمد فوزي ملوخية، مبادئ الاقتصاد، بدون طبعة، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2009.
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2012.
3. جهاد هماد، إدارة الاستثمار الايطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2016.
4. حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011.
5. حسني علي خربوش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
6. حسين بن سالم جابر الزبيدي، التضخم والكساد، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2011.
7. حسين ياسين طعمة وإيمان حسين حنوش، أساليب الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009.
8. خالد أحمد سليمان شبكة، التضخم وأثره على الدين، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
9. خالد واصف الوزني وأحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظري والتطبيق، الطبعة الحادية عشر، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2014.
10. خالد وليد الراوي، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان- الأردن، 2000.
11. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2009.
12. خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، الطبعة الأولى، الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2016.
13. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2010.

14. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، بدون طبعة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009.
15. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2012.
16. رندة جميل، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، أمجد للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2016.
17. رواء زكي يونس الطويل، محاضرات في الاقتصاد السياسي، دار زهرة للنشر والتوزيع، العراق، مجهول سنة النشر.
18. زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، بدون طبعة، الناشر الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
19. سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم حالة سلطنة عمان، الطبعة الأولى، الراية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2013.
20. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009.
21. شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر Risks management، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2012.
22. شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2015.
23. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2010.
24. عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، بدون طبعة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010.
25. عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2014.
26. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان- الأردن، 2008.
27. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009.

28. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008.
29. علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2012.
30. علي عباس، الإدارة المالية Financial management، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008.
31. عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة (أهميتها، أنواعها، واستراتيجياتها- بورصة Euronext- Paris)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2017.
32. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، بدون طبعة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
33. فايز سليم حداد، الإدارة المالية Corporate finance، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
34. فرج خير الله، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2016.
35. فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك- مدخل كمي واستراتيجي معاصر، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008.
36. فليح حسن خلف، الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2007.
37. فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008.
38. فيصل محمود الشوارة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى عملي (التمويل-الاستثمار-التخطيط-التحليل المالي)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2013.
39. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
40. كامل علاوي كاظم الفتلاوي وحسين لطيف كاظم الوبيدي، مبادئ علم الاقتصاد، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013.
41. محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.

42. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، عمان-الأردن، 2009.
43. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009.
44. محمد طنيب ومحمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
45. محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
46. محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013.
47. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013.
48. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
49. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
50. محمد مروان السمان وآخرون، مبادئ التحليل الاقتصادي (الجزئي والكلي)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
51. محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2005.
52. محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة السادسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013.
53. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية-للمعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية-دراسة تطبيقية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
54. محمود حسين الوادي وكاظم جاسم العيساوي، الاقتصاد الكلي تحليل نظري وتطبيقي، الطبعة الأولى، المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2007.
55. محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2014.

56. منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال-الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، توزيع دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2014.
57. منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008.
58. وضاح نجيب رجب، التضخم والكساد والأسباب والحلول وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011.
59. وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.

II. البحوث الجامعية

- أطروحات الدكتوراه

1. بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012.
2. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
3. سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014.
4. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر، 2015/2014.

- مذكرات الماجستير

1. إسماعيل جميل الصعيدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر بغزة-فلسطين، 2011.
2. بشارالشعراني، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق- سوريا، 2015.
3. توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، 2015.
4. حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002.

5. فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة-فلسطين، 2014.

III. المجالات:

1. إبراهيم يعقوب إسماعيل وهلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، العدد 17، 2016.

2. إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 04، العراق، العدد 07، 2011.

3. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة الجزائر، العدد 03، 2004.

4. عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محافظتها الاستثمارية الكفؤة باستخدام نموذج التأكيد العادل، مجلة الإدارة والاقتصاد، العراق، العدد 81، 2010.

5. قاسم نايف علوان وإبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 05، 2005.

6. محفوظ جبار وعديلة مريم، قياس دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف-الجزائر، العدد 06، 2006.

7. محفوظ جبار ومريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة، دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف-الجزائر، العدد 10، 2010.

IV. الملتقيات:

1. حشايشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف-أيام 20-21 أكتوبر 2009.

2. عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمة المالية العالمية الحالية في المؤسسات المالية، ملتقى حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، خلال الفترة 20-21 أكتوبر 2009.

3. فرحات الصافي علي عبد الهادي، مخاطر صيغ الاستثمار في المصارف التقليدية والإسلامية، دراسة تحليلية مقارنة، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر العلوم الإسلامية قسنطينة، المنعقد يومي 05 و 06 ماي 2009.

.V. التقارير والمنشورات

1. التقرير السنوي الثامن عشر لبورصة عمان، 2016.
2. التقرير السنوي الخامس عشر لبورصة عمان، 2013.

.VI. مراجع أخرى

1. Pric-LL، الموسوعة الاقتصادية المسيرة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، الكويت، الجزائر، 2010.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Johnston, méthodes économétriques, economica Tom 2 édition paris ,1998.
2. Robert cobbaut et autres, la gestion de portefeuille (Instruments, stratégie et performance), 1édition, de Boeck,Belgique, 2011.

ثالثا: المواقع الإلكترونية

- بورصة عمان [http:// www.ase.com.jo/ar](http://www.ase.com.jo/ar)

- <http://unctadstat.unctad.org>