وزارة التعليـــــــــــــــــــم العـــــــــــالي
والبحـــــــــــث العلمـــــــــــــي

جامعة الشاذلي بن جديد –الطارف–

UNIVERSITE CHADLI BENJEDID –EL- Tarf

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيّير

Faculté Des Sciences Economique, Commercial Et Sciences Des Gestion

الرقم التسلسلي: السنة الجامعية: 2018/2017

قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة في اطار متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت عنوان:

أثر إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية على الأداء

–دراسة حالة محفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل خلال الفترة 2006–2016–

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

تحت اشراف:

الدكتورة سالـــــم راضية

من إعداد الطالبة:

– لعجايلية ياسمينة

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر إدارة المخاطر على تقييم أداء محفظة الأوراق المالية اعتمادا على التنويع عند اقتناء المحفظة. فشركات التأمين كغيرها من المؤسسات المالية غير البنكية أصبحت تقوم بدور فعال في مجال إدارة المحافظ، والتي تسعى في توظيفاتها المالية إلى تحسين المردودية وتغطية المخاطر، من خلال دقة التقييم والتسيير للمحفظة المالية. ولاختبار هذه العلاقة فقد تم الاستعانة بمؤشرات قياس المردودية لشارب.

قد توصلت الدراسة من خلال حالة محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل إلى مجموعة من النتائج أبرزها أن محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين تتسم بسوء الأداء في التسيير، بالإضافة إلى أن غياب الفرص البديلة وضعف السوق المالي الجزائري انعكس سلبا على عملية التنويع في الأصول المكونة للمحفظة، خاصة في إطار ضعف البيئة السوقية والتشريعات القانونية غير المحفزة للتوظيف المالي.

الكلمات الدالة: محفظة الأوراق المالية، أداء، إدارة المخاطر، عائد، تنويع، شركات التأمين.

Résumé

Cette étude a pour objectif d'identifier l'effet de la gestion du risque sur la performance du portefeuille financier en fonction de la diversification lors de l'acquisition du portefeuille.

Les compagnies d'assurances sont devenues d'importants gestionnaires de portefeuilles de titre en raison de la nature de leurs activités. Ils emploient leur excédent de fonds sous forme de portefeuilles financiers afin d'améliorer leur rentabilité. Et pour tester cette relation, on a eu recoure à l'indice de Sharpe.

Cette étude a conclu que le portefeuille financier de la compagnie algérienne d'assurance n'est pas déficient car la baisse du niveau de la bourse d'Alger a un effet négatif sur la performance du portefeuille surtout avec l'absence d'un cadre d'un environnement juridique idéal et un marché actif, qui encourage l'investissement financier.

Mots clé: le portefeuille financier, performance, gestion de risque, rendement, diversification, compagnie d'assurance.

-إهداء-

" الْحَمْدُ لِلّهِ الَّذِي هَدَانَا لِهَذَا وَمَا كُنَّا لِنَهْتَدِيَ لَوْلا أَنْ هَدَانَا اللّهُ "

إلى سبب وجودي في الحياة... والدي الحبيب.

إلى بسمة الحياة وسر الوجود إلى من كان دعاءها سر نجاحي... أمي الغالية.

إلى إخوتي الأعزاء كل من يزيد وأسامة و إلى كل أفراد العائلة الكريمة .

إلى كل صديقاتي اللواتي كن سندا لي حفظهن الله ورعاهن.

إلى أصدقائي ومن عرفناهم طيلة المشوار الدراسي وفقهم الله.

إلى كل من أضاء بعلمه عقل غيره.

أهدي ثمرة جهدي.

ياسمينة

-شكر وعرفان-

"وَمَا تَوْفِيقِي إِلَّا بِاللَّهِ عَلَيْهِ تَوَكَّلْتُ وَإِلَيْهِ أُنِيبُ"

أول الشكر لله الواحد القهار صاحب الفضل والإكرام أكرمنا بنعمة الإسلام ويسر لنا سبيل العلم، فله الشكر حتى يرضى وله الشكر بعد الرضا والصلاة والسلام على المصطفى صلى الله عليه وسلم تسليما كثيرا.

ثم كامل الشكر والتقدير لأستاذتنا الفاضلة: الدكتورة سالم راضية، لتفضلها بالإشراف على هذا العمل، ولما لها من جهود فاضلة ومقترحات وملاحظات قيمة أثمرت إيجابا فيما قدمته، فجزاها الله عنا خير الجزاء.

كما أتوجه بالشكر لوالدي الكريمين حفظهم الله على تشجيعهم ومساندتهم لي طيلة فترة الدراسة، كما لا أنسى كل من ساعدني على إتمام هذا العمل من قريب أو بعيد.

كما لا يفوتني أن نشكر أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل، وتسخيرهم وقتا لقراءته وتقيمه.

شكرا جزيلا

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل رقم 1-1	المخاطر الكلية	
الشكل رقم 1-2	عملية إدارة المخاطر	
الشكل رقم 1-3	عملية إدارة المخاطر	
الشكل رقم 1-4	علاقة العائد والمخاطر	
الشكل رقم 1-5	تقدير معامل بيتا بيانيا	
الشكل رقم 2-1	Treynorنسبة ترينور	
الشكل رقم 2-2	نموذج (مؤشر) شارب Sharpe	
الشكل رقم 3-1	الهيكل التنظيمي للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT	
الشكل رقم 3-2	تطور الإنتاج للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006 - 2016	
الشكل رقم 3-3	هيكل الإنتاج الإجمالي للسنوات 2006-2016 للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT	
الشكل رقم 3-4	مطالبات السنوات 2006 – 2016 للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT	
الشكل رقم 3-5	تطور نسبة مساهمة قطاع التأمين في النمو الاقتصادي خلال السنوات 2006 – 2016	
الشكل رقم 3-6	توزيع شركات التأمين في الجزائر حسب عدد وكالاتها للسنة 2015	
الشكل رقم 3-7	الحصة السوقية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل في سوق التأمينات الجزائري	
الشكل رقم 3-8	أنواع المخاطر التي تواجه شركات التأمين حسب لجنة بازل	
الشكل رقم 3-9	هيكل الاستثمار لدى الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT	

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول رقم 2-1	درجات التنقيط لأشهر وكالات التنقيط العالمية	
الجدول رقم 2-2	ملخص لأهم طرق قياس المخاطر	
الجدول رقم 3-1	تطور نشاط الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال السنوات 2006 – 2016	
الجدول رقم 3-2	إنتاج الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال السنوات 2006 – 2016	
الجدول رقم 3-3	الفوائض المالية القابلة للاستثمار لدى الشركة الجزائرية للتأمين الشامل للسنوات 2006 - 2016	
الجدول رقم 3-4	نسبة مساهمة قطاع التأمين في النمو الاقتصاديفي الجزائر خلال السنوات 2006 – 2013	
الجدول رقم 3-5	تقسيم الخدمات التأمينية حسب طبيعة الشركة للسنوات 2006 – 2015	
الجدول رقم 3-6	الحصة السوقية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال السنوات 2006 – 2016	
الجدول رقم 3-7	اسهامات الشركة الجزائرية للتأمين الشامل في الشركات التابعة خلال السنوات 2006 – 2016	
الجدول رقم 3-8	أصول المحفظة الاستثمارية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال الفترة 2006 – 2016	
الجدول رقم 3-9	أصول محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل خلال الفترة 2006 – 2016	
الجدول رقم 3-10	نواتج أصول محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل للفترة 2006 – 2016	
الجدول رقم 3-11	عوائد الاستثمارات المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل للفترة 2006 – 2016	

الجدول رقم 3-12	الانحراف المعياري لمحفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT	
الجدول رقم 3-13	مكونات محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل	

قائمة المختصرات

المختصر	معنى المختصر
CAAT	Compagnies Algérienne des Assurances Total
CAAR	Compagnie Algérienne d'Assurance et de Réassurance
EPE	Entreprise Public Economique
SPA	Société Par Action
CNMA	Caisse National du Mutualité Agricole
SAA	Société Algérienne d'Assurance
ICAPM	INTERNATIONAL CAPM
CCAPM	consumption-based capital asset pricing model
APT	Arbitrage pricing theory
RAP	Risk Adjusted Performance
Rf	Risk Free
OCDE	Organisation for Economic Co-operation and Development
ONU	Organisation des Nations unies
FMI	Fonds monétaire international
SAS	Société par actions simplifiée
TALA	TAAMINE Life Algérie
CACH	Chicago Area Consolidation Hub
CAGEX	Compagnie Algérienne d'Assurance et de Garantie des Exportations
AMNAL	Entreprise De Services Et D'équipements De Sécurité
EXAL	Expertise Algérie entreprise leader
SRH	La Société de Refinancement Hypothécaire
SIH	système d'information hospitalier
SGCI	Société de garantie du crédit immobilier
IAHEF	Institut algérien des hautes études financières
AFRICA-RE	African Reinsurance Corporation
CNEP- IMMO	Caisse nationale d'épargne et de prévoyance-Banque
EHEA	Ecole des hautes études d'assurances

DAT	Dépôt à terme
IDR	International Depository Receipt
PAR	participations
MEDAF	modèle d'évaluation des actifs financiers
CAPM	Capital Asset Pricing Model

فهرس المحتويات

المحتوى	الصفحة
– ملخص	
– Résumé.....	
– إهداء	
– شكر وعرفان	
– قائمة الأشكال	
– قائمة الجداول	
– قائمة المختصرات	
– فهرس المحتويات	
– المقدمة	
الفصل الأول: إدارة المخاطر وكيفية تقديرها	
– تمهيـــــــد	
1. الإطار المفاهيمي للخطر.....	
1.1. ماهية الخطر.....	
1.1.1. مفهوم الخطر	
2.1.1. الخطر في المالية.....	
3.1.1. الخطر وأساليب التعامل معه.....	
2.1. أنواع المخاطر	
1.2.1. المخاطر النظامية	
2.2.1. المخاطر غير النظامية.....	
3.2.1. المخاطر الكلية.....	
3.1. المخاطر ومتطلبات اتفاقيات بازل.....	
1.3.1. اتفاقية بازل1.....	

2.3.1. اتفاقية بازل 2.....	
2. مدخل لإدارة المخاطر.....	
1.2. ماهية إدارة المخاطر.....	
1.1.2. مفهوم إدارة المخاطر.....	
2.1.2. أهداف إدارة المخاطر.....	
2.2. مناهج إدارة المخاطر.....	
1.2.2. خطوات عملية إدارة المخاطر.....	
2.2.2. استراتيجيات إدارة المخاطر.....	
3.2. سبل إدارة المخاطر المالية.....	
1.3.2. التأمين.....	
2.3.2. إدارة التوازن بين الأصول والخصوم.....	
3.3.2. التغطية.....	
3. مدخل عام حول محفظة الأوراق المالية.....	
1.3. مفهوم محفظة الأوراق المالية.....	
1.1.3 تعريف محفظة الأوراق المالية.....	
2.1.3. أهداف ووظائف محفظة الأوراق المالية.....	
3.1.3. أنواع محافظ الأوراق المالية.....	
2.3. خصائص محفظة الأوراق المالية.....	
1.2.3. مكونات محفظة الأوراق المالية.....	
2.2.3. عائد محفظة الأوراق المالية.....	
3.2.3. قياس مخاطر محفظة الأوراق المالية.....	
3.3. تشكيل محفظة الأوراق المالية.....	
1.3.3. سياسات محافظ الأوراق المالية.....	
2.3.2. تكوين محافظ الأوراق المالية.....	
3.3.3. سياسات إعادة تكوين محافظ الأوراق المالية.....	

– خلاصة الفصل الأول	
الفصل الثاني: محفظة الأوراق المالية ومقاييس أدائها	
– تمهيـــــد	
1. نظرية المحفظة ونماذج التسعير.....	
1.1 نظرية ماركوفيتز (نظرية المحفظة).....	
2.1. نماذج تسعير الأصول.....	
3.1. نظرية الاربتراج- المراجحة APT (نظرية التسعير الترجيحي).....	
2. **قياس أداء محفظة الأوراق المالية**.....	
1.2. النموذج البسيط لقياس أداء محافظ الأوراق المالية.....	
2.2. الطرق الكمية (النموذج المزدوج) لقياس أداء محافظ الأوراق المالية.....	
1.2.2. نموذج المخاطر المنتظمة TREYNOR.....	
2.2.2. نموذج المخاطر الكلية SHARPE.....	
3.2.2. نموذج جنسن JENSEN.....	
4.2.2. المقارنة بين النماذج المختلفة.....	
3.2. الطرق الحديثة لقياس أداء المحافظ المالية.....	
1.3.2. نموذج كورنال CORNELL.....	
2.3.3. نموذج ماكدونالد McDonald.....	
3.3.2. نموذج GRINBLATT ETTITMAN.....	
4.3.2. نموذج HENRIKSON ET MARTON.....	
5.3.2. نموذج معدل الأداء بالمخاطر RiskadjustedPerformance (RAP).....	
6.3.2. نموذج MAZUYETTREYNOR.....	
7.3.2. نموذج BLOCKETFRENCH.....	
3. **أثر المخاطر على تقييم أداء محفظة الأوراق المالية**.....	
1.3. معامل الارتباط والتنويع لتحسين الأداء.....	
2.3. تقدير الأداء والخطر عن طريق وكالات التنقيط.....	

1.2.3.شروط ومعايير وكالات التصنيف.....	
2.2.3. ظهور وكالات التنقيط وأشهرها.....	
3.2.3. درجات التنقيط.....	
4.2.3. أسس التنقيط.....	
5.2.3. آلية التنقيط.....	
3.3. النمذجة لإدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية.....	
1.3.3. المقاييس الرياضية للخطر.....	
2.3.3. وضع نموذج لإدارة المخاطر.....	
3.3.3. النمذجة الالكترونية لإدارة المخاطر.....	
- **خلاصة الفصل الثاني**.....	
الفصل الثالث: دراسة حالة محفظة الشركة الجزائرية لتأمين الشامل	
- **تمهيـــــــد**.....	
1. مدخل للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT	
1.1. تقديم الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.....	
1.1.1. تعريف شركات التأمين.....	
2.1.1. نشأة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT	
3.1.1. الهيكل التنظيمي للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.....	
2.1. الخدمات التي تقدمها الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.....	
1.2.1. التسعير والإنتاج.....	
2.2.1. الاكتتاب وتسوية المطالبات.....	
3.2.1. إعادة التأمين.....	
4.2.1. الاستثمار.....	
3.1. دور شركات التأمين في الاقتصاد الجزائري.....	
1.3.1. الدور الاقتصادي والاجتماعي لشركات التأمين.....	
2.3.1. أثر قطاع التأمينات على النمو الاقتصادي في الجزائر.....	

3.3.1. موقع الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT في سوق التأمين الجزائري.....	
4.3.1. المخاطر التي تتعرض لها شركات التأمين.....	
2. **تقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشاملCAAT**.....	
1.2. مكونات محفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.....	
1.1.2. إسهامات الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT لدى شركات أخرى.....	
2.1.2. المحفظة الاستثمارية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.....	
3.1.2. محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.....	
2.2. مؤشر شارب لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT ...	
1.2.2. عائد أصول محفظة الأوراق المالية الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT	
2.2.2. خطر محفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.....	
3.2.2. معامل الارتباط بين أصول المحفظة.....	
4.2.2. مؤشر شارب لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT .	
– **خلاصة الفصل الثالث**.....	
– **الخاتمة**	
– **قائمة المراجع**	
– **الملاحق**	

إن الأهمية المتزايدة للأسواق المالية وسرعة تطورها واتساعها، أدت إلى تزايد الاستثمار في الأوراق المالية، وتنوع المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، الشيء الذي ساعد على تنوع الأدوات المالية من خلال تزايد الإبداعات في الممارسات الاستثمارية وأدواتها.

وقد كان لظهور الإبداعات المالية والتنوع في الأوراق المالية سببا رئيسيا في ظهور العديد من الأعمال الأكاديمية التي وضعت الأسس الأولى في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، ولعل أهمها ما جاء به ماركوفيتز سنة 1952 من خلال نظرية المحفظة التي تسعى إلى تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى ذات الأصول الخطرة، لتتبعه بعد ذلك العديد من النظريات والنماذج التي سعت إلى تحسين وتطوير النظرية بإدخال إضافات جديدة كالأصول الخالية من الخطر وغيرها.

فأصبحت محفظة الأوراق المالية من الأدوات الاستثمارية الأضمن، والتي تهدف إلى التوظيف الأمثل للأموال وتنمية القيمة السوقية. ولتحقيق هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي يعتمد عليها في اختيار الاستثمار المناسب أو المزيج الأمثل من الأوراق المالية، والذي يضمن جودة توظيف الموارد المالية لكل من الأفراد والشركات على حد سواء عند تقييم أداء محافظ أوراقهم المالية.

وفيما يتعلق بالمؤسسات المالية، فإن درجة تعقيد عملياتها المالية وصعوبة التحكم في كل متغيرات أنشطتها بهدف تحقيق عوائد مرضية بأقل قدر ممكن من المخاطر يجبرها على التسيير الجيد لأصولها، الأمر الذي يساعدها على فهم كل من الجوانب الإيجابية والسلبية المحتملة لكل العوامل التي قد تؤثر على محفظة الأوراق المالية، وتحقيق الموازنة المثلى بين العوائد والمخاطر المرتبطة بها من خلال التقليل من حجم المخاطر التي تتعرض لها بواسطة التنويع

وعليه أصبح من الضروري مراقبة مستوى المخاطر ووضع الإجراءات الرقابية اللازمة للسيطرة على آثاره السلبية، لذا فالهدف الأساسي لإدارة المخاطر الجيدة هو التعرف على هذه الأخطار، تقدير حجمها ووضع السياسات اللازمة لمعالجتها. فباعتبار أن إدارة المخاطر كعلم فهي تعتمد على التحليل الواقعي لهيكلية المخاطر والاستعانة بالنماذج القياسية والحسابية في ذلك، لاختيار النموذج المناسب، لذا لابد أن تكون أنشطة إدارة المخاطر مستمرة ودائمة التطور وترتبط باستراتيجيات وكيفيات تطبيقها.

1. إشكالية البحث:

انطلاقا مما سبق نحول من خلال هذه الدراسة، معالجة الإشكالية التالية: « **ما أثر إدارة المخاطر في تقييم أداء محافظ الأوراق المالية ؟**» .

ويتفرع عن الإشكالية الرئيسية للبحث الأسئلة الفرعية التالية:

- إلى أي مدى يساهم التنويع في الوقاية من مخاطر محافظ الأوراق المالية ؟
- هل توجد علاقة بين إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية وأداء المؤسسة ؟
- بما يمتاز أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل ؟
- فيما تكمن نجاعة محفظة الأوراق المالية في ظل ركود السوق المالي ؟

2. فرضيات البحث:

على ضوء ما تقدم يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- **الفرضية الأولى:** التنويع أحسن طريقة للتقليل من مخاطر محفظة الأوراق المالية؛
- **الفرضية الثانية:** هناك علاقة بين إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية وأداء المؤسسة؛
- **الفرضية الثالثة:** أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل جيد حسب شارب؛
- **الفرضية الرابعة:** ركود السوق المالي له تأثير على ضعف أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

3. أهمية البحث:

تكمن أهمية اختيار هذا الموضوع من خلال:

- إبراز أهمية إدارة المخاطر في العملية الاستثمارية؛
- إظهار دور إدارة المخاطر في التنبؤ بالمستقبل وتفادي الأزمات؛
- تبيين علاقة إدارة المخاطر في تقييم أداء محفظة الأوراق المالية لشركات التأمين؛
- ضرورة تفعيل بورصة الجزائر وبالتالي المساهمة في التنمية الاقتصادية.

4. أهداف البحث:

يأتي هذا البحث لتحقيق جملة الأهداف نذكر منها:

- تحديد مفهوم محفظة الأوراق المالية والتعرف على مختلف سبل وطرق وأساليب إدارة المخاطر المتعلقة بها؛
- إبراز العلاقة بين إدارة مخاطر الأوراق المالية والأداء؛
- التعرف على مختلف المؤشرات والأساليب المستعملة في المفاضلة بين مختلف الخيارات المتاحة في مجال الأوراق المالية.

5. منهج البحث:

للإجابة على إشكالية البحث واختبار فرضياتها، سيتم الاعتماد على المناهج العلمية المتناسبة مع الموضوع، حيث سيتم الاعتماد على المنهج التاريخي والمنهج الوصفي التحليلي، لعرض الأدبيات والنظريات ذات صلة بموضوع البحث وذلك من خلال مجموعة من الكتب، البحوث العلمية، الرسائل العلمية والمقالات بالإضافة إلى شبكة الانترنت.

كما سيتم الاعتماد على منهج دراسة حالة من خلال إسقاط الدراسة على محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT كنموذج للدراسة.

6. الدراسات السابقة:

يمكن حصر أهم الدراسات السابقة ذات صلة بموضوع البحث في:

- **دراسة بوزيد سارة (2006-2007): إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري. دراسة حالة بنك ،BNP PARIBAS-"مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تحت إشراف: د. عبد الحق بوعتروس، جامعة منتوري –قسنطينة**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور البنوك التجارية في مجال إدارة الحوافظ المالية، ومدى قدرتها على أدائه بفعالية، اعتمادا على سياسة التنويع الكفؤ. من خلال دراسة حالة بنك BNP PARIBAS وباستخدام مؤشر شارب كمقياس لأداء المحفظة. من نتائج هذه الدراسة: على الدور الفعال للبنوك في إدارة المحافظ المالية وذلك من خلال النتائج المتحصل عليها في الدراسة التي برهنت بأن المحفظة أقل خطورة من مكوناتها، وهذا راجع للتنويع الجيد والذي تم الحكم عليه من خلال الارتباط.

- **دراسة الياس خضير الحمدوني، (2011): تقييم أداء المحافظ الاستثمارية / بالتطبيق في سوق عمان المالي"، مقال علمي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، (المجلد 04العدد 07).**

هدفت الدراسة إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة وفقا لمؤشرات شارب، ترينور وجنسن، خلال فترة سنة .1005وقد توصل البحث إلى عدة استنتاجات أهمها: أن معظم أسباب التقلبات في أسعار أسهم الشركات ناتجة عن عوامل أخرى تؤثر في السوق، وأن العوامل التي تخص الشركات ترتبط بالسوق بشكل ضعيف. كما أن استخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية هو أفضل من استخدام العائد والمخاطرة كل على حده. كما أظهرت نتائج التحليل أن هناك تباين في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقا لمؤشرات شارب، ترينور وجنسن لأن كل مؤشر يركز على جانب معين من المخاطرة.

❖ **دراسة أيمن زيد والظاهر العمودي، (2015): إدارة المخاطر في شركات التأمين "دراسة قياسية بالتطبيق على الشركة الجزائرية للتأمين"، مقال علمي، مجلة رؤى اقتصادية، (العدد 09).**

هدفت هذه الدراسة إلى إدارة المخاطر في شركات التأمين بقصد التخلص أو التخفيف من أثارها، وقد ارتكزت على عملية نمذجة دالة إدارة الخطر في الشركة الجزائرية للتأمين، من خلال نموذج قياسي. من نتائج هذه الدراسة: أن الشركة الجزائرية للتأمين تتعرض لدرجة متفاوتة من الخطر، والتي تتعامل معه حسب حجم الخسارة المحتملة دون النظر للمخاطر والخسائر الممكن تحملها في المستقبل، وعدم ربطها بين أسباب ونتائج هذه المخاطر فيما بينها وهذا يدل على أسلوب التسيير التقليدي.

7. حدود البحث:

يمكن تقسيم حدود الدراسة إلى حدود مكانية وحدود زمانية، يمكن إيجازها فيما يلي:

❖ **الحدود المكانية:** تنحصر الدراسة على محفظة واحدة والمتمثلة في محفظة الشركة الجزائرية للتأمين؛

❖ **الحدود الزمانية:** أجريت الدراسة التطبيقية خلال الفترة 2006-2016.

8. صعوبات البحث:

يمكن حصر صعوبات البحث فيما يلي:

❖ قلة المراجع ذات صلة بموضوع الدراسة.

❖ صعوبة الحصول على المعلومات من مصادرها الرسمية، وخصوصا البيانات والتقارير والاحصائيات الحكومية حول موضوع الدراسة.

❖ صعوبة الحصول على المعلومات من مقر الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT بعنابة.

9. هيكل البحث:

لتحقيق أهداف البحث، والإجابة عن الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية التي أثرناها فيما سبق، واختبار مدى صحة الفرضيات المقدمة وتحليلها، ارتأينا تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، حاولنا من خلالها الإلمام بجل جوانب البحث، والحرص على الحفاظ على الترابط والتسلسل بين الأفكار جاءت خطة البحث كالآتي: مقدمة عامة حول موضوع البحث، إذ اشتملت على كل من الإشكالية الرئيسية للبحث، التساؤلات الفرعية وفرضيات البحث.

الفصل الأول «بعنوان إدارة المخاطر وكيفية تقديرها»

تم التطرق في الفصل الأول إلى الإطار المفاهيمي لإدارة المخاطر، مرورا بالتركيز على طرق تقدير المخاطر وقياسها، بعد ذلك تم عرض مدخل عام حول محفظة الأوراق المالية.

أما **الفصل الثاني فجاء بعنوان «محفظة الأوراق المالية ومقاييس أدائها»**

وقد خصص هذا الفصل لدراسة نظرية المحفظة ونماذج التسعير، ثم التركيز على الطرق والأساليب المتبعة لقياس أداء محفظة الأوراق المالية. لنشير فيما بعد إلى أثر المخاطر على تقييم أداء محفظة الأوراق المالية. وفيما يتعلق **بالفصل الثالث الذي جاء بعنوان «دراسة حالة محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل»**. وقد تم على مستوى هذا الفصل تقديم للشركة الجزائرية للتأمين الشامل،CAAT مرورا بتقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال الفترة 2006-2016.

خاتمة تضمنت النتائج التي خلص بها البحث واختبار فرضيات الدراسة، هذا بالإضافة إلى مجموعة من الاقتراحات وبعض المواضيع المقترحة كآفاق للبحث.

تمهيـــــــد:

إن محفظة الأوراق المالية تعتمد في إدارتها على الثنائية عائد / خطر، وذلك من خلال الحصول على أعلـى العوائد مع التقليل من المخاطر قدر المستطاع، ومع توسع الأسواق المالية زادت التقلبات والمفاجآت الشيء الذي سمح بتنوع الأخطار، صعوبة تحديدها، تقديرها والتحكم في تسييرها.

وعليه أصبح مدير محفظة الأوراق المالية أمام جملة من المخاطر منها ما هو نظامي وله علاقة بمدى حساسية المحفظة للسوق؛ وما هو غير نظامي حيث يتم التحكم فيه من خلال تحقيق قدر من التنويع بين أصول المحفظة المالية علما أن هذا الحل يتوقف على مدى الترابط الموجود بين الأوراق المكونة للمحفظة والذي يقاس بمعامل الارتباط.

ونظرا للأهمية البالغة التي تكتسيها المخاطر والدور الحساس الذي تلعبه في إدارة محفظة الأوراق المالية، فإنه من الضروري تحديد معنى دقيق لهذه المفاهيم من خلال النقاط الأساسية التالية:

1. **الإطار المفاهيمي لإدارة المخاطر؛**
2. **طرق تقدير المخاطر وقياسها؛**
3. **مدخل عام حول محفظة الأوراق المالية.**

1. الإطار المفاهيمي للخطر

1.1. ماهية الخطر:

1.1.1. مفهوم الخطر: منذ بداية التاريخ الإنساني ظهر ما يعرف بالخطر، الذي يهدد بقاء الانسان، ليس فقط كأفراد ولكن أيضا كفصيلة حية، لذلك فقد مارس أجدادنا منذ الأزل ما يعرف بإدارة المخاطر من أجل البقاء واستمرارية الجنس البشري[1]، ورغم ذلك فإن الباحثون لم يتفقوا على تحديد تعريف موحد للخطر فهو باعتباره مفهوم محدد له تفسيرات عديدة تنبع هذه التفسيرات من فروع المعرفة التي قد تستخدم مثل هذا المفهوم [2].

حيث يعبر في اللغة عن احتمال أن يكون المآل إلى-> أمر غير محبب إلى النفس[3]. وهو المصطلح العربي للكلمة اللاتينية Rescass والتي تعني حدوث تغيير ما مقارنة بالحالة المستقرة أو التوازنية، أو حدوث انحراف عن النتائج المتوقعة، فهي تصف مفهوم الانفصال لحالة منتظرة[4]، أي يدل على الارتفاع في التوازن وحدوث تغيير ما مقارنة مع ما كان منتظرا والانحراف المتوقع[5].

أما اصطلاحا فهو " يعبر عن الالتزام الذي يتخلله عدم التأكد والشك مع احتمال تكبد خسائر"[6]، وقد عرفه قاموس "webster" بأنه:" إمكانية التعرض للخسارة أو الضرر أو المجازفة "[7].

وبشكل عام، يعني الخطر (Risk) احتمالية حدوث تهديد مباشر أو غير مباشر يحول دون تحقيق وينظر الماليون إلى الخطر على انه يعني الانحراف عن التوقعات أما في الإدارة فان مفهوم الخطر يعني إمكانية عدم التأكد من تتمة عمل معين واحتمال حدوث نتائج مختلفة عما هو مقرر أو مخيبة للآمال[8].

---

(1) عبد الرؤوف أحمد، (2016): على محمد، إدارة المخاطر والأزمات، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، ص 343.

(2) إبراهيم جابر السيد، (2013): محاسبة التلوث البيئي، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، ص 180.

(3) إبراهيم جابر السيد، (2013): المرجع نفسه، ص 180.

(4) حمداني زهرة، (2011-2012): إشكالية تدويل الخطر المالي وآثره على الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة وهران، ص 09.

(5) عبدلي لطيفة، (2011-2012): دورة ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، ص 02.

(6) حمداني زهرة، (2011-2012): المرجع سبق ذكره، ص 09.

(7) بوزيد سارة، (2006-2007): إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، ص 33.

(8) إبراهيم جابر السيد، (2013): المرجع سبق ذكره، ص 180.

فالخطر هو حالة احتمالية إذا تحققت تحدث ضررا، وهو عدم المعرفة الأكيدة بنتائج الأحداث، فالشك في النتائج هو قوام مفهوم الخطر، والمخاطرة هو الدخول في مفهوم الخطر، وإن المخاطر تأتي دائما من عدم معرفة النتيجة التي ستقع من بين عدة نتائج مختلفة[1].

وهذا هو المرتكز الأساس في التمييز بين الخطر والخسارة، فحيث يقوم هذا الشك فيما سيقع من النتائج تكون في حالة خطر، أما عند اليقين المسبق بأن النتيجة السيئة ستقع، فليس ثمة مخاطرة بل هي خسارة محضة[2].

2.1.1. الخطر في المالية: هناك العديد من التعريفات لمفهوم الخطر المالي، إلا أنها تتفق تقريبا في المعنى، حيث يعرف بأنه: " تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد، أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا "[3].

كما يعرف أيض على أنه " احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياسا بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا، إذ قد يتحقق أولا وعلى وفق درجة المخاطرة، لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطرة تتساوى فيها العوائد المتوقعة من العوائد الفعلية وهي حالات نادرة جدا في الحالات الاقتصادية "[4].

والخطر كذلك هو: " احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كان هناك احتمال مرتفع بأن تكون التنبؤات خاطئة، فإن هذا يدل على أن درجة المخاطرة عالية أيضا، أما إذا كان الاحتمال منخفض فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضا "[5].

ويشير أيضا إلى: " احتمال الخسائر نتيجة إحداث مثل تغيرات في أسعار السوق، والأحداث قليلة احتمال الحدوث لكنها قد يترتب عليها خسارة عالية مزعجة بشكل خاص بسبب أنها لا تكون متوقعة في الغالب. بمعنى أن المخاطر هي التغاير المحتمل للعوائد "[6].

---

(1) محمد الفاتح محمود المغربي، (2014): إدارة المنشآت المالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 295.

(2) محمد الفاتح محمود المغربي، (2014): تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ص 275.

(3) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 34.

(4) ابن اعمر بن حاسين، (2012-2013): فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، ص 118.

(5) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 34.

(6) كارين أ . هورشر، (2008): أساسيات إدارة المخاطر المالية، مكتبة الحرية، القاهرة، مصر، ص 1.

فالخطر ينشأ عن ظاهرة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار، وذلك لأن الأهداف التي يسعى اليها المستثمر يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظر الحصول عليها من استثماره، ولأن احتمال تحقق هذه التدفقات مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر، لذا يصبح من المستحيل افتراض تحقق هذه التدفقات بدرجة 100% ومتى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات التي يتوقعها المستثمر عن درجة 100% تنشأ المخاطرة والتي تزيد حدتها كلما انخفض الاحتمال عن 100%، فالاستثمار الذي احتمال تحقق تدفقاته مؤكد بدجة 100% لا مخاطر له، أما الاستثمار الذي يكون احتمال تحقق تدفقاته مثلا 90% يكون احتمال عدم تحقق هذه التدفقات هو 10% ومن هنا تظهر المخاطرة.

ويرتبط عنصر العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية، بمعنى أنه كلما كان العائد المطلوب مرتفعا على استثمار معين فإنه وجب على المستثمر أن يهيئ نفسه لتحمل مخاطر أعلى ناتجة عن عدم احتمال تحقق هذه العوائد، والعكس صحيح فكلما كان العائد المطلوب منخفضا تكون المخاطر التي يستعد المستثمر تحملها مخاطر قليلة[1].

3.1.1. الخطر وأساليب التعامل معه: عموما، توجد ثلاثة أساليب يمكن استخدامها في التعامل مع المخاطر تجنب المخاطر، تقليل المخاطر ونقل المخاطر؛ إلا أن البعض الآخر قام بتصنيفها إلى خمسة وهي[2]:

أ. **تجنب المخاطر:** يرفض الفرد أحيانا قبول خطر معين، وينشأ ذلك نتيجة عدم الرغبة في مواجهة خسارة معينة. ورغم أن تجنب الخطر يقلل من احتمال وقوع الخطر إلى الصفر، إلا أنه يعد أسلوبا سلبيا وليس إيجابيا في التعامل مع الأخطار، ولأن التقدم الشخصي والاقتصادي كلاهما يتطلب التعامل مع الأخطار بطريقة إيجابية، فإن هذا الأسلوب يعد أسلوبا غير مناسب في التعامل مع كثير من الأخطار.

ب. **تقليل المخاطر:** أما في هذا الأسلوب فإن المؤسسة المالية ولتقليل المخاطر تقوم بـ:

- رصد سلوك القروض من أجل استبانة علامات التحذير لمشاكل التوقف عن الدفع مبكرا؛
- تقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسة إدارة الأصول والخصوم، والتي يجري تصميمها لذلك الغرض.

ت. **نقل المخاطر:** إن شراء التأمين هو إحدى وسائل نقل المخاطر من شخص لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر (شركة تأمين) يبدي استعداده لتحملها مقابل ثمن.

---

[1] شقيري موسى، صالح الزرقان، وسيم الحداد، مهند الدويكات، (2012): إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 32.

[2] بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز وعبد الرزاق حبار، (2013): إدارة المخاطر إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 50 – 51.

ث. أقسام المخاطر: يعني قبول بعض المخاطر وتحويل بعضها (أي أن هذه الاستراتيجية تجمع بين التجنب والنقل).

ج. التحوط: يمكن تمييزه عن التأمين بأنه نقل المخاطر مع التضحية بإمكانية الربح.

2.1. أنواع المخاطر:

هناك عدة أنواع للمخاطر، لكن التصنيف المتعارف عليه هو ذلك الذي تصنف فيه المخاطر إلى نوعين رئيسين هما: المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، حيث أن مجموع هذين النوعين من المخاطر يشكل المخاطر الكلية للمحفظة.

1.2.1. المخاطر النظامية [1]: يعزى هذا النوع من المخاطر إلى عوامل السوق أو عدم التأكد بالنسبة للظروف الاقتصادية العامة المتمثلة بعامل التضخم، التقلب في أسعار الفائدة، الخسائر الناجمة عن التغير في أسعار الصرف، الحروب، وغيرها، إذ تؤثر هذه المخاطر بجميع الشركات ولو بدرجات متفاوتة.

يطلق على المخاطر النظامية أيضا مخاطر السوق، كذلك المخاطر غير القابلة للتنويع، لذلك فإن مصادر هذا النوع من المخاطر لا يمكن تجنبها من خلال بناء محافظ تعتمد مبدأ التنويع في بنائها.

من أهم خصائص المخاطر النظامية ما يلي[2]:

- ❖ أنها تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس بشكل خاص؛
- ❖ لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين؛
- ❖ ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة،
- ❖ لا يمكن تجنبها بالتنويع.

2.2.1. المخاطر غير النظامية [3]: تمثل جزء من مخاطر أصل معين أو شركة، تكون مرتبطة بأسباب عشوائية تتعلق بالظروف الخاصة بذلك الأصل أو تلك الشركة مثل إضراب العاملين، الدعاوى القضائية ضد الشركة، سوء الإدارة، خسائر الشركة، وغيرها.

---

[1] مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 204-205.

[2] حسن السلطان، (2008-2009): إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير إدارة الأعمال، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، دمشق، سوريا، ص 8. متوفر على الموقع الالكتروني:

elibrary.mediu.edu.my/books/MAL03393.pdf , consulté le: 30/05/2016.

[3] مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): المرجع سبق ذكره، ص ص 204-205.

يطلق على هذا النوع من المخاطر اسم المخاطر التي يمكن تجنبها عن طريق التنويع، إذ يمكن تخفيضها من خلال بناء محفظة متنوعة الأصول، وبسبب تعلق هذه المخاطر بشركات بصورة فردية أو بأصول معينة يطلق عليها أحيانا بالمخاطرة الخاصة. ومن أهم هذه المخاطر ما يلي[1]:

أ. **مخاطر التضخم والكساد:** وهي المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات في السندات الحكومية والاستثمارات الادخارية، وهي وإن كانت تسترد قيمتها الأصلية، ولكن قيمتها الشرائية ستنخفض، مقاسه بنفس الوحدات من النقود، حيث تؤذي هذه المخاطر إلى انخفاض القيمة الحقيقية للموجودات والأصول الاستثمارية بسبب انخفاض قوتها الشرائية، فمن المعروف أن التضخم كان ولا زال ساريا، بل وبشكل سريع في العالم كله، فليس لهذه المخاطر حل حقيقي أو جذري على الرغم مما يذكره البعض بأن الاستثمار العقاري أو الاستثمار في الأسهم سوف يخفض من حدة المشكلة.

ب. **مخاطر تغيير أسعار الفائدة:** وهي المخاطر التي تكمن في التغيرات المحتملة لأسعار الفائدة وقدرة البنك على تقييم أوضاعه في الوقت المناسب، وتظهر في اتجاهين هما:

- مخاطر قيمة رأس المال: وهي المخاطر التي يتعرض لها حامل السند عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق؛
- مخاطر إيرادية: تنشأ هذه المخاطر نتيجة للتقلبات في أسعار الفائدة أيضا والتي تؤذي إلى تحقيق خسائر في حالة عد اتساق تسعير كل آجال الأصول والالتزامات الحساسة.

ت. **مخاطر أسعار الصرف:** وهي مخاطر التي تنشأ نتيجة التقلبات أو التغيرات العكسية المحتملة في أسعار صرف العملات أو في المراكز المحتفظ بها من تلك العملات، فإذا كان البنك يحتفظ بموجودات من عملة معينة أكبر من المطلوبات من نفس العملة فإن الخطر يكمن في انخفاض سعر الصرف، وإذا كان العكس أي أن البنك يحتفظ بمطلوبات من عملة معينة أكبر من الموجودات فإن الخطر يكمن في ارتفاع أسعار الصرف لهذه العملة.

ومن الجدير بالذكر في هذا المقام إلى أن من الأسباب التي تؤذي إلى تدهور أسعار صرف عملة بلد ما هي العجوزات المستمرة في موازين المدفوعات وعدم اتباع سياسات مالية رشيدة مما يؤذي إلى زيادة الاقتراض الحكومي وينشأ عنه ضغوطات

[1] علي عبد الله شاهين، (2005): إدارة المخاطر التمويل والاستثمار في المصارف "مع التعرض لواقع المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين"، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 8 – 9 ماي، ص ص 5 - 7. متوفر على الموقع الالكتروني:

iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/gg.pdf, consulté le:30/05/2016.

تضخيمية على الاقتصاد. وفي مجال العمل المصرفي فإنه للحماية من آثار التقلبات المحتملة في أسعار الصرف يمكن للمصرف إتباع الوسائل التالية:

- الموازنة بين الأصول والالتزامات المحتفظ بها؛
- إجراء عقود تغطية في حالة اختلاف المبالغ والآجال.

ث. المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية: وهي المخاطر المرتبطة بالأوضاع الاقتصادية والسياسية والاجتماعية السائدة في بلد المقترض، وتزداد هذه المخاطر إذا كان الالتزام المالي للمقترض غير محرر بالعملة المحلية، حيث من الممكن ألا تتوفر العملة الملتزم بها هذا المقترض بصرف النظر عن أوضاعه المالية الخاصة.

وبهدف تقييم هذه المخاطر إلى تحديد قدرة المؤسسات المالية ومدى ملاءمتها لجذب الاستثمارات الأجنبية والحصول على الائتمان من الخارج، ويمكن تقسيم هذه المخاطر إلى عدة مؤشرات فرعية هي:

- مؤشر تقييم المخاطر السياسية: ويشكل نسبة 50% من المؤشر المركب؛
- مؤشر تقييم المخاطر المالية: ويشكل نسبة 25% من المؤشر المركب؛
- مؤشر تقييم المخاطر الاقتصادية: ويشكل نسبة 25% من المؤشر المركب.

يتم تقسيم كل مؤشر منها إلى خمسة درجات وهي: درجة مخاطر عالية جدا، درجة مخاطر عالية، درجة مخاطر معتدلة، مخاطر منخفضة، مخاطر منخفضة جدا.

3.1.1. المخاطر الكلية[1]: تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية أو في مجال استثماري آخر. وإن دمج المخاطر النظامية مع المخاطر غير النظامية سيشكل المخاطر الكلية أو كما يطلق عليها بمخاطر المحفظة وهذه المخاطر هي التي سيتحملها المستثمر في الأوراق المالية.

[1] مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): المرجع سبق ذكره، ص ص 204-205.

الشكل رقم 1-1: المخاطر الكلية

1. تنشأ عن عوامل خاصة بالشركة ويقتصر تأثيرها على الشركة ذاتها؛
2. يمكن التخلص منها عن طريق التنويع؛
3. تقاس بمعامل بيتا.

1. تحديد المخاطرتنشأ من عوامل عامة تؤثر على جميع الشركات في السوق؛
2. لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع ولكن يمكن تعديلها؛
3. تقاس بمعامل بيتا.

المصدر: مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 206.

3.1. المخاطر ومتطلبات اتفاقيات بازل:

قامت لجنة بازل في السنوات القليلة الماضية بوضع تصنيف للمخاطر التي تتعرض لها معظم المؤسسات المالية، واعتمدت هذه اللجنة على معايير خاصة لتصنيف المخاطر لكل مؤسسة مالية على حده، فمثلا قامت بتصنيف المخاطر التي تتعرض لها البنوك إلى ثلاثة أنواع رئيسية :مخاطر القرض، مخاطر السوق والمخاطر التشغيلية.

نشاط لجنة بازل في ميدان إدارة المخاطر لم يقتصر فقط على البنوك وإنما شمل نطاق اهتمامها معظم المؤسسات المالية فعلى مستوى شركات التأمين وعلى سبيل المثال، قامت هذه اللجنة بتصنيف المخاطر التي تتعرض لها هذه الشركات على أساس علاقتها بمنتوجات الشركة ذاتها، لأن هناك مخاطر متعلقة بالمنتوجات، كالمخاطر المتعلقة بالأصول؛ والمخاطر المتعلقة بالخصوم؛ وثالثة متعلقة بإدارتهما. وهناك أخرى غير متعلقة بالمنتوجات مثل المخاطر التشغيلية، والمخاطر القانونية والمالية الأخرى، وعليه، تعتبر لجنة بازل اللجنة التي ساهمت في وضع مبادئ لإدارة المخاطر المالية، عن طريق اصداراها لاتفاقات بازل.

1.3.1 اتفاقية بازل1: وهي اتفاق بين البنوك المركزية لمعظم الدول الرئيسية لوضع معايير متوافقة للحد الأدنى لرأس المال بالنسبة للمؤسسات المالية في تلك الدول، ويعتبر حجر الزاوية في إدارة المخاطر المالية، ومتطلبات رأس المال هو الحد الأدنى المفروض لراس المال الذي يجب أن تحافظ عليه المؤسسة المالية في علاقتها بأنشطتها المصرفية، وأحد المبادئ الأساسية لكفاية رأس المال هو أن الأنشطة الأكثر مخاطر، يجب أن يكون لها رأس مال أكثر مخصص لها[1].

أسست لجنة بازل للرقابة على المؤسسات المالية تحت مسمى "لجنة الأنظمة المصرفية والممارسات الرقابية"، من طرف محافظي البنوك المركزية لدول المجموعة العشرة مع نهاية 1984 تحت إشراف بنك التسويات الدولية بمدينة بازل بسويسرا. ويقتصر أعضاؤها على مسؤولين من هيئات الرقابة المصرفية ومن البنوك المركزية للدول الصناعية الكبرى المتمثلة في كل من: بلجيكا، كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، هولندا، سويسرا، السويد، بريطانيا، إسبانيا، لوكسمبورغ والولايات المتحدة الأمريكية.

لجنة بازل هي لجنة استشارية فنية لا تستند إلى أية اتفاقية دولية إنما أنشئت بمقتضى قرار من محافظي البنوك المركزية للدول الصناعية. تجتمع هذه اللجنة أربع مرات سنويا وتساعدها فرق عمل مكونة من فنيين لدراسة مختلف جوانب الرقابة على المؤسسات المالية، استطاعت هذه اللجنة أن تساهم بقدر كبير في إعطاء إطار دولي للرقابة المصرفية وإيجاد فكر مشترك بين البنوك المركزية في دول العالم المختلفة يقوم على التنسيق بين مختلف السلطات الرقابية والتفكير في إيجاد آليات لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية إدراكا منها بأهمية وخطورة القطاع المصرفي. وبذلك أصبحت هذه اللجنة تمثل حجر الأساس للتعاون الدولي في مجال الرقابة المالية[2].

وقد ركزت اتفاقية بازل الأولى لسنة 1988 على العديد من النقاط أهمها[3]:

أ. **التركيز على المخاطر الائتمانية**: تهدف الاتفاقية إلى حساب الحدود الدنيا لرأس المال مع الأخذ بعين الاعتبار مخاطر عدم وفاء المدين بالتزامه من القرض وفوائده.

---

(1) كارين أ هورشر، (2008-): المرجع سبق ذكره، ص 241.

(2) حياة نجار، (2013-2014): إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقيات بازل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، ص 94.

(3) دريس رشيد، بحري سفيان، (2006)، مقررات لجنة بازل والنظم الاحترازية في الجزائر، الملتقى الوطني حول: المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية، جامعة بشار، الجزائر، 24-24 أفريل، ص 02.

ب. **تعميق الاهتمام بنوعية الأموال وكفاية المخصصات الواجب تكوينها:** ذلك من خلال الاهتمام بنوعية الأصول ومستوى المخصصات التي يجب تكوينها للديون المشكوك في تحصيلها، لأنه لا يمكن أن يفوق معيار رأس المال الحد الأدنى المقرر.

ت. **تقسيم دول العالم إلى مجموعتين:**

- **دول منطقة التعاون الاقتصادي والتنمية ودول ذات ترتيبات خاصة مع FMI**: وهي دول ذات مخاطر أقل من باقي الدول وتضم الدول الكاملة العضوية في منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية، والدول التي لها ترتيبات خاصة مع صندوق النقد الدولي FMI وهي بلجيكا، كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، لوكسمبورغ، هولندا، السويد، سويسرا، بريطانيا، و .م. أ، أيسلندا، إيرلندا، البرتغال، اليونان، كما أنه يوجد شرط وهو استبعاد أي دولة لمدة خمس سنوات إذا قامت بإعادة جدولة الدين العام الخارجي.
- **مجموعة الدول الأخرى** : وهي باقي دول العالم التي تعتبر ذات مخاطر أكبر من المجموعة الأولى وبالتالي لا تتمتع بتخفيضات.

2.3.1. اتفاقية بازل 2: نتيجة للتطورات المصرفية السريعة ظهرت مخاطر لا يغطيها معيار بازل 1 أصبحت الاتفاقية أقل إلزاما، وبعد تعديلات التي طرأت عليها أصدرت لجنة بازل في أفريل 2003 اتفاقية جديدة (بازل 2) والتي نصت على ثلاث كائز أساسية لأجل فاعلية الرقابة المصرفية وتحقيق الاستقرار المصرفي كما يلي:

❖ الدعامة الأولى: (المتطلبات الدنيا لرأس المال): يستند معيار كفاية رأس المال حسب هذه الاتفاقية إلى مبدأ أن مستوى رأس مال البنك ينبغي أن يكون مرتبطا بالمخاطر التي قد يتعرض لها البنك، فموجبها تم إدراج مخاطر التشغيل في حساب كفاية رأس المال، حيث أصبح قياسها يتم اعتمادا على ثلاث أنواع للمخاطر مخاطر الائتمان ، مخاطر السوق والمخاطر التشغيلية مع استخدام عدد من النماذج لقياس أي نوع من هذه المخاطر.

❖ الدعامة الثانية: المراجعة الإشراقية (الرقابية): تعتبر من الركائز المهمة التي تقوم عليها الاتفاقية الثانية لكفاية رأس المال، وذلك بالنظر إلى دورها في خلق نوع من التناسق بين كفاية رأس المال وحجم المخاطر التي يواجهها البنك بالإضافة إلى الاستراتيجية التي يتبعها في التعامل مع هذه المخاطر.

❖ الدعامة الثالثة: (الانضباط السوقي): يهدف إلى تعزيز وتحسين مناخ الإفصاح والشفافية لدى البنوك من خلال توفيرها المزيد من المعلومات في السوق حول المساهمين والدائنين والتمكن من مراقبة وإدارة البنك على نحو أكثر فعالية لضمان سلامته وتحقيق الاستقرار المصرفي في المستقبل[1].

[1] عمار عريس، مجدوب بحوصي، (2017): تعديلات مقررات لجنة بازل وتحقيق الاستقرار المصرفي، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد 03، العدد 1، ص ص 104-105.

2. مدخل لإدارة المخاطر

الخطر المالي باعتباره ظاهرة اقتصادية ومالية، تهدد وتحد من الاستثمار في الأسواق المالية، كان لابد للمفكرين أن يتدخلوا في سبيل وضع طرق وسياسات لإدارته في سبيل تقليل تأثيراته غير المرغوبة قدر الإمكان.

1.2. ماهية إدارة المخاطر:

لكل مصطلح اقتصادي ومالي طرق ومناهج إدارية، وهذا الأمر ينطبق أيضا على الخطر المالي، لذلك سنحاول التعرف أكثر على هذه المصطلح من خلال التطرق لجوانبه المختلفة.

1.1.2. مفهوم إدارة المخاطر:

أ. **لمحة تاريخية:** كان أول ظهور لمصطلح إدارة المخاطر عام 1956، من خلال تعيين شخص بداخل المنظمة عن مخاطر المنظمة البحثة نظرا لوجود مركز وظيفي يشار له بـ "مدير التأمين" ما بدى في ذلك الوقت فكرة ثورية. في 1931 قامت رابطة الإدارة الأمريكية بتأسيس قسم للتأمين تابع لها بهدف تبادل المعلومات ونشرها لكي يطلع عليها مشترو التأمين. وقد حدث الانتقال من إدارة التأمين إلى إدارة المخاطر عبر فترة من الوقت وسار بشكل موازي لتطوير علم إدارة المخاطر الأكاديمي[1].

ومن هذه البداية البسيطة جاء علم إدارة المخاطر الذي يقوم على فكرة مؤداها أن الإدارة يمكنها بعد التعرف على المخاطر التي تعترضها والقيام بتقييمها أن تتفادى حدوث خسائر وأن تقلل من تأثيراتها إلى أدنى حد[2].

تعتبر البنوك من بين أولى المؤسسات المالية التي قامت بإدارة مخاطرها وممارسة إدارة المخاطر، بالتركيز على إدارة الأصول والخصوم. ليتبين أن هناك طرقا أنجع للتعامل مع المخاطر بمنع حدوث الخسائر، والحد من نتائجها عند استحالة تفاديها. توسع استخدام تقنيات إدارة المخاطر في مختلف المؤسسات المالية الأخرى كشركات التأمين وصناديق الاستثمار لتصبح تقنيات وطرق في إدارة مخاطرها تميزها عن باقي المؤسسات المالية الأخرى[3].

وفي 1998 قام الباحثون من معهد Wharton School باستبيان لممارسة إدارة المخاطر في 2000 شركة باستعمال المشتقات. من بين هذه الشركات هناك 400 شركة استجابة معه، نظرا لتواجد العديد من الأسباب لاستخدامها.

---

[1] بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز وعبد الرزاق حبار، (2013): المرجع سبق ذكره، ص ص 48 – 49.

[2] بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز وعبد الرزاق حبار، (2013): المرجع نفسه، ص 49.

[3] عصماني عبد القادر، (2009): أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر، ص 4.

كان من الواضح أن ليس بالضروري إلغاء كل المخاطر المدارة بشكل كامل، اتضح من الاستبيان أن حوالي نصف المجاوبين قرروا استعمال المشتقات كأداة لإدارة المخاطر، وثلث من مستعملي المشتقات يأخذون وضعيات تعكس نظرتهم إلى الأسواق. ومنه نستنتج أن الاتجاه العام لإدارة المخاطر هو اعتبارها كجزء من الإدارة الاستراتيجية للمؤسسات المالية، ومركز ثقل في استقرارها مستقبلا[1].

ب. تعريف إدارة المخاطر: إدارة الخطر تعني العمليات التي تعني بتعريف المخاطر وتحديدها وتحليلها واقتراح النشاطات الكفيلة بتقليلها والهدف الأساسي لإدارة الخطر هو منع حدوث الخطر بشكل أو آخر ويتطلب ذلك كافة الأعمال المطلوبة لتجنب الخطر والحماية وتوفير البدائل ووضع تعليمات الحماية والأمان والتأمين[2].

ويمكن تعريف إدارة المخاطر بأنها عبارة عن إعداد الدراسات قبل وقوع الخسائر أو بعد حدوثها، وذلك بغرض منع أو تقليل الخسائر المحتملة مع محاولة تحديد أية مخاطر يتعين السيطرة عليها، أو استخدام الأدوات التي تؤدي إلى دفع حدوثها أو عدم تكرار مثل هذه المخاطر، أي حماية صورية للمنشأة بتوفير الثقة لدى المودعين أو الدائنين والمستثمرين، وحماية قدرتها الدائمة على توليد الأرباح[3].

كما تعرف أيضا بأنها عملية تحليل عدم اليقين في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحديد القرار إما بالقبول أو الرفض، وتتمثل إدارة المخاطر بالنسبة للمستثمر في تحديد حجم الخسائر المحتملة للاستثمار ومن ثم اتخاذ الإجراء المناسب بناء على الأهداف الاستثمارية وتحمل المخاطر نفسها من قيل المستثمر[4].

وبهذا تعتبر إدارة المخاطر عملية مستمرة لأن نقاط الضعف تتغير مع الوقت، والشكل التالي يوضح ذلك [5]:

---

[1] عصماني عبد القادر، (2009): المرجع نفسه، ص 4.

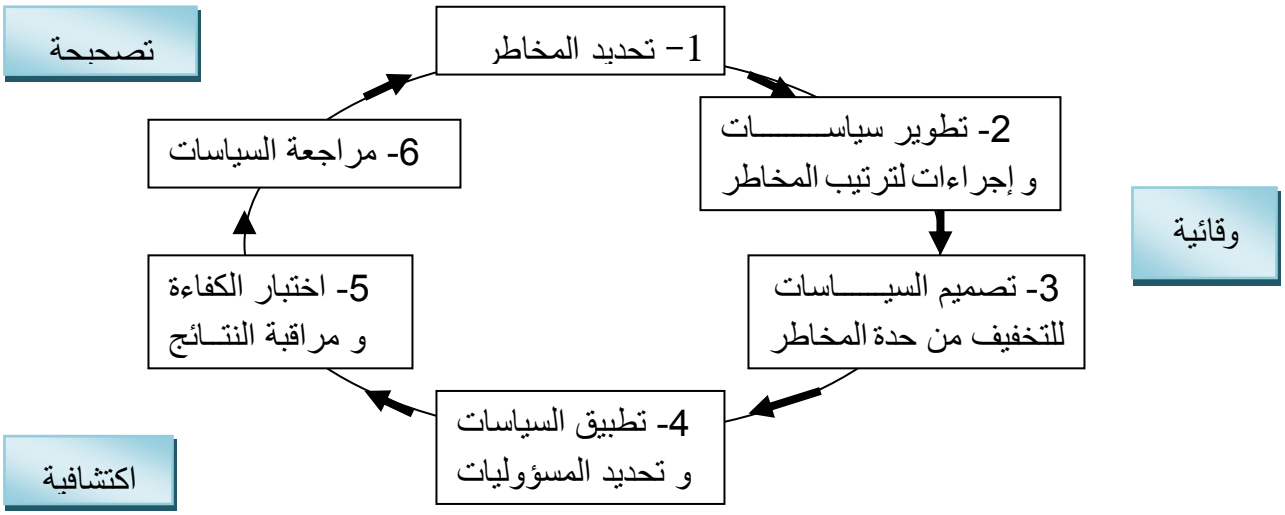
[2] إبراهيم جابر السيد، (2013): محاسبة التلوث البيئي، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 180.

[3] حياة نجار، (2013-2014): المرجع سبق ذكره، ص 64.

[4] المحفظة الوطنية للأوراق المالية، (2009): إدارة المخاطر في بورصة عمان، قسم الدراسات والأبحاث، عمان، ص 05. متوفر على الموقع الالكتروني: http://www.mahfaza.com.jo/files/Risk%20Management.pdf, consulté le:30/05/2016.

[5] عبد الرشيد بن ديب، عبد القادر شلالي، (2008): مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر، مداخلة مقدمة للمشاركة في الملتقى الدولي الثالث حول: " استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات"، جامعة حسيبة بن بوعلي ، الشلف، 25 و 26 نوفمبر ، ص 05.

الشكل رقم 1-2: عملية إدارة المخاطر



المصدر: عبد الرشيد بن ديب، عبد القادر شلالي، (2008): مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر، مداخلة مقدمة للمشاركة في الملتقى الدولي الثالث حول: " استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات"، جامعة حسيبة بن بوعلي ، الشلف، 25 و 26 نوفمبر ص 05.

نلاحظ من الشكل أعلاه، أن إدارة المخاطر تتضمن: الوقاية من حدوث المشاكل المحتملة -وعلى حد السواء- اكتشاف وتصحيح المشاكل الفعلية في حال حدوثها، وبذلك تتطلب إدارة المخاطر دورة من الضوابط المستمرة تضمن لها الفعالية، فإدارة المخاطر تكون:

- **عملية وقائية**: تصمم وتنفذ وفقها السياسات والإجراءات للوقاية من النتائج غير المرغوب فيها **قبل** حدوثها.
- **عملية اكتشافية**: تصمم السياسات والإجراءات وفقها للتعرف على النتائج غير المرغوب فيها **عندما** تحدث، وعن طريقها يتم التعرف على الأخطاء **بعد** حدوثها.
- **عملية تصحيحية**: يتم التأكد وفقها من اتخاذ السياسات والإجراءات التصحيحية لرصد النتائج غير المرغوب فيها، أو للتأكد من عدم تكرارها.

وتجدر الإشارة إلى أن المقصود بالسياسات هي تلك الإرشادات المكتوبة التي تشير إلى إدارة وتوجيه العمليات، التي تشمل إرشادات حول الشروط والمواصفات الواجب توفرها، والتي تكون مرجعا في حال وجود خطر ما. أما الإجراءات: فهي التعليمات المكتوبة التي توضح كيفية تنفيذ واتباع السياسات، ولكي تكون السياسات فعالة، يجب أن تكون:

- **مكتوبة**: فالتعليمات الشفوية نادراً ما تكون متوافقة، وتكون سهلة للخلط وعدم الفهم؛
- **بسيطة وواضحة**: بمعنى أن تكون مباشرة، وأن يتم استخدام الرسوم والأشكال لتوضيح تدفق العمليات؛

– **متاحة:** وذلك بالتأكد من وجودها مع كل موظف وفقاً لطبيعة عمله ومستواه الوظيفي؛

– **مفهومة:** وذلك بتدريب كافة العاملين عليها؛

– **ذات علاقة:** ففي حالة تغيرها لابد من التأكد من توصيلها والتدريب عليها؛

– **منفذة/مطبقة:** يجب أن يقوم جميع العاملين باتباعها كما هو منصوص عليها.

2.1.2. أهداف إدارة المخاطر: لإدارة المخاطر أهمية كبرى نظرا لمساهمتها الفعالة في تحقيق عدة أهداف مهمة يمكن تصنيفها إلى صنفين رئيسيين هما[1]: لإدارة المخاطر العديد من الأهداف الهامة يمكن تصنيفها إلى مجموعتين رئيسيتين:

أ. **الأهداف التي تسبق تحقق الخسائر:** لكل منشأة أهداف لإدارة الخطر الذي يسبق تحقق الخسائر، وأهم هذه الأهداف:

- **الاقتصاد:** تهدف إدارة المخاطر للمنشأة إلى تخفيض تكاليف مواجهة الخطر إلى أدنى حد ممكن. بمعني تقدير للخسائر المحتملة بطريقة اقتصادية، وهذا يتضمن تحليل لمصروفات برامج الأمان، أقساط التأمين والتكاليف المرتبطة بالأساليب المختلفة لمواجهة الخسائر.
- **تخفيض القلق:** الوحدات المعرضة للخسارة يمكن أن تسبب قلق كبير أو خوف لمدير الخطر، كسوء المنتجات مثلا، وبالتالي يحاول مدير الخطر أن يخفض هذا القلق والخوف المرتبط بها، وهذا الهدف أكثر تعقيدا.
- **مقابلة الالتزامات الخارجية المفروضة:** يجب على المنشأة أن تفي بالمتطلبات المفروضة من قبل الجهات الخارجية، مثل المتطلبات الحكومية التي تطالب المنشأة بتوافر وسائل الأمان لحماية العاملين من الأخطار.

ب. **الأهداف التي تلي تحقق الخسائر:**

- **بقاء المنشأة:** تهدف إدارة الخطر إلى وضع حد أقصى للتكاليف التي يتعرض لها المشروع، والتي تهدد بقائه إذا زادت عن ذلك.
- **استمرارية العمليات:** في المنشآت تعتبر القدرة على ممارسة العمل بعد تحقق خسارة شديدة من أهم الأهداف، فيكون استئناف المنشأة لعملياتها بكامل طاقتها الإنتاجية بعد تحقق الحادث، بعد فقدان لجزء من عملائها ومورديها، وتقل قدرتها التنافسية، في فترة قصيرة جدا.

[1] عبد القادر شلالي، علال قاشي، (2013): مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، الملتقى الدولي الأول حول إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة آكلي محمد أولحاج البويرة، الجزائر، 26 و27 نوفمبر، ص 05.

- **استمرارية العوائد:** ترغب المنشأة في الاحتفاظ بأرباحها على الأسهم بعد تحقق الخسارة، ويتم الحفاظ على مستويات دخول مستقرة من خلال تحجيم الانخفاض في التدفقات النقدية أو الدخول بسبب تحقق الأخطار عند حدود مقبولة، هذا الهدف مرتبط كليا بهدف استمرارية العمليات.
- **الاستمرار في النمو:** المنشأة يمكنها الاستمرار في النمو من خلال تطوير المنتجات والأسواق أو عن طريق الاستحواذ والاندماج. يمكن ضمان النمو المستمر للمنشأة من خلال ضمان مصادر توريد احتياجات المنشأة في حالة تعرضها للحادث.
- **المسؤولية الاجتماعية:** يمكن القيام بالالتزامات الاجتماعية وإثبات الانتماء عن طريق تخفيض أثر هذه الخسائر على الأفراد الآخرين والمجتمع. يكون للخسائر الجسيمة آثار عكسية (سيئة) على العاملين، المستهلكين، الموردين، الدائنين، دافعي الضرائب والمجتمع بصفة عامة.

2.2. مناهج إدارة المخاطر:

1.2.2. خطوات عملية إدارة المخاطر:

أ. **التحضير:** يتضمن التخطيط للعملية ورسم خريطة نطاق العمل والأساس الذي سيعتمد في تقييم المخاطر وكذلك تعريف إطار للعملية وأجندة للتحليل كما هو مبين في الشكل أدناه.

ب. **تحديد المخاطر:** في هذه المرحلة يتم التعرف على المخاطر ذات الأهمية. المخاطر هي عبارة عن أحداث عند حصولها تؤدي إلى مشاكل وعليه يمكن أن يبدأ التعرف إلى المخاطر من مصدر المشاكل أو المشكلة بحد ذاتها. عندما تعرف المشكلة أو مصدرها فإن الحوادث التي تنتج عن هذا المصدر أو تلك التي قد تقود إلى مشكلة يمكن البحث فيها.

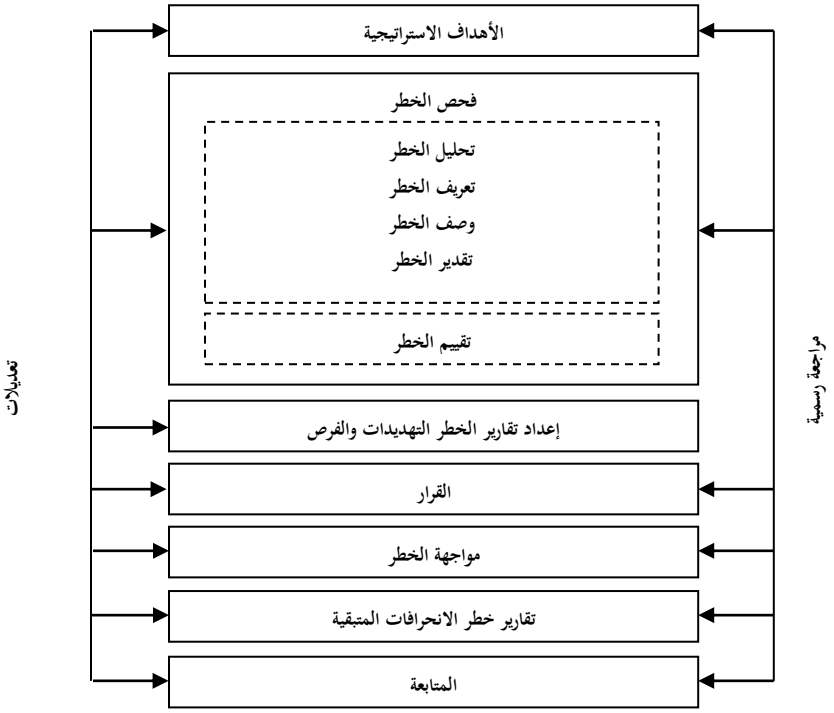
ت. **التعرف على المخاطر:** يتم ذلك عن طريق:

- التحديد المعتمد على الأهداف: إن المنظمات والفرق العاملة على مشروع ما جميعها لديها أهداف, فأي حدث يعرض تحقيق هذه الأهداف إلى خطر سواء جزئيا أو كليا يعتبر خطورة.
- التحديد المعتمد على السيناريو: في عملية تحليل السيناريو يتم خلق سيناريوهات مختلفة قد تكون طرق بديلة لتحقيق هدف ما أو تحليل للتفاعل بين القوى في سوق أو معركة, لذا فإن أي حدث يولد سيناريو مختلف عن الذي تم تصوره وغير مرغوب به, يعرف على أنه خطورة.

- التحديد المعتمد على التصنيف: وهو عبارة عن تفصيل جميع المصادر المحتملة للمخاطر.
- مراجعة المخاطر الشائعة: في العديد من المؤسسات هناك قوائم بالمخاطر المحتملة.

ث. التقييم: بعد التعرف على المخاطر المحتملة يجب أن تجرى عملية تقييم لها من حيث شدتها في إحداث الخسائر واحتمالية حدوثها. أحيانا يكون من السهل قياس هذه الكميات وأحيانا أخرى يتعذر قياسها. صعوبة تقييم المخاطر تكمن في تحديد معدل حدوثها حيث أن المعلومات الإحصائية عن الحوادث السابقة ليست دائما متوفرة. وكذلك فإن تقييم شدة النتائج عادة ما يكون صعب في حالة الموجودات غير المادية.

الشكل رقم 1-3: عملية إدارة المخاطر



Source : www.ferma.eu/app/uploads/2011/11/a-risk-management-standard-arabic-version.pdf, consulté le 01/06/2016.

2.2.2. استراتيجيات إدارة المخاطر: إذا أخذنا تكلفة الفرصة الضائعة بعين الاعتبار، فإنه ليس من الممكن القضاء على جميع الخسائر المحتملة للمؤسسة، لهذا فاستراتيجية إدارة المخاطر هي عبارة عن عملية الأخذ بالمخاطر المحسوبة، وهي وسيلة نظامية لتحديد المخاطر وترتيب أولوياتها وتطبيق الاستراتيجيات للتقليل من المخاطر، حيث تتضمن كلا من الوقاية من المخاطر المحتملة والاكتشاف المبكر للمشاكل الفعلية، فهي عملية مستمرة تشترك فيها الموارد البشرية في جميع مستويات

المؤسسة، كما أن الخطوات الأساسية لبناء استراتيجية لإدارة المخاطر في المؤسسة يمكن حصرها بسلسلة مستمرة من خمس خطوات:

أ. **تقييم البيئة:** بوضع قاعدة لكيفية النظر للخطر وكيفية التعامل معه من قبل العاملين في المؤسسة، حيث يضمن ذلك تحديد فلسفة إدارة المخاطر. كما أن تحديد الأهداف من قبل الإدارة يمكنها من تمييز الأحداث المحتملة التي تؤثر على إنجازها.

ب. **تمييز الأخطار**: وذلك بالإجابة على السؤالين: ماذا يمكن أن يحدث؟ وكيف يمكن أن يحدث؟ فالأحداث الداخلية والخارجية تؤثر على إنجاز أهداف المؤسسة، ويجب أن تميز الإدارة بين الأخطار والفرص.

ت. **تحليل الأخطار**: يتم هذا التحليل بأخذ إمكانية حدوث الخطر ودرجة تأثيره على أهداف المؤسسة بعين الاعتبار، حتى يتم تحديد قاعدة واضحة للكيفية التي يجب أن تدار بها الأخطار المقيمة.

ث. **تقييم الأخطار**: تقدر الإدارة المخاطر المحتملة الحدوث وتختار ردود فعل للخطر: تجنب، قبول، أو تخفيض الآثار المترتبة، وتطور الإدارة بعد ذلك مجموعة نشاطات لترتيب المخاطر حسب أولويتها.

ج. **مناقشة الأخطار**: في هذه المرحلة يتم تحديد البدائل الاستراتيجية الممكنة للسيطرة على الخطر، ثم اختيار البديل الاستراتيجي الأمثل منها، و الذي على ضوئه تطور خطط لمعالجة الخطر تتضمن الوسائل اللازمة لذلك.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الخطوات الخمسة ترافقها عملية مستمرة من الرقابة تقوم بها إدارة المخاطرة، وذلك بالمراقبة وإجراء التعديلات حسب الضرورة، فهذه النشاطات الرقابية قد تكون منفصلة لكل خطوة من الخطوات الخمسة السابقة، أو قد تكون مجتمعة.

3.2. سبل إدارة المخاطر المالية:

يمكن تقسيم المخاطر إلى مخاطر أعمال ومخاطر مالية، وعندما تتوفر أدوات للسيطرة على المخاطر المالية، تستطيع الإدارة أن تتفرغ للتعامل مع المخاطر المالية. وفي هذا الصدد توجد ثلاث أدوات لإدارة المخاطر المالية، وهي: التأمين، وإدارة التوازن بين الخصوم والأصول، والتغطية.

1.3.2. التأمين: المقصود بتأمين المحفظة إحدى الأساليب التي يمكن استخدامها من خلال المتاجرة بالحزمة، ويهدف هذا الأسلوب إلى حماية محفظة الأوراق المالية ضد مخاطر تعرض قيمتها للانخفاض مع ضمان تحقيق حد أدنى من العائد، ويرى بعض المحللين الماليين أن إمكانية التأمين على المحفظة يتم من خلال عقود اختيار الشراء "Call Option" الذي يهدف إلى شراء بعض أصول المحفظة أو استبدال بعض أصول المحفظة بأصول أخرى يتوقع ارتفاع أسعارها مستقبلا، كما

وأن تأمين المحفظة يتم أيضا من خلال شراء ادوات استثمارية أو أوراق مالية خالية من المخاطر، كما يرى بعض المحللين أيضا أن عقود اختيار البيع قد تستخدم أيضا للمحافظة على المحفظة أو تأمين المحفظة الاستثمارية ويكون ذلك باستخدام أسلوب اختيار البيع عندما يتوقع مدير المحفظة انخفاض قيمتها، فيقوم بالانتفاع مع محرر عقد الاختيار بيع التشكيلة بعد فترة من الزمان من أجل تحقيق أرباح وبعد ذلك يقوم المستثمر أو مدير المحفظة بشراء تشكيلة أخرى بأسعار أقل من الأسواق[1].

2.3.2. إدارة التوازن بين الأصول والخصوم: تهدف إدارة التوازن بين الأصول والخصوم إلى تقليل فرصة تعرض المنشأة إلى مخاطر السعر، مع تحقيق العائد المستهدف، بما يعني زيادة العائد لكل وحدة مخاطر. ويتخلص الأساس الذي يقوم عليه هذا الأسلوب، في إيجاد التوازن من خلال تشكيلة ملائمة من الأصول والخصوم المالية، التي تتضمنها الميزانية من حيث تواريخ الاستحقاق، وقيمة كل منهما عند كل تاريخ. ومن ابرز مجالات استخدامات هذا المدخل، هو إدارة مخاطر السعر التي تمثل أهمية خاصة للبنوك التجارية، وشركات التامين، وصناديق التأمين، والمعاشات، وغيرها من المؤسسات المالية التي يتركز نشاطها في إدارة الأصول المالية[2].

3.3.2. التغطية: التغطية هي مركز مؤقت، بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلا على أصل معين، كما يمكن تعريفها بأنها أسلوب لحماية قيمة أصل معين، يملكه المستثمر إلى أن تتم تصفيته. وهذا التعريف يكشف عن صورتين للتغطية: **الصورة الأولى** هي للمستثمر الذي يرغب في شراء أصل مالي معين، ولا يملك الموارد المالية اللازمة، وإن كانت ستتاح في المستقبل، غير أنه يخشى أن يرتفع سعر ذلك الأصل إذا ما انتظر حتى تتوافر تلك الموارد. هذا المستثمر، يمكنه إبرام عقد مشتقات يضمن له التعاقد على الأصل من الآن بسعر متفق عليه، على أن يتم التنفيذ الفعلي عندما تتوافر له الأموال المطلوبة.

أما **الصورة الثانية**، فتتمثل في حالة مستثمر يمتلك أصلا ماليا معينا، و يخطط لبيعه في تاريخ لاحق، في الوقت الذي يخشى فيه انخفاض سعره، عندما يحين ذلك الوقت. هذا المستثمر، يمكنه إبرام عقد على أحد المشتقات لبيع الأصل مستقبلا بسعر يتفق عليه عند إبرام العقد[3].

---

(1) حسني خربوش، عبد المعطي أرشيد، محفوظ جودة، (2010): الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص ص 247-248.

(2) عبد القادر شلالي، علال قاشي، (2013): المرجع سبق ذكره، ص 09.

(3) عبد القادر شلالي، علال قاشي، (2013): المرجع سبق ذكره، ص 10.

3. مدخل عام حول محفظة الأوراق المالية

1.3. مفهوم محفظة الأوراق المالية:

1.1.3 تعريف محفظة الأوراق المالية: يستعمل مصطلح المحفظة في الغالب للإشارة إلى التنوع بحيث تحمل العديد من الأصناف والأنواع، وهو نفس الأمر بالنسبة للاستثمار في الأسواق المالية حيث تشير محفظة الأوراق المالية إلى امتلاك المستثمر لعدة أنواع من الأوراق المالية، ما يساهم في تقليل المخاطر من خلال توزيع الثروة وفق مبدأ لا تضع البيض كله في سلة واحدة.

وقبل التطرق إلى مفهوم محفظة الأوراق المالية يجب أولا فهم معنى الأوراق المالية وإعطاء تعريف محدد لها حيث تعرف بأنها:" الأسهم والسندات التي تقوم الشركات ومؤسسات الأعمال والحكومات بإصدارها والتي تعتبر صكا تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الإثنين معا"[1].

ومن ذلك فإن محفظة الأوراق المالية تعرف على "أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية(أسهم، سندات، صكوك....) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها"[2].

كما تعرف بأنها: " المحفظة التي تضم جميع الأوراق المالية والموجودات الرأسمالية المتداولة في السوق وبحسب القيمة النسبية لكل منها إلى مجموع يضم موجودات محفظة السوق وتستخدم هذه المحفظة في احتساب عوائد الأسهم ومخاطرها "[3].

كما يمكن أن تقترح تعريفا أخر أكثر دقة وهو " أن المحفظة الأوراق المالية عبارة عن تلك التشكيلة، أو التعريفة المعينة من عدة أوراق مالية (أسهم وسندات) مختلفة النوع، وتواريخ الاستحقاق، يحتفظ بها المستثمر، ويقوم بإدارتها للحصول على هدفين رئيسين:

- العائد المترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية[4].
- إمكانية تحويل تلك الأوراق إلى سيولة جاهزة في حالة احتجاج المستثمر لذلك.

---

(1) عيسى محمد الغزالي، (2004): تحليل الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 27، ص 04.

(2) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 11.

(3) ابن اعمر بن حاسين، (2012-2013): المرجع سبق ذكره، ص 111.

(4) بن موسى كمال، (2004): المحفظة الاستثمارية: تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد03، ص 37.

2.1.3. أهداف ووظائف محفظة الأوراق المالية:

أ. **أهداف محفظة الأوراق المالية:** تختلف أهداف المحفظة من شخص لآخر، ومن مؤسسة لأخرى طبقا للظروف الخاصة بكل مستثمر ويأتي في مقدمة أهداف المحفظة تعظيم قيمتها الرأسمالية وتحقيق عائد دوري، فضلا عن التأمين ضد المخاطر، وترتبط مكونات المحفظة ارتباط وثيقا بأهدافها.

وإلى جانب هذه الأهداف هناك أهدافا نوعية أخرى، منها ما يتعلق بأجل الاستثمار من حيث كونه قصير أو متوسط أو طويل الأجل، وكذا طبيعة الدخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية، وعلى ضوء ذلك يمكن اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب مع المستثمر.[1] ويمكن القول أن هناك أهداف رئيسية لمحفظة الأوراق المالية نوجزها فيما يلي:

- **تعظيم الربح**: أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولية في سلم أفضليات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.
- **تحقيق النمو**: أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها[2].
- **تقليل المخاطر**: وذلك بتنويع المستثمر لاستثماراته مما يقلل من التعرض لمخاطر، فكلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة انخفض الانحراف القياسي للمحفظة بأجمعها، ومع ذلك فإن زيادة عدد الأوراق المالية في المحفظة يتطلب جهودا إضافية للمتابعة، والحصول على المعلومات من عدد أكبر من الشركات، وهذا ما يتسبب في بعض النفقات الإضافية، لذلك يجب على المستثمر أن يوازن بين جميع هذه العوامل ويختار حلا وسطا[3].

---

(1) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ومحافظ الاستثمار، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، ص 02، متوفرة على الموقع الالكتروني:
http ;//iefpedia.com/arab/wp-content/uploads-management-FEPS63rd-FE-2012.pdf, consulté le 17/12/2017.

(2) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 12.

(3) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ومحافظ الاستثمار، المرجع سبق ذكره، ص 03.

- **المحافظة على رأس المال الأصلي:** يعتبر من أهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقيها صاحب المحفظة، إلا أن الاستعداد لتحمل مخاطر يجب أن يبتعد عن رأسمال الأصلي، فالمخاطرة يجب أن ترتبط بنسبة معينة من العائد بحيث يتطلب أن يكون توازن بين العائد والمخاطرة من أجل المحافظة على رأس مال المستثمر في المحفظة[1].
- **القابلية لتسييل المحفظة:** تتوقف سيولة محفظة الأوراق المالية على مدى قابلة الاوراق المالية التي تحتويها للتداول، فكلما كان من الممكن التصرف بسرعة وسهولة في الورقة المالية دون خسائر كلما ارتفعت نسبة سيولة هذه الورقة، أي تحويلها إلى نقد سائل[2].
- **تحقيق أمان مستقبلي:** وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن.[3]
- **نمو رأس المال المستثمر:** يستهدف مديرو المحافظ زيادة رأس المال المستثمر من خلال عملية التنويع واختيار أوراق المنشآت ذات النمو المحتمل مستقبلا، فالعائد الذي تحققه محفظة لا يعكس نزعة تدنية المخاطر بل تنمية العوائد في الوقت نفسه[4].
- **تحقيق السيولة المناسبة:** تعمل إدارة المحفظة على توفير سيولة مناسبة والتي تكفي لمواجهة الالتزامات، إذ أن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (مثلا السندات)، فضلا عن الأوراق؛ المالية سريعة التسويق (أسهم الشركات الكبرى) في أسواق التداول، كفيل بتوفير تدفق نقدي مستمر[5].
- **التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين:** لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير.
- **تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:** من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفء وفعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع[6].

---

(1) عمر عبو، (2015-2016): الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، ص 142.

(2) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ومحافظ الاستثمار، المرجع سبق ذكره، ص 02.

(3) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 12.

(4) مصطفى يوسف كافي، (2009): بورصة الأوراق المالية، دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، ص 240.

(5) عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 143.

(6) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 13.

ب. وظائف محافظ الأوراق المالية: تعمل محفظة الأوراق المالية على إنجاز مهمات ووظائف عديدة أهمها[1]:

- تحديد أنواع الأصول على بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية وكل ذلك بناءا على مسوحات أولية للأسواق المالية والفرص المتاحة؛
- تعزيز قيم موجودات محفظة الأوراق المالية من خلال الحفاظ على ربحيتها والعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر؛
- توفير الأمان من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط والعقلانية مع القبول بهامش ضروري للمخاطر وذلك بالاستناد إلى تنويع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية؛
- إقرار السياسة الاستثمارية لما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة؛
- دراسة التغذية الخلفية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية والإيجابية لهذه القرارات، وهناك على الأداة أن تشخيص درجة حساسية الأدوات المختلفة للاستثمار اتجاه تغيرات بعض مؤشرات السوق والاقتصاد؛
- توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وانجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة والتداول الحر للأدوات المالية؛
- بناء استراتيجية الاستثمار يختلف عادة من إدارة إلى أخرى حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق؛
- تحصين المحفظة وعملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية، خاصة بالنسبة للضرائب المختلفة وهو ما يكون بالابتعاد عن أي تهرب ضريبي أو أي مخالفة مالية أو إدارية أخرى.

3.1.1. أنواع محافظ الأوراق المالية: تنقسم محافظ الأوراق المالية إلى العديد من الأنواع، حسب المعيار الذي ننظر بواسطته إلى المحفظة، لذلك سنتطرق إلى ثلاث معايير.

أ. أنواع المحافظ حسب مكوناتها:

- **محافظ سوق النقد:** ولقد ظهرت هده الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1973م، وتتكون محفظة الأوراق المالية بها من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة وشهادات الإيداع في البنوك، وتعتبر

[1] سعيدة تلي، (2009): التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة قاصدي مرباح: ورقلة، الجزائر، ص 14.

هذه الصناديق من صناديق الاستثمار قصيرة الأجل التي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية [1].

- **محافظ الأسهم العادية:** وتتكون محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق من الأسهم العادية وتعتبر من صناديق الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل، وتنقسم هذه الصناديق بدورها إلى عدة أنواع حسب نوعية الأسهم التي يتم الاستثمار فيها، فهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها منشآت تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة ما أو منطقة جغرافية معينة أو التي تتمتع بإعفاءات ضريبية وهكذا، وكذلك هناك صناديق المؤشر IndeX FundS التي تستثمر في ذات تشكيلة الأسهم التي يتكون منها أحد مؤشرات سوق الأوراق المالية [2].

- **محافظ السندات:** وتتكون محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق من تشكيلة مسن السندات التي تصدرها المنشآت المختلفة وبعض السندات التي تصدرها الحكومة، وتنقسم تلك الصناديق بدورها إلى عدة أنواع حسب نوع السندات المستثمر فيها، فهناك صناديق سندات محلية، وصناديق سندات دولية، وصناديق سندات خاصة وغيرها، وتعتبر هذه الصناديق من الصناديق متوسطة وطويلة الأجل أيضا[3].

- **الصناديق المتوازنة:** ويقصد بها تلك الصناديق التي تتكون محفظة الأوراق المالية بها مسن مزيج من الأسهم العادية والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل المحدد الثابت كالسندات والأسهم الممتازة ويلاحظ أن معظم الصناديق التي تأسست في المنطقة العربية تندرج تحت هذا النوع الأخير الصناديق المتوازنة أو كما يطلق عليها أيضا الصناديق المتنوعة[4].

ب. أنواع المحافظ حسب أهدافها:

- **محفظة الدخل:** وهي المحفظة التي تتوجه من خلال تنويعها إلى تحقيق دخل مرتفع للمستثمر مع مستوى مخاطر مقبول، فقيام إدارة المحفظة باختيار الأوراق المالية التي تولد دخلا مستقرا نسبيا مثل أسهم الشركات الكبرى والسندات جيدة الدخل يساعد في الوصول إلى محفظة الدخل[5].

---

(1) حسين عطا غنيم، (2014): دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، ص 26.

(2) حسين عطا غنيم، (2014): المرجع نفسه، ص 26.

(3) حسين عطا غنيم، (2014): المرجع نفسه، ص 26.

(4) حسين عطا غنيم، (2014): المرجع نفسه، ص 27.

(5) مصطفى يوسف كافي، (2009): بورصة الأوراق المالية، دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، ص 240.

- **محفظة النمو**: تهدف إدارة هذه الصناديق إلى تحقيق نمو طويل الأجل وعائد مستقبلي القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة لمحافظة الصندوق ولذا عادة ما تشتمل محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على أسهم عادية في منشآت تمتلك أفافا أعلى للنمو مثل المنشآت التي تظهر سجلاتها نموا مضطردا في المبيعات والأرباح المحتجزة أو المنشآت التي تتبع سياسات متقدمة بحالات مكثفة لاختراق أسواق جديدة، وتناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع والذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم[1].

- **المحفظة المتوازنة**: وتهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها من خلال ربط التوازن قصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة) والطويل الأجل. ولمدير المحفظة الاستثمارية أهمية كبيرة في تحديد استراتيجية المحفظة وقراراتها، ويعد من أهم القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي، الذي يتم بمقتضاه تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة، وتبرز في هذا القرار مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى التي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنويع وبدرجة تحقق هدفه الرئيس في تعظيم العائد وتخفيض المخاطر إلى حدها الأدنى[2].

ت. أنواع المحافظ المالية حسب أسلوب الإدارة: وتنقسم المحافظ وفق هذا المعيار إلى[3]:

- **المحافظ المرنة** :هي التي تخضع في تكوينها لقواعد مرنة، ويقصد بالقواعد المرنة هي التي تترك للإدارة الحرية والسلطة المطلقة في اختيار مكونات المحفظة، ومن مزايا هذه المحافظ أنها تسمح لإدارتها بإجراء المقارنات المناسبة بين الأوراق المالية واستبعاد الرديئة منها وإضافة الأنواع الجيدة، ومن سلبياتها أنها تترك لمدير المحفظة في اختيار ما يراه صالحا ولا يحكمه سوى الضمير الاستثماري.

- **المحافظ الجامدة**:هي التي ينص في عقدها بإلزام الإدارة بتكوين المحفظة بقائمة محددة للأوراق المالية ولا يخرج عنها إلا إذا كانت هناك إجراءات تعديل نص العقد، ومن ايجابيات هذا النوع وضع رقابة سابقة على نشاط إدارتها سواء في التكوين أو الإدارة.

---

(1) حسين عطا غنيم، (2014): المرجع سبق ذكره، ص 27.

(2) نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، (2013): السياسات الاقتصادية: الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 65.

(3) عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 147-148.

- **المحافظ ذات التكوين شبه الثابت:** هي نوع وسيطي بين النوعين السابقين كأن تتكون المحفظة من قائمة أوراق مالية محددة لكن يجوز للإدارة استبعاد بعض الأوراق المالية عند انخفاض عائدها لمستوى معين، وكذا جواز ضم بعض الأنواع التي ليست من ضمن القائمة إذا كان هناك توقع بارتفاع عائدها.

- **المحافظ ذات التكوين شبه الثابت:** هي نوع وسيطي بين النوعين السابقين كأن تتكون المحفظة من قائمة أوراق مالية محددة لكن يجوز للإدارة استبعاد بعض الأوراق المالية عند انخفاض عائدها لمستوى معين، وكذا جواز ضم بعض الأنواع التي ليست من ضمن القائمة إذا كان هناك توقع بارتفاع عائدها.

المحافظ ذات الإدارة التقليدية: حيث يقتصر دور إدارة المحفظة على اختيار الأوراق المالية التي يراها أكثر تطابقا مع أهداف المستثمر وذلك وفقا لتوقعات كل من اتجاهات البورصة وأسعار الفائدة وأسعار الصرف.

- **المحافظ ذات الإدارة الكمية:** ويتم إدارة المحفظة بأساليب كمية تعتمد على استخدام النماذج الرياضية لقياس كفاءة مكونات المحفظة ومتابعة أدائها.

2.3. خصائص محفظة الأوراق المالية:

1.2.3. مكونات محفظة الأوراق المالية: تتكون المحفظة المالية من مجموعة من الأوراق المالية كالأسهم، السندات، أذونات الخزينة... وغيرها من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، البنوك، الدولة وغيرها من الهيئات العامة. من أهمها نجد:

أ. **الأسهم:** يتمثل السهم في حصة من رأس مال الشركة، ويمكن التمييز في هذه الحالة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

- **الأسهم العادية**[1]: يشير مصطلح الأسهم العادية على معاني مختلفة لدى الأفراد، إلا أنه يبقى يستخدم للإشارة إلى ذلك السهم الذي لا يمتلك أي تفضيلات أو أسبقيات خاصة، سواء في دفع مقسوم الأرباح أو في حالة الإفلاس والتصفية.

تمثل الأسهم العادية مصالح المالكين في المنظمة، كما أنها تعد الأساس لهدف المنظمة بتعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية وتعرف بأنها جزء من رأس المال المنظمة المساهمة وتحدد قيمته عند الإصدار.

- **الأسهم الممتازة:** هي عبارة عن مستند ملكية له قيمة دفترية، قيمة اسمية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، يتسم هذا النوع من الأسهم بالصفات التالية:

---

[1] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، (2013): مدخل إلى الأسواق المالية، الطبعة العربية، دار الأيام للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 45 - 46.

– تعطي تلك الأسهم لحامليها الحق في الحصول على حصة ربح سنوية، ولكن لا يتخطى ذلك حدود معينة. عادة ما تكون حصة الربح عبارة عن مبلغ ثابت يتم التعبير عنها في صورة نسبة مئوية (سعر كوبون) للقيمة الاسمية للأسهم[1]؛

– ترتفع مكانة حاملي تلك الأسهم الممتازة أمام حاملي الأسهم العادية عند الإقدام على تصفية الشركة، ولكن تأتي مرتبتها خلف الدائنين؛

– قد تكون الأسهم الممتازة قابلة للاسترداد أو غير قابلة للاسترداد، أي تكون دائمة.

ب. السندات: تتمثل في أصل مالي يمنح للمكتتب لقاء الدين، ويمكن تمييز عدة أنواع من السندات منها:

- **السندات الحكومية:** تصدرها الدولة ومؤسساتها، تمتاز بمزايا تشجع المستثمرين على الاستثمار بها[2]:

– الاستثمار يكون أقل مخاطرة، وأكثر أمانا من الاستثمارات الأخرى؛

– السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأخرى؛

– تصدر بشروط الإعفاء الضريبي لفواتيرها من ضريبة الدخل.

- **أذونات الخزينة**[3]: عبارة عن أداة دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 3 – 12 شهرا تصدر من قبل الحكومات، تستخدم هذه الأداة لتمويل العجز في الموازنة الهامة للدولة أو لامتصاص الفائض النقدي وتشجيع المواطنين على الادخار، وفي بعض الدول تمنح مزايا وإعفاءات ضريبية.

- **السندات الخاصة بالشركات**[4]: يوصف السند على أنه أداة دين ذو صفة مالية قابل للتداول، يحق لحامله بذمة الجهة المصدرة الحصول على دفعات دورية منتظمة (الفائدة) خلال فترة الاستحقاق، وبنسبة ثابتة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السند، مع قابلية تداوله في السوق المالي. يمثل السند حق دائنه بتعهد المقترض "الجهة المصدرة" من خلاله على دفع مبلغ معين في تاريخ معين مع احتساب فوائد بنسبة معينة لصالح المقرض "المستثمر". توجد عدة امتيازات لهذه الأداة، منها:

– الأولوية في الحصول على كل حقوقه في حالة التصفية؛

– الفوائد المدفوعة أو المحتسبة تكون على أساس القيمة الاسمية وليست السوقية؛

---

[1] برايان كويل قسم الترجمة بدار الفاروق، (2006): هيكلة رأس مال الشركات، الطبعة العربية الأولى، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص 101.

[2] وليد صافي، أنس البكري، (2009): الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار البلدية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ص 109.

[3] دريد كامل آل شبيب، (2012): الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ص 174.

[4] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، (2013): المرجع سبق ذكره، ص 54.

- المخاطر المتعلقة بهذه الأداة تنحصر أساسا في تغيير أسعار الفائدة؛
- يتميز السند عموما بدرجة مخاطرة منخفضة.

- **سندات المساهمة:** هي شهادات قابلة للتداول تصدر من طرف شركات المساهمة، يتكون دخلها من جزء ثابت وجزء متغير حسب النتائج المحققة.
- **سندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:** أوراق مالية تجمع بين صفات الأسهم وصفات السندات، يمكن لحملتها الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية، بحيث يحصل على قسيمة تابعة لسنداته، وتؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية معينة، وبالتالي فحامل هذه السندات يمكن أن يصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين بالإضافة لكونه دائن بالنسبة للشركة.
- **شهادات الاستثمار:** عبارة عن ورقة مالية تصدرها الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها، وهي ثلاث أنواع [1]:
  - شهادات استثمار ذو طبيعة متزايدة؛
  - شهادات استثمار ذات عائد جاري أي بفائدة سنوية؛
  - شهادات استثمار ذات قيمة متزايدة ويجرى عليها السحب.
- **صكوك الشراء اللاحق لأسهم الشركة:** حق اختيار يعطي لصاحبه حق الاكتتاب خلال فترة زمنية معينة وبسعر محدد في أسهم الشركة، وبالتالي فهي شهادة يمكن لصاحبها تحويلها إلى سهم أو أكثر حسب رغبته.

ت. المشتقات المالية: عبارة عن أدوات استثمارية مالية جديدة قام المهندسون الماليون باستحداثها عن طريق العقود الفرعية. أخذت المشتقات المالية اسمها من قيمتها المشتقة من قيمة مرجعية، كقيمة السهم العادي أو السند أو غيرها. يمكن تعريف المشتقات المالية على أنها "عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية"[2]. نميز أربعة أنواع للمشتقات المالية، وهي كالتالي:

- **عقود الخيارات**[3]: الخيار يعطي حامله حق شراء أو بيع الأصل عند سعر محدد، ينفذ في أو قبل تاريخ محدد، وهو عقد بين طرفين المشتري والبائع أو محرر العقود. تعطي عقود الخيارات للمشتري الحق بالشراء وتسمى خيار شراء، أو حق

[1] محمد على سويلم، (2013): أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، دار المطبوعات الجامعية: الاسكندرية، مصر، ص 171.
[2] دريد كامل آل شبيب، (2009): الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 397.
[3] دريد كامل آل شبيب، (2009): المرجع نفسه، ص 403.

البيع ويسمى خيار البيع، لكمية محددة من أصل أصلي في تاريخ محدد وبسعر محدد ويتم دفع عمولة تسمى بسعر الخيار. قد تنفذ عقود الخيارات وفق الطريقة الأمريكية وتسمى عقد خيار أمريكي أو وفق الطريقة الأوروبية وتسمى عقد خيار أوروبي.

- **العقود الآجلة**[1]: هي عقود نقدية، أي أنها عملية يتم فيها التبادل النقدي مقابل عقد شراء لسلعة يستلمها المشتري في وقت محدد.
- **العقود المستقبلية**[2]: هي عقود معيارية واتفاقية تجهيز، يمكن تحويلها إلى تاريخ تسليم آجل، بحجم ومقدار محدد من سلعة معينة وبسعر محدد. تستخدم هذه العقود لتغطية أنواع متعددة من السلع على وفق تاريخ تسليم في المستقبل وبسعر محدد للوحدة الواحدة بالنسبة للسلع. يرى Eales بأن مفهومها الجوهري يشبه العقود الآجلة فهما يشيران إلى اتفاق بين طرفين يتعهدان بالمبادلة بينهما في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد الآن؛ أما الاختلاف الجوهري بينهما يتمثل في كون العقود المستقبلية عبارة عن عقود معيارية يتم تحديد شروطها في بورصة المستقبليات.
- **عقود المقايضات والمبادلات**[3]: تعتبر عقود المقايضة احدى أدوات المشتقات المالية، تسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعملات. تعرف بأنها "التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر، بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد". تحدد عقود المقايضة طبيعة الأصل، قيمة المدفوعات، السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها وفترة العقد.

2.2.3. عائد محفظة الأوراق المالية:

أ. العائد والمخاطر

- **العائد:** العائد عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة. يمثل العائد القيمة المضافة إلى رأس المال الأصلي، ونميز هنا العوائد الفعلية التي تتصف بالتأكد التام والعوائد المتوقعة التي تتميز بدرجة التأكد الكامل. اهتمام المحفظة الاستثمارية بالعائد يعود إلى مدى ارتباط نسبة النجاح في الحصول على العائد على الاستثمارات بدرجة المخاطر التي تتعرض لها. ونميز ثلاث أنواع من عائد المحفظة:

---

[1] نوري سميحة، (2011): جدوى تقييم الاستثمارات والأصول المالية، مذكرة اماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة باجي مختار: عنابة، الجزائر، ص 78.

[2] حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان وعلي أحمد فارس، (2011): المشتقات المالية (عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 33 – 34.

[3] دريد كامل آل شبيب، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 417.

– **معدل العائد المطلوب**[1]: هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمر أو مدير المحفظة تعويضا عن المخاطر المحتملة. يحسب هذا المعدل على أساس معدل العائد المطلوب لكل سهم من أسهم المحفظة مرجحا بوزن مساهمته بمبلغ المحفظة. يحسب معدل العائد المطلوب للسهم وفقا لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية MEDAF، وعليه فإن العائد المطلوب من المحفظة يكون على الشكل الآتي:

$$ع_{م\,ط} = ع_{ط1}و_1 + ع_{ط2}و_2 + \ldots\ldots\ldots + ع_{ط\,ن}و_ن$$

حيث:

$ع_{م\,ط}$: معدل العائد المطلوب من المحفظة؛

$ع_{ط1}$.....$ع_{ط\,ن}$: معدل العائد المطلوب لكل سهم؛

W_i: أوزان كل مكون من مكونات المحفظة.

عادة يقارن العائد المطلوب مع معدل العائد المتوقع. فإذا كان الأخير أعلى من المطلوب، فإن المحفظة مرغوبة من قبل المستثمر، وإذا كان المتوقع أقل من المطلوب يعيد المستثمر النظر بتشكيلة المحفظة ويعدلها إما بإضافة أسهم، أو استبعاد أخرى.

– **معدل العائد المتوقع**[2]: لقياس العائد المتوقع لمحفظة استثمارية يقتضي توفر معلومات عن متغيرين رئيسين:

الأول: نسب القيمة الكلية للمحفظة التي تستثمر في كل أصل من أصول تلك المحفظة، أي نسبة مساهمة كل أصل في القيمة الكلية للمحفظة.

الثاني: عائد كل أصل يدخل في تكوين المحفظة، يتم قياسه على أساس توقعات تحقق ذلك العائد وفقا للتوزيع الاحتمالي، وفي ظل الحالة الاقتصادية أو ظروف السوق.

وعليه فإن عائد المحفظة سيكون نتيجة العوائد الاستثمارية الفردية ووزن كل واحد منها في القيمة الكلية للمحفظة، بعبارة أخرى هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الاستثمارات الفردية، ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$Rp_i = (W_1)(R_1) + (W_2)(R_2) + \cdots + (W_n)(R_n)$$

[1] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، (2004): الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ص 202.

[2] مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2011): إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 201–202.

$$Rp_i = \sum_{i=1}^{n} W_i \times R_i$$

حيث أن:

Rp: معدل العائد المتوقع للمحفظة؛

Wi: الوزن النسبي لكل أصل في المحفظة منسوبا إلى القيمة الكلية لأصول المحفظة؛

Ri: العائد المتوقع لكل أصل من أصول المحفظة؛

n: عدد الأصول في المحفظة؛

i: ترتيب أصول المحفظة (1 ، 2 ، 3 ، ... ، n).

– **معدل العائد المتحقق**[1]: هو ذلك العائد الفعلي، الذي يحققه المستثمر من مسك محفظة، ويمثل مجموع عوائد مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها في رأس مال المحفظة. لذلك يطلق عليه العائد المتحقق الموزون. ويكون على وفق الصيغة الآتية:

$$ع_م = ع_1و_1 + ع_2و_2 + ... + ع_نو_ن$$

حيث أن:

$ع_م$: عائد المحفظة المتحقق؛

ع1..... $ع_ن$: عائد كل مكون من مكونات المحفظة؛

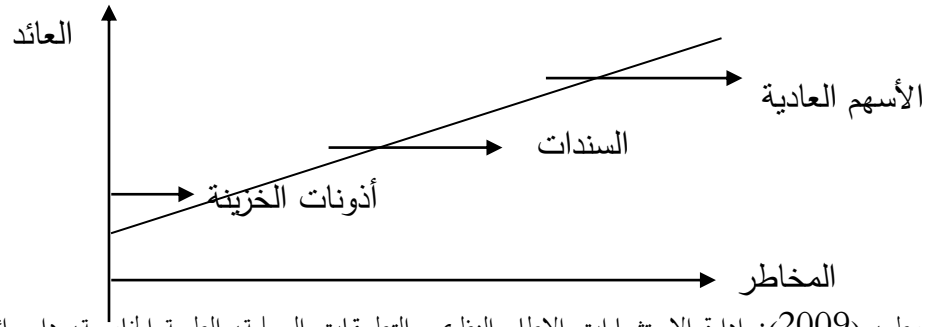
و1 ..... $و_ن$: أوزان كل مكون في المحفظة، أي حصة الورقة المالية من رأس مال المحفظة.

- **علاقة العائد بالخطر**: العائد على الاستثمار، ومخاطر الاستثمار مفهومان مترابطان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر. يرتبط عنصرا العائد والمخاطر معا في علاقة طردية. كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد أعلى على استثماراته، عليه أن يعد نفسه لتحمل درجات أعلى من المخاطر والعكس بالعكس. على هذا الأساس، يوجد ارتباط بين طبيعة المستثمر ودرجة الخطر التي يكون على استعداد لتحملها في قراراته الاستثمارية. المستثمر المتحفظ يقنع عادة بالحصول على عائد متواضع على استثماراته مقابل خفض المخاطر المحيطة بهذه الاستثمارات، بينما يتوجه المستثمر المضارب لمجالات استثمار على درجة عالية من الخطر وراء عائد مرتفع على استثماراته. من جانب آخر، توجد علاقة موجبة بين المخاطر

[1] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، (2004): المرجع سبق ذكره، ص 198.

والبعد أو الأفق الزمني للاستثمار. فكلما طالت الفترة الزمنية لتحقيق التدفقات النقدية التي توفرها أداة الاستثمار، تزداد درجة المخاطر والعكس صحيح. على أساس أن احتمال تحقق التدفقات النقدية ينخفض بطول الفترة الزمنية ويرتفع بانخفاضها[1].

الشكل 1 – 4: علاقة العائد والمخاطر



المصدر: محمد مطر، (2009): إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص23.

تحدد نظرية المحفظة مجموعة العائد والمخاطر التي تحقق أعلى عائد بمستوى معين من المخاطر. لذا فإن تحديد مواقع الخطورة تركز إما على مدى انحراف العائد عن متوسط العائد بواسطة الانحراف المعياري والذي يعتبر مقياسا للمخاطر الكلية؛ أو على حساسية العائد نسبة إلى عائد السوق باستخدام ما يعرف بمعامل بيتا وهو مقياس للمخاطر النظامية[2].

معرفة درجة المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية يتم بتحديد مدى احتمالية حدوث المخاطر، من خلال توزيع احتمالي لمعدلات العوائد المتوقعة. يمكن أن يكون التوزيع الاحتمالي إما موضوعي أو شخصي؛ فتشكيل التوزيع الاحتمالي الموضوعي يمكن أن يعتمد على البيانات التاريخية الموضوعية، عادة ما نستطيع الاعتماد على الاحتمالات التاريخية لمعدلات العائد للمساعدة على التنبؤ بتوزيع الاحتمالات المستقبلية، الذي سنبني عليه قرارات الاستثمار عندما يكون التوزيع الاحتمالي يتصف بالثبات نوعا ما؛ أما عند تحديد التوزيع الاحتمالي بالاعتماد على الخبرة الشخصية فإن ما حدث في الماضي سيؤثر على المشاعر الحدسية بشأن المستقبل[3].

ب. تعريف عائد المحفظة المالية[4]: يختلف عائد المحفظة المالية عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تذرها الأوراق المشكلة لها. تنتج هذه المنافع عندما يكون سعر بيع الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى عند الترقية الملائمة. في هذا الصدد لابد أن نميز بين عائد المحفظة الفعلي وبين عائد

(1) محمد مطر، (2009): إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 22 – 24.
(2) مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): المرجع سبق ذكره، ص ص 204-205.
(3) دريد كامل آل شبيب، (2010): إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ص 64.
(4) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 32.

المحفظة المتوقع، إلا أن العائد الذي يشكل محور اهتمام المستثمرين هو العائد المتوقع، هذا الأخير الذي يعتبر أهم ناتج ومحصلة لذا أصبح يصاغ في شكل توزيع احتمالي.

ت. حساب عائد المحفظة المالية: نميز بين نوعين من عوائد المحفظة عائد تاريخي وعائد متوقع، وبما أن المحفظة المالية هي مجموع أوراق مالية فعائدها هو مجموع عوائد الأوراق المالية المكونة لها.

- **العائد التاريخي**[1]: يتطلب الأمر لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية كلا من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية وأوزانها النسبية، لأن العائد التاريخي للمحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المكونة لها، يحسب العائد التاريخي للمحفظة بالعلاقة التالية:

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

حيث:

R_p: عائد المحفظة p؛

W_i: الوزن النسبي للورقة المالية i ؛

R_i: العائد التاريخي للورقة i؛

n: عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية.

- **العائد المتوقع للمحفظة المالية: يعتمد** حساب العوائد المتوقعة لمحفظة الأوراق المالية على توزيع احتمالي أي تقدير الاحتمالات الممكنة للعوائد المستقبلية للأوراق المالية، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$E(R_p) = (W_1 R_1)P_1 + (W_2 R_2)P_2 + \cdots + (W_n R_n)P_n = \sum_{n}^{i=1} (W_i R_i)P_i$$

حيث:

W_i: وزن الورقة المالية داخل المحفظة؛

R_i: عائد الورقة المالية؛

P_i: احتمال حصول العائد؛

n: عدد الاحتمالات.

[1] بوزيد سارة، (2006 – 2007): المرجع نفسه، ص 32.

3.2.3. قياس مخاطر محفظة الأوراق المالية:

أ. **طريقة التوزيع الاحتمالي:** عندما تسود حالة اليقين التام، فإن القيمة المتحققة للتدفقات النقدية سوف لن تكون أكثر من قيمة متوقعة واحدة، أو بعبارة أخرى أن قيمة معامل التعديل أو التأكد تمثل واحد صحيح، وأن درجة المخاطرة ستكون صفرا، أما في حالة اللايقين، فإن الصورة ستختلف وستكون القيمة المتحققة للتدفقات النقدية احتمالية، بمعنى سيكون هناك أكثر من قيمة متوقعة واحدة. ولذلك، يتطلب أن يكون هناك حد أدنى وحد أعلى للتوقعات لا يجوز الخروج عنها. ومن هنا جاءت طريقة التوزيع الاحتمالي والتي تقوم على افتراض احتمالية مختلفة للنقد المتدفق في المشروع والاستعانة بها في احتساب مؤشرات إحصائية تفيد في تحديد درجة المخاطرة[1].

ب. التباين والانحراف المعياري:

- **التباين وشبه التباين:**

– **قياس التباين لأصل واحد:** التباين عبارة عن مجموع انحرافات البيانات من وسطها الحسابي، وبما أن هذا المجموع يساوي الصفر دائما كان لابد من حذف الإشارة السالبة لنحصل على مقياس ذي معنى، وإحدى هذه الطرق التي تزيل الإشارة السالبة هي تربيع الانحراف، التي تستخدم مربعات الانحرافات في حساب التباين[2]:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^{n}(R_i - \overline{R})^2}{n-1}$$

هناك العديد من مقاييس المخاطر التي تطرقت إليها الدراسات السابقة وقد اعتبر ماركوفيتش إن التباين في توزيع العوائد أحد المقاييس الفعالة لذلك، إلا أن التباين قد واجه العديد من الانتقادات. وفي معرض الانتقادات التي وجهت لهذا المقياس قال ماركوفيتش إنه بالإمكان استعمال ما يشبه التباين الذي يركز على اهتمام المستثمر بتقليل التذبذبات في العوائد[3].

بينما يبدو أن الانحراف الذي يكون أعلى من الوسط الحسابي من الأمور المفضلة لدى المدراء إلا أن الواقع يشير أن الانحرافات التي تكون أقل من الوسط أو ما يسمى هي التي تأخذ بالحسبان في عملية اتخاذ القرارات، ومن أفضل المقاييس المستعملة لقياس ما يسمى شبه التباين والذي يعد حالة خاصة من التباين ويحسب باستعمال المعادلة التالية [4]:

---

[1] طلال كداوي، (2009): تقييم القرارات الاستثمارية، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ص ص 225 – 226.

[2] شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، (2011): إدارة الخطر والتأمين، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 224.

[3] دريد كامل آل شبيب، (2010): المرجع سبق ذكره، ص 71.

[4] دريد كامل آل شبيب، (2010): المرجع نفسه، ص 72.

$$SV = \frac{\sum P_i (X_i - \overline{X})^2}{K}$$

حيث:

SV: شبه التباين؛

X_i: قيم العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة؛

P_i: احتما حدوث العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة؛

K: عدد العوائد التي تقل عن القيم المتوقعة.

فإذا كان شبه التباين للمشروع أقل يكون المشروع أقل خطورة.

- **قياس التباين لمحفظة مكونة من أصلين ماليين**[1]: يتم قياس خطر محفظة مكونة من أصلين X_1 , X_2 من خلال التباين الذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$\sigma_{Rp}^2 = a^2\sigma_{X_1}^2 + (1-a)\sigma_{X_2}^2 + 2a(1-a)Cov(X_1 \cdot X_2)$$

حيث أن:

a: تمثل نسبة الأصل X_1 في المحفظة.

- **قياس التباين لمحفظة مكونة من عدد n من الأصول المالية**[2]: يتم قياس خطر محفظة مكونة من عدد n أصول مالية عن طريق العلاقة التالية للتباين:

$$\sigma_{Rp}^2 = \sum_{i=1}^{n} X_i^2\sigma_{Ri}^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} X_i X_j Cov(R_i \cdot R_j)$$

التي يمكن تمثيلها بالشكل التالي:

$$\sigma_{Rp}^2 = (X_1, X_2, X_3, \ldots\ldots\ldots, X_n) \begin{bmatrix} \sigma_{11} & \sigma_{12} & \cdot & \sigma_{1n} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \sigma_{n1} & \sigma_{n2} & \cdot & \sigma_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_1 \\ \cdot \\ X_n \end{bmatrix}$$

(1) دريد كامل آل شبيب، (2010): المرجع نفسه، ص 95.

(2) دريد كامل آل شبيب، (2010): المرجع سبق ذكره، ص 95.

- **الانحراف المعياري:**

– **قياس الانحراف المعياري لأصل واحد**[1]: من الصعب التنبؤ باختيارات الأفراد ما بين المشاريع دون معرفة ميولهم نحو المخاطر. غير أن الكثير من الأفراد يتفادون المخاطر والانحراف المعياري الذي هو إحدى مقاييس المخاطر ويعد أحد مقاييس التشتت للبيانات المكونة للحالة فكلما زاد التشتت عن متوسط هذه البيانات زاد الانحراف المعياري، ويتم حساب الانحراف المعياري بالمعادلة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} p_i (r_i - \bar{r})^2}$$

حيث:

σ: الانحراف المعياري؛

r_i: العائد المحتمل؛

$\bar{r}$: القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة؛

p_i: احتمال العائد.

فالمشروع ذو الانحراف المعياري الأعلى يكون أكثر مخاطرة وأقل جاذبية.

إن المعادلة أعلاه يتم استعمالها في حال وجود بيانات مستقبلية متوقعة أي غير معروفة، ولكن احتمالات حدوثها معروفة أو يمكن تقدير احتمال حدوثها بناء على تجربة الشركة في الماضي، والتغيرات التي تتوقع حدوثها بالمستقبل أو بناء على اجتهاد متخذي القرار.

– **قياس الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين ماليين**[2]: يتم قياس خطر محفظة مكونة من أصلين X_1 , X_2 من خلال الانحراف المعياري الذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$\sigma_{Rp} = \sqrt{a^2\sigma_{X_1}^2 + (1-a)^2\sigma_{X_2}^2 + 2a(1-a)Cov(X_1 \cdot X_2)}$$

(1) دريد كامل آل شبيب، (2010): المرجع نفسه، ص 71.

(2) دريد كامل آل شبيب، (2010): المرجع سبق ذكره، ص71.

حيث أن:

a: تمثل نسبة الأصل X_1 في المحفظة.

– **قياس الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من عدد n من الأصول المالية**[1]: يتم قياس خطر محفظة مكونة من عدد n الأصول المالية عن طريق العلاقة التالية للانحراف المعياري:

$$\sigma_{Rp} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} X_i^2 \sigma_{Ri}^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} X_i X_j Cov(R_i \cdot R_j)}$$

ت. معامل الاختلاف:

- **قياس معامل الاختلاف لأصل واحد**[2]: لا يكفي أن تتم المقارنة بين المشاريع بالاعتماد على مقاييس مختلفة، فالتباين هو أفضل المقاييس في حالة تساوي المتوسطات الحسابية لعوائد المشاريع المراد المفاضلة بينها (القيمة المتوقعة)، تما في حالة عدم التساوي فيفضل الاعتماد على معامل الاختلاف باعتباره مقياس للتباين النسبي لأن الاعتماد عليه يساعد في التغلب على مشكلة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها، إذ يوجد قاعدة الانطلاق لإجراء المقارنة بين المشاريع ذات العوائد مختلفة المتوسطات، ويحسب بقسمة الانحراف المعياري على المتوسط الحسابي للعائد المتوقع (أو متوسط القيمة المتوقعة في حالات البيانات المستقبلية). فالمشروع ذو معامل الاختلاف الأقل يعد أقل خطورة.

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{r}}$$

حيث:

σ: الانحراف المعياري؛

$\bar{r}$: القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

- **قياس معامل الاختلاف للمحفظة:** يمكن قياس مخاطر المحفظة عن طريق معامل الاختلاف، بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة، يستخدم معامل الاختلاف كمقياس للتشتت النسبي فكلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت المخاطرة والعكس صحيح حيث نستخرج المخاطر بالعلاقة التالية[3]:

---

[1] دريد كامل آل شبيب، (2010): المرجع نفسه، ص71.

[2] دريد كامل آل شبيب، (2010): المرجع نفسه، ص 72.

[3] دريد كامل آل شيب، (2010): المرجع سبق ذكره، ص ص 95- 96.

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

ث. معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية:

- **قياس معامل بيتا**[1]: تتمثل المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع (المخاطر النظامية) في المخاطر المتعلقة بالاقتصاد القومي ككل، أي التي تؤثر في السوق بصفة عامة، وبالتالي فإنه يمكن قياس تلك المخاطر بمدى تغير عائد ذلك المشروع (السهم) مع تغير عائد السوق. يقصد بعائد السوق متوسط عائد الأسهم العادية المتداولة في سوق الأوراق المالية (عائد محفظة السوق). والأسلوب الملائم لقياس المخاطر النظامية هو معامل بيتا ويحسب معامل بيتا بالمعادلة التالية:

$$\beta = \frac{Cov(R_m , R_i)}{\sigma_m^2}$$

حيث أن:

β: معامل بيتا، درجة حساسية تقلب العائد المتوقع للسهم، مع التقلب الحاصل في محفظة السوق؛

R_m: عائد السوق؛

R_i: عائد السهم؛

σ_m: الانحراف المعياري للسوق؛

Cov: التباين المشترك.

كما أن:

$$Cov_{im} = \sigma_i \sigma_m R_{im}$$

وبالتالي فإن β تساوي:

$$\beta = \frac{\sigma_i \sigma_m R_{im}}{\sigma_m^2} \quad \rightarrow \quad \beta = \frac{\sigma_i R_{im}}{\sigma_m}$$

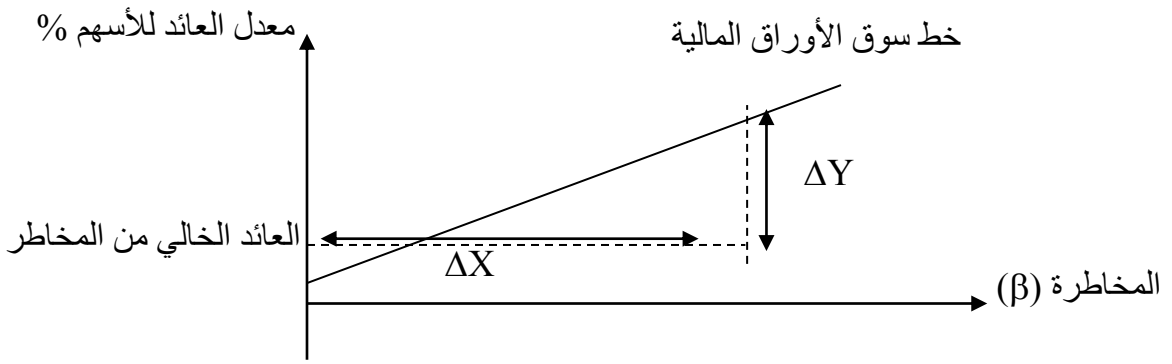
حيث أن:

R_{im}: معامل الارتباط بين السهم و السوق.

[1] شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، (2011): المرجع سبق ذكره، ص ص 229-230.

كما أنه يمكن تقدير معامل بيتا وذلك باستخدام الرسم البياني فمعامل بيتا لا يخرج عن كونه ميل خط الانحدار (معامل الانحدار) بين عائد السوق وعائد السهم العادي وذلك كما هو موضح بالشكل أدناه.

الشكل 1 – 5: تقدير معامل بيتا بيانيا



المصدر: شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، (2011): دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة: عمان، الأردن ، ص 230.

كما هو معروف يمكن معرفة ميل خط الانحدار بقسمة التغير الحاصل على المحور السيني على التغير الحاصل على المحور الصادي.

$$\beta = \frac{\Delta Y}{\Delta X}$$

- **قياس معامل بيتا المحفظة**[1]: يتم قياس مخاطر المحفظة المكونة من عدد n من أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا الاصول المكونة للمحفظة ونحصل عليه بالعلاقة التالية:

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

حيث أن:

$a_1 , a_2 , a_3 , \ldots\ldots , a_n$ هي نسب الأصول $x_1 , x_2 , x_3 , \ldots\ldots , x_n$ المشكلة للمحفظة؛

$\beta_1 , \beta_2 , \beta_3 , \ldots\ldots , \beta_n$ هي معاملات بيتا للأصول $x_1 , x_2 , x_3 , \ldots\ldots , x_n$ على التوالي.

[1] شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، (2011): المرجع سبق ذكره، ص 96.

مع العلم أن بيتا السوق تساوي الواحد، وبالتالي فإن كل محفظة يكون لها بيتا يساوي الواحد تكون مخاطرها مساوية لمخاطر السوق، أما المحفظة التي لها بيتا أقل من الواحد فتكون مخاطرتها أقل من مخاطرة السوق، وأما المحفظة التي لها معامل بيتا أكبر من الواحد فتكون مخاطرها أكبر من مخاطر السوق.

3.3. تشكيل محفظة الأوراق المالية:

1.3.3. سياسات محافظ الأوراق المالية: يمكن التمييز بين ثلاث سياسات لتكوين محافظ الاوراق المالية وهي:

أ. **السياسة الهجومية (غير المتحفظة):** يعتمد على هذه السياسة إذا كان الهدف تحقيق الأرباح السريعة مع تحمل مخاطر عالية، وعلى هذا تكون مكونات المحفظة عبارة عن الأسهم النامية التي تحقق أرباح عالية. تنطوي هذه الأسهم على مخاطر كبيرة لتأثرها بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية وغير الاقتصادية كالمضاربة. عادة ما تطبق السياسة الهجومية في فترات الرواج التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار اقتصادي أين تحقق الأسهم الخطرة أرباحا عالية، فالمستثمر باتباعه هذه السياسة يهدف إلى زيادة رأس المال أكثر مما يهدف إلى الحفاظ على استمرارية الدخل المحقق[1]. يطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال)، أنسب أدوات الاستثمار بها هي الأسهم العادية التي تشكل 80% - 90% من قيمة المحفظة، فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها تتحسن الأسعار وبذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الاسهم[2].

ب. **السياسة الدفاعية (المتحفظة):** وهي على عكس السياسة السابقة، في هذه الحالة يهدف المستثمر من وراء تكوين محفظته إلى تحقيق أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطر، لذلك تكون محتويات المحفظة عبارة عن أصول مالية ذات دخل ثابت مثل السندات، الأسهم الممتازة وأسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة التي لا تتأثر كثيرا بالمتغيرات الاقتصادية وتقلبات أسواق الأوراق المالية. يستحسن إتباع هذه السياسة في فترات الكساد لأن الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار أسهم الشركات الكبيرة يكون أقل من ذلك الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار أسهم الشركات النامية[3]. هي سياسة يتبناها مديرو المحافظ المتحفظون جدا اتجاه عنصر الخطر، بذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الآمان على حساب عنصر العائد فيركزون اهتماماتهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، يطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أذونات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل، الأسهم

---

(1) بوزيد سارة، (2006 – 2007): المرجع سبق ذكره، ص ص 41 – 42.

(2) سعيدة تلي، (2009): المرجع سبق ذكره، ص ص 16 – 17.

(3) بوزيد سارة، (2006 – 2007): المرجع سبق ذكره، ص 42.

الممتازة والعقارات، بنسب تتراوح من 60% – 80% من رأس مال المحفظة، ميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا ومستمرا لمدة طويلة من الزمن كما توفر له هامشا مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر[1].

ت. السياسة المتوازنة (الدفاعية والهجومية): تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين، يهدف المستثمر من وراء هذه السياسة إلى تكوين محفظة تحقق له استقرار نسبي في عائد المحفظة بما يضمن له دخل معقول عند مستويات معقولة من الخطر، ووفقا لهذه السياسة يتم تقسيم مخصصات المحفظة المالية إلى قسمين، قسم يوجه للاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع والمخاطر العالية، وقسم يوجه للاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت، ويفضل اعتماد هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤية المستقبلية[2]. يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عند مستويات معقولة من المخاطر، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلية متوازنة من أدوات الاستثمار، أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أذونات الخزينة مضافا إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات والأسهم العادية، الأسهم الممتازة أو سندات طويلة الأجل.....الخ مثل هذه المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار ويستطيع أن يبيع الأوراق قصيرة الأجل، أما في حالة هبوط الأسعار فإن احتواء المحفظة على عقارات وأدوات أخرى سندات طويلة ذات دخل ثابت يخفض على المستثمر إمكانية الخسارة[3].

2.3.3. تكوين محافظ الأوراق المالية: قبل البدء بتشكيل المحفظة التي نرغب بها يجب تحديد العناصر الرئيسية التالية[4]:

- الأسواق التي سيتم الاستثمار فيها؛
- القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها من كل سوق؛
- الأصول التي سيتم الاستثمار فيها من كل قطاع؛
- الوزن النسبي لكل أصل من قيمة المحفظة.

توجد طريقتين لتشكيل المحفظة، الأولى تسمى Top down approach ويتم من خلالها[1]:

---

[1] سعيدة تلي، (2009): المرجع سبق ذكره، ص ص 16 – 17.

[2] بوزيد سارة، (2006 – 2007): المرجع سبق ذكره، ص 42.

[3] سعيدة تلي، (2009): المرجع سبق ذكره، ص ص 16 – 17.

[4] سامي حطاب، (2007): المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع: أبو ظبي، الإمارات، ص 8. المتوفرة عبر الموقع الالكتروني:
www.sca.gov.ae/Arabic/Investors/Seminars/SCASeminars/Mutual_Funds_and_Stock_Indices.pdf, consulté le 23/03/2016.

- دراسة المؤشرات الاقتصادية للأسواق مثل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، الدين، عجز الموازنة، سعر الصرف والتصنيف الائتماني للدولة؛
- دراسة السوق المالي في الدولة من حيث السيولة، حجم التداول، القيمة السوقية، التعليمات التي تحكم الاستثمار الأجنبي، درجة تركز السوق في عدد من الشركات من حيث القيمة السوقية وحجم التداول؛
- بناء محفظة متنوعة من الأسهم والسندات باستخدام عدد من المقاييس الإحصائية كالارتباط، الانحراف المعياري ومعامل بيتا؛
- عمل مراجعة دورية لمكونات المحفظة.

أما الطريقة الثانية تسمى Botton up approach ويتم فيها[2]:

- دراسة الأسهم الموجودة في عينة الرقم القياسي لأسعار الأسهم ثم القيام بعمليات تصفية هذه الأسهم؛
- بعد اختيار عدد من الأسهم يتم تصنيفها عن طريق التقييم بطرق متعددة مثل طريقة خصم التدفقات النقدية، تقييم النسب المالية مقارنة مع معدلات الصناعة التي تنتمي إليها؛
- يتم اختيار الأسهم بناء على قيمتها السوقية وتداولها؛
- عند تشكيل المحفظة نضع الوزن الأكبر للأسهم التي تم اختيارها على أن يكون التنويع في اختيارها جيدا ثم وزن أقل في السندات والباقي نضعه لغايات المتاجرة بهدف استغلال الفرص التي قد تتاح؛
- عمل مراجعة بصفة دورية لمكونات المحفظة.

3.3.3. سياسات إعادة تكوين محافظ الأوراق المالية[3]: إن تكوين محفظة الأوراق المالية، يتم وفقا لظروف واحتياجات كل مستثمر وعلى أساس السياسة التي انتهجتها سواء كانت السياسة متحفظة أو متحررة.

أ. **التكوين على أساس تقلبات الأسعار**: المستثمر كثيرا ما تجبره الظروف المتمثلة في تقلبات أسعار الأوراق المالية على إعادة النظر في هيكل محفظة الأوراق المالية، لكن دون المساس باحتياجاته التي أخذت بعين الاعتبار عند تكوين المحفظة أول مرة، في هذه الحالة فإنه من المهم أن يضع المستثمر خطة لإعادة النظر في تكوين المحفظة عند تقلبات الأسعار، وذلك قبل أن تداهمه الأحداث ويضطر إلى وضع سياسة مرتجلة، ويمكن تقسيم سياسات إعادة تكوين محفظة الأوراق المالية إلى:

---

[1] سامي حطاب، (2007): المرجع سبق ذكره، ص 8.

[2] سامي حطاب، (2007): المرجع نفسه، ص ص 8 - 9.

[3] سعيدة تلي، (2009): المرجع سبق ذكره، ص ص 33 – 35.

- **السياسة الدفاعية:** الغرض منها تقليل الخسائر في محفظة الأوراق المالية بسبب تقلبات الأسعار، وطبقا لهذه السياسة فإن المستثمر لا يرغب في تحقيق أي ربح، وفي نفس الوقت يرغب في تجنب الخسارة وكل ما يريده هو الاحتفاظ بهيكل محفظته، إلا أنه يضطر للشراء أو البيع بالأسعار السائدة في السوق.

هذا، وقد يلجأ المستثمر إلى بيع أوراق مالية أخرى إذا أصبحت لا تتناسب مع أهدافه، فقد يحدث أن تكون هذه الأوراق من الدرجة الأولى وساء المركز المالي للشركة المصدرة وأصبحت هذه الأوراق من الدرجة الثانية، الأمر الذي لا يتناسب مع ظروف المستثمر الخاصة فيقرر بيعها، باختصار فإنه مع تغيرات أسعار الأوراق المالية فإن بعض كانت جذابة في الأصل وأصبحت جذابة، يترتب على ذلك أن المستثمر قد يرغب في التخلص من الأولى وإضافة ثانية لمحفظته.

- **السياسة المتحررة:** الغرض من هذه السياسة هو تحقيق أرباح على المدى الطويل أي تأجيل شراء الأوراق المالية على أمل انخفاض الأسعار وكذا تأجيل البيع على أمل ارتفاع الأسعار ارتفاعا جديدا، الأوراق المالية التي تناسب هذه السياسة هي الأسهم العادية كما أن هذه السياسة تناسب المستثمرين الذين يستطيعون ترك أموالهم لمدة طويلة في الأسهم، الذين لديهم قدر كبير من الأموال لاستثمارها في عدة أنواع من الأسهم لمدة طويلة حيث تتنوع المخاطر المالية بين هذه الأنواع من الأسهم.

ب. التكوين على أساس التنبؤات المستقبلية: بالإضافة إلى وجود سياسات خاصة بتكوين محفظة الاوراق المالية وأخرى خاصة بتعديل المحفظة على أساس تغير أسعار الأوراق المالية، فإنه توجد سياسات أخرى لإعادة تكوين المحفظة على أساس التنسيق بتغيرات الأسعار.

إن المستثمر لا يقف بلا حراك أمام تقلبات الأسعار للأوراق المالية إذا ما كان قادرا على تحقيق أرباح أو تجنب خسارة من خلال هذه التقلبات، وبالتالي فمن الطبيعي أن يهتم بتقدير ما سيحدث لأسعار الأوراق المالية وأن يضع السياسات التي تؤذي إلى الاستفادة من هذا التنبؤ. فيما يلي بعض هذه السياسات:

- **تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بالأسعار خلال الدورة الاقتصادية:** محتوى هذه السياسة أن أسعار الأوراق المالية تتحرك في نفس اتجاه الدورة الاقتصادية، ففي فترة الرواج ترتفع أسعار الأوراق المالية وعندما يبلغ هذا الارتفاع مداه يتوقع المستثمر انتهاء فترة الرواج وبداية فترة الكساد، التي سيصاحبها انخفاض الأسعار فيعمل المستثمر على تعديل محفظته بحيث سيقلل ما لديه من الأسهم العادية والأوراق المالية من الدرجة الثانية ويشتري بحصيلة البيع أوراقا مالية من الدرجة الأولى، مستفيدا من سعرها المنخفض وفي فترة الكساد تنخفض الاسعار ويصل الانخفاض إلى مداه فيتوقع المستثمر أن تتحسن الأحوال في المستقبل فيعمل على تقليل ما بمحفظته للاستفادة من التغير في الأسعار المحتملة في المستقبل.

- **تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بسعر الفائدة:** إذا توقع المستثمر انخفاض سعر الفائدة في السنة المقبلة فإنه يزيد نسبة السندات طويلة الأجل في محفظته ويقلل من السندات قصيرة الاجل نظرا لتأثرها بدرجة كبيرة بتغيرات اسعار الفائدة، هذا ليستفيد من ارتفاع أسعار السندات طويلة الاجل الناتج عن انخفاض سعر الفائدة في المستقبل، فإنه يقلل من نسبة السندات طويلة الأجل في محفظته ويزيد من نسبة السندات قصيرة الأجل وهذا حتى يقلل الخسارة الناتجة عن انخفاض الأسعار في المستقبل، من الملاحظ أن الأرباح التي تعود على المستثمر في اتباع هذه السياسة ليست كبيرة من ناحية أخرى فإنه إذا أخطأ في تقديره لأسعار الفائدة في المستقبل فإن خسارته تكون محدودة.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال ما تم استعراضه في هذا الفصل يتبين أن إدارة المخاطر تمثل ركيزة أساسية في عملية الاستثمار عامة والاستثمار في الأوراق المالية خاصة. وبالتالي يجب على مدير المحفظة الإحاطة والدراية الواسعة بجميع الجوانب المحيط به قصد التحكم والسيطرة في المخاطر التي سيتم التعرض لها. من خلال تبني سياسة واضحة والاعتماد على طرق كمية كانت أو نوعية لتقدير الخطر.

اختلفت الطرق والتقنيات المستعملة لتقدير وتفادي الخطر خاصة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية بين الطرق الإحصائية والرياضية، فالمدير كان يعتمد على معايير إحصائية لتحديد خطر المحفظة كالانحراف المعياري أو التباين بالإضافة إلى التباين المشترك وعامل الارتباط. لكن ارتباط الأسواق المالية العالمية وتعقد المعاملات المالية جعل من الطرق الإحصائية المتعامل بها في السابق لا توفي بالغرض عادة ووجب الاعتماد على طرق أكثر تطور.

تمهيـــــــد:

يعرف مصطلح الاستثمار رواجا كبيرا في الوسط الاجتماعي بعد أن كان منحصرا في الوسط الاقتصادي والمالي فقط. إلا أنه مهما كان الوسط الذي يستعمل فيه هذا المصطلح تبقى دلالته منحصرة في استخدام أو توظيف الموارد المالية المتاحة من أجل تحقيق مصلحة معينة. مع انتشار ظاهرة العولمة أصبح الفائض من رؤوس الأموال يبحث عن سبيل للحصول على عائد معقول، مما ساعد على ظهور أسواق رأس المال، والاستثمار في الأوراق المالية.

هناك العديد من الباحثين الذين اهتموا بموضوع الاستثمار في المحافظ المالية، أبرزهم ماركوفيتز عام 1952 بوضعه 'نظرية المحفظة' والتي تحصل من خلالها على جائزة نوبل عام 1990، وقد طورت هذه النظرية الاستثمار في الأوراق المالية ومفهومه من خلال استنادها على سلوك المستثمر في صياغة فرضياتها، والموازنة بين العائد المتوقع والمخاطر من خلال تعظيم العائد من دون أي زيادة في المخاطر أو تخفيضها عند مستوى معين من العائد من خلال التنويع. وعلى إثر ذلك ظهرت العديد من النماذج والنظريات كنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، خط سوق المال ونظرية تسعير الأصول بالمراجحة.

وسيتم التطرق لذلك في هذا الفصل من خلال النقاط الرئيسية التالية:

1. **نظرية المحفظة ونماذج التسيير.**
2. **قياس أداء محفظة الأوراق المالية.**
3. **أثر المخاطر على تقييم أداء محفظة الأوراق المالية.**

1. نظرية المحفظة ونماذج التسعير

1.1. نظرية ماركوفيتز (نظرية المحفظة):

لقد كان الاهتمام منصبا على دراسة ملكية أصول (استثمارات) منفردة، ومدى أهيمتها، وكيفية تقييمها، لكن ذلك يُعد مدخل تقليدي في الدراسات المالية، فإذا كان الاهتمام متوجه نحو حيازة عدة أكبر من الأصول المالية (استثمارات) فمن الضروري اللجوء إلى تحليل جزئي، ونستبعد افتراض المستقبل الأكيد ونستبدله بافتراض المستقبل غير الأكيد الاحتمالي (وليس المستقبل غير الأكيد تماما). وسوف ندخل عامل الخطر الخاص بكل أصل في عملية القياس (أين لا نعلم اليوم على وجه الدقة عائده المستقبلي أو المنتظر).

فتحليل المخاطرة المرتبطة بحيازة الأصول المالية سيشكل لب اهتمام نظرية المحفظة المالية (النظرية المعاصرة لاختيارات) التي جاء بها Markowitz، معتمدا على إمكانية تشكيل محفظة مالية بمعلومية تقديرات المحللين للعوائد المستقبلية المحتملة للأوراق المالية المكونة للمحفظة، وقد شدد على ضرورة خضوع كل من العائد والمخاطرة إلى البحث العميق[1].

فقد نشر Harry Markowitz في العام 1952 بحثا بعنوان "journal of finance "[2] تضمن المبادئ الأساسية لبناء المحفظة، والتي قامت على تحليل نمطي لشخصية مستثمر عقلاني بما يجب أن يعمله واقترح صيغا لتحديد المعدل المتوقع لعائد المحفظة ولقياس المخاطر المتوقعة أيضا[3]، وهو ما يسمى بمقاربة (معدل-تباين) والذي نال عليها جائزة نوبل سنة 1990[4]، حيث استند على أسس النظرية الاقتصادية في تفسير سلوك المستهلك لتفسير سلوك المستثمر، وبالتالي فطبقا للنظرية الاقتصادية نجد أن المستهلك يهدف إلى الموازنة بين منفعته وسعر شرائه لسلعة معينة بهدف الحصول على أكبر قدر ممكن من المنفعة في حدود دخل محدود علما أن المستهلك يتبع مبدأ الرشد الاقتصادي لبناء محفظته المالية وبهذا يصبح المستثمر الرشيد هو المستثمر الذي يوازن بين العائد والخطر [5]، أي أن مجموعة من محافظ الأوراق المالية المجدية هي التي توفر للمستثمر عائد إجمالي ممكن، مقابل أدنى قدر من المخاطر، والعكس بالعكس (أي

---

(1) عبد الرزاق كبوط، (2009-2010): نظرية المحفظة المالية لماركويتز Markwitz (العلاقة – عائد مخاطرة)، محاضرة في مقياس النظرية المالية، جامعة سطيف، ص 01، متوفر على الموقع الالكتروني:

cte.univ-setif.dz/coursenligne, consulté le 15/11/2017.

(2) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 56.

(3) معروف هوشيار، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 240.

(4) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 56.

(5) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع نفسه، ص 56.

عند نسبة خطر معينة أعلى عائد ممكن)[1]، واعتمد في ذلك على تباين معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة في ظل فرضيات واستخراج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفة من خلال العلاقة السابقة (عائد–مخاطرة).

وقد وجدت أن الارتباط إن كان موجبا فإن ذلك يؤكد إمكانية التأثير التعويضي للخسائر وبالعكس إذا كان الارتباط سالبا[2].

كما تعتبر نظرية المحفظة بأنها نظرية الاختيار بين المشاريع الخطرة، وبالتالي فهي نظرية للمخاطر تهتم بالضرورة بتكوين محافظ مالية أقل خطورة وهذا بالاعتماد على مبدأ التنويع ، إلا أن هذا لا يعني أبدا إزالة الخطر كله وإنما التقليل منه فقط[3]. ومن ذلك تقوم نظرية markowitz باختصار على مبدأين أساسيين اثنين هما [4]:

- إظهار العلاقة الطردية بين مستوى العائد ومستوى المخاطرة في استثمار مالي.
- استعمال الثنائيات الأمثل (عائد– مخاطرة) للاختيار بين ما لانهاية من التراكيب لأصل مالي N.

ويعتمد نموذج markowitz على الفرضيات التالية:

- يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية.
- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة[5].
- يستند القرار الاستثماري على متغيرين أساسيين هما العائد والخطر ويعتبر منحنى المنفعة دالة للعائد المتوقع وأيضا للانحراف المعياري للعائد.
- إن محفظة" ماركويتز "تتكون من أوراق مالية خطيرة فقط.
- يقوم المستثمر بتشكيل محفظته المالية بالاعتماد على موارده الذاتية.
- إن المستثمر يقيم البدائل الاستثمارية على أساس تغطية للمخاطر.

بمعنى أنه إذا كان في مفاضلة بين بديلين استثماريين يتولد عنهما نفس العائد، فسوف يختار أقلها خطرا وفي ذات السياق نجد أن المفاضلة بين اقتراحين لهما نفس المستوى من المخاطر، سوف يسفر الاختيار على أعلاهما عائد[6].

---

[1] ناجي جمال، (2012): مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ص 207.

[2] معروف هوشيار، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 240.

[3] بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 56.

[4] منصوري حاج موسى، (2009): أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية : دراسة حالة سوق دبي المالي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، ص 27.

[5] معروف هوشيار، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 240.

[6] بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 57.

ويتطلب تطبيق نموذج markowitz في صورته الأساسية معلومات عديدة فمثلا عند تحليل عشر أدوات استثمارية لابد من تحديد كل من العائد المتوقع والتباين لكافة هذه الأدوات وبواقع:

$$\frac{N(n-1)}{2}$$

أي:

$$\frac{10(9)}{2} = 45$$

فيكون التقدير متعدد الجوانب intractable.

إن عدم إمكانية الاعتماد على العائد المتوقع في ظروف عدم التأكد هو الذي دفع markowitz إلى إيجاد نموذج المتوسط- التباين، وذلك لربط العائد بالمخاطر في ظل الافتراضات السابقة المحددة لمحفظة متنوعة تتسم أدواتها بالمخاطر[1].

لقد حدد markowitz العائد المتوقع للمحفظة E(Rp) بترجيح weight عوائد الأدوات المشكلة للمحفظة وميز مخاطر المحفظة عن طريق قيم التباين أو الانحراف المعياري وبين أن مخاطر المحفظة تتضمن نوعين رئيسين هما[2]:

- مخاطر كل أداة تضمنها المحفظة على انفراد.
- المخاطر المشتركة لعوائد الأدوات التي تتكون منها المحفظة.

وهنا تقاس الحركة المشتركة لأدوات المحفظة بأسلوب التباين المشترك فتظهر مخاطر نظامية للموجودات حيث أن جزءا من التباين الكلي لأداة ما يعود إلى تغيير محفظة السوق وتظهر مخاطر غير نظامية وهي تعود إلى خصائص الأداة نفسها.

وعليه تتضمن مقاييس المخاطرة:

- تباين معدلات العوائد σ^2.
- الانحراف المعياري لمعدلات العوائد σ.
- معامل تباين معدلات العوائد $\frac{\sigma}{\bar{}}$ حيث أن $\bar{}$ متوسط العوائد.
- التباين المشترك مع محفظة السوق (beta).

[1] معروف هوشيار، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 241.

[2] معروف هوشيار، (2009): المرجع نفسه، ص 241.

فيما يخص العائد المتوقع لمحفظة الأوراق المالية فإن يتحدد وفق الصيغة العامة الآتية:[1]

$$E(Rp) = \sum Wi\, E(Ri)$$

حيث أن:

- Wi الأوزان أو نسبة مساهمة الأدوات في المحفظة.
- Ri عوائد الأدوات.

2.1. نماذج تسعير الأصول:

إن المستثمر يطلب معدل عائد يعوضه عن كل من القيمة الزمنية للنقود والمخاطرة[2]، يشير مفهوم تسعير الأصول إلى كيفية تقويم هذه الأصول مع الأخذ بالاعتبار المخاطر المتوقعة المرتبطة بها عملية، فمن المتفق عليه أن المستثمر يطلب عائدة أعلى للاستثمارات المرتبطة بمخاطر أعلى، وقد كرست الجهود الوقت من قبل المهتمين بدراسات التمويل لقياس الخطر وتحديد أسلوب المفاضلة بين العائد المتوقع والمخاطر المتوقعة وهذا ما يطلق عليه سعر الخطر (علاوة الخطر) بشكل يكاد يكون أكبر من الاهتمام بالموضوعات الأخرى، وهذا ما نجم عنه مجموعة من النماذج التي تصف العلاقة بين عمليات التنويع والخطر والعائد المطلوب ومن أشهر هذه النماذج ما يطلق عليه بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية[3]، وقد تم تطويره بناء على نظرية markowitz عن طريق كل من William Sharpe و John Lintner و Jan Mossin [4] كل منهم على حدى حيث تناول هذا التطوير:

- إدخال مفهوم العائد عديم المخاطرة.
- وضع مؤشر الدليل المنفرد[5].

والهدف منها شرح الكيفية التي يتم بها تحديد الأسعار على نحو يكفل تحقيق عائد أكبر على المخاطرة الأكبر[6]، لذلك فإن نموذج تسعير الأصل الرأسمالية يربط بين معدل العائد المطلوب من الورقة المالية العادية، أي كلفتها، وبين مخاطرتها، حيث أنه يفترض بأن المستثمر الرشيد يعمل على تشكيل محفظة منوعة (Diversified Portfolio) وتضم

---

(1) معروف هوشيار، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 242.

(2) عدنان تيه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، (2012): الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 372.

(3) مصطفى يوسف كافي، (2017): إدارة الأعمال الدولية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 297.

(4) عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، (2015): مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ص 66.

(5) معروف هوشيار، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 247.

(6) محمد فتحي البديوي، (2012): إدارة البنوك، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، ص 359.

المحفظة المذكورة استثمارات ذات عوائد غير متزامنة مع بعضها البعض، أي أن العوائد المتحققة من الأصول المكونة للمحفظة المنوعة لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار. عليه ونتيجة لهذا التنويع فانه تتبقى مخاطرة واحدة فقط في المحفظة هي المخاطرة المرتبطة بالتحركات في السوق بشكل عام، التي يطلق عليها مصطلح مخاطرة السوق Risk Market والمخاطرة النظامية، التي تقاس بمعامل بيتا[1].

وبالإضافة إلى ذلك يقوم النموذج على فرضيات أخرى إضافة لما سبق وللفرضيات التي تبناها markowitz أهمها:

- كفاءة المستثمرين وتجانس توقعاتهم واستعدادهم للاستثمار بما هو متاح لديهم.
- اشتراك المستثمرين في نفس الأفق الزمني لنشاطهم.
- قابلية تجزئة الاستثمارات إلى حصص غير محدودة عند التعامل في الأسواق المالية.
- تهمل الضرائب والعمولات عند تحديد قيم الأدوات في التعاملات السوقية.
- تهمل مخاطر التضخم أو الفائدة ويضمن توازن سوق رأس المال[2].
- أن هناك أوراق مالية عديمة المخاطرة.
- يمكن الاقتراض بمعدل فائدة خالي من المخاطرة.
- المستثمرون يكرهون المخاطرة.
- إن كل المستثمرين لديهم أفاق استثمار متطابقة وينصرفون على أساس توقعات وتنبؤات متطابقة[3].

ومن ذلك فإن معادلة النموذج تأخذ الشكل التالي:

$$E(r_s)=r+[E(r_M)-r]\beta$$

إذ أن:

$E(r_s)$: العائد المتوقع على الموجود.

r: المعدل الخالي من المخاطرة.

$E(r_M)$: العائد المتوقع على السوق.

---

(1) عدنان تيه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، (2012): المرجع سبق ذكره، ص 372.

(2) معروف هوشيار، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 247.

(3) محمد فتحي البديوي، (2012): المرجع سبق ذكره، ص 359.

β: بيتا أو المخاطر النظامية[1].

وكما يظهر من المعادلة السابقة فإن β [$E(r_M)$-r] تمثل علاوة المخاطرة وتتناسب هذه العلاوة مع معامل بيتا الذي يمثل درجة المخاطرة، حيث أنه كلما زادت بيتا زادت علاوة المخاطرة، وبالتالي زاد العائد المتوقع[2].

ولم تتوقف نظرية CAMP عند هذا الحد بل عرفت العديد من التوسعات والتطويرات والتي يمكن تقسيمها إلى نوعين اثنين هما: نوع يتعلق بالتغيير في الفرضيات الصلبة التي وضعت ومحاولة تقريب النموذج أكبر للواقع، والنوع الثاني من التوسعات يتعلق بمصدر المخاطرة الذي لم يعد وحيدا وإنما تم التفكير في إدراج العديد من العوامل كمصادر للمخاطرة مثل الضرائب، الأرباح وعوامل أخرى[3].

ومن أهم هذه التعديلات نجد:[4]

- **إدراج أثر الضرائب**: قام Breman بدراسة أثر الضريبة على تسعير الأصل الرأس المالي، فهو أول من بحث في أثر فروقات معدلات الضرائب المفروضة على الأرباح و على القيمة المضافة، وبالتالي يضيف للنموذج معامل ثاني، إلى جانب معامل المخاطرة النظامية (وهو عائد الأرباح الموزعة).
- **نموذج تسعير الأصل المالي ب β صفري**: الفكرة الأساسية لهذه الدراسة هي إلغاء الفرضية الثالثة من النموذج، ارتكزت دراسة Black على عدم وجود أصول مالية بدون مخاطرة (مضمونة)، وبالتالي يعوض العائد المضمون في النموذج الأصلي بمحفظة مكونة من أصول معرضة للمخاطرة والتي تكون غير مرتبطة بمحفظة السوق، وتعرف هذه المحفظة بنموذج تسعير الأصل الراس المالي ب β معدوم نظرا لكون انعدام التباين المشترك يعني انعدام β.
- **النموذج المستمر لتسعير الأصل الرأس المالي**: هذه الدراسة تدخل على النموذج الأصلي اهتمامات المستثمر بفرص الاستثمار المستقبلية هي تشتق نسخة من CAPM، تعتبر أن التداول في السوق يتم بشكل مستمر عبر الزمن.

يعرف هذا النموذج بما يسمى الصناديق الثلاثة المنفصلة، حيث يرى Merton أن المستثمرين يقتنون محافظهم الاستثمارية من ثلاث صناديق، الأصول المضمونة، محفظة السوق المعيارية (Benchmark portefeuille) ومحفظة

---

(1) حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان وعلي أحمد فارس، (2012): المشتقات المالية، ج1، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان، الأردن، ص 85.

(2) محمد مطر، فايز تيم، (2005): إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص 226.

(3) منصوري حاج موسى، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 31.

(4) منصوري حاج موسى، (2009): المرجع نفسه، ص 31.

أخرى تختار بحيث يكون عائدها مرتبطا ارتباطا سلبيا تاما مع الأصل المضمون، و كون ضرورة هذا الاختيار في المحافظ التغييرات مستقبلية غير متوقعة في العوائد المضمونة.

ومن بين أهم التوسيعات الذي عرفتها هذه النماذج يمكن ذكر استعمالها في الأسواق العالمية أو ما يعرف بـ (INTERNATIONAL CAPM) ويرمز له بـ (ICAPM)، حيث بدلا من استعمال محفظة السوق المحلية لدراسة المخاطرة نستعمل محفظة عالمية وهي عبارة عن سلة من الأوراق المالية من مختلف أسواق العالم، ومن التوسيعات التي عرفتها هذه النماذج نموذج التسعير الشرطي أو ما يرمز له بـ (CCAPM).

هذا النموذج من النماذج يسمح للمخاطرة β بأن تكون متغيرة عبر الزمن وليست ثابتة كما هو الحال في النسخة الأولية لهذا النموذج[1].

3.1. نظرية الاربتراج– المراجحة APT (نظرية التسعير الترجيحي):

بالإضافة إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية تعتبر ما يعرف بنظرية التشعير التحكمي أو الترجيحي Arbitrage pricing theory (APT) إحدى النماذج الشهيرة التي تصف العلاقة بين عمليات التنويع والخطر والعائد المطلوب[2]، والتي قدمها ستيفن روس بين عامي 1976م و1977م [3]، استجابة لانتقادات نظرية camp بسبب اعتمادها على فرضيات متعددة مقيضة للتحليل وبسبب حصر مؤشرات المخاطرة في beta[4].

ويوسع هذا النموذج نطاق العوامل المؤثرة على عائد السهم ليشمل عوامل أخرى غير عائد السوق وتختلف فكرة هذا النموذج عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهي بشكل مبسط تقوم على افتراض أن التغير في عائد السهم الفعلي الذي يرجع لتغير العامل المؤثر على السهم يعكس جزئين، الأول هو التغير المتوقع في العامل والذي أدى إلى التغير في عائد السهم، أما الثاني فهو التغير الغير متوقع في العامل والذي تغير معه عائد السهم وهذا هو الجزء الهام[5]، أي أن هذا النموذج يستعمل في قياس معدل العائد المطلوب وفقا لمجموعة من العوامل وليس بعامل واحد كما هو الحال في نموذج تسعير الأصول المالية ويترك تحديد تلك العوامل لكل باحث[6]، وذلك وفق ثلاث فرضيات رئيسية وهي:

---

[1] منصوري حاج موسى، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 32.

[2] مصطفى يوسف كافي، (2017): المرجع سبق ذكره، ص 297.

[3] عبد الكريم غندوز، (2018): التحوط وإدارة الخطر (مدخل مالي)، دار إي كتب، لندن، ص 80.

[4] معروف هوشيار، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 250.

[5] عبد الكريم غندوز، (2018): المرجع سبق ذكره، 81.

[6] عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، (2015): المرجع سبق ذكره، ص 66.

- إن سوق رأس المال يتميز بالمنافسة الكاملة، فلا توجد تكلفة للمعاملات، أو ضرائب، أو تكلفة للإفلاس، كما لا توجد قيود على البيع[1].
- تعظيم الثروة المرافق للحذر من المخاطر كمحور رئيس لاهتمامات المستثمرين.
- ارتباط العملية التصادفية المسؤولة عن توليد العوائد بمجموعة من العوامل المشتركة المؤثرة في أدوات المحفظة المالية (مثل التضخم، نمو الناتج المحلي، تقلبات أسعار الفائدة وغير دالك من العوامل المسببة لحالات عدم التأكد أو المخاطرة). [2]

ويمكن بيان معادلة النموذج في أبسط صورة لها والمتغير واحد هو عائد السوق[3] كالتالي:

$$\bar{R}_J = \hat{R}_J + B_J(\bar{R}_M - \hat{R}_M) + E_J$$

حيث أن:

$\bar{R}_J$: العائد التاريخي على السهم J.

$\hat{R}_J$: العائد المتوقع على السهم J.

$\bar{R}_M$: العائد التاريخي على السوق.

$\hat{R}_M$: العائد المتوقع على السوق.

E_J: مقدر الخطأ العشوائي.

وطبقا لنظرية المراجحة، فإن الأوراق المالية التي تتعرض للمخاطر بالتساوي لذات العوامل، أي لذات المخاطر تحقق نفس العائد. وهو ما يطلق عليه بقانون السعر الواحد. وإذا لم يحدث هذا تبدأ عملية المراجحة. تحدث المراجحة حينما يتوقع أن يقوم المراجحون بالاندفاع لشراء الورقة ذات العائد المتوقع المرتفع، وبيع الورقة ذات العائد المتوقع المنخفض، ونتيجة لذلك يرتفع سعر الأولى، وينخفض بالتالي العائد المتوقع أن يتولد عنها، كما ينخفض سعر الورقة الثانية، ويرتفع بالتالي العائد المتولد عنها، ويستمر نشاط المراجحون على هذا النحو[4].

[1] عبد الكريم غندوز، (2018): المرجع سبق ذكره، ص 82.
[2] معروف هوشيار، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 250.
[3] عبد الكريم غندوز، (2018): المرجع سبق ذكره، 2018، 80-81.
[4] عبد الكريم غندوز، (2018): المرجع نفسه، ص 81.

وبافتراض أن هناك ثلاثة عوامل تؤثر على المخاطر المنتظمة وهي سعر الفائدة والتضخم والدخل القومي الإجمالي وكان لكل عامل مقياس بيتا فإن المعادلة ستصبح كالآتي:

(العائد الحقيقي = العائد المتوقع + (بيتا x التغير في سعر الفائدة + بيتا x التغير في رقم التضخم+ بيتا x التغير في الدخل القومي) + الخطر غير المنتظم)

وبشكل عام فإنه يمكن وضع المعادلة في صورة إجمالية على النحو التالي :

العائد الحقيقي = العائد المتوقع + المخاطر المنتظمة + المخاطر غير المنتظمة[1].

[1] محمد فتحي البديوي، (2012): المرجع سبق ذكره، ص 361.

2. قياس أداء محفظة الأوراق المالية

تعتبر مقاييس الأداء ذات جانب أساسي في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث توفر هذه الأدوات المعلومات الضرورية للمستثمر لتقييم مدى فاعلية استثمار أموالهم[1]، من خلال تحديد كيفية أداء المحفظة المدارة مقارنةً ببعض هذه المقاييس، والتي تنقسم عموما إلى فئتين، هما الأساليب التقليدية والمعدلة حسب المخاطر[2] أو لنقل الأساليب الحديثة، هذا بدون أن ننسى النموذج البسيط لقياس أداء محفظة الأوراق المالية.

1.2. النموذج البسيط لقياس أداء محافظ الأوراق المالية:

وفقا هذا النموذج يتم قياس معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق من خلال نشر الصناديق ذات النهاية المفتوحة يوميا لقيمة الموجودات الصافية للأسهم، وعليه بمقتضاه يتم اختيار الاستثمارات المكونة للمحفظة عشوائيا، ويقوم هذا الأسلوب على فرض أساسي وهو أن المخاطر التي يتعرض لها عائد الاستثمارات تنخفض كلما تنوعت الاستثمارات التي تضمها المحفظة، على أساس أن توزيع المبلغ المتاح على عدد أكبر من الاستثمارات يمكن إلى حد ما تجنب بعض المخاطر الاستثمارية، والتنويع البسيط ذو فائدة محدودة في تخفيض المخاطر، ويقوم هذا الأسلوب على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة، وكذلك باعتماد على الأرباح الرأسمالية والأرباح الموزعة. وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد[3]، ويتم التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$\mathbf{R + P_1 - P_2 + D}$$

R: معدل العائد على الاستثمارات.

P_1: قيمة الأصل في نهاية المدة.

P_2: قيمة الأصل في بداية المدة.

D: الأرباح الإيرادية الموزعة[4].

---

(1) Troy Segal, (2017) : Measure Your Portfolio's Performance, investopedia, online: https://www.investopedia.com/articles/08/performance-measure.asp

(2) Lalith P. Samarakoon, Tanweer Hasa, (2005) : Portfolio Performance Evaluation, The Encyclopedia of Finance, Springer, p02.

(3) عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 160.

(4) توفيق عوض شبير، (2015): بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، ص 57، متوفرة على الموقع:

http://library.iugaza.edu.ps/thesis/116253.pdf, consulté le 13/01/2018.

ويمكن للمستثمر القيام بمقارنة العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله، مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة[1].

2.2. الطرق الكمية (النموذج المزدوج) لقياس أداء محافظ الأوراق المالية:

لقد تطور تقييم المحفظة بشكل كبير خلال العقود الماضية، كانت حسابات العائد الخام هي الفكرة الأصلية التي تم استبدالها قريبا بنظرية المحفظة الحديثة على أساس تحليل المخاطر والعائد، العنصر الرئيسي في تحليل المحفظة هو التركيز على كل من العائد والمخاطر المتوقعة، حيث يحاول مديرو الصناديق العثور على المحافظ الفعالة التي تعد بأكبر عائد متوقع لأي درجة معينة من المخاطر، أي العائد المعدل حسب المخاطر[2]، ومن أشهر هذه الطرق نجد نموذج المخاطر المنتظمة لـ Treynor، ونموذج المخاطر الكلية Sharpe، نموذج جنسن ألفا Jensen's alpha .

1.2.2. نموذج المخاطر المنتظمة TREYNOR: اقترح Treynor سنة 1965 مؤشر ترينور $\beta_m = 1$ والذي يشار إليه أيضا باسم نسبة المكافئة- الاستحقاق[3]، ويقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، يفترض التنويع الجيد للمحفظة وبالتالي يتم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (مخاطر الشركة)، وعليه يتم فقط قياس المخاطر النظامية (مخاطرة السوق) باستخدام معامل β كمقياس لمخاطر المحفظة (المخاطر المنتظمة للمحفظة) بدلا من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة[4]، وكلما كانت نسبة معامل بيتا β مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل[5]، ويأخذ النموذج المعادلة التالية:

$$TR = \frac{Rp - rf}{\beta i}$$

حيث $Rp - rf$ هي علاوة مخاطرة السوق و (βi) المخاطرة المنتظمة للمحفظة i [6].

والشكل التالي يوضح هذا النموذج:

---

[1] عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 161.

[2] Arnaud Clement-Grandcourt Et Jacques Jansen, (2010): Méthodes quantitatives en gestion des risques financiers et papillons noirs, Lavoisier: Paris, France, p 53.

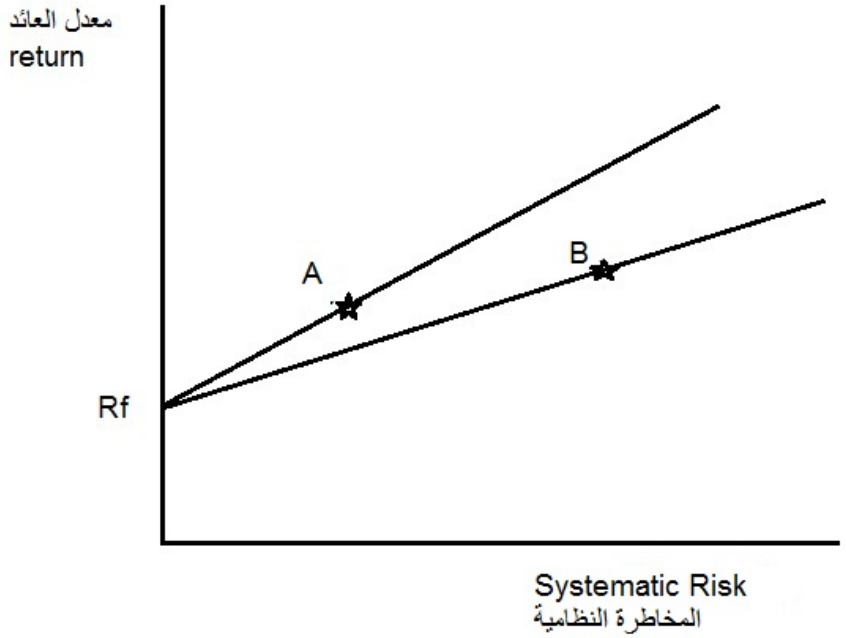
[3] Arnaud Clement-Grandcourt Et Jacques Jansen, (2010): ibid, p 09.

[4] عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 162.

[5] منصوري حاج موسى، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 35.

[6] عبد الرزاق كبوط، (2009-2010): المرجع سبق ذكره، ص 27.

الشكل رقم 2-1: نسبة ترينور Treynor



المصدر: الياس خضير الحمدوني، (2011): تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، الموصل، المجلد 4، العدد7، ص 321.

كلما كان العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة يكون أداء المحفظة أفضل، ويعاب على هذا النموذج أن دقة الترتيب والتصنيف المحافظ تعتمد على فرضية تقييم الاستثمارات من خلال طريقة التنويع المثالي للمحافظ والتي يمكن من خلالها القضاء على المخاطر غير المنتظمة والمتعلقة بالشركة نفسها[1].

2.2.2. نموذج المخاطر الكلية SHARPE: يعتبر مؤشر شارب من أشهر وأبسط مقاييس الأداء المعدل، وهو المؤشر الذي استخدمه Sharpe سنة 1966 لتقييم أداء الصناديق المشتركة[2]، وهو مطابقة تقريبًا لقياس Treynor، فيما عدا أن قياس المخاطر هو الانحراف المعياري للمحفظة بدلاً من النظر فقط في المخاطر النظامية.

يهدف هذا النموذج المركب إلى قياس أداء محفظة الأوراق المالية، حيث يقوم على أساس العائد والمخاطر عند تقييم أداء المحفظة، وأطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد[1].

---

[1] توفيق عوض شبير، (2015): المرجع سبق ذكره، ص 59.

[2] George O. Aragon, Wayne E. Ferson, (2006) : Portfolio Performance Evaluation, Foundations and Trends in Finance, Vol. 2, No. 2, p 94.

ومن ذلك فإن مؤشر شارب يقوم على عدة نقاط هي:

- معدل العائد الخالي من المخاطر.
- متوسط معدل العائد للصندوق.
- المخاطر الكلية للصندوق مقاسا بدلالة σ الانحراف المعياري[2].

وعليه يمكن تعريف نسبة Sharpe بسهولة على النحو التالي:

(عائد المحفظة – السعر بدون مخاطر) / الانحراف المعياري

$$S = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

حيث:

S: مؤشر شارب للمحفظة الحالية.

Rp: عائد المحفظة

Rf: المعدل الخالي من المخاطر

σp: الانحراف المعياري لعائد المحفظة، وهو يعبر عن المخاطر الكلية للاستثمارات الصندوق[3].

وعليه فالمقدار $r_p - r_f$ مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يطلق عليه ببدل الخطر، وبناءا عليه فحن معادلة شارب تحدد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية بنوعيها المنتظمة وغير المنتظمة التي تنطوي على عملية الاستثمار في المحفظة[4] والشكل التالي يوضح هذا النموذج:

---

(1) عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 161.

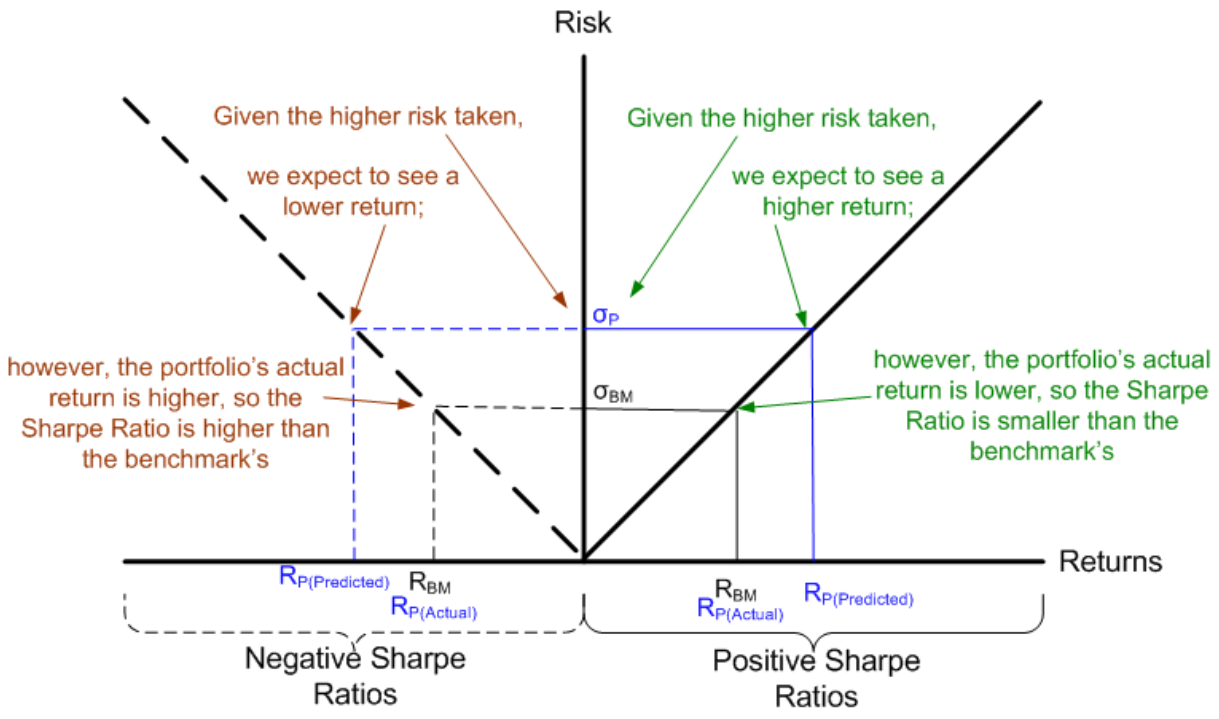
(2) عمر عبو، (2015-2016): المرجع نفسه، ص 161.

(3) عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 161.

(4) لورين ابراهيم القاضي، (2016): أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، ص 25. متوفر على الموقع:

https://meu.edu.jo/libraryTheses/586b497d5071a_1.pdf, consulté le 17/01/2018.

الشكل رقم 2-1: نموذج (مؤشر) شارب Sharpe



المصدر: لورين ابراهيم القاضي، (2016): أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، ص 25، متوفر على الموقع الالكتروني:

https://meu.edu.jo/libraryTheses/586b497d5071a_1.pdf, consulté le 17/01/2018.

ويظهر في المنحنى عندما تأخذ الشركة مخاطر على المحفظة مقدارها p فإنها تتوقع عائد مقداره p ولكن عندما تأخذ مخاطر عند النقطة σ_p ويكون العائد أقل من المتوقع تحديدا عند النقطة r_p، عندها ستكون نسبة شارب للمحفظة أقل من نسبة شارب للسوق والعكس صحيح . ومدلول هذا الشكل أن التغير الحادث في محفظة السوق الاستثمارية سيترتب عليه تغير في محفظة البنك الاستثمارية بمقدار معامل شارب في نفس الاتجاه[1].

3.2.2. نموذج جنسن JENSEN: ويسمى أيضا بجنسن ألفا Jensen alpha أو العائد التفاضلي لجنسن Jensen differential return[2]، وقد قام جنسن بصياغته سنة (1968-1969) لقياس أداء المحافظ التي يتم إدارتها[3]، وتقوم فكرته على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد:

[1] لورين ابراهيم القاضي، (2016): المرجع سبق ذكره، ص 26.

[2] الياس خضير الحمدوني، (2011): تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، الموصل، المجلد 4، العدد7، ص 322.

[3] Jacques Hamon, (2011): Bourse et gestion de portefeuille, 4e édition, Economica: Paris, France, p 47.

- **المقدار الأول**: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.
- **المقدار الثاني**: فيتمثل في حاصل ضرب المعامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد، على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي أطلق عليها علاوة مخاطرة السوق[1].

ويعتمد في الأصل على نموذج تسعر الأصول الرأسمالية CAPM (الذي أشرنا له سابقا) [2]، والذي يفرض وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة[3].

وبالإضافة إلى ذلك يقوم نموذج JENSEN على جملة من الافتراضات يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- مستوى المخاطر في المحفظة قيد النظر يكون ثابتًا مع مرور الوقت مع تجاهل مهارات توقيت السوق للمديرين؛
- جميع المستثمرين ينفرون من المخاطر؛
- جميع المستثمرين لديهم قرارات متطابقة وتوقعات متجانسة فيما يتعلق بفرص الاستثمار؛
- جميع المستثمرين قادرين على الاختيار من بين المحافظ الاستثمارية على أساس العائدات المتوقعة وتفاوت العائدات فقط؛
- جميع تكاليف المعاملات والضرائب تساوي صفر؛
- جميع الأصول قابلة للفصل بلا حدود[4].

وتأخذ معادلة النموذج الشكل التالي:

$$R_{Pt} = \propto_P + \beta_p R_{mt} + U_{pt}$$

حيث أن:

R_{Pt}: هو صافي العائد الخالي من المخاطر للمحفظة P.

R_{mt}: هو صافي العائد الخالي من المخاطر لمحفظة السوق.

β_p: معامل بيتا للمحفظة p.

---

(1) عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 162.

(2) الياس خضير الحمدوني، (2011): المرجع سبق ذكره، ص 322.

(3) عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 162.

4 Thierry Rocalli, (2009): La gestion des risques financiers, 2eédition, Economica: Paris, France, p 97.

U_{pt}: خطأ عشوائي يتوقع قيمته 0.

4.2.2. المقارنة بين النماذج المختلفة: بعد التطرق لأشهر مقاييس تقييم المحافظ المالية القائمة على العائد المعدل حسب المخاطر، يمكن للمرء أن يسأل ما هو قياس الأداء الأفضل للاستخدام، ويمكن القول أن أفضل مؤشر يتحدد حسب طريقة الاستخدام أو حسب نوع الأداء الذي يتم قياسه.

فإذا تعلق الأمر بمحفظة واحدة فقط، فإن أفضل مؤشر لتقييم الأداء هنا هو مؤشر شارب Sharpe، بسبب أن المستثمر مهتم فقط بزيادة عائده المتوقع لكل وحدة خطر، كما يهتم المستثمر فقط باختيار أصل محفظة واحدة.

أما إذا كان المستثمر يملك فعلا العديد من المحافظ، ويهتم بإضافة محفظة أخرى، فهنا أفضل مؤشر لذلك هو مؤشر Treynor، بسبب أن المستثمر مهتم بزيادة العائد المتوقع لكل وحد خطر نظامي.

أما في حالة امتلاك العديد من المحافظ ويرغب المستثمر في تقييم ما إذا كانت محفظة معينة تقدم أداء أم لا، فإن طريقة التقييم يجب أن تكون من نوع Jensen's alpha الذي يسمح بتقييم واحد لمديري المحافظ.

3.2. الطرق الحديثة لقياس أداء المحافظ المالية:

1.3.2. نموذج كورنال CORNELL: وهي عبارة عن منهجية أكثر منها نموذج لتقييم أداء محافظ الأوراق المالية، اقترحها CORNELL سنة 1979، وتقوم على تقييم المهارات الانتقائية لمدراء الصناديق من خلال تحديد التغير في أوزان المحفظة فيما يتعلق بالعوائد المترتبة على الأوراق المالية، حيث يقوم المدير بزيادة الأوزان على الأوراق المالية التي تحقق أداءً جيدًا، وفي نفس الوقت يقلل من الأوزان على الأوراق المالية ذات الأداء الضعيف.

2.3.2. نموذج ماكدونالد McDonald: وهو نموذج اقترحه ماكدونالد McDonald سنة 1973 كامتداد لقياس جنسن، وهذا النموذج طبق على مجموعة محافظ أوراق مالية في السوقين الفرنسية والأمريكية، ويأخذ الشكل التالي:

$$R_{pt} - R_{ft} = \emptyset_p + \beta^*_{p1}(R_{m1,t} - R_{ft}) + \beta^*_{p2}(R_{m2,t} - R_{ft}) + E_{pt}$$

حيث أن:

R M 1,t: معدل العائد في السوق الفرنسي في الفترة t.

R M 2,t: معدل العائد في السوق الأمريكي في الفترة t.

Rft : معدل عائد الأصول الخالية من المخاطر في السوق الفرنسية في الفترة t.

يتم تقسيم الأداء الفائض للسوقين $\emptyset_p$ إلى:

$$\emptyset_p = X_1 D_{P1} + X_2 D_{P2}$$

حيث $Dp1$ و $Dp2$ يشيران إلى فائض الأداء لكلا السوقين.

وبهذه الطريقة، يمكننا إسناد مساهمة كل سوق في الأداء الإجمالي للمحفظة، وهذا بدوره يسمح لنا بتقييم قدرة المدير على اختيار الأوراق المالية الدولية الأفضل أداء والاستثمار في الأسواق الأكثر ربحية.

ومع أن النموذج ركز على السوق الأمريكية والفرنسية فقط وعلى محافظ الأسهم فقط، إلا أنه يمكن تعميمه للأسواق الأخرى، ولمحافظ الأوراق المالية التي تحتوي على فئات عديدة من الأوراق المالية حسب ما اقترحه كل من *Pogue* و *Solnik* و *Rousselin*.

3.3.2. نموذج GRINBLATT ET TITMAN: لقد اقترحا كلا من قرينبلاط وتيتمان سنة 1989 مقياسا يعتبر كتطوير أو تحسين لمؤشر جونسون، وقد عرف هذا المقياس باسم positive period weighting mesure حيث يحسب بالمتوسط المرجح بالأوزان للفرق بين عائد المحفظة الواقعة على الحد الكفء والعائد الخالي من المخاطر، مع العلم أن مجموع الأوزان مساوي للواحد و الفرق بين العائدين – عائد المحفظة الكفء والعائد الخالي من المخاطر– مساوي للصفر، وبالتالي يكون المؤشر كما يلي:

$$GB = \sum_{t=1}^{T} W_T \, (R_{Pt} - R_{Ft})$$

حيث أن:

W_T: الوزن في نسبة مخصصات المحفظة في الفترة t.

R_{Pt}: عائد المحفظة في الفترة t.

R_{Ft}: العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة t .

إن الهدف المرجو من هذا المقياس هو الحكم على المدير ، فإذا كان مساوي للصفر فهذا يعني أن المدير لا يملك معلومات كافية، وإذا كان موجب فهذا خاص بمدير حاصل على معلومات كافية حول أمور السوق، إلا أن لهذا المقياس

عيوب من أهمها طريقة تحديد سلسلة الأوزان للفرق بين عائدي المحفظة الكفء والعائد الخالي من المخاطر، حيث بالإمكان وجود عدة سلاسل أوزان ترجيح تستوفي الشروط اللازمة، لذا فمن الصعب اختيار السلسلة المناسبة[1].

4.3.2. نموذج HENRIKSON ET MARTON: لقد اقترح كلا من هنريكسون ومارتن سنة 1981 في مقال لهما طريقة لقياس أداء المحفظة المالية تفصل بين الأداء المرتبط باختيار وانتقاء المدير، والأداء المرتبط بتوقيت السوق Market- Timing فالانتقائية مرتبطة بكفاءة المدير في اختيار القيم ذات الأداء الجيد مقارنة بأداء السوق مع الأخذ بعين الاعتبار الخطر، أما فيما يخص بتوقيت السوق Market- Timing فهو مرتبط بكفاءة التوقع بتغيرات السوق.

لقد افترضا كلا من هنريكسن ومارتون فرضية أن معامل بيتا المقدر خاص بورقتين ماليتين فقط حيث تكون قيمته كبيرة إذا توقع المدير تحسن ظروف السوق، أما قيمته الصغيرة فتتحقق إذا توقع المدير تدهور ظروف السوق، وبهذا صيغ النموذج كالتالي:

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + \beta_{i1}(R_{mt} - R_{Ft}) + \beta_{i2}(R_{mt} - R_{Ft})D + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

R_{it}: عائد المحفظة خلال الفترة t.

R_{Ft}: معدل العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة t.

R_{mt}: عائد السوق خلال الفترة t .

D: متغير يأخذ القيمة 1 عندما يكون عائد السوق أكبر من العائد الخالي من المخاطر ويأخذ القيمة 0.

α_i و β_{i1} و β_{i2} : معالم النموذج.

ε_{it}: العائد الإضافي " الانحراف المعياري ".

وكنتيجة منطقية: إذا كان عائد السوق أقل من العائد الخالي من المخاطر فإن معامل بيتا الخاص بالمحفظة سيكون β_{i2} وفيما يخص تقدير المعالم، إذا كان توقع مدير المحفظة لظروف السوق جيد فإن المعامل β_{i2} سيكون موجب، وبالمقابل يثبت المدير انتقاؤه الجيد عن طريق المعلم α_i لذي يكون موجب كما هو الحال في نموذج جونسون[1].

[1] بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 104.

5.3.2. نموذج معدل الأداء بالمخاطر Risk adjusted Performance (RAP): قدم Leah&frcanco Madigliani سنة 1997 مؤشر أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى M^2 حيث أن مقاييس شارب وترينور مقاييس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار الاستثمارية، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقاييس أمرا صعبا، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقيم محفظة استثمارية أمرا سهلا، ويمكن صياغة معادلته كما يلي:

$$RAP = R_f + (\bar{R}_P - R_f)\frac{\delta_M}{\delta_P}$$

حيث أن:

RAP: معامل الأداء المعدل بالمخاطر.

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطر.

$\bar{R}_P$: متوسط عائد المحفظة.

δ_M: الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق.

δ_P: الانحراف المعياري لمخاطر المحفظة محل التقييم.

ويعكس المقدار $\frac{\delta_M}{\delta_P}$ العلاقة النسبية بين مخاطرة محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم.

بينما يشير $\bar{R}_P - R_f$ إلى مقدار العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم في سندات حكومية خالية من المخاطر.

أما الجديد الذي قدمه مؤشر RAP فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات، إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية[2].

6.3.2. نموذج MAZUY ET TREYNOR: وهو نموذج مطور ومعدل عن نموذج jensen السابق، من قبل Treynor and Mazuy سنة 1966، يركز على ما يسمى بالسوق Market-Timing، وحسب النموذج إذا

[1] بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 105.

[2] عمر عبو، (2015-2016): المرجع سبق ذكره، ص 163.

تم توقع وجود تحسن في السوق فهذا يؤدي إلى فقدان نسبة من محفظة السوق أكثر من نسبة الأصل الخالي من المخاطر، وإذا تم توقع وجود تراجع في السوق فهذا يؤدي إلى فقدان نسبة من محفظة السوق أقل من نسبة الأصل الخالي من المخاطر[1]، وتأخذ معادلة النموذج الشكل التالي:

$$R_{pt} - R_{ft} = \sigma_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \delta_p(R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{pt}$$

حيث أن:

R_{pt} : عائد المحفظة في فترة الدراسة.

R_{mt} : عائدات السوق للفترة نفسها مقاسة بنفس قدر عائد المحفظة.

R_{ft} : معدل الأصول الخالية من المخاطر خلال نفس الفترة.

α_p و β_p و δ_p : معاملات يتم تقديرها من خلال الانحدار.

ε_{pt} : العائد الإضافي[2].

7.3.2. نموذج BLOCK ET FRENCH: إن هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار وزن كل سهم داخل المحفظة هذا الأخير الذي يمكن أن يؤثر على العائد إيجابيا، إذا قام المسير (باختيار من أجل كل سهم عالي العائد وزن كبير) باختيار نسبة كبيرة من الأسهم ذات العوائد العالية لتكوين محفظته مقارنة بالأسهم ذات العوائد الأقل ، وكل هذا يتم بفعالية إذا تم في الوقت الملائم، ويمكن صياغة النموذج بالاعتماد على مؤشرين هما value weighted و equaly weighted كما يلي:

$$R_i - R_{fi} = \propto + \beta(Rvw_i - R_{fi}) + \overline{\eta Rew_i} + \epsilon_i$$

حيث أن:

Rvw_i: عائد المؤشر value weighted.

$\overline{Rew_i}$: عائد المؤشر equally weighte .

ولتسويق عوائد المؤشر *equally weighted* لابد من إجراء الفرق بين عوائد المؤشرين *equally weighted* و *value weighted* كالتالي:

$$\overline{Rew_i} = Rew_i - Rvw_i$$

---

(1) بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 107.

(2) Pierre Vernimmen, (2011) : Finance d'entreprise, 9eme editon, Dalloz : Paris, France, p 64.

ونخلص إلى أن هذين المؤشرين لابد أن يكون معا وأن يتم تقديرهما معا بغرض تقييم أداء الاستثمار في الحافظة المالية، وبالمقابل فإن الغرض الحالي لمسيري الحوافظ المالية هو تكوين محافظ تتميز بقيمة كبيرة لمؤشر *equally weighted*.[1]

[1] بوزيد سارة، (2006-2007): المرجع سبق ذكره، ص 108.

3. أثر المخاطر على تقييم أداء محفظة الأوراق المالية

1.3. معامل الارتباط والتنويع لتحسين الأداء:

يقاس خطر القرض على مستوى المحفظة المالية من خلال تحديد دالة توزيع الخسائر، ولذلك يستوجب قياس التبعية بين كل عجز عن السداد وإدماج هذا القياس في عملية ضم الخسائر وكذلك تركيز المحفظة المالية وتنويعها [1].

ويجب أن يأخذ توزيع خسائر محفظة القروض بعين الاعتبار الارتباطات الموجودة بين خسائر مختلف قروض المحفظة، لأنه وفي إطار محفظة تتسم بالتنويع من المستبعد أن تظهر كل الخسائر القصوى في آن واحد ومعالجة هذا الارتباط يتم بطرق مختلفة تبعا للنماذج التالية:

- **مدخل الاقتصاد الجزئي**: والذي يقوم على تحليل مكانة كل المؤسسة وفقا للتطور الخاص بكل واحدة منها.
- **المدخل المتعدد العوامل**: ويقصد به تبعية مجموع المؤسسات لمتغيرات مشتركة.
- **المدخل الكلي**: وهو خاص بكل فئة متجانسة، أي تجزئة محفظة القروض للبنك إلى محافظ جزئية حسب قطاعات النشاط والدول...الخ، وانطلاقا من هذا التقسيم يتم البحث عن التخصيص الأمثل لرأس المال الاقتصادي بين هذه المحافظ الجزئية[2].

2.3. تقدير الأداء والخطر عن طريق وكالات التنقيط:

وتعرف طريقة اللجوء لوكالات التنقيط أو التصنيف المالية بالطريقة المعيارية، وتستخدمه المصارف التي تمارس أنشطة غير معقدة[3]، ويعتبر من أبسط طرق تحليل (تقييم) المخاطر الائتمانية، حيث يتضمن تصنيفا أدق للمخاطر، كما يضمن توسيع إطار استخدام الرهونات لتغطية المخاطر الائتمانية، ويحدد أسلوب جديدة لتخفيف المخاطر، وفقا لهذا الأسلوب فإن استخدام التقييمات الائتمانية الخارجية يساعد على التمييز بين المخاطر الائتمانية وفئاتها، بحيث يكون لكم فئة وزن مخاطر خاص بها، كما يعتمد الوزن الترجيحي لكم أصل ائتماني على التصنيف الائتماني للمقترض (العميل)[4].

---

[1] ميدون أحلام، عطيوي سميرة، (2003): مساهمة النماذج الكمية الداخلية في إدارة مخاطر القروض البنكية، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة 2، العدد02، ص 22.

[2] مليكة بن علقمة، (2015): الطرق الحديثة لقياس وإدارة مخاطر القروض المصرفية، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، جامعة البليدة2، العدد 09، ص 296.

[3] ميرفت علي أبو كمال، (2007): الإدارة الحديثة لمخاطر الائتمان في المصارف وفقاً للمعايير الدولية "بازل2 "، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، ص 99.

[4] هاجر زراري، (2011-2012): إدارة المخاطر الائتمانية في المصارف التجارية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، ص 135.

ويتولى القيام بهذا التنقيط كما أسلفنا وكالات التنقيط التي تعرف بأنها مؤسسات مالية تتولى انطلاقا من جملة إجراءات وأساليب وضع تنقيط لمختلف المؤسسات المالية والشركات يوضح مدى ملاءتها وقدرتها المالية والائتمانية.

كما يمكن أن تعرف على أنها مؤسسات تتولى تقييم وتنقيط خطر مؤسسة ما قصد إعلام المؤسسة المعنية نفسها الخاضعة للتنقيط وكذا مختلف المتعاملين والمستثمرين الراغبين في شراء أو تملك الأوراق المالية التي تطرحها المؤسسة المعنية بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في الآجال المحددة.

وتلعب وكالات التنقيط أو وكالات التصنيف دورا مهما ورئيسيا في الاقتصاد العالمي وخصوصا على مستوى الأسواق المالية، إذ أنه وانطلاقا من طبيعة عملها، فإن المستثمرين يرتكزون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على مختلف النتائج التي تخرج بها تقارير تنقيط وتصنيف المخاطر المعدة من قبل هذه الوكالات[1].

1.2.3. شروط ومعايير وكالات التصنيف: حدد اتفاق بازل 2 بعض الشروط أو المعايير التي يجب توافرها في مؤسسات التصنيف الائتماني الخارجية حتى يمكن اعتمادها لقبول تصنيفاتها الائتمانية، ومن هذه المعايير:[2]

- **الموضوعية:** يجب أن يكون أسلوب تحديد التقديرات الائتمانية متشددا ونظاميا، وخاضعا لنوع من التحقق والتأكد استنادا إلى التجربة التاريخية. أضف لذلك، أن التقديرات يجب أن تخضع إلى المراجعة المستمرة، وتستجيب إلى التغييرات في المركز المالي.
- **الاستقلالية:** يجب أن تكون مؤسسة التقدير الائتماني الخارجي مستقلة. كما يجب أن لا تكون خاضعة للضغوط السياسية والاقتصادية التي قد تؤثر في التصنيف الذي تتوصل إليه، كما يجب أن تكون عملية التقييم متحررة من أي قيود قد تنشأ من مجلس الإدارة.
- **الدخول الدولي/الشفافية:** يجب أن تتاح هذه التقديرات لكل من المؤسسات المحلية والأجنبية. وأن الأسلوب العام المستخدم من قبل مؤسسة التقدير الائتماني الخارجي يجب أن ينشر علنا إلى الجمهور.
- **الإفصاح:** يجب أن تفصح مؤسسة التقدير الائتماني الخارجي عن المعلومات الآتية: أساليبها في التقدير، والنسب الفعلية للخسارة التي تحققت لكل شريحة تقدير، والتعديلات في التصنيف مثلا: تحول تصنيف بمرتبة AA إلى A عبر الوقت.

---

[1] بودخدخ كريم، كرباش رحمة، (2013): دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 19– 20 جوان، ص04.

[2] ميرفت علي أبو كمال، (2007): المرجع سبق ذكره، ص 100.

- **المصداقية:** تُستمد المصداقية إلى حد ما من المعايير المشار إليها أعلاه، أضف لذلك، أن اعتماد الأطراف المستقلة (المستثمرون والمصدرون والشركاء التجاريون) على التقديرات التي قدمتها مؤسسات التقدير الائتماني الخارجي من قبل هو دليل على مصداقية تقديراتها.
- **الموارد:** يجب أن تمتلك مؤسسة التقدير الائتماني الخارجي الموارد الكافية، التي تُمكنها من إجراء التقديرات الائتمانية علية الجودة.

2.2.3. ظهور وكالات التنقيط وأشهرها: ظهرت وكالات التنقيط لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث برزت أول وكالة تنقيط سنة 1841 باسم 'the mercantile agency' جاء ظهورها كرد فعل على الأزمة المالية التي حدث سنة 1837، والتي اعتبرت كنتيجة لضعف انتقال المعلومات والبيانات بين مختلف المتعاملين وبالتالي جاءت هذه الوكالة لتتولى جمع وتوزيع البيانات والمعلومات على مختلف المتعاملين بما يساعد على اتخاذ أفضل القرارات الاقتصادية التجارية والمالية.

وبدأت عملية التنقيط لأول مرة سنة 1909 من طرف مؤسسة 'moody`s' التي كانت أول مؤسسة تضع نظاما تنقيطيا خاصا بشركات السكة الحديدية وذلك من طرف مؤسسها john moody وذلك ابتداء AAA التي تعني وضعية مالية جيدة إلى غاية F التي تعني وضعية مالية سيئة، وابتداء من منتصف سنة 1910 برزت كل من مؤسستا standard and poor`s وFitch كمؤسستين مختصان في مجال التنقيط، ثم شهدت سنة 1918 بروز "تنقيط الخطر السيادي" المرتبط بتحديد ملاءة الدولة والذي تولت إعداده مؤسسة moody`s` [1].

ويوجد العديد من وكالات التصنيف الائتماني حول العالم إلا أن هناك ثلاث شركات بالتحديد يطلق عليها الشركات الثلاث الكبرى وهي «ستاندرد آند بورز » و «موديز » و «فيتش» وكلها شركات أمريكية المنشأ.

وتسيطر كل من «ستاندرد آند بورز» و«موديز» على تصنيف أكثر من 80 % من إصدارات الدين حول العالم سواء للشركات أو الحكومات أو البلديات والحكومات المحلية فيما تعد «فيتش » أقل سمعة نسبيا، مقارنة بالشركتين الأخريين. وبالعموم، فإن الشركات الثلاث تسيطر على ما يراوح بين 90 و 95 % من سوق إصدارت الديون في العالم[2].

---

[1] بودخدخ كريم، كرباش رحمة، (2013): المرجع سبق ذكره، ص 04.

[2] مداني أحمد، (2013): دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد10، ص 56.

وتتميز هذه الوكالات الثلاث بخبراتها الطويلة في عملية التنقيط وإمكاناتها المادية والبشرية، وقد استمدت شهرتها من كونها الوحيدة تقريبا القادرة على إجراء جميع أنواع التصنيفات، من تصنيفات سيادية، إلى المنتجات والمحافظ المالية ذات المخاطر المرتفعة، بالإضافة إلى انتشارها الواسع حول العالم[1].

- **وكالة موديز 'moody`s'**: هي مؤسسة نشطة في مجال التحليل المالي للمؤسسات التجارية المصرفية، تستحوذ هذه الوكالة على 40 %من حصة السوق في مجال التنبؤ و التقدير للمخاطر للقروض على المستوى العالمي، تأسست هذه الوكالة سنة 1909 من طرف john moody وترصد هذه الوكالة مستويات التقييم في المجالات التالية:
  - جودة الإدارة؛
  - الوضع في السوق المالي؛
  - درجة التنوع الاقتصادي والمالي؛
  - درجة المرونة المالية؛
  - الإطار المؤسسي والقانوني والتنظيمي؛
  - درجة الإفصاح والشفافية؛
  - الاستقرار السياسي واتجاهات السياسات الاقتصادية وتداعياتها على نظام سعر الصرف؛
  - القدرة على السداد والوفاء بالالتزامات؛
  - تقييم مخاطر المقترض؛
  - الشركاء التجاريين الرئيسيين؛
  - العلاقات الحكومية الخاصة والعلاقات الدولية[2].
- **وكالة ستاندر آند بورز Standard & Poor's**: تعتبر أحد أهم وكالات التصنيف الائتماني في تقديم المعلومات عن الأسواق المالية العالمية للمستثمرين الراغبين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الأفضل من خلال تزويدهم بالتصنيفات الائتمانية وتقويم المخاطر والأبحاث المختلفة التي تخص الاستثمار، ويعمل لديها 9000 موظف، تتوزع مكاتبها في 23 بلداً حول العالم، بدأت بإصدار درجات التصنيف الائتماني للأوراق المالية في سنة 1922.

---

[1] رامي زعتري، (2011): التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة حلب، ص 06، متوفر على الموقع: http://www.ncosyria.com/assets/files/2012/Credit%20Rating.pdf, consulté le 20/03/2018.

[2] بلعزوز محمد علي، مداني أحمد، (2010): التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية والبحث عن مخرج لها: دراسة وضعية وشرعية، المؤتمر الدولي الرابع بعنوان "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية، الكويت، 15-16 ديسمبر، ص 08.

قامت بإصدار أكثر من مليون تصنيف ائتماني، وقامت بتصنيف ما قيمته أكثر من 23 تريليون دولار أمريكي من الديون، كما تملك واحداً من أهم مؤشرات الأسهم الأمريكية وهو مؤشر s&P500[1].

- **وكالة فيتش Fitch**: وكالة التصنيف فيتش هي مؤسسة تقييم دولية، وهي مؤسسة مختلطة أمريكية وبريطانية، يتواجد هيكلها في نفس الوقت بنيويورك ولندن، وهي أصغر مؤسسة من بين الثلاثة، تأسست هذه الوكالة في 24 ديسمبر 1913 بنيويورك[2].

والجدير بالذكر أن هذه الوكالات الثلاث تعتمد على درجات تنقيط متشابه وأن اختلف الرمز بعض الشيء وذلك ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم 2-1: درجات التنقيط لأشهر وكالات التنقيط العالمية

	Moody's	S&P	Fitch	Meaning
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	Prime
	Aa1	AA+	AA+	High Grade
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	Upper Medium Grade
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	Lower Medium Grade
	Baa2	BBB	BBB	
	Baa3	BBB-	BBB-	

Source : https://www.deltacollege.edu/dept/fiscal/budget/Ratings.html, consulté le 19/03/2018.

3.2.3. درجات التنقيط: تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار درجات للتصنيف الائتماني تعبر عن رأي المصدر ورغبته على مقابلة التزاماته المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد مثل الفوائد، أصل القرض، ومبلغ التأمين وغيرها. ويعتمد المستثمرون على درجات التصنيف الائتماني بصفتها مؤشراً لمدى قدرتهم على استرجاع الأموال المستحقة لهم

[1] مداني أحمد، (2013): المرجع سبق ذكره، ص 56.

[2] بلعزوز محمد علي، مداني أحمد، (2010): المرجع سبق ذكره، ص 09.

والتي قاموا باستثمارها. ونظير إجراء عمليات التصنيف، تستخدم وكالات التصنيف الائتماني العالمية رموزا في شكل حروف أبجدية للدلالة على جودة الائتمان[1] يمكن توضيحها في النقاط التالية:

المستوى الأول: ممتاز AAA: هي أعلى درجة لتقييم الملاءة الائتمانية للعميل طالب الائتمان، حيث يتمتع هذا الأخير بقدرة كبيرة جدا على السداد. فعلى سبيل المثال؛ الوزن الترجيحي لمخاطر الحكومات.

المستوى الثاني: جيد جدا AA: تمثل هذه الدرجة تقييما جيدا جدا للملاءة، حيث يتمتع صاحبها بقدرة عالية على الوفاء بالتزاماته في تاريخ استحقاقها، وهي لا تختلف كثيرا عن سابقتها[2].

المستوى الثالث: جيد A: درجة تقييم عالية للملاءة الائتمانية، وهذا التصنيف يعكس قدرة قوية لمنشأة على الوفاء بالتزاماتها من الأقساط والفوائد في موعدها، مقارنة بآخرين عليهم التزامات في الدولة ذاتها، لكنها أكثر عرضة لآثار تغيرات غير مواتية في الأوضاع الاقتصادية أو المالية بالمقارنة مع قدرة منشأة مصنفة في درجات تقييم أعلى.

المستوى الرابع: مقبول BBB: درجة تقييم جيدة للملاءة الائتمانية، وهي تشير إلى أن قدرة المنشأة على سداد التزاماتها من الأقساط والفوائد في موعد استحقاقها مرضية، مقارنة بآخرين عليهم التزامات في الدولة ذاتها، لكن احتمال تأثرها بتغيرات غير مواتية في الأوضاع الاقتصادية أو المالية أكبر بكثير من قدرة منشأة مصنفة في درجات تقييم أعلى[3].

المستوى الخامس: مقبول بحذر BB: ويشير هذا التصنيف إلى شكوك في قدرة منشأة على سداد التزاماتها من الأقساط والفوائد في موعد استحقاقها، مقارنة بآخرين عليهم التزامات في الدولة ذاتها، وفي نطاق هذه الدولة تُعتبر التزامات المنشأة محفوفة بمخاطر ائتمانية إلى حد ما، كما أن القدرة على سداد المستحقات في موعدها ستظل عرضة لتغيرات غير مواتية في الأوضاع الاقتصادية أو المالية.

المستوى السادس: تسهيلات تحتاج إلى الاهتمام ورعاية الإدارة B: يشير هذا التصنيف إلى ازدياد الشكوك في قدرة منشأة على سداد التزاماتها من الأقساط والفوائد في موعد استحقاقها، مقارنة بآخرين عليهم التزامات في الدولة ذاتها، لا تتوفر حماية كافية لهذه الالتزامات في حالة وقوع تغيرات غير مواتية في الأوضاع الاقتصادية أو المالية، كما أن هذه الالتزامات تحف بها مخاطر ائتمانية أكبر من المخاطر الموجودة في درجات التقييم الأعلى[4].

ويتواصل التصنيف إلى المستوى العاشر D والذي يعني الإفلاس والتعثر.

---

(1) مداني أحمد، (2013): المرجع سبق ذكره، ص 55.

(2) هاجر زراري، (2011-2012): المرجع سبق ذكره، ص 136.

(3) ميرفت علي أبو كمال، (2007): المرجع سبق ذكره، ص 101.

(4) ميرفت علي أبو كمال، (2007): المرجع نفسه، ص 102.

4.2.3. أسس التنقيط: يتم تقييم الجدارة الائتمانية (التصنيف الائتماني) للعميم بالاعتماد على مجموعة من الأسس أهمها: استقرار الصناعة، استقرار المؤسسة، القدرة التنافسية، مؤشرات ونتائج الأداء التشغيلي، التدفقات النقدية، الموقف المالي، الإدارة والرقابة الداخلية، التعامل مع المشاكل القانونية، هيكل التمويل والتسهيلات، أرصدة مستحقة السداد...[1]

5.2.3. آلية التنقيط: تمر عملية تنقيط المؤسسة الراغبة في ذلك بأربعة مراحل أساسية في فترة تتراوح بين 8 و 12 أسبوعا كالتالي:[2]

- **المرحلة الأولى:** إعداد المستندات وتقديمها لوكالة التنقيط: بعد قيام المؤسسة الراغبة في الحصول على تنقيط بتقديم طلبها إلى وكالة التنقيط، فإنها تتبع ذلك بتقديم المستندات التي تطلبها الوكالة والمتعلقة بوضعيتها المالية، هيكلة رأسمالها، وضعها في السوق وقدرتها التنافسية، هيكلها التنظيمي وآفاق تطورها المستقبلية...الخ، وزيادة على ذلك فإنه يتواجد على مستوى كل مؤسسة ما يسمى بـ"مستشار التنقيط"، والذي يتولى مهمة مرافقة ومساعدة وكالة التنقيط في مهمتها، وبالأخص توضيح نقاط القوة والجوانب الإيجابية للمؤسسة المعنية بالتنقيط، وذلك كتبرير واستباق لأية جوانب ونقاط سلبية قد تتوصل إليها الوكالة من خلال دراستها للمستندات.
- **المرحلة الثانية:** تحليل وكالة التنقيط للمستندات: تستغرق هذه العملية أسب وعين أو ثلاثة أسابيع، حيث أنه قد تتخللها إمكانية طلب الوكالة لمستندات إضافية من طرف المؤسسة المعنية الخاضعة للتنقيط، قد التوصل إلى نتائج واقعية ودقيقة تعكس حقيقة الوضعية المالية والائتمانية للمؤسسة المعنية.
- **المرحلة الثالثة:** زيارة محللي الوكالة للمؤسسة الخاضعة للتنقيط يتولى المحللون زيارة المؤسسة الخاضعة للتنقيط، وذلك بغرض إجراء مقابلات مع المسؤولين في المؤسسة الخاضعة للتنقيط بمختلف مستوياتهم ومهامهم، وذلك ما يدفع في الغالب مسؤولي كل مؤسسة من المؤسسات الخاضعة للتنقيط إلى الاجتماع فيما بينهم قصد تحضير طريقة الرد على أسئلة واستفسارات المحللين.

تحضير التقرير النهائي وتقديم التنقيط: بعد القيام بزيارة المؤسسة الخاضعة للتنقيط، يقوم المحللون بإعداد تقاريرهم التي تقدم إلى الهيئة المختصة بتقديم التنقيط، والتي تقوم بناء على ما جاء فيها وعلى ما جاء في تقارير تحليل المستندات الخاصة بمختلف جوانب نشاط المؤسسة الخاضعة للتنقيط، بوضع التنقيط النهائي الذي يعكس حقيقة الوضعية المالية والائتمانية للمؤسسة.

---

[1] هاجر زراري، (2011-2012): المرجع سبق ذكره، ص 137.

[2] بودخدخ كريم، كرباش رحمة، (2013): المرجع سبق ذكره، ص 05.

3.3. النمذجة لإدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية

1.3.3. المقاييس الرياضية للخطر[1]: نظام إدارة المخاطر عبارة عن مجموعة من المعايير والعمليات والأدوات والمعلومات المعالَجة، التي تساعد على تطبيق إدارة فعالة للمخاطر التي تواجهها المؤسسات في مختلف ميادين نشاطها، حيث يتألف نظام إدارة المخاطر من جانب كمي وآخر نوعي، بالإضافة إلى مرحلة موالية وأساسية تتمثل في مرحلة تقييم ومراجعة دورية لهذا النظام.

أ. **الجانب الكمي**: يحتوي هذا الجانب على مجموعة من الأدوات والتقنيات والنماذج الإحصائية المستخدمة للتعرف على بعض المخاطر وتحليلها وتقييمها مثل :اللوغاريتمات، توزيع الاحتمالات، القيمة الزمنية للنقود، تقدير متغيرات التوزيع، اختبار الافتراضات،... ؛ وتشمل [2]:

- **المقاييس التحليلية؛**
- **اختبار التحمل stress testing**: كما تطلبها اللجان التنظيمية، المؤسسات المالية مجبرة على القيام بصفة منتظمة بمحاكاة لحالة الأزمات أو سيناريو حالة التوتر من معرفة مبلغ الخسارة في حالة تقلبات خطيرة ومهمة في السوق. هذه العملية تسمح لنا بتحديد مناطق المحفظة الاستثمارية الأكثر حساسية للأزمات، وبالتالي فهي تهدف إلى إكمال برنامج إدارة المخاطر وقياس مخاطر السوق. هناك طريقتان الأولى أساليب موضوعية تستعمل أحداث تاريخية من أجل وضع سيناريو، أما الثانية فهي طرق ذاتية ترتكز على الفرضيات.
- **القيمة المعرضة للمخاطر VAR**: عبارة عن مقياس للخطر المحتمل الذي من الممكن أن يتم من جراء تقلبات السوق. وهي تجيب على التساؤل التالي: كم ممكن أن تخسر المؤسسة المالية باحتمال α لآفاق زمني h؟ هناك عنصران ضروريان لتفسير القيمة المعرضة للمخاطر، فترة الامتلاك والتي تمثل الفترة التي تغير القيمة المحفظة يكون مقاس، العنصر الثاني مستوى الثقة α الذي يمثل احتمال مراقبة خسارة أقل أو مساوية للقيمة المعرضة للمخاطر. هناك ثلاث أنواع للقيمة المعرضة للخطر: تحليلية، التاريخية، مونتي كارلو.
- **الخسائر القصوى**: هي أقصى كمية من رأس المال الذي يمكن أن تخسر، فعندما تحدد الخسارة القصوى كنسبة مئوية من رأس المال المتداول فإن مواجهة سلسلة من الخسائر لن توقفك عن التجارة. المستثمر لاسيما إذا لم يكن معتادا جيدا بهذا القطاع قد يميل إلى محاكاة سيناريو جد متشاؤم، هذا السيناريو رغم ذلك يجب أن يبقى واقعي ولا يتطابق مع تحليل الحساسية التراكمي. هذه العملية تهدف بالدرجة الأولى إلى تحديد خطر

[1] عصماني عبد القادر، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 11- 13.

[2] بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز وعبد الرزاق حبار، (2013): المرجع سبق ذكره، ص ص 55 – 56.

فشل المشروع عوضا عن تحديد قيمة، أو احتمال أي مشروع مكمل يمكن أن يكون ضروري. يمكن استخدام خذا السيناريو كذلك لتحديد قيمة الذين التي يمكن للمشروع تحملها[1].

- **تحليل Monte carlo للمحاكاة:** إذ تربط هذه الأخيرة التوزيعات التكرارية للعناصر الرئيسية للمشروع مع بعضها وتتطلب كمبيوتر وبرنامج جاهز مناسب. وإن الكمبيوتر سيختار بشكل متكرر قيم عشوائية لكل من المتغيرات التي يكتنف مستقبلها عدم اليقين ويضعها ضمن توزيع احتمالي معين لكي ينتج (بمعرفة العوامل الثابتة) توزيع احتمالي مستمر لقيم صافي القيمة الحالية. إن أسلوب المحاكاة هو أكثر شمولية من أسلوب السيناريوهات لأنه يأخذ بالاعتبار عدد لا نهائي من الاحتمالات[2].
- **السيناريوهات**[3]: بالإضافة إلى تحليل حساسية ربحية المشروع لكل عنصر من عناصر المشروع على حده، فإنه قد تؤخذ قيم محتملة لمجموعة من العناصر مرة واحدة وتسمى سيناريو. وعادة ما يكون هناك ثلاثة سيناريوهات: متماثل، معتدل، ومتشاؤم؛ أو ازدهار، عادي، وكساد.

تعتمد هذه الطرق على المعادلات الرياضية والحسابات الكمية في إيجاد مؤشرات ذات دلالة مرتبطة بالخطر، إلا أنها تخفق في إعطاء مؤشرات دقيقة خاصة في الحالات التي يكتنفها عدم التأكد، وهذا السبب ذاته دفع بالمؤسسات إلى استخدام المقاييس الكيفية (دون أن يعني ذلك الاستغناء عن المقاييس الكمية) التي تعتمد على الخبرة السابقة والحدس لوضع توقعات لما يمكن أن يحدث[4].

الجانب النوعي: يتمثل في مجموعة من الإجراءات والرقابات، وكذلك الفحوصات التي تستخدم من أجل تحقيق إدارة فعالة للمخاطر، كاختيار الأدوات المناسبة – الأكثر فعالية وأقل تكلفة – لمعالجة المخاطر مع الأخذ بعين الاعتبار طبيعة المخاطر ودرجة خطورتها المفترضة، بالإضافة إلى هذا يتضمن الجانب النوعي تحديد مسؤوليات مختلف مصالح المؤسسة المساهمة في عملية إدارة المخاطر، فضلا عن تحديد الوظائف العليا لمراقبة المخاطر.

في بعض الحالات فإنه من غير الممكن استخدام المقاييس الرياضية لقياس حجم التعرض للمخاطر، ويحدث ذلك عندما تخفق الصيغ الرياضية في إعطائنا الوصف المناسب لما يمكن أن يحدث تحت مختلف ظروف السوق أو عندما لا

---

(1) Pierre Vernimmen, (2011) : Finance d'entreprise, 9eme editon, Dalloz : Paris, France, P 726 .

(2) محمد محمود العجلوني وسعيد سامي الحلاق، (2010): دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 335.

(3) محمد محمود العجاوني وسعيد سامي الحلاق، المرجع نفسه، ص 335.

(4) بن علي بلعزوز، عبد الكريم قمدوز وعبد الرزاق حبار، (2013): المرجع سبق ذكره، ص 56 – 57.

يكون هناك قدر كاف من المعلومات حول سلوك الأصل، السوق أو العمليات[1]. زيادة على ذلك فإن مكونات الجانب النوعي تقوم بتقديم الافتراضات الأولية عن ماهية المخاطر المتعرض لها وأنواعها. ما يساعد على الاستعانة بتقنية اختبار التحمل stress testing ووضع سلاسل سيناريوهات، ومعرفة ما إذا تحاليل التحقق من أثر قوة بعض الافتراضات الأولية موجودة ضمن نموذج المخاطر، ويتوقف ذلك على نوعية المعطيات المتضمنة لقدرة المهندس المالي على اختيار السيناريوهات المناسبة.

المقاييس الذاتية ممكنة التطبيق كذلك في مجالات محددة، كالمخاطر القانونية، مخاطر ملائمة العملاء، ومخاطر العمليات (مخاطر التشغيل) وهي مخاطر يصعب إخضاعها للنمذجة المالية.

الجدول رقم 2 – 2: ملخص لأهم طرق قياس المخاطر

الطريقة	مزاياها	عيوبها
المقاييس الرياضية (الكمية)		
الإحصائية	فعالة في تقدير التعرض للمخاطر التي تتغير خلال الزمن	يعتمد على الافتراضات حول سلوك أسعار الأصول والتوزيعات التي قد لا تكون دائما دقيقة
	ممكنة التطبيق على أنواع مختلفة من مخاطر الائتمان ومخاطر السوق	
التحليلية	سهلة (بسيطة) الوضع والتطبيق	لا يمكن تطبيقها في حساب كل التعرضات للمخاطر
		غير ممكنة الاستخدام لتقدير التعرض المستقبلي للمخاطر
السيناريوهات	تتيح معلومات عن خطر لمجموعة من التدفقات الخارجة عملية وممكنة التطبيق في المعاملات المنفردة كما في المحافظ المالية	صعبة التطبيق
	لا تترك أية افتراضات بخصوص الاحتمالات	
	تترجم بشكل مفهوم (أرباح وخسائر مثلا)	
	عملية على مجموعة من المخاطر الائتمانية والسوقية ومخاطر السيولة	
القيمة المعرضة للمخاطر	يتيح ويسمح تجميع المخاطر عبر المحافظ	يعتمد على الافتراضات بخصوص التقلب،

[1] بن علي بلعزوز، عبد الكريم قمدوز وعبد الرزاق حبار، (2013): المرجع نفسه، ص 56 – 57.

		الارتباطات ومجالات الثقة وأفق التسيير. تفشل في التعرف على ما يمكن أن يحدث في الحالات القصوى
		صعبة التطبيق والتنفيذ
		قابلة للتطبيق فقط في حالة محافظ التي يتم تسعيرها وفق السوق
الخسارة القصوى	يوفر منهجية تجميع عبر المحافظ ودرجات المخاطر	متحفظة جدا لأنها تتجاهل الارتباطات و مجالات الثقة
		قابلة للتطبيق فقط في حالة المحافظ التي يتم تسعيرها بشكل لحظي (يومي)
الطرق النوعية (الذاتية)		
	يمكن أن تستخدم عندما لا يوجد مدخل (مقاربة) كمية مناسبة، أو لتجاوز النتائج الكمية (لتأكيد النتائج مثلا).	بحتة في استخدام الأحكام (الذاتية) مما يعرضها للكثير من النقد.

المصدر: بن علي بلعزوز، عبد الكريم وعبد الرزاق حبار، (2013): إدارة المخاطر (إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية)، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 57 – 58.

2.3.3. وضع نموذج لإدارة المخاطر: يستخدم الجانب الكمي والنوعي كمكونات حيوية لتصميم وإنجاز إدارة المخاطر فعالة، من خلال إيجاد الأدوات المناسبة للتعامل مع الخطر، ومراقبة عمل هذه الأدوات، قصد ضمان السير الحسن للمحفظة بمستوى مناسب من المخاطر. فمن بين الحلول التي أصبح يتم اللجوء لها هي عملية النمذجة من خلال وضع نموذج خاص بالعملية.

تمر عملية وضع نموذج بعدد من المراحل الأساسية كل مرحلة منها تستدعي تقنيات رياضية، برمجيات مختصة خاصة في حالة بناء نموذج على المستوى الكلي، كونها الطريقة الوحيدة التي بإمكانها تنظيم البيانات والقيام بالحسابات اللازمة، إلا أنه وبالرغم من هذا إلا أن عملية وضع نموذج تبقى صعبة وتتطلب الدقة الشديدة[1]:

أ. **تحديد المتغيرات الخاصة بالدراسة[2]:** تهتم التحليل في الاقتصاد القياسي على تأثير المتغير المستقل على متغير أو عدة متغيرات تابعة، حيث تحديد كل واحد منها يختلف باختلاف الظاهرة المدروسة. لذا وجب تحديد العلاقة السببية الخاصة بالظاهرة محل الدراسة بين المتغيرات المعنية.

[1] Patrick Artus, Michel Deleau, Pierre Malgrange, (1994): Modalisation macroéconomique, Economica: Paris, France, p 209 – 219.
[2] Bruno Crépon et Nicolas Jacquement, (2010): Econométrie :méthode et applications, De boeck: Bruxelles, Belgique, p 09.

ب. **إعداد بنك للبيانات:** قبل البدء بعملية وضع للنموذج، يجب جمع المعلومات الأساسية حول الظاهرة. عادة ما تكون البيانات المستعملة عبارة عن بيانات تاريخية مسبوقة باحتمالات لبيانات فردية، لاختبار مختلف الأوجه النظرية الممكنة أو تحديد قيمة بعض المؤشرات، فترة البيانات تصبح محددة من قبل النموذج (سداسية، سنوية.....) مما يولد إمكانية حدوث مشكل مهم والمتمثل في عدم تطابق السلاسل زمنيا مع النموذج. ولهذا السبب بالذات نجد في فرنسا أن البيانات المتعلقة بالاستثمار، نشاط المؤسسات الكبرى.... متوفر في صورة سنوية فقط.

هناك عدة أنواع للسلاسل اللازمة لوضع نموذج منها: سلاسل محاسبية، سلاسل نقدية ومالية، بيانات تخصص الدول الخارجية،....، ومن السهل الحصول على البيانات المحاسبية الوطنية من طرف المؤسسات الإحصائية، وهو نفس الشيء بالنسبة للسلاسل النقدية والمالية من طرف البنوك المركزية والتي عادة ما تحجب بعض البيانات التي تعتبرها سرية بالرغم من أهميتها، إلا أن المعلومات الدولية هي التي عادة ما تكون صعبة الجمع، فهي تجمع من مصادر مختلفة OCDE, ONU, FMI.....، وهي عادة ما تواجه مشكل مثانة وتجانس.

عندما يتم تحديد بنك البيانات، تبدأ عملية بناء النموذج. فمن أجل وضعه يجب أن تكون البيانات ثابتة خلال كل فترة وضع النموذج، لتعمل بشكل صحيح، بنك البيانات يجب أن يسير من قبل برمجيات تتميز بالوظائف التالية:

- تخزين المعلومات والوثائق مما يسمح بمعرفة ما تحتوي السلسلة؛
- إمكانية الدخول السهل للسلاسل لوضع النموذج والقيام بمحاكاة للنموذج مستقبلا؛
- حساب السلاسل الثانوية المشتقة من السلاسل الأصلية (مؤشرات، معدل النمو.....)؛
- مراقبة صلاحية السلاسل؛
- تحديث للسلاسل الأولية والسلاسل الثانوية؛
- إمكانية استعمال الجداول والبيانات.

عندما يتم ضبط بنك البيانات واختباره يمكن التنقل إلى مرحلة وضع النموذج.

ت. **تخصيص والتنبؤ بنموذج:** النموذج يعكس نظرة يرى أصحابها بأنها من الممكن أن تتطابق مع الواقع. إذن فإنهم بإمكانهم وضع بصورة تحليلية الهيكل الأساسي للنموذج، من حيث المعادلات الأساسية لذلك. يبقى من الصعب إدماج كل الجوانب للنموذج في إطار نظري واحد.

نظرة أو فكرة البداية تحتوي على متغيرات تؤدي إلى معادلات مختلفة يمكن أن تكون فيها معادلات لا تنتمي إلى قلب النموذج، لذلك يجب التأكد من غياب عدم الارتباط النظري بين مختلف مستويات النموذج. كل مستوى من

النموذج يتكفل به مختص في الاقتصاد القياسي الذي سيقوم بتقديره. هنا يجب تفادي إدخال العديد من المتغيرات الخارجية التي سيصعب استعمالها فيما بعد عند التوقع بواسطة النموذج سواء لانعدام إمكانية التنبؤ بها كالمناخ أو لأن الحصول عليها معقد.

هذه المرحلة تشمل حوار دائم بين النظري والتطبيقي. إن وضع النموذج عادة ما يستعمل تقنيات وبرمجيات في الاقتصاد القياسي، أين أغلبية المعادلات توضع بواسطة نموذج المربعات الصغرى متجاهلين مشكل التزامن داخل النموذج، وعادة ما نأخذ حذرنا من مشكل الارتباط الذاتي وعند ظهور هذا الأخيرة يجب استعمال تقنيات أخرى (Durbin, hildreth et lu, cochrane et orcutt de prais et veinstein). في حالة استعمال سلاسل قصيرة المدى كالفصلية ينشأ مشكل احتمال التأخر، في حالة المتغيرات المتأخر فأحسن نموذج هو نموذج almon والذي يعتبر أهم الطرق التي تستخدم متغيرات خارجية متأخرة فقط، فتوزيع ألمون يعتبر من أكثر التوزيعات ذات المتغيرات المستقلة المتأخرة شيوعا على الرغم من أنه يعتمد على عدد محدد من المتغيرات المتأخرة، كما أن أوزان معاملات المتغيرات المتأخرة هي عبارة عن دوال عددية متعدد الحدود (Polynomial) من الدرجة r ولذلك فان توزيع almon يعتبر أكثر إمكانية للتكيف، إلا أنه يعد أكثر تعقيدا إذ إن تقدير أوزان المتغيرات المتأخرة يجري على مرحلتين وليس على مرحلة واحدة فقط. أولها افتراض أن النموذج المطلوب تقديره يحتوي على s من الفترات المتأخرة، أي إن عدد المعاملات b المطلوب تقديرها هو S+1 وبدلا من تخمين قيم b مباشرة بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية وما قد ينجم عن ذلك من صعوبات في التقدير، يتم تقدير قيمها بشكل غير مباشر على اعتبار إنها تمثل دوال تقريبية لمتعدد الحدود من الدرجة r.

ث. **حل النموذج:** بعد وضع النموذج ومعادلاته نمر إلى مرحلة حله من خلال مجموعة من المراحل أولها كتابة النموذج في برنامج، فحل النموذج يتمثل في البحث عن حل أي إيجاد مجموعة من قيم y في تاريخ t الـ n معادلة تكون محققة، ولحل النموذج يجب إعادة ترتيبه من خلال تقسيمه إلى 3 أقسام: المقدمة، القلب والخاتمة. تتمثل الأولى في مجموع المعادلات التي لا تتعرض للتزامن، أما القلب فيمثل المعادلات التي يجب أن يكون حلها بصورة متزامنة، أخيرا الخاتمة وتتمثل في مجموع المتغيرات التابعة التي لا تتدخل في المعادلات.

ج. **تأكيد النموذج:** بعد توقع النموذج وكتابته وقبل البدء باستعماله يجب تجريب وتأكيد النموذج أولا. عادة ما تقوم برمجيات النمذجة بالتحويل الآلي للنتائج التنبؤات الاقتصاد القياسي في صورة نموذج، وبالتالي خطر الخطأ فهو ضئيل وحالة حدوثه تكون من مرحلة التنبؤ في حد ذاتها. عند إدخال البيانات كخطأ في كتابة المعادلة، خطأ في ملف المعاملات،.... ففي هذه الحالة من المهم تحديد هذه الأخطاء وتصحيحها. في الأخير نقوم بمحاكاة للنموذج

لنحسب من خلالها كل معادلة لوحدها مرة واحدة، آخذين القيم التاريخية للمتغير المفسر والتي يجب أن تكون مساوية لها.

عندما نتأكد من كتابة النموذج يمكننا تأكيده من خلال الطرق الخارجية (المحاكاة، المضاعفات...)، والنماذج الداخلية (دراسة الترابط،.....). ومن المعوقات التي تواجهها هذه المرحلة صعوبة حل النموذج في المرات الأولى خاصة عند استعمال خوارزمية من نوع Gauss-Seidel.

3.3.3. النمذجة الالكترونية لإدارة المخاطر: بعد تحديد البرنامج الفعال والأمثل لإدارة المخاطر في الشركة حسب المراحل المحددة مسبقا وتبعا لحجم ونوع نشاط المؤسسة ومستوى التطور التكنولوجي الذي تتمتع به، تتم النمذجة الالكترونية بدراسة محددات عملية إدارة المخاطر واستخدام البرمجيات ونماذج المتعددة اعتمادا على البيانات المحصل عليها، وإدراج جميع المتغيرات والدراسات الداعمة لبناء نظام الكتروني فعال ومرن، قابل للتعديل والتطوير في أي وقت ممكن.

وقد وضع Barry W . Boehm خطوات واضحة لبرامج الكترونية لإدارة المخاطر، وخطوات مماثلة يمكن أيضا استعمالها في مختلف الميادين لإدارة المخاطر للسماح بتتبع المسار من معنى المخاطرة إلى إيجاد أدوات تحديد المخاطر وإدارتها. وفي نموذج Boehm يمكن تقسيم إدارة المخاطر إلى مجموعتين أساسيتين وهاتان المجموعتان يمكن استخدامهما أيضا لإيجاد المراحل في تحليل مخاطر دائني المؤسسة[1]:

أ. **تقييم المخاطر** :تتكون من ثلاثة أقسام وهي تعريف، وتحليل، وتحديد الأولوية بالنسبة للمخاطر المتعرض لها؛

ب. **مراقبة المخاطر** :تنقسم من ثلاثة أقسام وهي :تخطيط إدارة المخاطر، إيجاد الحلول للمخاطر، والمتابعة.

إن تنفيذ هذه الخطوات يتم في إطار برنامج إدارة المخاطر للمؤسسة المالية المعنية ويكون قياس المخاطر مرتبطا بشكل وثيق ومتكامل مع العمليات اليومية المنجزة من خلال نظام المعلومات، وأن تقدم تقارير منتظمة عن حالات التعرض للمخاطر بأنواعها، وعن حالات الخسائر المحققة أو المرتقبة. والشكل الموالي يوضح الخطوات الأساسية للبرمجة الالكترونية لإدارة المخاطر، ولكن يمكن تعديل هذه الخطوات حسب ما تراه المؤسسة بما يوافق متطلبات إدارة المخاطر التي تواجهها: [2]

[1] عصماني عبد القادر، (2009): المرجع سبق ذكره، ص ص 13 – 15.

[2] عصماني عبد القادر، (2009): المرجع نفسه، ص ص 13 – 15.

والشيء المحوري في عملية النمذجة هو إيجاد اللغة البرمجية المناسبة لبناء نظام الكتروني لإدارة المخاطر لأن أنواع النماذج الإحصائية المستخدمة في عملية التقييم، أو الطرق والتقنيات المستخدمة في عملية التحليل والإدارة خصوصا المعقدة منها، تستوجب الاستعانة باللغة البرمجية المناسبة لذلك.

وفي الواقع هناك العديد من الأنظمة الالكترونية لإدارة المخاطر، تبعا لنوع نشاط المؤسسات وما ترغب فيه هذه المؤسسات سواء بنظام شامل لإدارة المخاطر أو بأنظمة جزئية لإدارة مخاطر معنية فقط، ومن أشهر الشركات التي تعمل في مجال إدارة وبناء الأنظمة الالكترونية لإدارة المخاطر، نذكر شركة ERA و شركة SAS. حيث تقدم هذه الشركات الخدمات والاستشارات المتعلقة بإدارة المخاطر في عدة قطاعات مختلفة.

- **التشغيل**: يتم تشغيل الأنظمة الالكترونية من قبل مختصين في البرمجة الالكترونية وتحت إشراف الفريق المكلف بإدارة المخاطر في المؤسسة، وذلك بشكل يومي وتبعا لنوع النظام المتبع وحسب عدد الفروع والوحدات التابعة لها، ومن ثم إعداد التقارير بشكل متواصل يومي أو آني، وقد تكلف المؤسسة أطرافا أخرى كشركات أو مكاتب دراسات مختصة في بناء و/أو تشغيل أنظمة إدارة المخاطر.

ومن المهم جدا ربط نظام إدارة المخاطر مع نظام المعلومات الموجود في المؤسسة، بحيث يكون جزءا لا يتجزأ منه، وآليات تشغيله تكون متكاملة ومدمجة بشكل كلي، وهذا ما يسمح للتنبه للمخاطر واتخاذ خطوات فورية للتعامل معها في أي إدارة أو فرع من فروع المؤسسة، وتبادل المعلومات عن أي انحراف أو اختلال قد يحدث، ومن ثم تكوين قاعدة معطيات على معظم المخاطر المتعرض لها والمرتقبة تسمح للمؤسسة باكتساب خبرات وتجارب في مجال إدارة المخاطر لمواجهة ما قد تتعرض له في المستقبل.

- **المراقبة**: تتم عملية مراقبة النظام الالكتروني على أساس قاعدة المعطيات المتوفرة، بتحديد مكان بداية هذه العملية وأين تنتهي، بالاعتماد على المراقبة الذاتية التي تعتمد عليها المؤسسة والكيفية التي تتم بها، فيمكن أن تكون هذه المراقبة تلقائية وبطريقة آلية تتكفل بها البرامج الالكترونية بشكل يومي أو شهري أو فصلي تبعا لنوع النظام المتبع، بحيث تكون الرقابة الداخلية في المؤسسة المالية متكاملة مع المراقبة الآلية لهذا النظام.

والهدف من المراقبة الآلية هو كشف العيوب الممكن مصادفتها في النظام الالكتروني، وبالتالي تتم عملية البحث والتطوير في هذه الأنظمة وتحديثها بصفة دورية.

إلا أن هناك مخاطر تعجز هذه الأنظمة عن كشفها أو تحديد نوعها كالمخاطر النظامية والمخاطر القانونية والمخاطر التكنولوجية التي قد تنشأ من استخدام هذه الأنظمة نفسها كمخاطر القرصنة والتدمير عبر الفيروسات الالكترونية والتجسس على معلومات المؤسسة نفسها، وهذا الأمر يصعب تحديده بشكل عام.

خلاصة الفصل الثاني:

تعتمد إدارة المحافظ الاستثمارية على نماذج ونظريات أبرزها نظرية المحفظة لماركوفيتز، الذي وضع أساس المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية بهدف الوصول إلى المحفظة الاستثمارية المثلى، وذلك من خلال التنسيق بين ثنائية العائد والخطر الكلي للمحفظة ذات الأصول الخطرة فقط. لتليها إمدادات وإسهامات العديد من الباحثين في حالة إدخال الأوراق المالية الخالية من الخطر للمحفظة، أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية التسعير بالمراجحة.

إلا أن الدراسات لم تقتصر على كيفية إدارة المحافظ الاستثمارية ومكوناتها فقط، بل تعدت إلى قياس أداءها ومدى قدرتها على تحقيق العوائد المتوقعة تقليل الخطر، فالمستثمر يولي اهتماما أكبر بقيم العوائد المستقبلية التي من الصعب تحديدها لاعتمادها بالدرجة الأولى على التوزيع الاحتمالي. أما فيما يتعلق بالخطر فتحقيق تنويع جيد للموارد بما يضمن توزيعا للمخاطر يوفر حماية ضد المخاطر غير النظامية. وهذا ما سيتم التعرف عليه في الفصل الموالي.

تمهيـــــد:

يعتبر قياس وتكميم خطر محفظة الأوراق المالية من أصعب التحديات التي تواجه مديرها، فبالرغم من كونها عملية معقدة نوعا ما إلا أنها ممكنة خاصة في مرحلة تنويع الأصول المكونة لها إذ يمكن تحديد الوزن الترجيحي لكل أصل ونسبة الارتباط فيما بينها.

ومن هذا المنطلق نهدف من خلال هذه الدراسة التطبيقية إلى تقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال الفترة 2006-2016، وتمر مراحل الدراسة عبر النقاط التالية:

1. **تقديم للشركة الجزائرية للتأمين الشامل.**
2. **تقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل.**

1. مدخل للشركة الجزائرية للتأمين الشاملCAAT

1.1. تقديم الشركة الجزائرية للتأمين الشاملCAAT:

1.1.1.تعريف شركات التأمين: شركات التأمين عبارة عن شركات تجارية تهدف لتحقيق الربح، من خلال تجميع الأقساط من المؤمن واستثمار الأموال المجمعة في استثمارات مضمونة، بغرض توفير الأموال اللازمة لدفع التعويضات للمؤمن لهم أو المستفيدين عند تحقيق المخاطر المؤمن ضدها، وتغطية نفقات مزاولة النشاط التأميني وتحقيق ربح مناسب[1].

تعتبر شركات التأمين جزءا هاما من النشاط المالي، وسمة جوهرية لاقتصاديات الأمم الراقية من خلال ما تلعبه من دور مزدوج، ولهذا قررت الحكومات إعطاء الاستقلالية لهذا القطاع، من خلال قوانين ومراسيم تلغي احتكار الدولة للعمليات التأمينية، حيث كانت تحكمه قوانين يعود ميلادها إلى سنة 1938 – 1939 والتي لا تتماشى مع التطورات الاقتصادية[2].

2.1.1.نشأة الشركة الجزائرية للتأمين الشاملCAAT: تعتبر الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT، إحدى أكبر الشركات الوطنية في سوق التأمين الجزائري إلى جانب كل من الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، والشركة الجزائرية للتأمين SAA.

الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT عبارة عن مؤسسة اقتصادية عامة (EPE) ذات أسهم (SPA) برأسمال اجتماعي يقدر بـ 11490000000 دينار جزائري في 30 أفريل 1985، وفقا للأمر 85/82 على شكل مؤسسة جماعية تضمن جميع أخطار النقل البري، البحري، والجوي. في سنة 1989، أخذت شكل EPE/SPA بعد الإصلاحات الاقتصادية للشركة الجزائرية للتأمينات. في أجل قصير، وسعت الشركة الجزائرية للتأمينات بسرعة مجال نشاطها في فروع أخرى للتأمين. مما أدى إلى توسع حصتها السوقية وتنوع محفظتها في نفس الوقت.

مع حلول سنة 2009، وفي إطار إعادة التأهيل الذي خضعت لها شركات التأمين. قامت الشركة الجزائرية للتأمين الشامل بفصل خدمة التأمين على الأشخاص من نشاطها، ليصبح ممثل على شكل فرع TALA والتي تكون CAAT مساهما في رأس ماله الاجتماعي.

---

[1] أحمد نور وآخرون، (1986): محاسبة المنشآت المالية، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع: بيروت، لبنان، ص86.

[2] أيمن زيد والطاهر العمودي، (2015): إدارة المخاطر في شركات التأمين دراسة قياسية بالتطبيق على الشركة الجزائرية للتأمين، مجلة رؤى اقتصادية (العدد 9)، ص 174.

الجدول رقم3-1: تطور نشاط الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAATخلال السنوات 2006 – 2016

الوحدة:10^6دج

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
النشاطات											
الإنتاج	8068	10588	12688	13345	14083	14637	15502	18114	20192	21160	22615
الإنتاج الصافي لإعادة التأمين	5516	7061	8457	7872	1331	1416	9309	10643	8355	9324	10115
الإنتاج المالي	354	428	411	472	538	569	571	583	566	753	891
الخسائر المدفوعة	4277	5615	6262	6586	6523	7121	7792	8300	9610	12759	13961
الخسائر التي ستدفع	6349	7710	8778	9738	141647	12173	12282	12429	12639	13217	12464
النتائج											
هامش التأمين	2792	5475	5712	4444	4442	4024	4300	6526	6456	6530	6668
الناتج الصافي	500	822	1013	830	1411	1221	833	1926	1574	2069	2337

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006 – 2016.

3.1.1. الهيكل التنظيمي للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT:

يوضح الشكل التالي الهيكل التنظيمي للشركة:

الشكل رقم 3-1: الهيكل التنظيمي للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.

2.1. الخدمات التي تقدمها الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT:

تتلخص وظائف شركات التأمين عموما فيما يلي:

1.2.1. التسعير والإنتاج:

أ. التسعير: تضع شركات التأمين أسعار لأنواع التأمين المختلفة، والذي يختلف اختلافا كليا عن تسعير الأنواع الأخرى من المنتوجات. شركات التأمين لا تعرف فيما إذا كانت الأقساط التي تستوفيها في المؤمن لهم كافية لتغطية مصاريفها ودفع التعويضات المترتبة عليها إلا بعد انتهاء فترة التغطية أي مدة التأمين[1].

ب. الإنتاج: يعني إنتاج المبيعات والنشاطات التسويقية التي تقوم بها هذه الشركات. كثيراً ما يطلق على الوكلاء والمندوبين الذين يقومون ببيع التأمين اسم منتجين لأن عمليات البيع التي يقومون بها هي إنتاج شركات التأمين، ويعتمد نجاح شركات التأمين على وجود مجموعة فعالة منهم[2].

تقدم الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT مجموعة من الخدمات التأمينية، تتمثل في:

- **التأمين على الأشخاص:** يتناول التأمين المتعلَّق بشخص المؤمَّن لهُ، يشمل هذا التأمين المخاطر التي يتعرَّض لها الإنسان في حياته أو سلامة جسمه أو صحَّته.
- **التأمين على السيارات:** التأمين على السيارات اجباري بموجب القانون، يمثل ضمانا يخص المسؤولية المدنية التي تغطي الخسائر الجسدية والمادية التي تلحق بالآخرين.
- **التأمين على النقل:** يأخذ بعين الاعتبار الأخطار التي من الممكن أن تتعرض لها البضائع المنقولة كالسرقة.
- **التأمين على الحريق والكوارث:** يعمل على حماية المؤمن له من الأضرار المادية التي قد تصيبه في ماله أو عقاره نتيجة التعرض لمخاطر متعددة. يندرج تحت هذا التأمين: التأمين ضد الحريق، التأمين ضد أضرار المياه...
- **التأمين على القروض:** شكل خاص من الخدمات التأمينية يؤمن المؤسسة أو البنوك ضد خطر السيولة.

---

[1] زيد منير عبوي، (2006): إدارة التأمين والمخاطر، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 67.

[2] زيد منير عبوي، المرجع نفسه، ص 67.

الجدول رقم 3-2: إنتاج الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال السنوات 2006 – 2016

الوحدة: 10^3دج و%

التأمينات	تأمين الأشخاص		تأمين السيارات		تأمين النقل		تأمين الحريق والكوارث		تأمين القروض		المجموع	
السنوات	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب
2006	337243	04	3006403	37	1205541	15	3266562	41	218224	3	**8033973**	**100**
2007	359611	04	3737639	35	1184676	11	4752182	45	554026	5	**10588134**	**100**
2008	546600	04	3988955	31	1386592	11	6418743	51	347273	3	**12688163**	**100**
2009	705461	05	3992580	30	1573974	12	6890474	52	182988	1	**13345477**	**100**
2010	626208	4,4	4266883	30,3	1939696	14	7211077	51	39370	0,3	**14083234**	**100**
2011	324553	02	4986124	34	1774822	12	7538888	52	12151	0	**14636538**	**100**
2012	00	00	5828944	37	1355200	9	8317195	54	544	0	**15501883**	**100**
2013	00	00	7249700	40	1409004	8	9453337	52	1848	0	**18113889**	**100**
2014	00	00	7798577	39	1529331	7	10863202	54	1246	0	**20192356**	**100**
2015	00	00	7650782	36	1359919	6	12147911	57	1468	0	**21160080**	**100**
2016	00	00	7892566	35	1940290	9	12776689	56	6151	0	**22615696**	**100**
المجموع	2899676	-	60399153	-	16659045	-	89636260	-	1365289	-	**170959423**	**100**
المتوسط	362459,5	2,12	5490832,1	34.9	1514458,6	10.36	8148750,9	51.36	124117,2	1,11	**-**	**-**

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006 - 2016.

يمثل الجدول أعلاه إنتاج الشركة الجزائرية للتأمين الشامل خلال السنوات 2006 –2016 المتمثل في:

– **التأمين على الأشخاص:** تمثل هذه الخدمة أو المنتوج نسبة ضعيفة تقدر بـ 2% مقارنة مع غيرها، أما انطلاقا من 2012 أصبحت قيمته تعادل 00، وهذا راجع إلى عملية إعادة الهيكلة التي شهدها القطاع، والتي أسفرت على انفصال هذه الخدمة لتصبح هناك شركات مختصة بالتأمين على الأشخاص. طبقا للقانون 06-04 المتعلق بالتأمينات الذي منح لشركات التأمين العمومية مهلة 5 سنوات (من مارس 2006 إلى مارس 2011) لفصل التأمين على الأشخاص من التأمين ضد الخسائر.

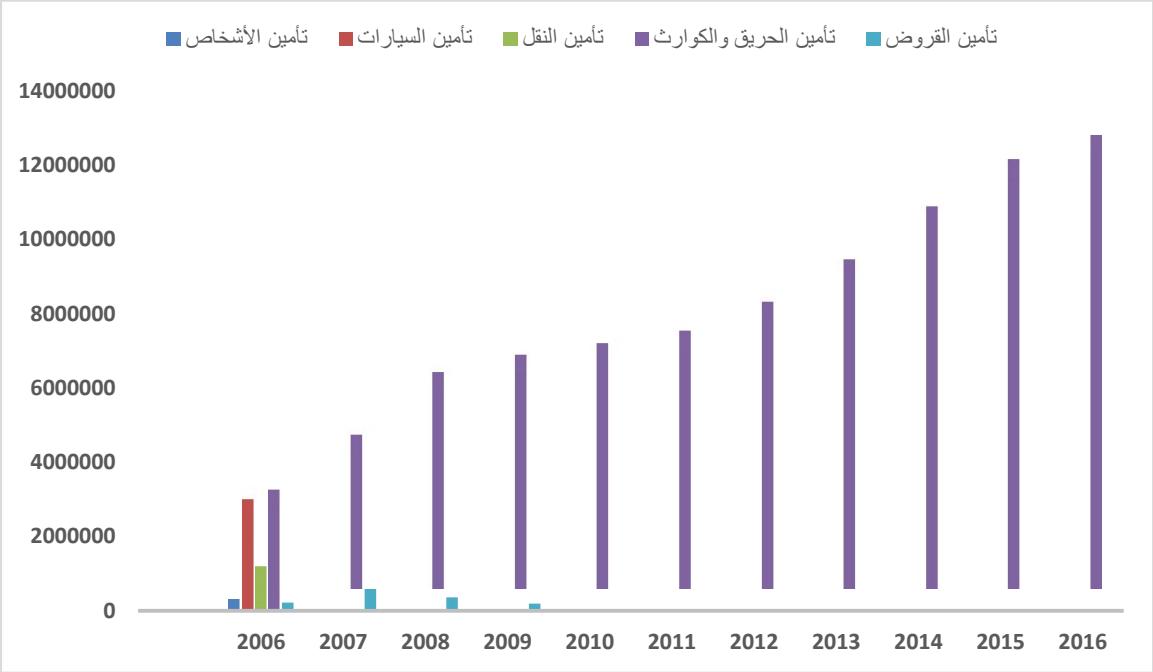
– **التأمين على السيارات:** نلاحظ من الجدول أعلاه، أن نسبته مرتفعة فهي تحتل المرتبة الثانية من إجمالي الإنتاج وذلك نظرا للإلزام القانوني لذلك بموجب الأمر 74/15 المؤرخ في 1974/01/30 المتعلق بالزامية التأمين على السيارات وبنظام التعويض عن الأضرار، والذي عدلة بالقانون رقم 88/31 المؤرخ في 1988/7/19. هذا الضمان ضروري، لكنه قد يكون غير كاف بالنظر إلى خطورة الحادث أو حجم الأضرار المترتبة عنه.

– **تأمين النقل:** حسب نتائج الجدول يعتبر التأمين على النقل من الخدمات المتوسطة التي تجلب الزبائن حيث قدرت نسبته بـ 10%.

– **تأمين الحرائق والكوارث:** هي الأكثر انتشارا نظرا لإقبال أصحاب الشركات والمصانع عليها، بالإضافة إلى بعض الخواص للتأمين على ممتلكاتهم.تم تحديد الزامية هذا التأمين بموجب المادة الأولى من الأمر رقم 03-12 المؤرخ في 26 أوت 2003، المتعلق بإلزامية التأمين على الكوارث الطبيعية وبتعريض الضحايا.

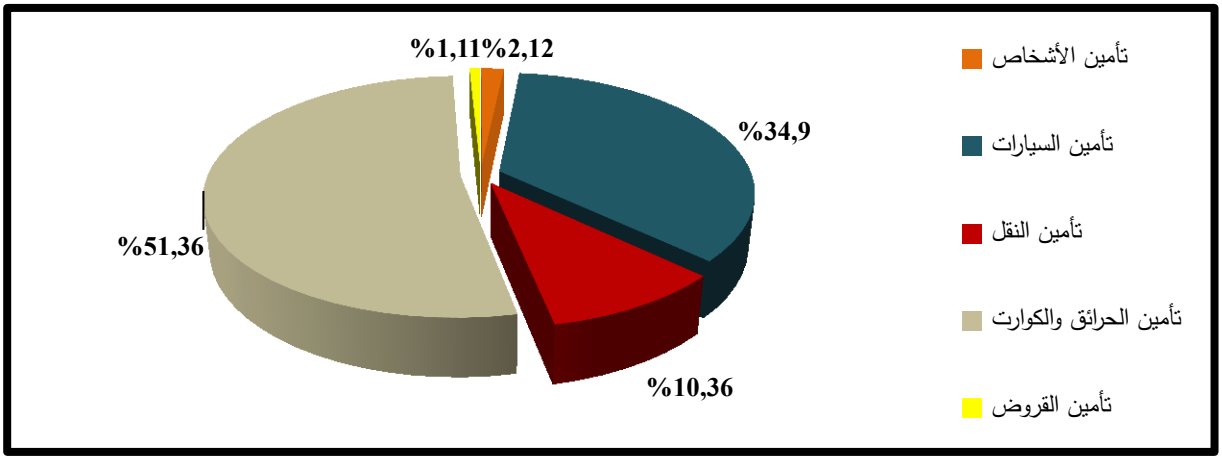
– **التأمين على القروض:** تمثل خدمة التأمين على القروض الأقل إنتاجية بنسبة 01% مقارنة مع الخدمات الأخرى المقدمة من طرف الشركة الجزائرية للتأمين الشامل، نظرا لوجود شركات تأمين مختصة في التأمين على القروض بالإضافة إلى شركات التأمين وهذا ما تعكسه نسب الجدول أعلاه. حيث أصبحت تعادل 00 بعد إلغاء القروض الاستهلاكية.

الشكل رقم 3-2: تطور الإنتاج للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006 – 2016



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 3-2.

الشكل رقم3-3: هيكل الإنتاج الإجمالي للسنوات 2006-2016 للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم3-2.

2.2.1. الاكتتاب وتسوية المطالبات:

أ. **الاكتتاب**: هو عملية اختيار وتبويب طالبي التأمين بموجب سياسة محددة تقرها شركة التأمين حسب غاياتها وأهدافها. تبدأ عملية الاكتتاب بوضع سياسة واضحة للاكتتاب تتماشى مع غايات شركة التأمين المعينة، قد تكون هذه السياسة لغاية الحصول على مجموعة كبيرة من الوثائق التي تدر ربحا منخفضا، إذ يتعين على شركة التأمين أن تحدد أنواع

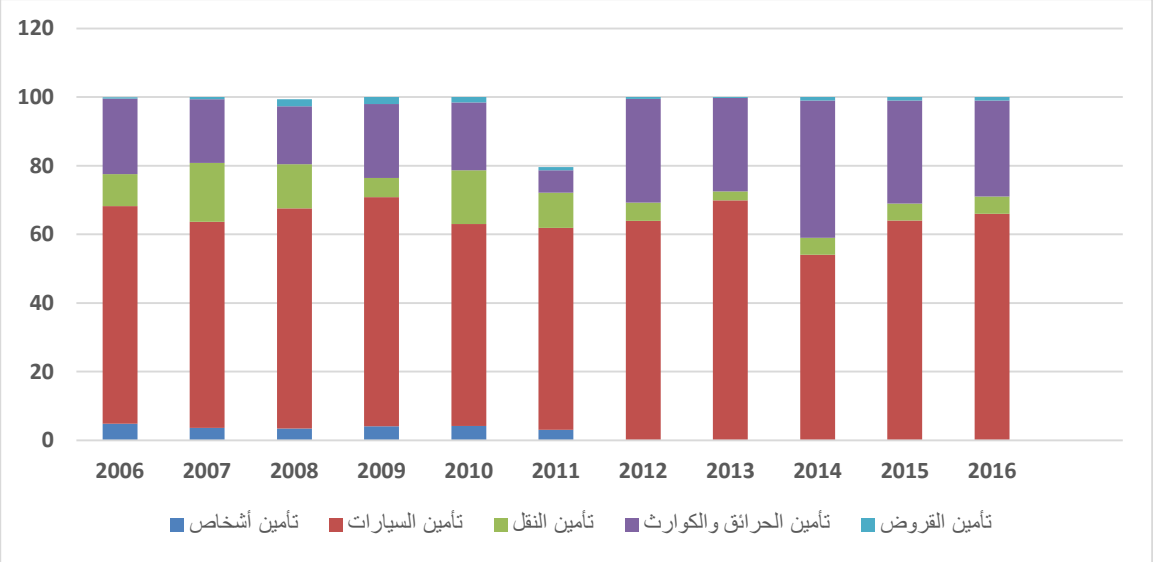
التأمين التي تقبلها والأنواع التي لا ترغب في قبولها، والتي تفضل بأن لا تقوم بتأمينها، ويقوم الاكتتاب على مجموعة من المبادئ الأساسية، والمتمثلة في[1]:

- اختيار طالبي التأمين بموجب معايير الاكتتاب التي تحددها شركة التأمين؛
- الحفاظ على التوازن بين الفئات المختلفة لكل نوع من أنواع التأمينات المختلفة؛
- تطبيق مبادئ العدل والإنصاف على جميع حملة الوثائق.

ب. **تسوية المطالبات:** يوجد في شركة تأمين دائرة متخصصة لتسوية المطالبات. تقوم هذه الدوائر بدراسة المطالبة حسب الأسس الموضوعية لهذه الغاية، وباختيار مسوي الخسائر المناسب وبإتباع الخطوات المختلفة عن عملية المطالبات، وتتمثل الأسس الرئيسة في تسوية المطالبات في[2]:

- التحقق من صحة المطالبة المقدمة؛
- الإنصاف والسرعة في تسديد المطالبة؛
- تقديم المساعدة إلى المؤمن له.

الشكل رقم 3-4: مطالبات السنوات 2006 – 2016 للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006 – 2016.

[1] زيد منير عبوي، (2006): المرجع سبق ذكره، ص 67.

[2] زيد منير عبوي، المرجع نفسه، ص 67.

3.2.1.إعادة التأمين: إن إعادة التأمين هو تحويل كامل قيمة التأمين الذي تكتتبه شركة التأمين في بادئ الأمر أو جزء من قيمة هذا التأمين إلى شركة تأمين أخرى. تبقى شركة التأمين هي المسؤولة عن التأمين أمام المؤمن له. كما أن عدم وفاء شركة التأمين بالتزاماتها اتجاه المؤمن له لا يعطيه الحق في مطالبة شركة إعادة التأمين بتعويضه. تلجأ شركات التأمين إلى القيام بعمليات إعادة التأمين بهدف[1]:

أ. الحماية؛

ب. التوازن والاستقرار؛

ت. زيادة الطاقة الاستيعابية؛

ث. توفير الحماية ضد الكوارث.

4.2.1.الاستثمار: بشكل عام، أموال حملة الوثائق هي التي تمثل الغالبية العظمى من موارد شركات التأمين، وبالتالي هي المصدر الأساسي لاستثمارات شركات التأمين. من وجهة نظر شركة التأمين الاستثمار عبارة عن تخصيص وتشغيل قدر من الموارد المتاحة للشركة بغرض تحقيق فوائد مستقبلا مع تقليل المخاطر الاستثمارية إلى أدنى حد ممكن، وتهدف شركات التأمين من وراء هذا المفهوم إلى ضمان الوفاء بمختلف التزاماتها الحقيقية اتجاه حملة الوثائق من ناحية، واتجاه ملاكها من ناحية أخرى.

إن استثمار أموال شركات التأمين يجب أن تقوم على ثلاث محاور أساسية، يجب مراعاتها كلها وتتمثل في: السيولة، الضمان والربحية.

أ. **السيولة:** يجب على شركة التأمين توزيع استثماراتها حسب طبيعة الالتزامات، إذا كانت التزامات دورية قصيرة الأجل مثلا فهي تتطلب ضرورة وجود سيولة أو أموال تحت الطلب كحسابات جارية أو ودائع قصيرة الأجل بالبنوك، بالإضافة إلى تخصيص جزء من الأموال في أصول سهلة التحويل دون تحمل خسائر تذكر.

ب. الضمان: تلتزم شركة التأمين باستثمار أموالها في أوعية مضمونة سواء كانت محددة بواسطة القانون أو بقرارات إدارية، ومن بين الأساليب التي يمكن أن تستخدمها شركات التأمين لزيادة الضمان هو سياسة التنويع في محفظة الأوراق المالية.

[1] زيد منير عبوي، (2006): المرجع سبق ذكره، ص 67.

ت. الربحية: تأتي الربحية لشركة التأمين كهدف في مرحلة تالية بعد التركيز بصفة أساسية على تحقيق أكبر قدر من السيولة والضمان، ولا يعني ذلك إغفال هدف الربحية، بل إنه ضروري لتدعيم مركز الشركة التنافسي في السوق وتغطية مختلف التوزيعات للمساهمين العاملين بها وغيرها.

يتوجب التمييز هنا بين الاستثمارات التي تقوم بها شركات التأمين المتخصصة في تأمينات الحياة وشركات التأمين المتخصصة في تأمينات الممتلكات والمسؤولية. إن تحديد وثائق التأمين على الحياة طويلة الأجل بطبيعتها، تشكل على شركة تأمين الحياة التزامات طويلة الأجل أيضا، لذلك تكون استثمارات شركات التأمين طويلة الأجل وتهدف بالدرجة الأولى إلى المحافظة على رأس المال المستثمر، ومن تم تحقيق الربح. أما استثمارات شركات التأمين المتخصصة في تأمينات الممتلكات والمسؤولية، فهي تراعي أمران مهمان هما:

- تحديد وثائق التأمين على الممتلكات والمسؤولية القصيرة الأجل، والتي لا تزيد عادة عن سنة واحدة. كما أن المطالبات المترتبة على هذه الوثائق يتم تسويتها بسرعة، لذلك فإن شركات التأمين من خلال استعمال الاستثمارات على الممتلكات والمسؤولية تكون قصيرة الأجل وتهدف إلى المحافظة على السيولة؛
- الدخل المتحقق من الاستثمارات مهم جدا من تعويض الخسائر التي قد تتكبدها شركات التأمين نتيجة سياسة الاكتتاب التي تتبعها، لذلك تقوم شركات التأمين المتخصصة في تأمينات الممتلكات والمسؤولية باستثمار رؤوس أموالها، والأموال المخصصة للاحتياطات المختلفة فيها من أجل تحقيق أرباح تعينها في الاستثمار في أعمالها عندما تسفر نتائج تلك الأعمال عن خسائر.

الجدول رقم3-3: الفوائض المالية القابلة للاستثمار لدى الشركة الجزائرية للتأمين الشامل للسنوات 2006 – 2016

الوحدة: 10^3 دج

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الفوائض المالية	8033973	10588134	12688163	13345477	14083234	14636538	15501883	18113889	20192356	21160080	22615696

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006 – 2016.

3.1. دور شركات التأمين في الاقتصاد الجزائري:

1.3.1.الدور الاقتصادي والاجتماعي لشركات التأمين: نشأ نظام التأمين أساسا لتلبية حاجة الأفراد لوسيلة تخفف عبء الخسارة المالية، التي تلحق بهم سواء في أشخاصهم أو ممتلكاتهم نتيجة لحدوث العديد من الأخطار التي تزخر بها الحياة. فائدة التأمين لا تقتصر على مجابهة الأخطار إنما تمتد لتشمل المصلحة العامة كتقوية الاقتصاد الوطني من خلال:

أ. تكوين رؤوس الأموال وتمويل المشاريع: تعتبر شركات التأمين وعاءا هاما من الأوعية الادخارية بسبب أقساط التأمين المتحصل عليها قبل أداء الخدمة، الشيء الذي يوفر مصادر التمويل التي يسعى إليها الأفراد والهيئات للحصول على القروض اللازمة لتنفيذ مختلف المشاريع ما ينعكس إيجابا على تنمية الاقتصاد.

ب. تشجيع القيام بالمشروعات الاقتصادية المختلفة: نظرا لأن نظام التأمين يقدم حماية فورية وبالقدر اللازم ضد الخسائر التي تترتب على تحقق الكثير من الأخطار التي يواجهها الأفراد والمشروعات، وعليه فإن وجود التأمين محفز للقيام بالمشروعات المختلفة، حيث لم يعد هناك مجال للتردد في إنشاء هذه المشروعات بسبب الخوف من ضياع الأموال المستثمرة فيها نتيجة لوقوع الأخطار المحتملة.

ت. زيادة الكفاية الإنتاجية: يؤدي التأمين إلى إزالة الخطر من حياة الأفراد مما يبعث الأمان والطمأنينة في نفوسهم بخصوص المستقبل، الأمر الذي يمكنهم من تركيز تفكيرهم وتسخير طاقاتهم في العمل، وابتكار الوسائل الكفيلة بزيادة الإنتاج وتحسين مستواه[1].

ث. تدعيم الائتمان: يقدم تأمين الائتمان خدمة جليلة للمقرضين والبائعين بالتقسيط، وذلك من خلال ضمان حصولهم على مستحقاتهم كاملة في حالة وفاة المدين أو المشتري عن طريق مبالغ التأمين[2]، ولا شك أن تأمين الائتمان يقدم خدمة جليلة لكل من الدائن والمدين على حد سواء.

ج. تحسين ميزان المدفوعات: يعتبر التأمين مصدرا لاستقطاب العملة الصعبة، بخلق مجال للمعاملات التجارية والمالية مع الخارج من خلال دفع الأقساط، تعويض المتضررين، حركة رؤوس الأموال وعقود إعادة التأمين مع شركات أجنبية[3].

ح. مكافحة التضخم: إن جمع الأقساط من المؤمنين يؤدي إلى امتصاص السيولة من الاقتصاد ما يعمل على خفض معدلات التضخم.

---

[1] عيد أحمد أبو بكر ووليد اسماعيل السيفو، (2009):المرجع سبق ذكره، ص 114.

[2] عيد أحمد أبو بكر ووليد اسماعيل السيفو، المرجع نفسه، ص 116.

[3] شقيري نوري موسى وآخرون (2009): المؤسسات المالية المحلية والدولية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة: عمان، الأردن، ص 226.

خ. **خلق فرص العمل:** تمثل شركات التأمين أحد القطاعات الاقتصادية الهامة التي تستوعب عدد كبير من الأيدي العاملة[1]، وبالتالي التقليل من البطالة.

2.3.1.أثر قطاع التأمينات على النمو الاقتصادي في الجزائر: تلعب الشركات التأمينية دور أساسي في الوساطة المالية، وحضورها على مستوى الأسواق العالمية للأموال ارتفع بقوة انطلاقا من سنوات 80 و90، وبالتالي تطوير سوق التأمينات له أثر كبير على النمو الاقتصادي.

الجدول رقم 3-4: نسبة مساهمة قطاع التأمين في النمو الاقتصادي في الجزائر خلال السنوات 2006 – 2016

الوحدة: 10^9دج و%

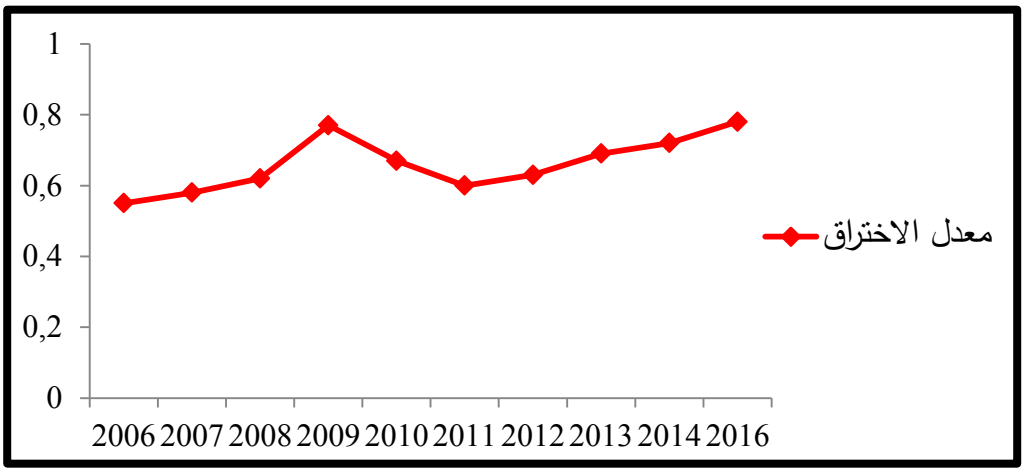
البيـــان	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الناتج المحلي الخام	8 460	9 306	11 043	10 034	12 049	14 519	15 843	16 569	17 731	16 592	/
رقم أعمال شركات التأمين	46,542	52,732	67,630	76,509	80,715	87,010	98,754	113,961	127,505	129,118	/
معدل الاختراق	**0,55**	**0,57**	**0,61**	**0,76**	**0,67**	**0,60**	**0,62**	**0,69**	**0.72**	**0.79**	/

المصدر: التقارير السنوية للمجلس الوطني للتأمينات للسنوات 2006 – 2016.

يوضح الجدول اعلاه نسبة مساهمة قطاع التأمين في النمو الاقتصادي في الجزائر خلال السنوات 2006 – 2016. والتي تبين من خلالها أن نسبة الاختراق لقطاع التأمين في النمو الاقتصادي الجزائري تراوحت بين 0,55% و0,79% كحد أقصى خلال السنوات 2006 – 2016، وبالتالي تأثير القطاع التأميني الجزائري على النمو الاقتصادي ضعيف جدا، وبالتالي يتضح منه أن القطاع التأميني في الجزائر لا يساهم بشكل كبير في النمو الاقتصادي وذلك راجع أساسا إلى اعتماد الاقتصاد الجزائري بصورة جوهرية على عوائد قطاع المحروقات. بالإضافة إلى افتقار المجتمع الجزائري للثقافة التأمينية، إلا على ما يوجب عليه القانون.

[1] عبد الوهاب يوسف أحمد، (2008): التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 198.

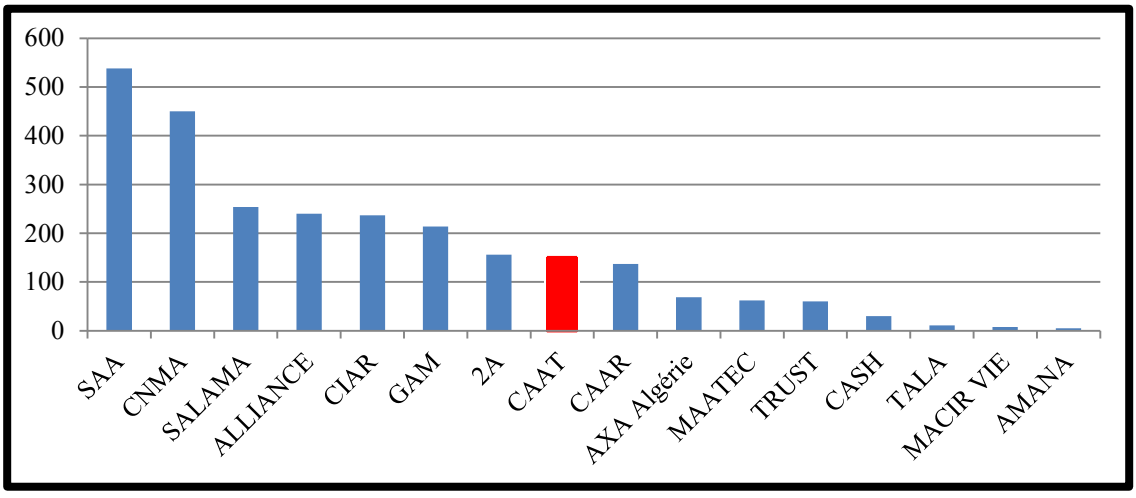
الشكل رقم 3 – 5: تطور نسبة مساهمة قطاع التأمين في النمو الاقتصادي خلال السنوات 2006 – 2016



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 3-4.

3.3.1. موقع الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT في سوق التأمين الجزائري: تمثل الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAATاحدى المؤسسات الكبرى في قطاع التأمينات الجزائري. من خلال الحصة السوقية التي تستحوذ عليها من جهة، والعوائد التي تحققها من جهة أخرى. وعدد الوكالات التابعة للشركة الجزائرية للتأمين الشامل عبر التراب الوطني يعكس جزء بسيط مما سبق ذكره.

الشكل رقم 3 – 6: توزيع شركات التأمين في الجزائر حسب عدد وكالاتها للسنة 2015



المصدر: تقارير المجلس الوطني للتأمينات لسنة 2015.

الجدول رقم 3-5: تقسيم الخدمات التأمينية حسب طبيعة الشركة للسنوات 2006 – 2015

الوحدة: 10^3دج

السنوات	التأمينات	شركات عمومية	شركات خاصة	شركات مختلطة	المجموع
2006	السيارات	16541357	4543819	-	21085176
	الحريق والكوارث	9514730	8128902	-	17643632
	النقل	2826905	1398574	-	4225479
	الفلاحي	517103	87141	-	604244
	الأشخاص	1980653	744999	-	2725652
	القروض	228235	29138	-	257373
	المجموع	31608983	14932573	-	46541556
2007	السيارات	18684647	5276028	-	23960675
	الحريق والكوارث	11144737	7952323	-	19097060
	النقل	3054284	1973837	-	5028121
	الفلاحي	489186	55299	-	544485
	الأشخاص	2550707	844375	-	3395082
	القروض	561649	145323	-	706972
	المجموع	36485210	16247185	-	52732395
2008	السيارات	21353006	5494380	-	32341766
	الحريق والكوارث	22678910	2203088	-	24881998
	النقل	4803467	637162	-	5440629
	الفلاحي	686709	34082	-	720791
	الأشخاص	4084719	661565	-	4746284
	القروض	751335	19916	-	771251
	المجموع	54358146	13271663	-	67629809
2009	السيارات	24710329	10374523	-	35084852
	الحريق والكوارث	24058733	4152878	-	28211611

	النقل	5222528	977854	–	6200382
	الفلاحي	736930	48156	–	785086
	الأشخاص	3679263	1873962	–	5553225
	القروض	530384	143206	–	673590
	المجموع	58938167	17570579	–	76508746
2010	السيارات	27531897	12497145	–	40029042
	الحريق والكوارث	21626672	4797128	–	26425800
	النقل	5113604	872855	–	5986459
	الفلاحي	808562	33440	–	842002
	الأشخاص	4825261	2185705	–	7010966
	القروض	418127	4535	–	422662
	المجموع	60324123	20390808	–	80714931
2011	السيارات	29962279	13436937	–	43399216
	الحريق والكوارث	23664885	5017896	–	28682781
	النقل	4740479	905669	–	5646148
	الفلاحي	1588758	37444	–	1626202
	الأشخاص	4810282	2369244	–	7179526
	القروض	474169	1877	–	476046
	المجموع	65240852	21769067	–	87009919
2012	السيارات	35995561	16161342	101856	52258759
	الحريق والكوارث	25648528	5751276	260229	31660033
	النقل	4375177	892542	8278	5275997
	الفلاحي	2180227	60938	0	2241165
	الأشخاص	4419745	2276838	–	6696583
	القروض	619062	2401	0	621463
	المجموع	73238300	25145337	370363	98754000

2013	السيارات	42983783	17673875	652602	61310260
	الحريق والكوارث	28199016	6769668	455665	35424349
	النقل	4248285	1124253	103108	5475646
	الفلاحي	2684362	108314	0	2792676
	الأشخاص	5302526	2731589	-	8034115
	القروض	922531	1608	0	924139
	المجموع	84340503	28409307	1211375	113961185
2014	السيارات	/	/	/	64391000
	الحريق والكوارث	/	/	/	41834000
	النقل	/	/	/	6497000
	الفلاحي	/	/	/	3269000
	الأشخاص	/	/	/	8619000
	القروض	/	/	/	1017000
	المجموع	/	/	/	125627000
2015	السيارات	/	/	/	66202000
	الحريق والكوارث	/	/	/	41949000
	النقل	/	/	/	5745000
	الفلاحي	/	/	/	3757000
	الأشخاص	/	/	/	8976000
	القروض	/	/	/	1149000
	المجموع	/	/	/	127778000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للمجلس الوطني للتأمينات للسنوات 2006 – 2015.

يبين الجدول أعلاه إنتاج القطاع التأميني حسب طبيعة الشركات خلال السنوات 2006 – 2015،الذي يبين مساهمات الشركات العمومية والخاصة في قطاع التأمينات خلال السنوات 2006 – 2015، من خلال معطيات المجلس الوطني للتأمينات يتبين أن سوق التأمينات الشركات العمومية (SAA, CAAR, CAAT, CNMA...)

تستحوذ على مخضم السوق التأميني في الجزائر والتي تمتلك أكثر من 60% من حصة السوق ,هذا الهيكل يفسره خاصة فرع التأمين على الحريق والكوارث من خلال مساهمة CACH عن طريق عقد سوناطراك.

الجدول رقم 3-6: الحصة السوقية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال سنوات 2006 – 2016

الوحدة:10^3دج و%

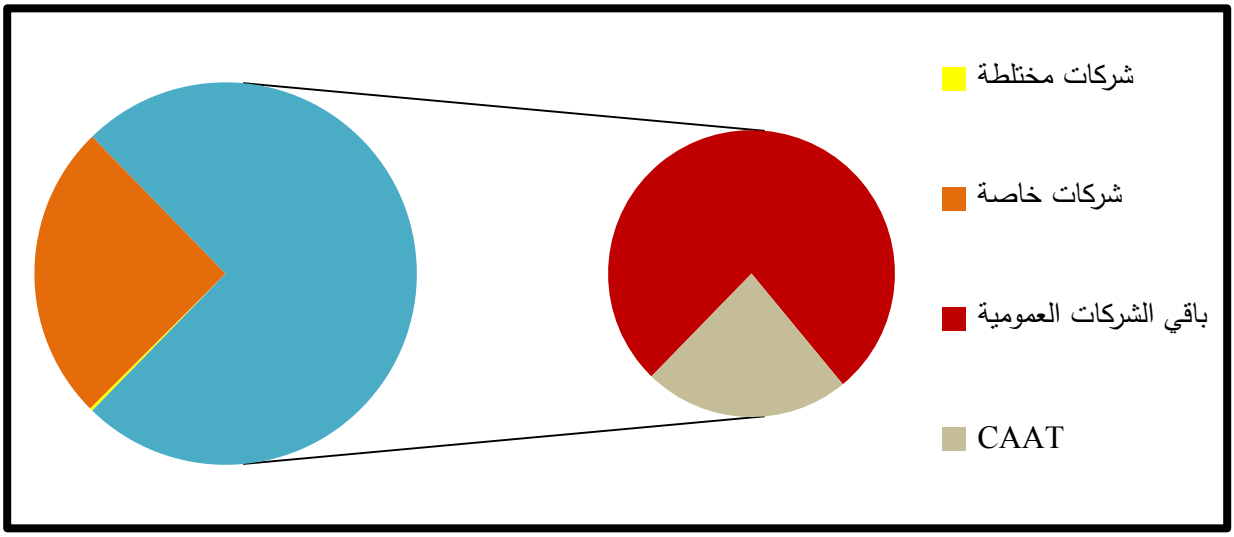
السنوات	إنتاج السوق التأميني	إنتاج الشركة الجزائرية للتأمين الشامل	نسبة إنتاج الشركة الجزائرية للتأمين الشامل من إجمالي السوق
2006	46 541 556	8 033 973	17,26
2007	52 732 395	10 588 134	20,08
2008	67 629 809	12 688 163	18,76
2009	76 508 746	13 345 477	17,44
2010	80 714 931	14 083 234	17,45
2011	87 009 919	14 636 538	16,82
2012	98 754 000	15 501 883	15,7
2013	113 961 185	18 113 889	15,89
2014	125 627 000	201 923 56	16.56
2015	127 778 000	211 600 80	16.07
2016	/	226 156 96	/
المجموع	**877 257 541**	**170 959 423**	**-**

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير المجلس الوطني للتأمينات والتقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل للسنوات 2006 – 2016.

يبين الجدول أعلاه الحصة السوقية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل خلال الفترة 2006 – 2015، نلاحظ أن للشركة الجزائرية للتأمين الشامل تأثير على سوق التأمينات الجزائري وذلك من خلال ما تعكسه أرقام الجدول أعلاه الذي يبين لنا الحصة السوقية التي تستحوذ عليها الشركة مقارنة مع نظيراتها في القطاع، ففي غالب الأحيان كانت نسبة الإنتاج للشركة الجزائرية للتأمين الشامل تتراوح ما بين 16% خلال سنوات 2012، 2013 و 20% التي تم تسجيلها في سنة

2007. في المتوسط تملك الشركة الجزائرية للتأمين الشامل ما يقارب 17% من حصة السوق التأميني الجزائري وهي نسبة جد معتبرة في سوق يحوي على أكثر من 15 شركة تأمين.

الشكل رقم 3–7: الحصة السوقية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل في سوق التأمينات الجزائري



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير الثلاثية للمجلس الوطني للتأمينات للسنوات 2006 – 2016.

4.3.1. المخاطر التي تتعرض لها شركات التأمين: إن التعويضات التي تدفعها شركات التأمين للمستفيدين لا تعتبر نوعا من المخاطر، ذلك أن دفعات التعويض هي في إعادة التكاليف المبرمجة أي يمكن توقعها بدرجة عالية من الدقة[1]، أما المخاطر الحقيقية التي تواجه شركات التأمين فهي كمايلي[2]:

أ. **زيادة حجم التعويضات عما هو متوقع:** ويحدث نتيجة لارتفاع كبير في معدل التضخم مما يؤدي إلى الارتفاع في قيمة التعويضات نتيجة حدوث كوارث معينة كذلك يكون سبب خطأ في تقدير الحجم الحقيقي والفعلي للأخطار، وبالتالي خطأ في تقدير قيمة التعويضات.

ب. **انخفاض قيمة المبيعات:** في بعض الأحيان وبسبب فترات الكساد لا يستطيع المؤمنون لهم تسديد الأقساط كذلك يمكن أن يتراجع بعض العملاء المحتملين عن خططهم بشأن شراء وثائق التأمين.

ت. **انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات:** حيث أنه في فترات التضخم ترتفع معدلات الفوائد وتنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية ذات العائد الثابت مثل الأسهم الممتازة والسندات وحتى الأسهم العادية، فإن العائد المتولد عنها قد ينخفض مع مواجهة التضخم مما يترتب عنه انخفاض في قيمتها السوقية.

---

[1] منير ابراهيم هندي وآخرون، (1997): الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الاشعاع، الاسكندرية، مصر، ص 125.

[2] نهال فريد مصطفى وأخرون، (2007): الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص ص 278-279.

ث. **مخاطر تطوير المنتجات:** والتي تتعلق بإدخال منتج تأميني جديد أو بالتغيرات الحاصلة على منتجات تأمينية حالية بهدف إرضاء العملاء، وتنتج هذه المخاطر بسبب العوامل التالية:

- ضعف الوعي التأميني لدى الجمهور؛
- خطأ بالتسعير وارتفاع المعلومات؛
- طريقة البيع والتسويق؛
- ضعف في أهلية فريق التسويق.

ج. **مخاطر سيولة:** وتتمثل في عدم قدرة الشركة على دفع التزاماتها بشكل فوري، والتعثر في سداد المطالبات وكذلك عدم تسديد الأطراف المدينة لالتزاماتها اتجاه الشركة في الوقت المحدد أو المتوقع ومن بين العوامل المسببة لذلك ما يلي:

- مطالبات تفوق السيولة المتوفرة؛
- عدم سداد العملاء لالتزاماتها اتجاه الشركة؛
- مخاطر أسعار الصرف؛
- تسييل الأصول بسعر أقل من سعر التكلفة.

الشكل رقم 3-8: أنواع المخاطر التي تواجه شركات التأمين حسب لجنة بازل

المصدر: أيمن زيد والطاهر العمودي، (2015)، المصدر سبق ذكره، ص 178.

2.تقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT

1.2. مكونات محفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT:

1.1.2. اسهامات الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT لدى شركات أخرى:

للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT مساهمات في رأس مال شركات أخرى؛ وهي عبارة عن شركات لها علاقة بمجال التأمين؛ سواء كانت شركات تقارير الخبرة، إعادة التأمين، شركات تأمين الصادرات.....الخ.

الجدول رقم 3-7: اسهامات الشركة الجزائرية للتأمين الشامل في الشركات التابعة خلال السنوات 2006 – 2016

الوحدة: 10^3دج

السنوات / الشركات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CAGEX	45000	45000	45000	45000	200000	200000	200000	200000	200000	200000	200000
AMNAL	6250	35000	35000	35000	35000	35000	35000	35000	46000	52000	52000
EXAL	6000	6000	15340	15340	15340	15340	15340	15340	127980	127980	127800
SRH	100000	130000	130000	130000	130000	130000	130000	130000	130000	130000	130000
SIH	451000	451000	451000	451000	557000	696000	730000	764000	764000	764000	1284000
SGCI	15000	9650	9650	9650	41800	41800	41800	41800	41800	41800	41800
IAHEF	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	3344	3344	3344	3344
ALFA	4290	4290	4290	4290	4290	16500	16500	16500	16500	16500	16500
VERITAL	1040	1040	1040	1360	1360	1360	1360	1360	1360	1360	27200
AFRICA-RE	86213	86212	86212	86212	426235	449812	454487	459162	47217	506962	538967
(*)CNEP-IMMO	–	108592	108592	108593	110000	110000	185000	260000	260000	260000	260000
MED-RE	–	–	700951	–	–	–	–	–	–	–	–
(**)TALA	–	–	–	–	550000	550000	550000	550000	550000	550000	–
EHEA	–	–	–	–	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
BUA	–	–	–	–	–	–	–	1000	1000	1000	1000
المجموع	715993	877984	1588275	887645	2074225	2249012	2362687	2479506	2191201	2656946	2684611

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006 – 2016.

(*) تم استبدال اسم الشركة CNEP-IMMO إلى ASSUR-IMMO ابتداءا من سنة 2009.

(**) تم استبدال اسم الشركة TALA إلى LIFE ALGERIE ابتداءا من سنة 2013.

يبين الجدول أعلاه اسهامات الشركة الجزائرية للتأمين الشامل في رأس مال شركات أخرى خلال الفترة 2006 –2016، والمتمثلة في:

CAGEX: شركة تأمين مختصة في خدمة تأمينات القروض تم نشأتها في 10 جانفي 1996، برأسمال اجتماعي يقدر بـ 2000000000 دج. تساهم الشركة الجزائرية للتأمين الشامل بما يعادل 10% من رأسمالها.

AMNAL: شركة مختصة في الأمن في مجال خدمة المؤسسات المالية، يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 416000000 دج، تساهم الشركة الجزائرية للتأمين الشامل بنسبة 8,41% فيه.

EXAL: تتمثل في شركة خبرة نشأت في 1997 برأسمال اجتماعي يقدر بـ 60000000 دج، تساهم الشركة الجزائرية للتأمين الشامل فيه بنسبة 25,57%.

SRH: عبارة عن مؤسسة مالية مختصة في الرهن تمت نشأتها في 27 نوفمبر 1997، يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 4165000000 دج تساهم الشركة الجزائرية للتأمين الشامل بنسبة 3,12%.

SIH:عبارة عن شركة استثمارات فندقية تمت نشأتها في28 أفريل 1997، برأسمال اجتماعي يقدر بـ 12842000000دج. تساهم الشركة الجزائرية للتأمين الشامل بما يعادل 4,34% من رأسمالها.

SGCI: مؤسسة اقتصادية عمومية، شركة ذات أسهم مختصة في التأمين على القروض تم انشائها في 5 نوفمبر 1997، برأسمال اجنماعي يقدر بـ2 000 000 000 دج. تساهم بها الشركة الجزائرية للتأمين بـ 836 سهم أي ما يعادل 2,09% من رأسمالها.

IAHEF: يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 30000000 دج، تساهم الشركة الجزائرية للتأمين فيه بنسبة 4%.

ALFA: يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 13000000 دج، تساهم الشركة الجزائرية للتأمين فيه بنسبة 33%.

VERITAL: يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 8000000 دج، تساهم الشركة الجزائرية للتأمين فيه بنسبة 17%.

AFRICA–RE: شركة تأمين مغربية يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 1556260000 دج، تساهم الشركة الجزائرية للتأمين الشامل بـ 2,93% من رأسمالها.

CNEP–IMMO: يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 330000000 دج، تساهم الشركة الجزائرية للتأمين فيه بنسبة 33,33%.

Taamine life algerie: شركة تأمين مختصة في تأمين الأشخاص تم إنشائها في 17 أفريل 2011.

EHEA: تتمثل في المدرسة العليا للتأمين يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 28000000 دج، تساهم الشركة الجزائرية للتأمين فيه بما يقارب 7,14%.

2.1.2. المحفظة الاستثمارية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT:تعتبر الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT دائنة هيكليا، مما يجعلها من الشركات التي تحوي فائض مالي قابل للاستثمار. ما ساعدها على تشكيل محفظة استثمارية مكونة من عدة أصول مختلفة:

أ. **أذونات الخزينة**: يرمز لها بـ VE وهي توظيف الأموال في قيم حكومية تتسم بأنها خالية من الخطر لكنها غير موظفة بالبورصة؛

ب. **ودائع لأجل**: والتي رمزنا لها بـ DAT؛

ت. **أسهم وسندات**: يرمز لها بـ A/O والمتمثلة في أسهم كل من مجمع صيدال وفنادق الأوراسي؛

ث. **العقارات**: رمزنا لها بـ IDRتتمثل في مباني تقوم الشركة الجزائرية للتأمين بتأجيرها وتحصيل المداخيل منها؛

ج. **المساهمات في الشركات التابعة**: والتي رمزنا لها بـ PAR، وهي عبارة عن مساهمات وتوظيفات مالية قامت بها الشركة الجزائرية للتأمين الشامل في رأس مال شركات أخرى والتي سبق توضيحها في الجدول رقم 3 – 7.

الجدول رقم3–8: أصول المحفظة الاستثمارية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال الفترة 2006 – 2016

الوحدة:10^3دج

الأوراق المالية	VE		DAT		A/O		IDR		PAR		المجموع	
السنوات	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب
2006	7789000	79	502466	5	445802	5	413644	4	715993	7	9866905	100
2007	9060000	75	512000	4	786000	7	782274	7	877984	7	12018258	100
2008	7894000	57	2390341	17	1257600	9	756540	6	1588275	11	13886756	100
2009	10175000	65	2390341	15	1412142	9	728121	5	887645	6	15593249	100
2010	12579000	60	4207000	20	1257600	6	898326	4	2074225	10	21016151	100
2011	14093900	63	4071900	19	926931	4	942000	4	2249012	10	22283743	100
2012	15892000	52	5243000	17	6279000	20	0	0	3262687	11	30676687	100
2013	18050000	56	6193000	19	5389000	17	0	0	2479506	8	32111506	100
2014	20579127	77	2324688	9	941734	4	0	0	2656947	10	26502496	100
2015	23673463	81	1766769	6	941734	3	0	0	2672210	9	29054176	100
2016	25062950	84	190028	1	1045034	4	0	0	3234791	11	29532803	100
المجموع	164848440	–	29791533	–	2068257	–	452090 5	–	2269927 5	–	242542730	100
المتوسط	14986222	68	2708321	12	1880234	8	410991	2 ,72	2063570	9	–	–

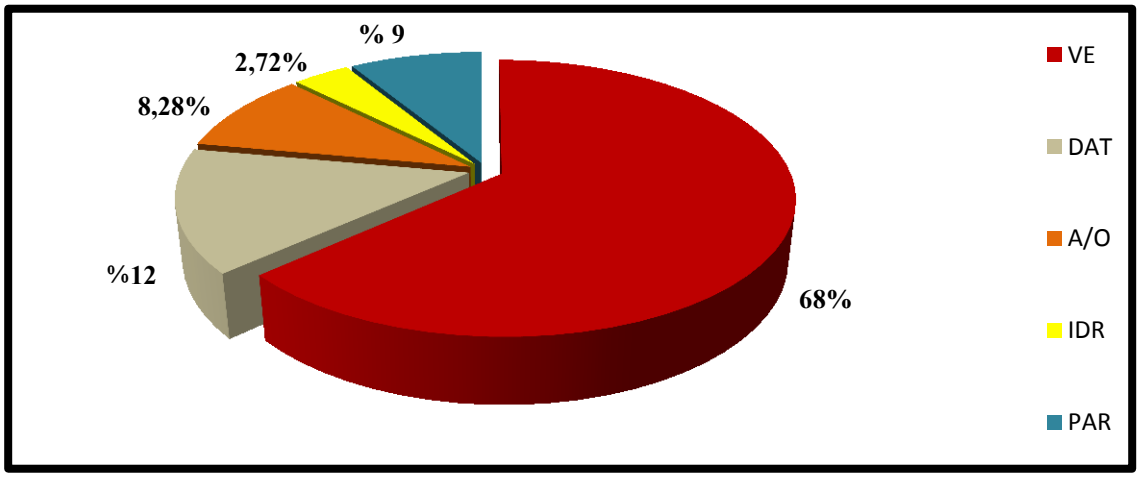
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشاملCAAT للسنوات 2006-2016.

يبين الجدول أعلاه التوظيفات المالية التي قامت بها الشركة الجزائرية للتأمين الشامل، نلاحظ من خلاله تطور المبلغ المالي المخصص لكل مجال من مجالات التوظيف الذي يشمل أربع مجالات، القيم الحكومية، الودائع لأجل، أسهم/سندات والعقارات خلال الفترة 2006 – 2016. نلاحظ أن الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT تعتمد أساسا في

استثماراتها على أصول مالية خالية من الخطر، فبالدرجة الأولى نجد أكبر نسبة استثمار للشركة كانت في أذونات الخزينة بنسبة68% من إجمالي الاستثمارات. هذا راجع إلى أن هذا النوع من الأصول المالية هو الأكثر أمانا والأقل خطورة من غيره؛ كذلك بالقرار رقم 01 المؤرخ في 07 جانفي 2002 المعدل والمتمم للقرار رقم 007 المؤرخ في 02 أكتوبر 1996 المحدد للنسب الدنيا الواجب تخصيصها لكل نوع من التوظيفات التي تقوم بها شركات التأمين وإعادة التأمين، والذي ينص على تخصيص 50% على الأقل لقيم الدولة نصفها متوسطة وطويلة الأجل[1]. تليه فيما بعد استثمارات على شكل ودائع لأجل والتي تسجل نسبة12% من إجمالي الاستثمارات. تفسر الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAATهذه النسبة على أنها استثمارات مالية خطرة نسبيا نظرا لطبيعة الموارد المالية قصيرة الأجل التي عادة ما تكون خطرة. كذلك ترجع ضعف هذه النسبة مقارنة مع الأولى إلى نشاطها الذي يتطلب تواجد سيولة بأسرع وقت ممكنة في حالة تعويض المؤمن لهم.

لم يقتصر استثمار الشركة الجزائرية للتأمين الشامل على الأصول الخالية من الخطر فحسب.ب ل قامت بالاتجاه نحو الأوراق المالية الخطرة بنسبة لا تتجاوز 20% من إجمالي استثمارات الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT. تمثل 10% منها سندات بالإضافة إلى أسهم كل من مجمع صيدال وفنادق الأوراسي. أما 9% الأخرى فهي على شكل مساهمات في رأسمال الشركات التابعة.

الشكل رقم 3-9: هيكل الاستثمار لدى الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 3 –8.

[1] القرار رقم 01 المؤرخ في 07 جانفي 2002 المعدل والمتمم للقرار رقم 007 المؤرخ 02 أكتوبر 1996 المحدد للنسب الدنيا الواجب تخصيصها لكل نوع من التوظيفات التي تقوم بها شركات التأمين وإعادة التأمين.

عند تفحص مكونات المحفظة نلاحظ كذلك استثمارات حقيقية والمتمثلة في عقارات بما يعادل نسبة3% من إجمالي استثمارات محفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT والذي يعتبر من أحسن وأجود الاستثمارات الحقيقية طويلة الأجل وهذا من حيث العائد والخطر.

3.1.2. محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT:

في إطار الدراسة التي نحن في صدد القيام بها، نعتمد أساسا على محفظة تتكون من الأوراق المالية فقط, وبالتالي وجب إعادة صياغة مكونات محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل، نظرا لاحتوائها على أصول حقيقية متمثلة في العقارات. وبالتالي أصبح هناك 3 أصول أساسية كما هو مبين في الجدول أسفله:

الجدول رقم3-9: أصول محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل خلال الفترة 2006 – 2016

الوحدة:10^3دج و%

الأوراق المالية	VE		DAT		PAR+ A/O		المجموع	
السنوات	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب
2006	7789000	82	502466	5	1161795	12	9453261	100
2007	9060000	81	512000	4	1663984	15	11235984	100
2008	7894000	60	2390341	18	2845875	22	13130216	100
2009	10175000	68	2390341	16	2299787	15	14865128	100
2010	12579000	62	4207000	21	3331825	17	20117825	100
2011	14093900	66	4071900	19	3175943	15	21341743	100
2012	15892000	52	5243000	17	9541687	31	30676687	100
2013	18050000	56	6193000	19	7868506	25	32111506	100
2014	20579127	78	2324688	9	3598681	14	26502496	100
2015	23673463	81	1766769	6	3613944	12	29054176	100
2016	25062950	85	190028	1	4279825	14	29532803	100
المجموع	164848440	-	29791533	135	43381852	194	238021825	100
المتوسط	14986222	70	2708321	12	3943805	18	21638348	100

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006-2016.

يبين الجدول أعلاه مكونات محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل، نلاحظ أن نتائج الجدول رقم 3-9 لم تختلف كثيرا عن نتائج الجدول رقم3-8 من حيث الوزن الترجيحي لكل أصل من الأصول المكونة للمحفظة. فبالنسبة لأذونات الخزينة تبقى هي الأكثر استحوادا على المحفظة بنسبة 70% من إجمالي المحفظة، لتليها السندات والأسهم بنسبة 18% التي نفسرها بضم كل من قيمة السندات والأسهم مع قيمة المساهمات في الشركات الأخرى كونها ستكون هذه الأخيرة إما على شكل أسهم أو سندات. وأخيرا الودائع لأجل بنسبة 12% من إجمالي قيم المحفظة.

2.2. مؤشر شارب لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT:

1.2.2.عائد أصول محفظة الأوراق المالية الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT: بالاعتماد على التصنيف الجديد للأوراق المالية المكونة لمحفظة الشركة الجزائرية التأمين الشاملCAAT، قمنا بوضع النواتج الموافقة لها في الجدول التالي:

الجدول رقم3-10: نواتج أصول محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل للفترة 2006 – 2016

الوحدة:10^3دج

الأوراق المالية	VE	DAT	PAR + A/O				المجموع
السنوات			I	D	PAR	المجموع	
2006	300230	20611	14258	767	9229	**24254**	345095
2007	361562	16627	26943	869	11317	**39129**	417318
2008	315371	27477	40306	4598	20468	**65372**	408220
2009	327576	60597	47952	12524	11441	**71917**	460090
2010	328176	86618	49138	1094	7961	**58193**	472987
2011	347434	112106	54150	660	8174	**62984**	522524
2012	306935	124502	40317	474	87284	**128075**	559512
2013	333629	142203	31438	542	55976	**87956**	563788
2014	457852	87931	36879	623	19902	**57404**	603187
2015	681751	39871	43658	744	31693	**76095**	797717
2016	676360	28800	58936	11634	91660	**162230**	867390
المجموع	4436876	747343	443975	34529	355105	**833609**	6017828
المتوسط	403352,3	67940,2	/	/	/	**75782,6**	547075,2

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006-2016.

من النتائج المعروضة في الجدول رقم3-10 نلاحظ أن أكبر القيم تتمثل في عوائد أذونات الخزينة (VE)وذلك راجع إلى المبالغ الطائلة التي تم استثمارها عليها، لتليها فيما بعد عوائد الودائع بأجل (DAT) والتي تفوق قيمتها عوائد: السندات (I)،الأسهم (D)ومساهمات في شركات التابعة(PAR)معا، وذلك بالرغم من امتلاك السندات والأسهم ما يعادل 18% من إجمالي المحفظة مقارنة بـ 12% فقط الخاصة بالودائع لأجل.

الجدول رقم3-11: عوائد الاستثمارات المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل للفترة 2006 – 2016

الوحدة:10^3دج و%

الأوراق المالية	VE			DAT			PAR + A/O		
السنوات	المبالغ	العوائد	%	المبالغ	العوائد	%	المبالغ	العوائد	%
2006	7789000	300230	**3,85**	502466	20611	**4,1**	1161795	24254	**2,09**
2007	9060000	361562	**3,99**	512000	16627	**3,25**	1663984	39129	**2,35**
2008	7894000	315371	**3,99**	2390341	27477	**1,15**	2845875	65372	**2,3**
2009	10175000	327576	**2,6**	2390341	60597	**2,53**	2299787	71917	**3,13**
2010	12579000	328176	**2,61**	4207000	86618	**2,05**	3331825	58193	**1,75**
2011	14093900	347434	**2,46**	4071900	112106	**2,75**	3175943	62984	**1,98**
2012	15892000	306935	**1,93**	5243000	124502	**2,37**	9541687	128075	**1,34**
2013	18050000	333629	**1,85**	6193000	142203	**2,3**	7868506	87956	**1,12**
2014	20579127	457852	**2,22**	2324688	87931	**3,78**	3598681	57404	**1,59**
2015	23673463	681751	**2,87**	1766769	39871	**2,25**	3613944	76095	**2,10**
2016	25062950	676360	**2,69**	190028	28800	**15,1**	4279825	162230	**3,79**
المتوسط	14986222	403352,3	**2,82**	2708321,1	67940,2	**3,78**	3943804,7	75782,63	**2,14**

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006-2016.

يبين الجدول أعلاه نسبة العوائد التي تحصلها محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل خلال السنوات 2006 – 2016، حيث نلاحظ تقارب نسبة العوائد المتحصل عليها فمتوسط العائد المحقق من طرف أذونات الخزينة قدر

بـ 2,82% ، ومتوسط عائد الودائع لأجل بـ 3,78% أما متوسط الأسهم والسندات فقدر بـ 2,14%. وبالتالي فالنسب متقارب فيما بينها والاختلاف يكمن في كمية المبلغ الذي يتم توظيفه على أي نوع من الأنواع.

حسب ما تم التطرق له في الفصول السابقة تصاغ معادلة العائد التاريخي كالتالي:

$$R_P = (W_1R_1) + (W_2R_2) + \cdots + (W_nR_n)$$

بامتلاك الشركة الجزائرية للتأمين الشامل 3 أصول مالية تصبح صيغة معادلة العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل كمايلي:

$$R_P = (W_1R_1) + (W_2R_2) + (W_3R_3)$$

من الجدول رقم3-11 يمكن حساب العائد التاريخي لمحفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT للسنوات 2006 – 2016:

$$R_P = (0,70)(2,82) + (0,12)(3,78) + (0,18)(2,14)$$

$$R_P = 1,974 + 0,4536 + 0,3852$$

إذن:

العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشاملCAAT = 2,8128 %

2.2.2. خطر محفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT: يقدر الخطر عادة باستعمال معيار الانحراف المعياري بين عائد ومتوسط عائد الأصل. أما فيما يتعلق بخطر المحفظة فيتم من خلال تحديد الانحراف المعياري للمحفظة، وذلك بالقيام أولا بتحديد الانحراف المعياري لكل أصل ثم التباين المشترك بين أصولها من خلال العلاقة التالية:

$$\sigma_P = W_1{}^2\sigma_1{}^2 + W_2{}^2\sigma_2{}^2 + W_3^2\sigma_3^2 + 2W_1W_2COV(1,2) + 2W_1W_3COV(1,3) + 2W_2W_3COV(2,3)$$

الأصل الأول المتمثل في أذونات الخزينة يعتبر أصل خالي من الخطر وبالتالي يصبح خطره مساوي الصفر؛

أما الأصلين المتبقيين، الودائع لأجل والأسهم/السندات، فهما أصلان خطران تقاس درجة خطورتهما بواسطة الانحراف المعياري لعوائدهما. يتم حساب الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية بالعلاقة التالية:

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

حيث:

R_2: عائد الودائع لأجل؛

R_3: عائد A/O.

الجدول رقم 3-12: الانحراف المعياري لمحفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT

الوحدة:%

السنوات	R_2	$R_2 - \overline{R_2}$	$(R_2 - \overline{R_2})^2$	R_3	$R_3 - \overline{R_3}$	$(R_3 - \overline{R_3})^2$	$(R_2 - \overline{R_2})(R_3 - \overline{R_3})$
2006	**4,1**	0,003155	0,000009954	**2,09**	-0,0005	0,00000025	-0,0000015775
2007	**3,25**	-0,005345	0,000028569	**2,35**	0,0021	0,00000441	-0,0000112245
2008	**1,15**	-0,026345	0,000694059	**2,3**	0,0016	0,00000256	-0,00003752
2009	**2,53**	-0,012545	0,000157377	**3,13**	0,0099	0,00009801	-0,0001241955
2010	**2,05**	-0,017345	0,000300849	**1,75**	-0,0039	0,00001521	0,0000676455
2011	**2,75**	-0,010345	0,000107019	**1,98**	-0,0016	0,00000256	0,000016552
2012	**2,37**	-0,014145	0,000200081	**1,34**	-0,008	0,000064	0,00011316
2013	**2,3**	-0,014845	0,000220374	**1,12**	-0,0102	0,00010404	0,000151419
2014	**3,78**	-0,000045	0,000000002	**1,59**	-0,0055	0,00003025	0,0000002475
2015	**2,25**	-0,015345	0,000235469	**2,10**	-0,0004	0,00000016	0,000006138
2016	**15,1**	0,112155	0,012578744	**3,79**	0,0165	0,00027225	0,0018505575
المجموع	/	/	0,014332416	/	/	0,0005937	0,002031202

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 3-11.

من العلاقة أعلاه ونتائج الجدول 3 – 12 نستنتج أن الانحراف المعياري لعائد الودائع لأجل هو:

$$\sigma_2 = \sqrt{\frac{0{,}014332416}{11}}$$

$$\boldsymbol{\sigma_2 = 0{,}036096355}$$

ومنه الانحراف المعياري لعائد الودائع لأجل خلال السنوات 2006 – 2016 لمحفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT هو 3,6096%.

من العلاقة أعلاه ونتائج الجدول السابق كذلك نستنتج أن الانحراف المعياري لعائد الأسهم، السندات والمساهمات في الشركات التابعة هو:

$$\sigma_3 = \sqrt{\frac{0{,}0005937}{11}}$$

$$\boldsymbol{\sigma_3 = 0{,}007346611}$$

ومنه الانحراف المعياري لعائد الأسهم، السندات والمساهمات في الشركات التابعة خلال السنوات 2006 – 2016 لمحفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT هو0,7346 %.

مما سبق يصبح خطر المحفظة المالية يقاس بالعلاقة التالية:

$$\sigma_P^2 = W_2{}^2\sigma_2{}^2 + W_3{}^2\sigma_3{}^2 + 2W_2W_3COV(2,3)$$

كما هو ملاحظ بالعلاقة يجب تحديد التباين المشترك أو التغاير بين الأصول المالية على أساس العلاقة التالية:

$$COV(2,3) = \frac{(R_2 - \overline{R_2})(R_3 - \overline{R_3})}{n}$$

انطلاقا من الجدول 3 – 12 نستخلص النتيجة التالية:

$$COV(2,3) = \frac{0,002031202}{11}$$

COV(2,3) =0,0001846547

ومنه فخطر محفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT يعادل:

$$\sigma^2_P = (0,12)^2(0,008090542)^2 + (0,18)^2(0,005884248)^2 + 2(0,12)(0,18)(0,0001846547)$$

$$\sigma^2_P = 0,0000100415$$

σ_P= 0,003168832

من النتائج المتحصل عليها يمكن القول أن الخطر الكلي لمحفظة الشركة الجزائرية للتأمين الشامل يعادل 0,3168% فهو جد ضعيف. كذلك يعتبر خطر المحفظة أقل من مجموع خطر الأوراق المكونة لها، ويعود السبب في ذلك إلى إعتماد الشركة الجزائرية للتأمين الشامل على التنويع عند اقتناء محفظة أوراقها المالية، وبالتالي تحقق عوائد أكثر بمخاطر أقل، وللتأكد من ذلك يجب معرفة مدى ارتباط الأصول فيما بينها بالاعتماد على معامل الارتباط.

3.2.2. معامل الارتباط بين أصول المحفظة: يقيس معامل الارتباط درجة الارتباط بين عائد الودائع لأجل وعائد الأوراق المالية الأخرى، ويستعمل هذا المعامل لمعرفة مدى قدرة شركة التأمين على التنويع بين الأوراق المالية، حيث يحسب بالعلاقة التالية:

$$r = \frac{COV\ (2,3)}{\sigma_2 \sigma_3}$$

r =0,0001846547/ 0,0002651859

معامل الارتباط = 0,6963217124

حسب النتيجة يمكن القول أن كون معامل الارتباط موجب فإن ذلك يعني أن عوائد الأصول في علاقة ارتباطية موجبة، ولكنه ارتباط غير تام بل قريب من 0، مما يعني أنه يمكن تدنية المخاطر دون تخفيض في العائد وذلك من خلال التنويع بين مختلف الأوراق المالية، وبالتالي فالشركة قد حققت نتيجة جيدة فيما يتعلق بارتباط أوراق المحفظة المالية.

4.2.2. مؤشر شارب لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT: لقياس أداء المحفظة يتم الاستعانة بمؤشر شارب الذي يعتمد على النسبة بين فرق عائدي المحفظة وعائد الأوراق المالية الخالية من المخاطر، وبين الانحراف المعياري لعائد المحفظة المالية، ويمكن حسابه كما يلي:

$$S_P = \frac{R_P - R_F}{\sigma_P}$$

الجدول رقم 3-13: مكونات محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل

الوحدة:%

البيان	العائد	الخطر	التباين المشترك	الأوزان
VE	2,82	0,000	-	70
DAT	3,78	3,6096	1,846547	12
A/O	2,14	0,7346		18
محفظة الأوراق المالية	2,8128	0,3168	-	100

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النتائج السابقة.

وبالتالي فإن مؤشر شارب يصبح:

$$S_P = \frac{2,8128 - 2,82}{0,3168}$$

$$S_P = \textbf{-0,0227272727}$$

تظهر من النتيجة أن قيمة مؤشر شارب لمحفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين CAATسالبة، وهو دليل على عدم فعالية الأداء، ما يبعتنا على التفكير بأن الشركة تقوم بإدارة سيئة لمحفظتها المالية.لكن في حالة الشركة الجزائرية للتامين الشامل يمكن تفسير ظهور مؤشر شارب سالب إلى عدة أسباب منها:

- تستثمر الشركة الجزائرية للتأمين الشامل ما يعادل 70% من أموالها في أذونات الخزينة والتي تتسم بأكبر عائد، الشيء الذي يتنافى وفرضيات النظريات على أن أصغر عائد يكون للأصل الخالي من الخطر.
- ضعف العوائد المترتبة على الأسهم والسندات مقارنة مع الأصول الخالية من المخاطر وهو الذي من المفروض أن يكون عكس ذلك.
- اعتماد الشركة الجزائرية للتأمين الشامل في استثماراتها المالية على أذونات الخزينة التي يتراوح وزنها الترجيحي في المحفظة 70% من إجمالي أصول المحفظة المالية للشركة، نظرا لوجود تشريعات تجبر شركة التأمين على توظيف 50% على الأقل من أموالها على أصول حكومية؛ إلا أننا نلاحظ أن الشركة الجزائرية للتأمين الشامل تتعدى هذا الحد في كثير من الأحيان وهو ما يظهره لنا وزنها الترجيحي كما سبقنا الذكر. هذا الشيء يلفت انتباهنا إلى السبب الموالي.
- انعدام أو قلة الفرص البديلة للتوظيف المالي. كما لاحظنا فالشركة الجزائرية للتأمين الشامل لا تملك الفرصة البديلة التي تمكنها من استثمار أموالها وذلك راجع إلى ركود السوق المالي الجزائري واحتوائه على عدد قليل من الشركات على مستوى البورصة، فالشركة الجزائرية للتأمين الشامل ونظرا للأصول المستثمر فيها من نوع الأسهم والسندات لا تمثل إلا 18% من إجمالي المحفظة أغلبها على شكل سندات وذلك ما تبينه العوائد التي تتحصل عليها من قبل هذه الأصول.
- ضعف العوائد التي تحققها الأصول ككل مقارنة بالأموال المستثمر بها، لاعتماد أغلبها على معدلات الفائدة والتي حسب تقارير الشركة شهدت انخفاضا على مستوى السوق.
- كذلك يمكن تفسير ظهور مؤشر شارب سالبا إلى ارتباط شبه التام بين العوائد من حيث مصدرها فتحصيلها شبه كلي من قبل الدولة باعتبارها المالك مما يعني عدم التنويع الكفء بين الأصول والذي من غرضه تقليل المخاطر اللانظامية شرط تقليل معامل الارتباط إلى أقل ما يمكن وخاصة توفر البيئة الملائمة للاستثمار.

خلاصة الفصل الثالث:

عملية تحديد وتقدير ثنائية العائد والخطر الخاص بالمحفظة لا تعتمد على عوائد ومخاطر أصولها فحسب، بل تتعدى إلى الوزن الترجيحي لكل أصل بالنسبة للمحفظة ككل، هذا بالإضافة إلى مدى الارتباط بين الأصول أو الأوراق المالية المكونة للمحفظة والذي يعبر عنه بالتباين المشترك عند قياس الخطر الكلي للمحفظة.

سوء التوظيف المالي للموارد المالية للشركة الجزائرية للتأمين انعكس سلبا على أدائها والذي يمكن تفسيره بغياب الفرصة البديلة وفرص الاستثمار أكثر من سوء التسيير لمحفظة الأوراق المالية.

إن تكوين محفظة الأوراق المالية عملية معقدة تتحكم فيها مجموعة من القيود والعوامل أهمها تحقيق العوائد بأقل مخاطر ممكنة اعتمادا على التنويع بين الموجودات من أصول محفظة المستثمر فيها، حيث نجد معظم الأبحاث والدراسات اهتمت بالعوامل المؤثرة على عائد المحفظة المالية وعلاقته بخطرها بهدف الوصول إلى أفضل طرق لقياس أداء محفظة الأوراق المالية

ويعتبر قياس وتكميم خطر محفظة الأوراق المالية من أصعب التحديات التي تواجه مديرها، فبالرغم من كونها عملية معقدة نوعا ما إلا أنها ممكنة خاصة في مرحلة تنويع الأصول المكونة لها إذ يمكن تحديد الوزن الترجيحي لكل أصل ونسبة الارتباط فيما بينها.

ومن هذا المنطلق هدف البحث إلى تقييم أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT خلال الفترة 2006-2016.

- نتائج البحث:

وتتمثل في:

- ❖ يرتكز مفهوم المحفظة المثلى على عاملين أساسيين هما العائد المتوقع ومخاطر المحفظة، حيث يتم بناءها من خلال الاختيار بين مجموعة البدائل الاستثمارية التي تحتوي على أعلى عائد لكل مستوى مخاطرة، أو أدنى مخاطرة لكل مستوى من العائد والأقرب لمنحنى السواء للمستثمر؛
- ❖ إن عملية تحديد وتقدير ثنائية العائد والخطر الخاص بالمحفظة لا تعتمد على عوائد ومخاطر أصولها فحسب، بل تتعدى إلى الوزن الترجيحي لكل أصل بالنسبة للمحفظة ككل، هذا بالإضافة إلى مدى الارتباط بين الأصول أو الأوراق المالية المكونة للمحفظة والذي يعبر عنه بالتباين المشترك عند قياس الخطر الكلي للمحفظة؛
- ❖ لعملية التنويع في محفظة الأوراق المالية أهمية وقائية ضد المخاطر غير النظامية عندما يكون الارتباط بين الأصول المكونة للمحفظة ضعيف، حيث أنه كلما كان الارتباط بين عوائد الأوراق المالية ضعيفا كلما قلت نسبة الخطر غير النظامي الذي تواجهه هذه المحفظة؛
- ❖ من الصعب التحكم والسيطرة على الخطر النظامي نظرا لارتباطه بالسوق، إذ يستحيل في بعض الأوقات تقديره بشكل دقيق؛
- ❖ عادة ما يعتمد الأعوان الاقتصاديون عند تقدير الخطر النظامي للمحفظة على معامل β كونه الأكثر دقة وفعالية بنظرهم؛

❖ لا يمكن الاعتماد على المقاييس الإحصائية أو الرياضية عند تكوين المحفظة واختيار الأصول المكونة لها، بل يجب الأخذ بعين الاعتبار التصنيفات العالمية التي تقوم بوضعها وكالات التنقيط والتي تبين لنا مدى خطورة هذه الأصول والسلامة المالية لمصدرها؛

❖ لا تعتمد الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAATعلى التوظيف المالي من أجل تحسين مستوى عوائدها؛

❖ عوائد محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAATليست بالحجم المطلوب، الشيء الذي ينعكس سلبا على أداء المحفظة؛

❖ الأداء السيء لمحفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAATيترجم سوء التوظيف للموارد المالية المخصصة لعمليات للتوظيف المالي؛

❖ إن تقدير خطر محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل ظهر أنه أقل من مخاطر الأوراق المالية وذلك بسبب سياسة التنويع المحدود المتبعة من طرف الشركة، والتي تعتمد بالدرجة الأولى في توظيفاتها على الأصول الحكومية، ويرجع ذلك للعديد من العوامل أبرزها القوانين والتشريعات التي تلزمها على استثمار ما لا يقل عن 05%من أرباحها في الأصول الحكومية؛

❖ الاعتماد بنسبة كبيرة على الأصول الحكومية في الاستثمار المالي يساعد على التحكم بالمخاطر كونها أصول خالية من الخطر، إلا أنها تتميز بعوائد ضعيفة، الشيء الذي يؤثر بطريقة مباشرة على عوائد المحفظة وأدائها.

– اختبار صحة الفرضيات:

في ظل جملة النتائج المتوصل إليها، تم **إثبات الفرضية الأولى** التي جاء في فحواها التنويع أحسن طريقة للتقليل من مخاطر محفظة الأوراق المالية، و**إثبات الفرضية الثانية** التي تنص على وجود هناك علاقة بين إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية وأداء المؤسسة.

كما تم **نفي الفرضية الثالثة** التي مفادها أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل جيد حسب شارب، هذا بالإضافة إلى **إثبات الفرضية الرابعة** التي تنص على أن ركود السوق المالي له تأثير على ضعف أداء محفظة الأوراق المالية للشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

– الاقتراحات:

في ظل هذه النتائج التي تم التوصل إليها نقترح ما يلي:

❖ الاعتماد على أكثر من طريقة عند تقدير خطر المحفظة لتدارك النقائص لكل واحدة من هذه الطرق؛

- ❖ الاعتماد على التكنولوجيا والنماذج الأكثر تطورا ودقة عند تقدير الخطر، وذلك بهدف الحصول على المعلومات اللازمة؛
- ❖ ضرورة تطوير وتفعيل السوق المالي في الجزائر والنهوض به لزيادة وتفعيل المعاملات البورصية، من خلال تمشيط سوق القيم المنقولة، السوق السندي وسوق قيم الخزينة؛
- ❖ تشجيع المؤسسات المالية الجزائرية على توظيف فوائضها المالية على شكل استثمارات مالية على مستوى البورصة؛
- ❖ تشجيع الشركات المالية على وجه العموم، وشركات التأمين على وجه الخصوص للدخول في البورصة؛
- ❖ العمل على التنويع الجيد للأصول المالية في المحفظة للحد من المخاطر غير النظامية، خاصة عن طريق اللجوء للمشتقات في إدارة المحافظ المالية؛
- ❖ توفير كل من البيئة الاستثمارية الملائمة، السياسات والتشريعات التي تحكم المناخ الاستثماري.

– أفاق البحث:

آفاق البحث لا تزال مفتوحة ونقترح هذه المواضيع لتكون إشكاليات بحوث ودراسات نأمل أن تنال حقها في البحث، وهي:

- ❖ محاكاة إدارة المخاطر في السوق المالي؛
- ❖ نمدجة المخاطر لدى الشركات المالية؛
- ❖ وضع مؤشر للشركات المالية الجزائرية في بورصة الجزائر.

قائمة المراجع

– أولا: الكتب

1. باللغة العربية:

1. إبراهيم جابر السيد، (2013): محاسبة التلوث البيئي، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
2. أحمد نور وآخرون، (1986): محاسبة المنشآت المالية، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع: بيروت، لبنان.
3. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، (2004): الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
4. برايان كويل قسم الترجمة بدار الفاروق، (2006): هيكلة رأس مال الشركات، الطبعة العربية الأولى، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
5. بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز وعبد الرزاق حبار، (2013): إدارة المخاطر إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
6. حاكم الربيعي وآخرون، (2012): المشتقات المالية، ج1، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان.
7. حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان وعلي أحمد فارس، (2011): المشتقات المالية (عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
8. حسني خربوش، عبد المعطي أرشيد، محفوظ جودة، (2010): الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
9. حسين عطا غنيم، (2014): دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر.
10. خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، (2013): مدخل إلى الأسواق المالية، الطبعة العربية، دار الأيام للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
11. دريد كامل آل شبيب، (2009): الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
12. دريد كامل آل شبيب، (2010): إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
13. دريد كامل آل شبيب، (2012): الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.

14. زيد منير عبوي، (2006): إدارة التأمين والمخاطر، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
15. شقيري موسى، صالح الزرقان، وسيم الحداد، مهند الدويكات، (2012): إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
16. شقيري نوري موسى وآخرون (2009): المؤسسات المالية المحلية والدولية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة: عمان، الأردن.
17. شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، (2011): إدارة الخطر والتأمين، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان.
18. صلاح الدين السيسي(2011): الموسوعة المصرفية العلمية والعملية، ج2، مجموعة النيل العربية، القاهرة.
19. طلال كداوي، (2009): تقييم القرارات الاستثمارية، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
20. عبد الرؤوف أحمد، (2016): على محمد، إدارة المخاطر والأزمات، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر.
21. عبد الكريم غندوز، (2018): التحوط وإدارة الخطر (مدخل مالي)، دار إي كتب، لندن.
22. عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، (2015): مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان.
23. عبد الوهاب يوسف أحمد، (2008): التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
24. عدنان تيه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، (2012): الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.
25. كارين أ . هورشر، (2008): أساسيات إدارة المخاطر المالية، مكتبة الحرية، القاهرة، مصر.
26. محمد الفاتح محمود المغربي، (2014): تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
27. محمد على سويلم، (2013): أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، دار المطبوعات الجامعية: الاسكندرية، مصر.
28. محمد فتحي البديوي، (2012): إدارة البنوك، المكتبة الأكاديمية، القاهرة.
29. محمد مطر، (2009): إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
30. محمد مطر، فايز تيم، (2005): إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان.
31. محمد الفاتح محمود المغربي، (2014): إدارة المنشآت المالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

32. مصطفى يوسف كافي، (2009): بورصة الأوراق المالية، دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا.
33. مصطفى يوسف كافي، (2009): بورصة الأوراق المالية، دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا.
34. مصطفى يوسف كافي، (2017): إدارة الأعمال الدولية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان.
35. معروف هوشيار، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
36. منير ابراهيم هندي وآخرون، (1997): الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الاشعاع، الاسكندرية، مصر.
37. مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2010): إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
38. مؤيد عبد الرحمن الدوري، (2011): إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
39. ناجي جمال، (2012): مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان.
40. نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، (2013): السياسات الاقتصادية: الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.
41. نهال فريد مصطفى وأخرون، (2007): الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعية، الاسكندرية، مصر.
42. وليد صافي، أنس البكري، (2009): الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار البلدية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن.

2. باللغة الأجنبية:

1. George O. Aragon, Wayne E. Ferson (2006) : Portfolio Performance Evaluation, Foundations and Trends in Finance, Vol. 2, No. 2.
2. Krzysztof Duda, Pavlo Batyuk,(2009): Performance and Risk Evaluation of Danish Mutual and Hedge Funds, M.Sc. thesis in Business Studies, University of Aarhus, Danemark.
3. Lalith P. Samarakoon, Tanweer Hasa, Portfolio Performance Evaluation, The Encyclopedia of Finance, Springer, 2005.
4. Lalith P. Samarakoon, Tanweer Hasa,(2005) : Portfolio Performance Evaluation, The Encyclopedia of Finance, Springer

5. Nikolaos Philippas, Efthymios Tsionas, Performance Evaluation: A Review Article And An Empirical Investigation Of Greek Mutual Fund Managers, International Business & Economics Research Journal, vol1, n06.
6. Ravi Shukla (1999): The Value of Active Portfolio Management, iteSeerX, The Pennsylvania State University .
7. Shibo Liu,(2014) : Statistical inference and efficient portfolio investment performance, Doctoral Thesis, Loughborough University, England.
8. Véronique Le Sourd (January 2007): Performance Measurement for Traditional Investment : Literature Survey, edhec risk and asset management research centre, nice.

– ثانيا: الدوريات والمقالات المحكمة:

1. باللغة العربية:

1. أيمن زيد والطاهر العمودي، (2015): إدارة المخاطر في شركات التأمين دراسة قياسية بالتطبيق على الشركة الجزائرية للتأمين، مجلة رؤى اقتصادية (العدد 9).
2. بن موسى كمال، (2004): المحفظة الاستثمارية: تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد03.
3. شرون رقية، (2012): تحليل وقياس خطر القرض في البنوك التجارية، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر3، العدد03.
4. عمار عريس، مجدوب بحوصي، (2017): تعديلات مقررات لجنة بازل وتحقيق الاستقرار المصرفي، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد 03، العدد 1.
5. عيسى محمد الغزالي، (2004): تحليل الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 27.
6. مداني أحمد، (جوان 2013): دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد10.
7. مليكة بن علقمة(2015): الطرق الحديثة لقياس وإدارة مخاطر القروض المصرفية، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، جامعة البليدة2، العدد 09.
8. ميدون أحلام، عطيوي سميرة (2003): مساهمة النماذج الكمية الداخلية في إدارة مخاطر القروض البنكية، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة2، العدد02.
9. الياس خضير الحمدوني، (2011): تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، الموصل، المجلد 4، العدد7.

– ثالثا: الملتقيات العلمية:

1. باللغة العربية:

1. بلعزوز محمد علي، مداني أحمد، (2010): التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية والبحث عن مخرج لها: دراسة وضعية وشرعية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الرابع بعنوان "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، 15-16 ديسمبر، كلية العلوم الإدارية ، الكويت.
2. بودخدخ كريم، كرباش رحمة، (2013): دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها، الملتقى الدولي الثاني حول: "الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، 19 – 20 جوان، جامعة تبسة.
3. دريس رشيد، بحري سفيان، (2006)، مقررات لجنة بازل والنظم الاحترازية في الجزائر، الملتقى الوطني حول: المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية، يومي 24-24 أفريل، جامعة بشار.
4. عبد الرشيد بن ديب، عبد القادر شلالي، (2008): مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر، مداخلة مقدمة للمشاركة في الملتقى الدولي الثالث حول: " استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات"، يومي 25 و 26 نوفمبر جامعة حسيبة بن بوعلي ، الشلف.
5. عبد القادر شلالي، علال قاشي، (2013): مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، الملتقى الدولي الأول حول إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، ، يومي 26 و27 نوفمبر، جامعة آكلي امحمد أولحاج البويرة، الجزائر.
6. عصماني عبد القادر، (2009): أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس: سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر.

– رابعا: الأطروحات والمذكرات الأكاديمية

1. باللغة العربية:

1. ابن اعمر بن حاسين، (2012-2013): فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر.
2. بوزيد سارة، (2006-2007): إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر.
3. حمداني زهرة، (2011-2012): إشكالية تدويل الخطر المالي وآثره على الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة وهران.

4. حياة نجار، (2013-2014): إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقيات بازل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
5. سعيدة تلي، (2009): التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة قاصدي مرباح: ورقلة، الجزائر.
6. عبدلي لطيفة، (2011-2012): دورة ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر.
7. عمر عبو، (2015-2016): الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار، أطروحة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف.
8. منصوري حاج موسى، (2009): أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية : دراسة حالة سوق دبي المالي، أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة.
9. ميرفت علي أبو كمال،(2007): الإدارة الحديثة لمخاطر الائتمان في المصارف وفقاً للمعايير الدولية "بازل2 "، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة.
10. نوري سميحة، (2011): جدوى تقييم الاستثمارات والأصول المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة باجي مختار: عنابة، الجزائر.
11. هاجر زراري، (2011-2012): إدارة المخاطر الائتمانية في المصارف التجارية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة سطيف.

– خامسا: تقارير ومراسيم رسمية

1. باللغة العربية:

1. القرار رقم 01 المؤرخ في 07 جانفي 2002 المعدل والمتمم للقرار رقم 007 المؤرخ 02 أكتوبر 1996 المحدد للنسب الدنيا الواجب تخصيصها لكل نوع من التوظيفات التي تقوم بها شركات التأمين وإعادة التأمين.

– سادسا: مواقع الإنترنت الرسمية

1. باللغة العربية:

1. حسن السلطان، (2008-2009): إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير إدارة الأعمال، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، دمشق، سوريا، متوفر على الموقع الالكتروني:

elibrary.mediu.edu.my/books/MAL03393.pdf , consulté le: 30/05/2016.

2. علي عبد الله شاهين، (2005): إدارة المخاطر التمويل والاستثمار في المصارف "مع التعرض لواقع المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين"، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 8 – 9 ماي، متوفر على الموقع الالكتروني:
iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/gg.pdf, consulté le:30/05/2016.

3. المحفظة الوطنية للأوراق المالية، (2009): إدارة المخاطر في بورصة عمان، قسم الدراسات والأبحاث، عمان، متوفر على الموقع الالكتروني:
http://www.mahfaza.com.jo/files/Risk%20Management.pdf , consulté le:30/05/2016.

4. تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ومحافظ الاستثمار، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، ص 02، متوفرة على الموقع الالكتروني:
http ;//iefpedia.com/arab/wp-content/uploads-management-FEPS63rd-FE-2012.pdf, consulté le 17/12/2017.

5. سامي حطاب، (2007): المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع: أبو ظبي، الإمارات، ص 8. المتوفرة عبر الموقع الالكتروني:
www.sca.gov.ae/Arabic/Investors/Seminars/SCASeminars/Mutual_Funds_and_Stock_Indices.pdf, consulté le 23/03/2016.

6. عبد الرزاق كبوط، (2009-2010): نظرية المحفظة المالية لماركويتز Markwitz (العلاقة – عائد مخاطرة)، محاضرة في مقياس النظرية المالية، جامعة سطيف، ص 01، متوفر على الموقع الالكتروني:
cte.univ-setif.dz/coursenligne, consulté le: 15/11/2017.

7. توفيق عوض شبير، (2015): بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، ص 57، متوفر على الموقع:
http://library.iugaza.edu.ps/thesis/116253.pdf, consulté le: 13/01/2018 .

8. لورين ابراهيم القاضي، (2016): أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، ص 25. متوفر على الموقع:
https://meu.edu.jo/libraryTheses/586b497d5071a_1.pdf, consulté le: 17/01/2018

9. رامي زعتري، (2011): التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة حلب، ص 06، متوفر على الموقع:
http://www.ncosyria.com/assets/files/2012/Credit%20Rating.pdf, consulté le: 20/03/2018.

10. محمد داود عثمان، إدارة مخاطر الائتمان، متوفر على الموقع:

.http://www.philadelphia.edu.jo/academics/bnfarchive/uploads/Credit%20Risk%20Management.ppt consulté le : 20/03/2018

2. باللغة الأجنبية:

1. Troy Segal, Measure Your Portfolio's Performance, investopedia, 20-12-2017, online: https://www.investopedia.com/articles/08/performance-measure.asp.